

第一章 導論

第一節 研究動機與目的

台灣證券市場是一個參與方眾多、利益博弈劇烈的市場，任何一個方面的參與方的行為不規範，都可能影響市場運行的穩定性。1996年爆發台海危機，1997年又爆發亞洲金融風暴，上列非經濟基本面因素影響台灣證券市場甚巨，也影響了原本市場穩定與調節機制作用的發揮。尤其，受限於中華民國與對岸中華人民共和國特殊國與國之關係，台灣非屬於國際貨幣基金(IMF)或世界銀行組織的會員國，一旦遭受巨大非經濟基本面的衝擊與威脅，國際合作組織不可能像援助他國般給予援助。

台灣股市的規模相較於國際股市仍屬於淺碟型的市場，且散戶投資人比例高達八成，此種型態之股市結構較易受到消息面之影響，股價變動幅度劇烈，市場之理性與穩定度低，加上內線交易法令不健全、未成立專屬之金融專業法庭等弊端，世界經濟論壇等國際機構製作的世界競爭力報告¹，即一再因為內線交易盛行等理由而認定台灣的股市交易不公，故而台灣股市相較於其他國家股市，更需要成立股市安定基金以維護眾多散戶之利益。

因此，成立類似股市安定基金的聲浪漸起，此種常態性的穩定證券市場機制於民國88年6月間確定立法，行政院旋即於同年9月17日將「國家金融安定基金設置及管理條例草案」交由立法院由立法委員進行審議。歷經數月餘，立法院於民國89年1月15日終於三讀通過，並正名為「國家金融安定基金設置及管理條例」，同年2月9日總統令發布，3月15日國安基金管理委員會成立開始運作，迄今已進出股市數次。

但國安基金之運作與立法過程粗糙，常為人所詬病。民國93年12月14

¹謝志忠：《國家金融安定基金操作績效評估之研究》，世新大學行政管理研究所碩士論文，民國92年6月，頁3

日監察院糾正行政院對國家金融安定基金監督不周，引發軒然大波，主因國安基金於民國 89 年間竟先後買入德利開發科技、太平洋電線電纜、及台灣茂矽電子等三家公司股票，操作不當導致國安基金含利息損失高達 36.38 億台幣²，然此種人為操作疏失，依照國安基金條例第十三條規定，「本基金年度決算，如有盈餘，應適度保留或解繳國庫；如有虧損，包括已實現或未實現虧損，由主管機關於次一年度編列預算時彌補之，由國庫彌補之虧損應受公共債務法第四條之限制。」換句話說，若國安基金操盤不當產生虧損，乃由全國納稅義務人買單，不僅有違社會公平，亦對操盤負責之公務人員無法產生約束的效力。

最近一次國安基金於民國 97 年 9 月 18 日至 12 月 17 日間因美國金融風暴導致台灣股市重挫，奉令進場護盤買股，共動用 599 億元，嗣後於民國 99 年 3 月 1 日至民國 99 年 8 月 27 日出售完竣，並公布其選股標的共 47 家³，觀察此份選股名單，赫然發現含兆赫、友訊、東聯等並非台股 100 大權值股，顯有違常理。以台灣股市目前成交量每日均為 1,000 億上下，國安基金應拉抬權值股，對大盤整體指數才有事半功倍之效，但除前述護盤非權值股問題外，買進個股張數與權值亦沒有成正比，亦即並非權值越重買得越多。現行國家金融安定基金設置及管理條例共十七條，並無規範選股之法律條文。且筆者訪談前勞退基金操盤人，她表示國安基金及四大基金(勞保、勞退、退撫、郵儲)雖有限定買賣股票標的之條件，但現行法規卻無強制規定需公開國安基金及四大基金購買股份之名稱及持股組合等相關規定，故產生不少弊端。

無怪乎不只國安基金因投資虧損被監察院糾舉，民國 98 年 11 月 12 日立法委員羅淑蕾也指出郵政儲金投資虧損驚人，包括投資洪氏英虧損 9144 萬元，太電虧損 1.5 億元，博達虧損 2.4 億元，合計虧損 4.9 億元。至於 97 年度郵政資金的「投資損失」則高達 403 億元。

² 監察院公報，2025 期，民國 94 年 1 月 2 日，頁 14—32

³ 國家金融安定基金管理委員會《國家金融安定基金 99 年度釋股相關說明》，民國 100 年 1 月

事實上，國安基金應屬於「主權基金」的一種，主權基金(Sovereign Wealth Fund, SWF)一詞，一般而言係指：「一國政府以原油、天然氣收入、政府編列預算、發行公債、外匯準備為資金，藉以設立基金，從事國內外投資活動者」⁴。但台灣的國安基金資金來源卻非來自外匯存底，依照「國家金融安定基金設置及管理條例」第四條規定，基金總額為5,000億，主要來源除向金融機構借款（最高額度2,000億元）外，得向郵政儲金、郵政壽險積存金、勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退休撫卹金借用其所屬可供證券投資而尚未投資之資金（最高額度3,000億元）。上述後三項基金屬性為法定作為給付準備之社會保險或社會安全基金。如今國安條例以國家金融安定為由，得以運用這些社會安全基金，此項規定雖合於依法行政原則以及法律保留原則，然後過該條例宣稱之任務，以國家金融安定為名，不僅改變原先社會保險相關法律對於該基金用途之規範，凸顯此項干預非以被保險人最佳利益為考量，且違反原先制定社會保險相關法律所做之承諾。而以被保險人納費且中途不得提領之社會保險基金作為股市投資之風險護盤，違反社會公平正義之不正當作為，也嚴重違反基金專業管理有關安全性、流通性、與獲利性之管理原則⁵。

過去除國安基金之外，台灣有政府基金護盤事件尚有前例，從一九九六年台灣舉行第一次總統大選，值此競選期間遭逢彼岸文攻武嚇，影響台灣股市甚巨，財政部出面籌資「股市穩定基金」⁶，是為國安基金之濫觴，此後才出現相關國安基金之護盤研究，由於國安基金成立時間不長，護盤次數屈指可數，故相關研究論文並不多。細觀這些研究，有的以國安基金資金來源正當性及盈虧為準繩，故主張廢除；有的則是以國安基金進場是否對大盤產生護盤效果評估，故主張存續，由上開敘述可知因其論述基礎不同，而對國安基金有不同的認知及評價，使

⁴ 李儀坤，《台灣經濟金融月刊》，民國97年7月，頁45

⁵ 林志鴻、鄭文輝、鄭清霞，《政治與社會哲學評論》第12期，民國94年3月，頁186-187

⁶ 劉億如、何佳，《東亞十一國金融風暴前後》，商鼎財經顧問有限公司，民國88年6月，頁209-240

筆者產生濃厚的研究興趣及動機。

其中謝志忠於「國家金融安定基金操作績效評估之研究」中⁷，以績效評估法及其財務報表分析國安基金之績效，發現國安基金前四次護盤虧損金額龐大，雖有拉抬大盤之效果，但基金本身操作績效不佳，虧損由全民買單，有違社會正義，故主張贊同前財政部長李庸三之建議，讓國安基金加訂落日條款，使台股市場回歸自由資本主義之機制。

陳尚毅則於「國家金融安定基金宣示效果研究—以事件研究法分析」⁸中，以事件研究法作為檢視國安基金政策護盤評估之標準，結果發現，國安基金不論是宣示進場或是實際動用資金護盤買進股票，都對八大類股有顯著的拉抬效果，而三大法人（外資、投信、自營商）在國安基金進場護盤後，買超天數與金額都有顯著上升，有效減低了因交易量萎縮可能造成之流動性風險。以此觀之，國安基金的確達成了護盤的基本目的，故主張存續，但因國安基金護盤資訊不透明，研究強調國安基金宣示護盤及釋股之後，應將護盤資料透明化，以維市場自由機制，避免投資人過度倚賴。

周志雄在「國家金融安定基金制度之研究—以法制面為中心」⁹之研究中，則以法制面為出發點論述國安基金之性質，以及該受到哪些行政法規之規範？並討論經濟管制與國安基金之相關立法原則，最後對「國家金融安定基金設置及管理條例」法規提出針砭。另股市投資本有其一定風險，國安基金是股市的定力還是亂源？立法院法制局助理研究員謝碧珠指出「政府固可以依市場失靈之嚴重性，對市場進行某種程

⁷謝志忠：《國家金融安定基金操作績效評估之研究》，世新大學行政管理研究所碩士論文，民國92年6月

⁸陳尚毅：《國家金融安定基金宣示效果研究—以事件研究法分析》，國立暨南大學公共行政與政策學系碩士論文，民國99年6月

⁹周志雄：《國家金融安定基金制度之研究—以法制面為中心》，國立台灣大學國家發展研究所碩士論文，民國90年7月

度之干預，但仍須體認證券市場之變幻無常，其投資風險永遠存在。」又稱「動用國安基金或四大基金護盤，終究無法避免投資股市固有之風險，亦非健全發展國家經濟與證券市場之上策，而政府官員切莫再隨意呼籲國人進場買股票，否則投資人之損失求償無門時，恐將形成另一社會不安的亂源」¹⁰。

然綜上多篇論文所述，可知對於國安基金之存廢正反雙方意見均有，但並未討論國安基金買進持股之投資組合合理性，亦未針對國安基金若然廢除後，是否應設立以外匯為資金來源之主權基金？而國安基金若然存續，是否應該比照國外針對平衡型基金建立評估績效機制？故本研究將近期國安基金之資料整理並加以判斷評估，並將國安基金與國外性質類似之主權基金做出比較分析，提出國安基金未來發展之建議與改善之道、進而討論其存續與否之議題。

¹⁰ 謝碧珠：《會計研究月刊》第 181 期，民國 90 年，頁 51

第二節 研究範圍、途徑與方法

一、 研究範圍

國安基金於民國 88 年 6 月才確定予以法制化，89 年 1 月經立法院三讀通過並由總統令頒佈，迄今已有十一年的時間。在此期間內國安基金共計進場護盤五次，根據國安基金管理委員會資料顯示，此五次護盤分別敘述如下：

1. 第一次啟動，民國 89 年 3 月 16 日、17 日，動用金額五百七十四億餘元。
2. 第二次啟動，民國 89 年 3 月 20 日，動用金額二十七億餘元。
3. 第三次啟動，民國 89 年 5 月 25 日，未有實際金額。
4. 第四次啟動，民國 89 年 9 月 26 日至 11 月 16 日，動用金額一千二百餘億元。
5. 第五次啟動，民國 97 年 9 月 8 日至 12 月 17 日，動用金額五百九十九億元。

其中前四次有關持有股數及詳細虧損，因受限於法令規定無法取得，無法獲知其操作期間其操作標的物、時點或其投資組合，授權期間過後出清持股之時點亦難得知。

僅第五次有關其護盤操作期間之購入標的物、投資組合，因立法院第七屆第四會期民國 99 年 1 月 12 日第十七次會議審查通過總預算案決議事項、第七屆第六期財政委員會民國 99 年 10 月 25 日第五次全體委員會決議、第七屆第六期財政委員會 99 年 12 月 2 日第十三次全體委員會議等多次強烈要求，另民國 99 年 3 月 29 日立法院第七屆第五會期財委會第九次全體會議，通過臨時提案：「針對國安基金、四大基金之進出以維持國內金融安定為主要目的，絕不能因為政府不當操作，反而干擾股市，妨害金融穩定和發展。為了有效監督，國安基金應於『事後』逐季公布國安基金進出比例或數值等與股市漲跌關係圖表，以供立法院財政委員會及外界瞭解」，以及經國家金融安定基金管理委員會第六十一次會議決議後，財政部國庫署方才於民國 100 年 1 月，將第五次啟動之資料，包含「國家金融安定基金九十九年度釋股相關說明」及「國家金融安定基金進出市場比例及漲跌關係圖」，提供大眾知悉，外界才瞭解國安基金操作之真正績效。

故本研究針對前四次國安基金護盤，僅能針對嗣後大盤之漲跌幅做出相關判斷，但針對第五次於美國次貸風暴及連動債所導致的股市下跌、國安基金奉命進場之護盤績效，因含買進個股之金額、出售獲利(虧損)，故針對進出個股之績效、影響大盤之權值都做出深度分析及研究。

二、 研究途徑與方法

所謂研究途徑(Approach)，是指研究者對研究對象的研究，欲從何層次為出發點、著眼點、入手處，以進行觀察、歸納、分類與分析¹¹。本研究係以國安基金操作績效評估為出發點，以市場干預為入手處，觀察其運作狀況及對大盤拉抬之影響，就其成效與實證進行分析，並做出結論與建議。

至於所謂的研究方法(Method)，一般係指用來蒐集與處理資料的手段，以及其進行的程序。因此採取的研究方法為非實驗性研究法(non-experimental method)中的文件分析法(document Analysis)。

另關於第五次國安基金護盤之個股、護盤金額與權值比重，本研究使用典型調查方法(Typical Survey)。此方法是在對實際情況進行全面分析的、有目的、有意識地挑選出一個或、幾個有代表性的典型做調查單位，進行全面、系統、深入、細緻的調查¹²。

典型調查的優點在於調查範圍小、調查單位少、靈活機動、具體深入、節省人力、財力和物力等。其不足是在實際操作中選擇真正有代表性的典型單位比較困難，而且還容易受人為因素的干擾，從而可能會導致調查的結論有一定的傾向性，且典型調查的結果一般情況下不易用以推算全面數字。

三、 研究限制

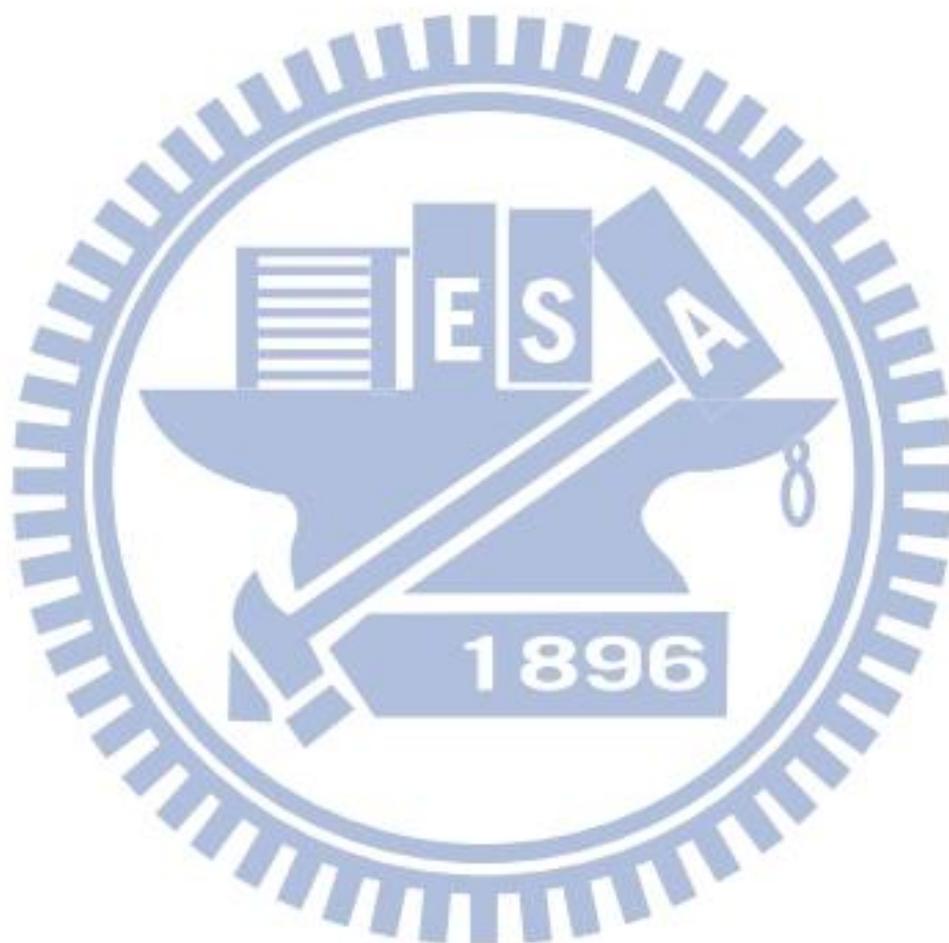
國安基金自成立以來共護盤台灣股市五次，弔詭之處在於「國家金融安定基金設置及管理條例」僅有區區十七條，在民國 99 年立法委員強力要求公布持股相關資料前，外界僅能以國安基金可能進出股市之台灣銀行證券戶下單情況，猜測國安基金可能買進之持股，也就是說，國安基金前四次護盤的活動紀錄對本研究而言是個黑箱(Black Box)，故在研究過程中前四次護盤後僅能針對大盤上升的情況做出評估。

¹¹ 朱宏源主編：《撰寫碩博士論文實戰手冊》，民國 88 年 11 月，初版，頁 182

¹² 葉至誠、葉立誠：《研究方法與論文寫作》，商鼎文化，民國 89 年 7 月

在第五次護盤方面，因僅公布買進計四十七檔股票之個別金額、及出脫之個別金額，故除針對護盤後大盤上升的情況做出評估比較外，亦針對買進之四十七檔個股權值對大盤比重進行分析與檢討。

因此，受限於資料之蒐集與政府公開國安基金護盤不透明，本研究無法對全部五次之買進持股、所占權值、損益狀況進行比較量化之分析，或亦成為本文的研究限制之一。



第三節 研究架構與章節安排

根據前二節的說明，可以歸納出下列的研究架構與章節安排如下圖：

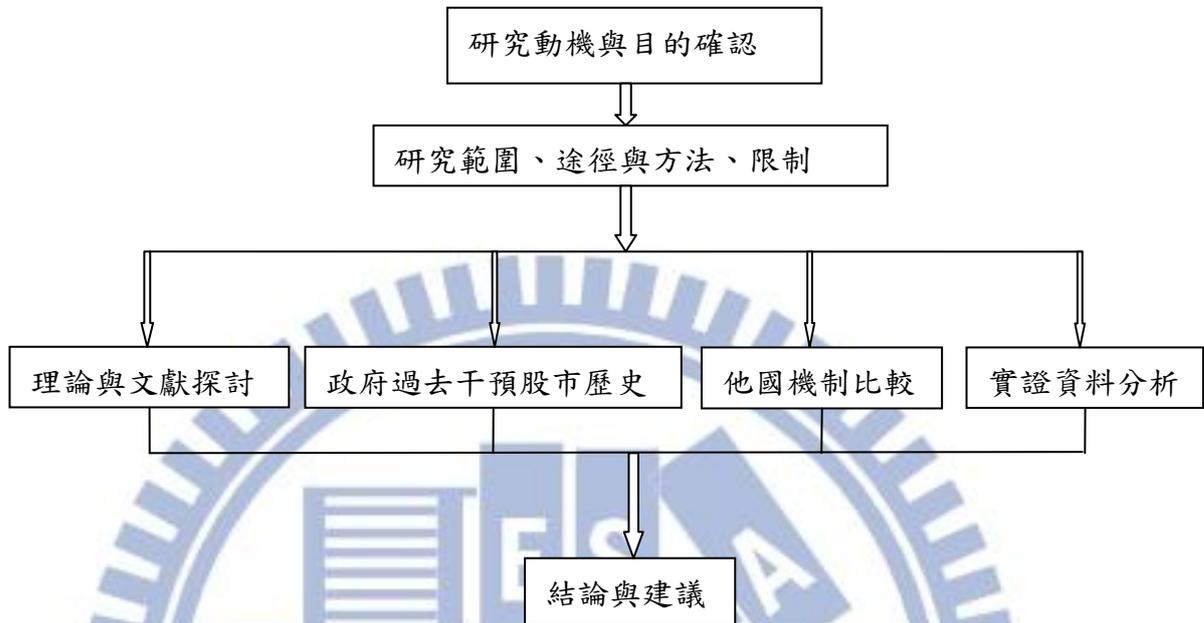


圖 1 研究架構流程圖 資料來源:本研究整理

本研究的章節共分五章，每章以三節的方式呈現。

第一章為導論，旨在說明本研究的研究動機、研究方法、研究範圍、研究資料限制，可以看成是整篇論文的縮影。

第二章為文獻回顧與理論基礎，先從說明國安基金之性質？其理論基礎為何？根據資金來源及其投資組合說明國安基金屬於特殊性質之主權基金，如以投資組合觀察，國安基金亦屬於模組操作型之平衡基金。接著回溯國安基金成立之歷史、立法程序及立法委員對於成立國安基金之爭論，最後再探討回顧過去對於國安基金績效評估之研究，特別針對本研究的幾項重點予以比較，分析並歸納其結果。

第三章則先研究政府尚未成立國安基金之前，針對重大非經濟及不理性的股市下跌，曾實施的各種干預股市之手段方法，從政府的角度強調政府力量介入證券市場之必要性，續而介紹國安基金五次護盤之資料、分析與影響大盤之結果，

尤其對第五次護盤進行護盤個股比較、個股權值分析，以此架構研究護盤此政治性投資之影響。最後介紹他國類似國安基金機制，並將各國穩定股市之措施與本國互相比較分析。

第四章則完整分析說明國安基金歷年五次護盤之數據資料，以損益表、資產負債表進行比對分析，並進行趨勢分析，其中第五次護盤增加針對買進計四十七檔股票之個別金額、及出脫之個別金額，故除針對護盤後大盤上升的情況做出評估比較外，亦針對買進之四十七檔個股權值對大盤比重進行分析與檢討。

在前四章完整說明國安基金投資原則與數據歷史分析後，第五章則進行結論，探討國安基金之存續問題，並針對是否應以外匯存底另成立新的主權基金取代國安基金，提出建議與改進之道。



第二章 文獻回顧

第一節 國安基金之性質探討

一、國安基金屬於特種基金

國家金融安定基金(以下簡稱國安基金)，係屬於政府特種基金的一種。政府基金是指政府為符合法令或契約之規定，使指定的資源能支應特定的政事，常按其業務用途與條件，設立不同的基金。採用基金制度為政府預算與政府會計之特徵，每一基金自成一獨立之會計個體，各有其資產、負債、收入、支出與騰餘，基金間財務相互獨立，基金之財務資源僅能為該基金所使用，以為確定財務責任之歸屬¹³，國安基金與穩定股市的四大基金，即預算法第四條第二項第三款所稱的特種基金。

預算法第四條規定：稱基金者，謂已定用途而已收入或尚未收入之現金或其他財產。基金分左列二類：

- 一、普通基金：歲入之供一般用途者，為普通基金。
- 二、特種基金：歲入之供特殊用途者，為特種基金，其種類如左：
 - (一) 供營業循環運用者，為營業基金。
 - (二) 依法定或約定之條件，籌措財源供償還債本之用者，為債務基金。
 - (三) 為國內外機關、團體或私人之利益，依所定條件管理或處分者，為信託基金。
 - (四) 凡經付出仍可收回，而非用於營業者，為作業基金。
 - (五) 有特定收入來源而供特殊用途者，為特別收入基金。
 - (六) 處理政府機關重大公共工程建設計畫者，為資本計畫基金。

特種基金之管理，得另以法律定之。

特種基金與普通基金意義上之最大不同，在於特種基金係為某一特殊目的而

¹³ 民主基金會，《我們對預算編審的看法》，民國 82 年，頁 32-34

將資金獨立，以專款專用之方式來達成特殊目的，其理論之主要依據為：

- (一)由於政府所提供之特殊財貸或服務僅及於部分人民，如要求全體國民分擔（即以租稅收入負擔）將有失公平，故基於「受益者付費」之指導原則，以由受益國民負擔為宜。
- (二)設置特種基金後對於該等業務即有特定之財源，可使該等業務順利進行而不中止。
- (三)將特定業務所需經費單獨設置帳簿而為完整之紀錄，相較設置於普通基金內隱而不彰之情形，特種基金之設置理論上有助於財政監督¹⁴。

但若依上開理論，國安基金為政府所提供之特殊服務，其對象為將自有資金投入股市之全體股民，因此不適合以全體國民之租稅收入籌措資金。但依照「國家金融安定基金設置及管理條例」第四條規定，國安基金之動用金額為新台幣五千億，其來源有二：

- (一)以國庫所持有之公營事業股票為擔保，向金融機構借款；借款最高額度新台幣二千億元。
- (二)借用郵政儲金、郵政壽險積存金、勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退休撫卹基金所屬可供證券投資而尚未投資之資金；其最高額度新台幣三千億元。

由上可知，國安基金之確為特定財源，向四大基金（郵政儲金、郵政壽險積存金、勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退撫基金）借用額度與以國營事業為擔保借款，並未向全體國民開徵特殊稅收籌措資金，符合特種基金之理論。

但有關「將特定業務所需經費單獨設置帳簿而為完整之紀錄」部分，目前「國家金融安定基金設置及管理條例」全文三十七條，並未強制國安基金將其買進持股公布，故我國之國安基金與普通基金相較，反而有隱而不彰之疑慮。

¹⁴ 莊振輝，《我國政府基金制度之檢討》，台北商學報第 43 卷，民國 83 年，頁 357

種類	預算法 (以用途區分)	基金分類擬議原則
一、營業基金	供營業循環運用者，為營業基金。	以企業化方式經營，對社會大眾直接或間接提供商業型產品或服務，並按市價或成本加合理利潤方式定價者。
二、債務基金	依法定或約定之條件，籌措財源供償還債本之用者，為債務基金。	依法定或約定之條件，籌措財源用以償還公共債務之本金者，必要時得兼辦相關基金撥入之債務付息業務。
三、信託基金	為國內外機關、團體或私人之利益，依所定條件管理或處分者，為信託基金。	政府依照法令、契約或遺囑，以受託者身分為國內外機關、團體或私人之利益，管理或處分資產者。
四、作業基金	凡經付出仍可收回，而非用於營業者，為作業基金。	本自給自足方式經營，對政府及社會大眾直接或間接提供產品或服務，而以收回營運成本為原則者。
五、特別收入基金	有特定收入來源而供特殊用途者，為特別收入基金。	依法令規定用於特定目的之收入，並限定供特殊用途支出者。基金之設立，主要為達成特定目的或支應特殊業務，其性質與普通基金相似。
六、資本計畫基金	處理政府機關重大公共工程建設計畫者，為資本計畫基金。	籌措財源辦理政府重大公共工程建設者，但由營業基金、作業基金及特別收入基金辦理者除外。

表 1 特種基金定義及分類原則

資料來源：本研究整理

二、國安基金屬於模組操作型之平衡基金

依投資目標區分，國安基金屬模組操作型之平衡基金。模組操作型之平衡基金是一種新型態的平衡型基金，該種基金會將期貨、選擇權等衍生性金融商品納入投資組合，以降低市場波動風險¹⁵。

依照「國家金融安定基金設置及管理條例」第八條規定，國安基金可辦理下列事項：

- (一) 於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣有價證券。
- (二) 於期貨市場進行期貨交易。

¹⁵ 林傑辰，《基金管理》，智盛文化，民國 98 年 8 月，3 版，頁 38

(三) 其他經主管機關核准之事項。

由上開法條可知，國安基金並非僅能買進個股作為護盤之工具，亦能以期貨做為另一調節大盤指數之利器，以減少國安基金之虧損，增加獲利。故將現股與期貨相互運用，穩定台股之籌碼，為國安基金慣用之手法，亦可得證國安基金屬性為模組操作型之平衡基金，其操作實證可由下列新聞報導得知。

民國 89 年國安基金第四次進場護盤最後一日，甫開盤就重挫二百餘點，當日國安基金沒有選擇在當日以前在期貨市場平倉(多頭將原買進合約賣出，空頭將原賣出合約買回)避險，也沒有在當天進場護盤指數，不是技術上的疏忽，也不是有人走漏消息，反而是經過沙盤推演，精打細算後的一幕戲，目的是要讓國安基金的虧損減少。

當時負責國安基金操盤的財政部長林宗勇，事後一度透露，由於結算日前，期貨市場交易口數萎縮，如果國安基金大幅平倉，將進一步拉下指數，不利現貨價格，因此在大局考量下，忍痛決定不平倉。國安基金犧牲期貨，換取股市護盤籌碼的穩定與充裕，頗符合圍棋上「棄子取子取勢」的戰略運用¹⁶。

三、國安基屬於主權基金

國家主權基金 (Sovereign Wealth Funds) 或稱政府投資基金 (State Investment Funds)，但大多以國家主權基金為主。目前學者對主權基金定義不一，有狹義定義國家主權基金資金來源唯一國之外匯資產 (foreign exchange assets)，如 U. S. Treasury (2007)。亦有比較廣義的定義，包含國際準備 (reserve)、政府財政盈餘 (fiscal surpluses)、民營化收益 (Privatizations)、自然資源出口收益 (revenue of natural resources export) 及政府累計持有

¹⁶ 王志鈞，《國安基金護盤，大搞假動作？》，商業週刊，民國 89 年 12 月，頁 50

之國外資產 (accumulation of foreign financial assets by the authorities)¹⁷。而有些將其來源分類為再生能源(non-renewable)、政府額外收入(windfall)或捐贈 (donor grants)¹⁸。

其實，凡是國家出資設立的基金都是主權基金。IMF 將主權基金分為五個類型：(一) 穩定基金，避免賴以出口的自然資源格價格波動或政府資源波動對經濟的衝擊。(二) 儲蓄基金，將非再生性資產轉換為多樣化資產，使子孫後代得以發展。(三) 儲蓄投資公司，提高外匯存底的報酬率。(四) 發展基金，推動重大社會經濟發展方案，促進未來經濟成長。(五) 退休儲備基金，追求較高收益以減輕政府支出壓力。

若以上述關於主權基金之狹義定義，我國國安基金非以外匯資產為資金來源，亦無投資海外市場，但張佳縈於「國家主權基金現況與分析」一文中，指出「但不論其資金來源之範圍為何，國家主權基金必然為政府所掌控，由政府規劃、組織與管理，以達成社會或經濟的既定目標。」並將主權基金定義為「政府將所持有的部分資產，成立專責基金以達成政府組織的特定社會或經濟目標」¹⁹，即為主權基金，並進一步認定國安基金屬於主權基金，具有主權基金的性質。

然主權基金的透明度一向遭到質疑，我國國安基金持股明細及進出場完整資料迄今僅第五次護盤過後公開，前四期因立法委員並無強力要求，以此仍屬隱匿

¹⁷IMF,《Sovereign Wealth Funds》, A work Agenda, September 30, 2008, from <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>

¹⁸Borgne, E. L., Medas, P,《Sovereign Wealth Funds in the pacific island Countries: Marco-fiscal linkages.》, IMF. Retrieved August 25, 2008, from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wpwp/2007/wp07297.pdf>

¹⁹張佳縈,《國家主權基金現況與分析》,台北海洋技術學院學報第2卷第2期,民國98年,頁161-181

²⁰林宣君、林詠喬:《淺述主權財富基金》,證交資料月刊,民國96年12月

範圍。林宣君、林詠喬²⁰認為，主權基金是政府直接管理或委託管理的特殊類型公共基金，市場很難理解各種不同主權基金的決策模式、戰略目的和投資原則，以及針對主權基金的約束機制等。主權基金的投資很可能綜合體現了一國的政治目的、戰略目的、經濟目的或其他多重目的。基金的運作可能是以追求最大利益為目標，此舉卻可能與全球市場穩定背道而馳；也可能是以穩定金融秩序為目標，但此舉卻可能與一般基金需穩定長期獲利的目標完全不同。



第二節 國安基金立法回顧及缺失建議

由國安基金的性質及制度面觀之，可知是以國家公權力介入自由經濟的市場領域，以行政權干預、指導、調整或限制國民私經濟的活動，使國民經濟能獲得健全的發展，不受非經濟因素之干擾，也就是所謂的「經濟管制」概念；亦即指行政主體基於市場經濟秩序考量，以立法或其他方式介入經濟行為，利用公權力方式，管制或干預人民經濟基本活動²¹。

故而，以經濟管制角度觀之，政府須以立法做為管制經濟之手段，使其合理、合法化。行政院於民國 88 年 9 月 17 日先行草擬「國家安定基金設置及管理條例草案」，此草案以台八十八財字第三五零一七號函，送交立法院第四屆第二會期第五次院會決定，並由立法院下屬財政、預算及決算、法制三個委員會進行全面通盤之審查。

之所以於民國 88 年草擬國安基金相關法案，實有其歷史背景值得說明。民國 87 年第三季始，國內多家上市櫃公司，在金融機構不良放款、企業集團交叉持股、公司借殼上市等種種因素下，包括國產車、廣三集團、東隆五金、國陽實業、新巨群集團、中精機、新泰伸等知名企業，陸續爆出財務危機，影響層面之廣，包括市場兩種金主及金融、票券公司，甚至連一般投資大眾，皆在此波地雷效應波及下，非死即傷，每家公司的股票頓時成為名符其實的「壁紙」，這次大規模的自發性台灣金融危機。

當時，因應廣大股市投資人要求，財政部在民國 87 年 11 月 12 日宣布採取五大措施，這五大措施包括：

- (一)財務發生困難的公司得申請停止在集中市場交易。
- (二)授信機構在一定條件下得進行場外交易。
- (三)協調金融機構加強對授信機構供給資金。

²¹ 陳櫻琴，《經濟法理論與新趨勢》，翰蘆圖書出版有限公司，民國 87 年 1 月，頁 1 至 2

(四)依法懲處股市不法份子。

(五)成立「穩定股市專案小組」，由各成員自行決定選股策略，於必要時進場購入績優股票。

其中第五點成立「穩定股市專案小組」購入績優股票之法，即為國安基金之濫觴。當時「穩定股市專案小組」之資金來源，經財政部協調銀行公會、壽險及產險公會、四大基金(即勞保、勞退、退撫、郵儲)進場護盤，據財政部自行統計，「穩定股市專案小組」各成員可以投入股市的資金共計約達新台幣 2,830 億元之譜。其中勞保基金最多，約為 700 億，其餘各基金規模分別為退撫基金 250 億元、郵政儲金 380 億元、公民營銀行 630 億元、勞退基金 200 億元、產險業 170 億元，壽險業也投入了約 500 億的資金水位。

在「穩定股市專案小組」進場護盤後，惜當時適逢東南亞金融風暴席捲全東南亞各國，2,830 億元的穩定效果並不如預期，為使能有長期、有法源依據之資金可供調節作為經濟干預股票市場之工具，行政院才開始著手草擬法案，並送交立法院進行審議。

草案送達立法院後，立法委員賴士葆等五十四人修改後擬具「國家安定基金設置及管理條例草案」，經第四屆第五次院會決定，送交預算及決算、財政、法制等三個委員會，與其他相關法案併案審理。其次，立法委員許添財等三十七人亦提出若干修正條文，立法委員郝龍斌等三十七人也提出另一種版本之草案²²，由於攸關台灣股市之後續健全發展，討論及修正情況異常熱烈。

其於立法過程中，行政院與立法委員間對於國安基金此一經濟管制之制度是否有成立之必要性、主管機關、管理及負責層級、資訊公開透明之程度、運用資金來源、基金動用時機、基金是否受預算法及決算法之限制、甚至是如何防堵國安基金護盤標的於護盤期間內不當洩漏衍生之內線交易問題，都有許多意見相左，因此費時近半年討論協商，最後於民國 89 年 1 月 15 日，立法院第四屆第二

²² 立法院公報，第 89 卷，民國 89 年 1 月，頁 361 至 420

會期第十七次會議通過。

當時，行政院版的「國家安定基金設置及管理條例草案」，全文如下：

第一條（立法目的）

為因應國內、外重大事件，以維持資本市場及其他金融市場穩定，確保國家安定，特設置國家安定基金（以下簡稱本基金），並制定本條例。

第二條（法律優先適用順序）

本基金之設置、管理及運用，依本條例之規定；本條例未規定者，適用其他有關法律之規定。

第三條（主管機關）

本基金以財政部為主管機關。

第四條（基金來源）

本基金可運用資金之總額為新臺幣五千億元，其來源如下：

一、以國庫所持有之公營事業股票為擔保，向金融機構借款；借款最高額度新臺幣二千億元。

二、借用郵政儲金、郵政壽險積存金、勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退休撫卹基金所屬可供證券投資而尚未投資之資金；其最高額度新臺幣三千億元。

三、其他經主管機關核定之資金來源。

前項第一款提供擔保股票之種類及數量，由財政部報請行政院核定之；其設定擔保不受國有財產法第七條第一項及第二十八條規定之限制。

本基金依第一項規定辦理時，其借款不受公共債務法之限制。

第五條（國家金融安定基金管理委員會之權責及組成）

本基金設國家金融安定基金管理委員會（以下簡稱委員會），辦理下列事項：

- 一、本基金運用事項之審議。
- 二、本基金操作策略計畫之核定。
- 三、本基金資金調度事項之審議。
- 四、本基金財務報告及盈虧撥補之審議。
- 五、其他有關本基金管理、運用及公告事項之核定。

委員會置委員七至九人，其中一人為主任委員，由財政部長兼任，

其餘委員由中央銀行總裁、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財政部遴聘之學者、專家擔任之。

前項遴聘之委員，聘期為二年，期滿得續聘之；聘期內因故改聘者，其聘期至原聘委員聘期屆滿之日為止。

第六條（會議之召集及主席）

委員會會議由主任委員召集並擔任主席，主任委員因故無法執行職務時，由其指定委員一人代理之。

第七條（主任秘書及工作人員之設置）

委員會置執行秘書一人，由主任委員就財政部次長中指派一人兼任之，承主任委員之命掌理會務；其餘所需工作人員，由財政部及其所屬機關現職人員派兼之。並得視業務需要聘用一人至五人。

第八條（動用基金之條件及計畫）

因國內、外重大事件、國際資金大幅移動，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時，得經委員會決議，動用第四條第一項之可運用資金辦理下列事項：

- 一、於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣有價證券。
- 二、於期貨市場進行期貨交易。
- 三、其他經主管機關核准之事項。

前項資金之動用、操作規劃之執行，得委託專業機構辦理之；其委託相關事宜，由委員會定之。

第九條（基金之盈虧歸屬）

委員會以本基金名義借用第四條第一項第二款各基金之資金時，盈虧均歸屬本基金。但應給予各基金合理之補償及收益。

前項補償以借用時已發生之損失為限；收益以臺灣銀行二年期定期存款利率加0.625個百分點計算。

第十條（基金之保存方式）

本基金之資金，除依第八條第一項規定動用者外，以下列方式保存：

- 一、現金。
- 二、存放於之金融機構。
- 三、購買政府債券、金融債券、金融機構發行之短期票券。
- 四、其他經財政部規定之方式。

第十一條（操作標的之後續處理）

本基金於達成安定金融市場任務後，就第八條第一項之操作標的應適時予以處理。

第十二條（投資損失特別準備）

本基金資產之處理，如收回款項大於投資成本時，應提列部分列為本基金之投資損失特別準備；如收回之款項小於投資成本時，其差額應先以投資損失特別準備沖抵，不足者，得認列損失。

前項投資成本，應包含依第九條第一項規定給予各基金之補償及收益。

第十三條（基金預決算之處理）

本基金不受預算法有關規定之限制。但應於會計年度結束後依決算法辦理決算，並公告之。

本基金年度決算，如有盈餘，應適度保留或解繳國庫；如有虧損，由財政部於以後年度編列預算時彌補之。

前項適度保留盈餘之比率或數額，由委員會定之。

第十四條（基金會計事務之處理）

本基金會計事務之處理，應訂定會計制度。

第十五條（資產與負債之概括承受）

本基金結束時，其資產與負債由國庫概括承受。

國庫依前項規定承受本基金之負債時，不受公共債務法第四條規定之限制。

第十六條（施行日）

本條例自公布日施行。

然現行頒布實施之「國家金融安定基金設置及管理條例」，與當時行政院之草案版本諸多不同，當時，部分立委基於防杜內線交易及欠缺公平性等理由，甚至主張全數退回行政院的「國家安定基金設置及管理條例草案」²³，相反的，也有其餘立法委員持正面意見，認為藉由立法可使過去屬於黑箱作業的股市穩定機

²³ 立法委員賴士葆及馮滄祥，《立法院公報》，第89卷第1期，民國89年1月，頁364-365

制，得以經由立法程序在陽光下接受公評與檢驗，未嘗沒有其正面意義²⁴。

茲將各立法委員所提之修正版本作一簡介，與行政院原始版本比較。

一、民進黨籍立法委員許添財等三十七人所提修正版本重點：

(一) 國安基金須向立法院負責

按立法院為國家預算審查機關，為求預算審查之完整性，建議於第四條第一項第三款更正為「經行政院報請立法院」核定資金之來源，同時在動用國安基金後，應盡速擇期向立法院提出專案報告並備質詢。

(二) 增訂落日條款

許添財委員認為，國家金融安定基金的設置非維持金融秩序的長久之計，唯有加強內線交易等證券交易法相關法令的完備，才是穩定金融市場及秩序的終極之道，因此建議增加落日條款，讓國安基金於施行五年後廢止。

(三) 防範內線交易

於國安基金護盤期間，由於對證券市場產生重大影響，故若發生國安基金護盤買進持股名單洩漏等相關資訊，導致發生內線交易等情事，國安基金反危害公共利益及市場公平性，所以建議增加相關內線交易之罰則，以收嚇阻之效。

(四) 國安基金運作應透明

雖國安基金護盤期間不能予以公佈其護盤買進標的及相關資訊，建議增加規定管理委員會每六個月應公告基金運用方式及其明細。

(五) 增加管理委員會人數

國安基金規模上限為五千億，資本龐大，為了維持控制國安基金進出之委員會客觀與公平性，建議將委員會人數提高為十五人，將中央銀行總裁剔除之，改由地位較超然之學者，同時學者擔任委員數不得少於總數二分之一，且學者專家名單需送立法院備查。

²⁴ 立法委員謝章捷、朱立倫、張福興，《立法院公報》，第 89 卷第 1 期，民國 89 年 1 月，頁 364-365

二、國民黨籍立法委員郝龍斌等三十七人所提修正版本重點：

(一)拉高主管機關層級

行政院版本之「國家安定基金設置及管理條例草案」，主管機關為財政部，但觀諸國安基金之資金來源，包含交通部管轄之「郵政儲金」、勞委會管轄之「勞保基金」、「勞退基金」、以及銓敘部所管轄之「公務人員退撫基金」，且其以國營事業股份向銀行擔保借款部分，每個國營事業主管機關不同，建議主張將主管機關層級拉高為行政院，以利統籌運作。

(二)修正管理委員會組織成員

配合第一項主管機關層級之提升，將國安基金管委會主委變更為由行政院副院長兼任之，且需增加專家學者為委員，比重不得低於二分之一。

(三)保存基金方式部分

為避免國安基金誤存於信用平等不佳之國內外銀行，導致護盤之外的損失，建議將原條文改為「國內外信用評等機構評定為優良等級之國內外金融機構」，以確保國安基金之流通變現。

(四)縮減基金核定來源

行政院版本之國安基金規模達五千億，此金額已達中央政府總預算額度四分之一，不宜再擴大金額，故主張刪除行政院版本第四條第一項第三款，縮減基金核定之來源。

(五)基金操作應公開透明化

國安基金金額龐大，對金融市場影響甚巨，其操作應該公開化、透明化，並受立法院之監督，故於行政院草案第八條增列基金委託專業機構辦理時，對受委託專業機構之資格條件及權利義務等事宜，需由委員會訂定嚴格規範，並送立法院備查；並規定本基金自動用基金時起，應每三十日向立法院提出專案報告，並備質詢。於第十一條規定管理委員會應每六個月公告基金運用方式及其明細。於第十四條增列立法院必要時委託會計師就本基金之會計事務進行查核。

(六) 防止內線交易

為防止基金內部人員及其委託機構從業人員利用本基金未公開之消息，獲取不當利益，本草案乃於第十六條訂定相關罰則，其他行為態樣的內線交易行為，應依本法第二條之規定適用其他法律之規定。

三、國民黨籍立法委員賴士葆等五十四人所提修正版本重點：

(一) 提高主管機關單位層級

依據行政院通過之版本明訂該基金主管單位為財政部，然為有利於統籌管理及運用各項資源，建議將主管機關修訂為行政院，以符事實需要及推動之效果。

(二) 擴大基金規模為二兆元

原訂國家安定基金規模總計為伍千億元，然為發揮國家安定之功能，必須擴大其規模，除原訂之四大基金三千億元、以國庫持有之公民營事業股票為擔保，向金融機構借款最高金額為二千億元外，並擴大四大基金基礎為五千億元，同時整合非營業基金(具有特殊用途之台灣省政府學產基金、各部會之特定住宅基金、各部會之特定安置基金、各國立大學校務基金及文化基金除外)約一兆元、因應國內重大災變所設立之特殊性重建基金、整合政府各部會之特定捐款，及民間團體之特定捐款(非強制性)等，總計基金規模約計為二兆元。

(三) 擴大基金適用範圍

國家安定基金之適用範圍不能囿於維持金融市場穩定，應涵蓋穩定國內社會秩序、經濟秩序及促進國家建設發展為主，包括短期性支援及長期性建設與投資，故在建議修正版中增訂適用範圍包括國家整體建設發展計畫及國內發生重大戰亂或災變後之各項重建計畫，關於穩定金融市場之操作，應由基金委員會明訂委託辦法，並報行政院核定之。

(四) 基金動用時機

因國內、外重大事變、國際資金大幅移動，顯著影響民眾信心，致民間社會、資本市場或其他金融市場有失序，損及國家安定之虞時，或為促進國家整體

建設發展所需時，經委員會決議即可動用。

(五) 建立透明化管理機制

為昭國家安定基金之公信力，有賴於建立透明化管理機制，故該基金管理委員會置委員九人，原定三分之二之官方代表，修訂為三分之一，其餘均由行政院遴聘之學者或具實務經驗之專家擔任之。定期向立法院報告，受國會監督。此外，委員會之下，特設立功能性小組明確分工，包括股市穩定小組、重大災害事變緊急處理小組、國家整體建設推動小組等。

(六) 基金保存方式

包括現金（含台幣及外幣），存放於經信用評等機構評定為優良之國內、外之公、民營金融機構，或購買國內、外政府債券、金融債券、金融機構發行之短期票券等²⁵。

四、立法院三讀通過條文重點

立法院於民國 89 年 1 月，經朝野黨團密集協商，進行國安基金設置及管理條例各項版本內容攻防，最後取得朝野共識與協議，法案於民國 89 年 1 月 15 日立法院第四屆第二會期第十七次會議通過，茲將經協商過後之修正條文要點說明如下：

- (一) 為使基金之名稱得以名符其實，將國家安定基金更名為國家金融安定基金，旨在說明此基金之用途為降低國內外重大事件之發生，對於國內金融市場之失序衝擊影響。
- (二) 由於國家金融安定基金所處理之危機屬系統性風險，涉及多個部會，故將其主管機關之層級提升至行政院，以利整體之統籌與指揮運用。
- (三) 確定國家金融安定基金規模為伍千億，其中二千億之資金來源為國庫持有公民營事業股票提供擔保者，其設定擔保可排除預算法第七條第一項必須依預算程序之作法，且收入也不必解繳國庫，同時也排除預算法第二十八

²⁵ 劉其昌，《國家金融安定基金設置及管理條例評估》，台灣經濟金融月刊，民國 89 年 8 月

條有關主管機關、管理機關對於公有財產不得為任何處分或擅為收益之規定。

(四) 將管理委員會名額增加，添設專家學者名額，由立法院各黨團推薦遴選之，使委員會能廣納各方意見，便於民意機關監督。

(五) 確立國安基金雖不受預算法有關規定之限制，但應於會計年度結束後依算法辦理決算，為使國家金融安定基金之操作更為公開透明化，以利民意機關之監督，規定國家金融安定基金於執行穩定國內金融任務時，應按季公告基金之收支及運用情形。

如國安基金執行任務出現虧損，由國庫彌補之部分應受公共債務法第四條，有關舉措之公共債務未償餘額預算數，合計不得超過行政院主計處預估之前三年度國民生產毛額平均數的百分之四十八的限制，以確保國家財政的健全。

(六) 增列專條條文，防止當國家金融安定基金動用資金時，可能出現之內線交易弊端，明訂委員會之決議事項、操作計畫應行保密，包含管理委員會委員、執行秘書與工作人員、受委員會委託之專業機構從業人員，因執行業務知悉委員會之決議事項與操作計畫，不可洩漏與第三人，否則將處七年以下有期徒刑，併科台幣一千萬以下之罰金。

	行政院版「國家金融安定基金設置及管理條例草案」	總統令頒佈「國家金融安定基金設置及管理條例」
第一條	為因應國內、外重大事件，以維持資本市場及其他金融市場穩定，確保國家安定，特設置國家安定基金（以下簡稱本基金），並制定本條例。	為因應國內、外重大事件，以維持資本市場及其他金融市場穩定，確保國家安定，特設置國家金融安定基金（以下簡稱本基金），並制定本條例。
第二條	本基金之設置、管理及運用，依本條例之規定；本條例未規定者，適用其他有關法律之規定。	本基金之設置、管理及運用，依本條例之規定；本條例未規定者，適用其他有關法律之規定。
第三條	本基金以財政部為主管機關。	本基金以行政院為主管機關。
第四條	本基金可運用資金之總額為	本基金可運用資金之總額為

	<p>新臺幣五千億元，其來源如下：</p> <p>一、以國庫所持有之公營事業股票為擔保，向金融機構借款；借款最高額度新臺幣二千億元。</p> <p>二、借用郵政儲金、郵政壽險積存金、勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退休撫卹基金所屬可供證券資而尚未投資之資金；其最高額度新臺幣三千億元。</p> <p>三、其他經主管機關核定之資金來源。</p> <p>前項第一款提供擔保股票之種類及數量，由財政部報請行政院核定之；其設定擔保不受<u>國有財產法第七條第一項及第二十八條</u>規定之限制。</p> <p>本基金依第一項規定辦理時，其借款不受<u>公共債務法</u>之限制。</p>	<p>新臺幣五千億元，其來源如下：</p> <p>一、以國庫所持有之公營事業股票為擔保，向金融機構借款；借款最高額度新臺幣二千億元。</p> <p>二、借用郵政儲金、郵政壽險積存金、勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退休撫卹基金所屬可供證券投資而尚未投資之資金；其最高額度新臺幣三千億元。</p> <p>三、其他經主管機關核定之資金來源。</p> <p>前項第一款提供擔保股票之種類及數量，由財政部報請主管機關核定之；其設定擔保不受<u>國有財產法第七條第一項及第二十八條</u>規定之限制。</p> <p>本基金依第一項規定辦理時，其借款不受<u>公共債務法</u>之限制。</p>
<p>第五條</p>	<p>本基金設國家金融安定基金管理委員會（以下簡稱委員會），辦理下列事項：</p> <p>一、本基金運用事項之審議。</p> <p>二、本基金操作策略計畫之核定。</p> <p>三、本基金資金調度事項之審議。</p> <p>四、本基金財務報告及盈虧撥補之審議。</p>	<p>本基金設國家金融安定基金管理委員會（以下簡稱委員會），辦理下列事項：</p> <p>一、本基金運用事項之審議。</p> <p>二、本基金操作策略計畫之核定。</p> <p>三、本基金資金調度事項之審議。</p> <p>四、本基金財務報告及盈虧撥補之審議。</p>

	<p>五、其他有關本基金管理、運用及公告事項之核定。</p> <p>委員會置委員七至九人，其中一人為主任委員，由財政部長兼任，其餘委員由中央銀行總裁、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財政部遴聘之學者、專家擔任之。</p> <p>前項遴聘之委員，聘期為二年，期滿得續聘之；聘期內因故改聘者，其聘期至原聘委員聘期屆滿之日為止。</p>	<p>五、其他有關本基金管理、運用及公告事項之核定。</p> <p>委員會置委員十一人至十三人，其中一人為主任委員，由行政院副院長兼任，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主管機關就立法院各黨團推薦之學者、專家遴聘之。</p> <p>前項遴聘之委員人數不得少於委員總數之三分之一，聘期為二年，期滿得續聘之；聘期內因故改聘者，其聘期至原聘委員聘期屆滿之日為止。</p>
第六條	委員會會議由主任委員召集並擔任主席，主任委員因故無法執行職務時，由其指定委員一人代理之。	委員會會議由主任委員召集並擔任主席，主任委員因故無法執行職務時，由其指定委員一人代理之。
第七條	委員會置執行秘書一人，由主任委員就財政部次長中指派一人兼任之，承主任委員之命掌理會務；其餘所需工作人員，由財政部及其所屬機關現職人員派兼之。並得視業務需要聘用一人至五人。	委員會置執行秘書一人，由主任委員指派人員兼任之，承主任委員之命掌理會務；其餘所需工作人員，由行政院及其所屬機關現職人員派兼之。並得視業務需要聘用一人至五人。
第八條	因國內、外重大事件、國際資金大幅移動，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時，得經委員會決議，動用第四條第一項可運用資金辦理下列事項：	因國內、外重大事件、國際資金大幅移動，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時，得經委員會決議，動用第四條第一項之可運用資金辦理下列事項：

	<p>一、於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣有價證券。</p> <p>二、於期貨市場進行期貨交易。</p> <p>三、其他經主管機關核准之事項。</p> <p>前項資金之動用、操作規劃之執行，得委託專業機構辦理之；其委託相關事宜，由委員會定之。</p>	<p>一、於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣有價證券。</p> <p>二、於期貨市場進行期貨交易。</p> <p>三、其他經主管機關核准之事項。</p> <p>前項資金之動用、操作規劃之執行，得委託專業機構辦理之；其委託相關事宜，由委員會定之。</p>
第九條	<p>委員會以本基金名義借用<u>第四條</u>第一項第二款各基金之資金時，盈虧均歸屬本基金。但應給予各基金合理之補償及收益。</p> <p>前項補償以借用時已發生之損失為限；收益以臺灣銀行二年期定期存款利率加0.625個百分點計算。</p>	<p>委員會以本基金名義借用<u>第四條</u>第一項第二款各基金之資金時，盈虧均歸屬本基金。但應給予各基金合理之補償及收益。</p> <p>前項補償以借用時已發生之損失為限；收益以臺灣銀行二年期定期存款利率加0.625個百分點計算。</p>
第十條	<p>本基金之資金，除依<u>第八條</u>第一項規定動用者外，以下列方式保存：</p> <p>一、現金。</p> <p>二、存放於之金融機構。</p> <p>三、購買政府債券、金融債券、金融機構發行之短期票券。</p> <p>四、其他經財政部規定之方式。</p>	<p>本基金之資金，除依<u>第八條</u>第一項規定動用者外，以下列方式保存：</p> <p>一、現金。</p> <p>二、存放於信用良好之金融機構。</p> <p>三、購買政府債券、金融債券、金融機構發行之短期票券。</p> <p>四、其他經主管機關規定之方式。</p>
第十一條	<p>本基金於達成安定金融市場任務後，就<u>第八條</u>第一項之操作標的應適時予以處理。</p>	<p>本基金於達成安定金融市場任務後，就<u>第八條</u>第一項之操作標的應適時予以處理。</p>
第十二條	<p>本基金資產之處理，如收回</p>	<p>本基金資產之處理，如收回款項</p>

	<p>款項大於投資成本時，應提列部分列為本基金之投資損失特別準備；如收回之款項小於投資成本時，其差額應先以投資損失特別準備沖抵，不足者，得認列損失。</p> <p>前項投資成本，應包含依<u>第九條</u>第一項規定給予各基金之補償及收益。</p>	<p>大於投資成本時，應提列部分列為本基金之投資損失特別準備；如收回之款項小於投資成本時，其差額應先以投資損失特別準備沖抵，不足者，得認列損失。</p> <p>前項投資成本，應包含依<u>第九條</u>第一項規定給予各基金之補償及收益。</p>
第十三條	<p>本基金不受<u>預算法</u>有關規定之限制。但應於會計年度結束後依<u>決算法</u>辦理決算，並公告之。</p> <p>本基金年度決算，如有盈餘，應適度保留或解繳國庫；如有虧損，由財政部於以後年度編列預算時彌補之。</p> <p>前項適度保留盈餘之比率或數額，由委員會定之。</p>	<p>本基金不受<u>預算法</u>有關規定之限制。但應於會計年度結束後依<u>決算法</u>辦理決算。</p> <p>本基金之收支及運用情形，按季公告之。</p> <p>本基金年度決算，如有盈餘，應適度保留或解繳國庫；如有虧損，包括已實現或未實現虧損，由主管機關於次一年度編列預算時彌補之，由國庫彌補之虧損應受<u>公共債務法</u>第四條之限制。</p> <p>前項適度保留盈餘之比率或數額，由委員會定之。</p>
第十四條	<p>本基金會計事務之處理，應訂定會計制度。</p>	<p>本基金會計事務之處理，應訂定會計制度。</p>
第十五條	<p>本基金結束時，其資產與負債由國庫概括承受。</p> <p>國庫依前項規定承受本基金之負債時，不受<u>公共債務法</u>第四條規定之限制。</p>	<p>本基金結束時，其資產與負債由國庫概括承受。</p> <p>國庫依前項規定承受本基金之負債時，不受<u>公共債務法</u>第四條規定之限制。</p>
第十六條	<p>本條例自公布日施行。</p>	<p>下列各款之人，獲悉委員會之決議事項、操作計劃應行保密，不得於第八條所定之市場為買入或賣出行為：</p> <p>一、<u>第五條</u>第二項之管</p>

		<p>理委員會委員。</p> <p>二、第七條之執行秘書與工作人員。</p> <p>三、第八條所定接受委員會委託之專業機構從業人員。</p> <p>四、從前三款所列之人獲悉消息者。</p> <p>違反前項規定者，處七年以下有期徒刑，併科新臺幣一千萬元以下罰金。</p>
第十七條		本條例自公布日施行。

表 2 行政院版草案與立法院通過法案比較（本研究整理）

此外，在「國家金融安定基金設置及管理條例」頒佈後，基金管理委員會也訂定「國家金融安定基金動用作業要點」，針對條例所稱「國內外重大事件」、「國際資金大幅移動」、及「資本市場及其他金融市場有失序或損及國家安定之虞」做了明確的定義，其定義如下：

（一）所稱國內、外重大事件，係指下列情事之一：

1. 國家面臨重大軍事或政治威脅
2. 外國對華政策有重大不利改變
3. 國家發生巨大天然災害
4. 國家發生重大公安或其他意外事件
5. 國內金融市場面臨國際投機客之威脅
6. 股票市場發生重大違約事件，或個別證券服務事業發生問題，致使證券市場發生連鎖效應
7. 因個別企業或金融機構問題，致使國內金融市場發生連鎖性財務危機
8. 國外金融市場發生重大事件
9. 其他經基金管理委員會認定之情事

(二) 所稱國際資金大幅移動，係指下列事項之一：

1. 外資有大幅流出現象
2. 外資大量進出，有干擾本國金融市場安定之意圖時
3. 其他經基金管理委員會認定之情事

(三) 所稱資本市場及其他金融市場有失序或損及國家安定之虞，係指資本市場及金融市場有下列情況之一時：

1. 資本市場及其他金融市場成交量急遽萎縮，致使市場變現困難，有流動性不足之虞時
2. 發生證券投資開放型基金受益憑證投資人贖回風潮
3. 其他經基金管理委員會認定有損及金融市場穩定或國家安定之虞情事者

五、本研究針對最終立法院通過決議之版本意見

(一) 存放金融機構定義不清

現行法律第十條「本基金之資金，除依第八條第一項規定動用者外，以下列方式保存：一、現金。二、存放於信用良好之金融機構。」然其信用良好之定義並未於現行法規中予以定議之，至於應就哪些客觀事實指標加以認定哪些金融機構為信用良好，亦未予以量化之標準。且金融機構之範疇應涵蓋哪些單位，亦未見諸於內，是否包含國外銀行也沒有定義，如有涵蓋國外銀行，應將外匯相關避險措施修法納入法律條文中。另金融機構亦有民營銀行，國安基金規模動輒數百甚至數千億，存放於民營銀行將產生利益迴避問題，現行法律條文中也不見明確之規範，上開問題將使國安基金之存放問題產生公平性之質疑。

(二) 選股標的規範並未定義

國家金融安定基金投資台股之投資標的選擇標準，並未做出相關實施細則之法律規範。有關介入股市投資部分，基本上不應對某特定身份、或特定政黨、或行政院開發基金、或對某特定政黨捐獻較多之財團所持有股

份超過百分之十以上的上市上櫃公司股票做大額資金之投資，以彰顯國安基金本應為安定股票市場秩序之用，而非某財團或政黨事業安定基金，故應修法於國安基金護盤任務結束後，強制其公開投資標的，並公告其當初選擇標的之開會決議，不應是個人或未經投資決策評估之行為。同時應規定投資單一個股之上限，不應超過該公司實收資本額的百分之五為原則，避免此基金成為上市櫃公司之法人股東，有違市場交議之公平性。

(三) 內線交易罰則過輕

現行法律條文第十六條雖增列罰則，針對獲悉國安基金操作內容及決議事項洩漏者得處七年以下有期徒刑，併科新臺幣一千萬元以下罰金。但實際上如因獲悉此內線消息而獲利，目前證券交易法第一七一條明訂：有下列情事之一者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金：

- 一、違反第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項規定。
- 二、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人、經理人或受雇人，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受重大損害。
- 三、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人或經理人，意圖為自己或第三人之利益，而為違背其職務之行為或侵占公司資產。

犯前項之罪，其犯罪所得金額達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金。

由上開證券交易法攸關內線交易之罰則，與現行國安基金內線交易之罰則相較，可觀察出其刑度較重。證交法為三年以上十年以下有期徒刑，如犯罪金額達一億元以上，更需判處七年以上有期徒刑；但國安基金相關罰則卻為七年以下有期徒刑，對犯罪金額數額龐大者更無加重其刑。在併

科罰金部分，證交法為一千萬以上二億元以下，如犯罪金額達一億以上，其併科罰金加重為新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金；然國安基金內線交易罰則併科罰金僅一千萬以下。顯然，國安基金對內線交易之罰則不足以嚇阻在正常化操作基金之前內線交易的發生。

(四) 基金委員會沒有議事準則

按本條例第四條第一項規定，國安基金委員會是可運用資金直接投入資本市場及其他金融市場的最高權力機構，但現行國家金融安定基金設置及管理條例並未針對委員會會議召開方式、議決條件、表決計算方法等相關議事規則有所規範，應修法明確規定議事規則以資遵行，並可避免委員會成員因政黨取向、與財團親疏關係等負面因素影響委員會之決策進行。

(五) 護盤時間應立法規範

國安基金現行可運用金額為五千億，以目前台股市場每日四小時半的營業時間，每日成交值約在一千億至二千億左右而言，在短期內或許有維護盤面，使股價不致有重挫的效果顯現，但若護盤期間拉長，可資動用的資金就會出現吃緊。

台灣金融市場除股市外，尚包含短期貨幣流通市場、外匯交易市場、期貨市場等，倘若上述數個市場同時間因國內外重大事件而發生失控，並損及國家金融安定時，現行國安基金五千億的規模恐將不足以應付及穩定台股盤面，尤其護盤期間一拉長，恐將對國安基金之流動變現性造成阻礙，故應儘速修法規範國安基金護盤之期間，並設定何謂「穩定股市盤面」之標準，俾使國安基金護盤階段性功能完備。

時間	理由	議題	結果
89/2/9	因應亞洲金融風暴及兩岸衝突等事故	確保國家金融安定集結資金護盤股市	國安金融安定基金設置及管理條例公布
89/3	總統大選	護盤	89年第二季出現帳面虧損，主管機關不願意透露

89/11/21	立法委員質疑涉嫌內線交易疑雲	立法院質疑上市公司運作進入國安基金委員會	立法院財委會擬增設國安基金監督機制
91/3/21	出現帳面虧損	財政部長立法院答詢時指出考慮廢除國安基金，將增定七年期間落日條款	雖已研擬國安基金條款修正草案，明訂落日條款，但並無具體作為
91/11/17	美伊戰爭開打	行政院副院長雖於立法院接受質詢時坦承虧損嚴重，但表示隨美伊戰爭開打，不排除國安基金進場為股市護盤	行政院副院長答詢時表示國安基金到該年九月底，未實現投資虧損已達五百六十三億元，虧損幅度達40%，國安基金加上四大基金虧損金額高達二千一百五十三億
92/4/28	SARS 事件	對經濟衝擊巨大	行政院長表示為穩定金融，財政部將召開國安基金管理委員會會議，必要時會進場護盤
93/3/23	總統大選後政治事件之影響	股市大跌	授權執行秘書得依國安基金條例，視狀況動用資金進行安定市場任務
93/8/26		股市護盤時機浮濫，且護盤基金長期套牢	財政部長表示進場護盤時機將簡化為三項：中共對台採取軍事行動、外國對台政策改變、其他經委員會認可事項

表 3 國安基金設置及變遷大事紀

(資料來源：林志鴻、鄭文輝、鄭清霞，《政治與社會哲學評論》第 12 期，民國 94 年 3 月，頁 186-187)

第三節 國安基金相關研究回顧

觀察過去研究國安基金之存續與績效評估相關研究，因國安基金為民國 89 年方由總統令頒佈法案，故相關研究並不多，茲將各研究之重點與分析詳列如下：

- 一、陳柏宏²⁶ (2002) 以國安基金過去於民國 89 年及 90 年進場護盤之資料，研究國安基金護盤期間，投資人或機構法人是否產生從眾或反從眾之現象。分析其資料後，研究發現在國安基金護盤期間，自營商並未發生全體從眾之現象，而自營商私有資訊變得精確時(可能是有研究員做出精準之研究報告或其他相關第一手資訊)，越會出現反從眾之現象。另研究將自營商聲譽高低作為變數，平均買賣金額作為代理變數，分析護盤期間之自營商進出股市狀況，研究發現在市場價格正常變動期間，當自營商平均買賣金額越大，其從眾係數越高；在市場價格大幅變動期間，自營商平均買賣金額越大，則其反從眾係數越低。最後，研究發現在國安基金進場期間，並同時實施縮小跌幅限制之措施時，全體自營商的反從眾係數較未實施縮小跌幅限制時有顯著的下降。
- 二、學者馬黛、詹傑仲、胡德中²⁷(2002)以訊息之散佈、政府道德勸說、政府積極干預等方式，分析上開數種行為對股市之影響，研究發現除了在國安基金進場護盤期間，股市的跌幅有微幅縮小，但並未出現大盤止跌回升的現象；但在某些特定條件下，國安基金進場時機以尾盤時較佳。此外，研究亦提出機構投資人(係指自營商或投信法人)散佈謠言或不真實表達資訊，是否能獲得其利潤，結果發現具有訊息優勢的機構投資人確實可經由散佈謠言之方式獲得異常報酬，這顯示機構投資人確有因獲利，而散佈不實謠言的動機。

²⁶ 陳柏宏，《機構投資人與國安基金間反從眾行為之研究》，國立中山大學民國 92 年 6 月

²⁷ 馬黛、詹傑仲、胡德中，《政府干預股市的理論實證與分析：台灣股市的護盤實例》，財務金融、學刊，民國 91 年，頁 107-145

三、謝志忠²⁸則不以數據分析，改採社會科學及政策分析常用之績效評估法，研究國安基金四次進場運作之現況，從已公布國安基金之資產負債表、損益表為指標，分析執行的效果。並佐以立法院立法委員針對國安基金執行概況之質詢，及監察院針對國安基金買進德利開發科技、茂矽等多檔下市淪為壁紙事件提出之糾正案報告，歸納為實證資料分析。研究最後發現，國安基金操作時機對股票市場及其他金融市場之影響甚巨，但四次進場國安基金本身都呈虧損，其主因包含：資金為借貸而來，非自有資金；設置目的應為長期穩定金融市場秩序，而非短期操作；短期操作虧損由國庫填補，等於是拿全體納稅人之稅金補貼少數人投資之股市，有違社會公義；進場護盤時機政府管理單位保密不易，護盤效果大打折扣。

四、陳尚毅²⁹以事件分析法研究國安基金宣示效果，研究發現國安基金進場護盤宣示布達後，確實達成了短期內穩定股市的政策目標，在公平性上，八大類股指數雨露均霑，產生顯著的且正面的助益，其中佔大盤比重較重的電子股與塑化類股拉抬效果明顯。三大法人(指投信、外資、自營商之機構投資人)在國安基金進場宣示後，均出現買超金額與買超天數顯著提升之現象，尤以投信及自營商反應較佳，顯示國內機構投資人對國安基金進場護盤之信心較外資為高。另外，政府利用國安基金進場拉抬指數，成功避免了市場或因成交量萎縮造成資金流動的風險。尤其，在國安基金進場前一天由於市場即已盛傳或知悉，因此研究發現在國安基金進場前一天，加權指數已有縮小跌幅之現象。政策宣示後的第一、三、五天最具有顯著性的正值異常報酬率。最後研究建議為使市場機制公平，國安基金政策宣示前應予以保密，介入次數及時機應再嚴謹，以免投資人過度期待與依賴。

²⁸ 謝志忠：《國家金融安定基金操作績效評估之研究》，世新大學行政管理研究所碩士論文，民國92年6月

²⁹ 陳尚毅：《國家金融安定基金宣示效果研究—以事件分析法分析》，暨南大學公共行政與政策學系碩士論文，民國99年6月

五、周志雄³⁰則以法律制度面為基礎，說明國安基金符合經濟管制立法的基本原則，並認定國安基金是國家的一種行政行為，雖屬經濟管制之一種，但研究卻指出國安基金的存在有以下數點疑義：

(一) 目標難以檢驗

國安基金進場護盤，雖以短期維持股票市場指數，使之不崩跌為主要任務，加權指數該護到何種持度才稱之為穩定，並未訂出一定之標準。況股票市場本為自由市場經濟，自有其運作調節之功能，若長期護盤恐將與國際自由貿易市場脫節，國安基金之護盤標準目前太過抽象，是否達成證券市場之安定及國家金融秩序之穩定，難以客觀加以檢驗之。

(二) 錯誤決策無法監督

現行國安基金管理委員會審議及動用資金過程，不受司法機關審查，僅受立法院備詢，若國安基金管理委員會動用資金與否受錯誤事實或特定政治目的影響，致生錯誤判斷及決策造成鉅額虧損，竟由國庫彌補之，故主張修法增列受司法之監督，以維全體國民之公平。

(三) 行政罰則認定困難

現行國安基金選股標的範圍過大，按其現行選股策略僅指出「權值較大股」、「具指標意義個股」、「庫藏股概念股」、「個別題材類股」³¹選股之參考要件，但顯然不能避免迴避圖利特定私人財團企業或特定政黨色彩之疑慮，由法律現行條文觀之，並未針對投資未符合選股參考要件之行為訂出罰則，司法機關無法對其資金運用之行政裁量行為加以審查，明顯規避行政疏失之罰則。

(四) 大量短期出脫持股困難

³⁰ 周志雄：《國家金融安定基金制度之研究—以法制面為中心》，國立台灣大學國家發展研究所碩士論文，民國 90 年 7 月

³¹ 監察院公報第 2672 期，頁 62，民國 98 年 10 月 7 日

以五千億的規模而論，若以目前台股每日成交值在一千億上下之金額，一旦國安基金集中出脫手中持股，勢必造成另一波沉重賣壓，對大盤指數將造成衝擊，國安基金立刻成為眾矢之的，反成市場金融秩序紊亂的主因。若其操作在證券市場未能發揮預期功效，甚或引發另一波危機，此無疑將對國家安定、人民福祉造成戕害³²。

六、林志鴻、鄭文輝、鄭清霞³³的研究，則以國安基金現行資金組合，包含向社會保險基金（即四大基金勞保、勞退、退撫、郵政壽險積存金）借用三千億元之額度，係一有違社會公平正義之不當作為。同時，基於現代民主法治國家法正當性要件與要求、社會保險基金之特殊性、法定任務與被保險人財產權自由運用與保護之限制、基金法定用途、以及國家干預可能產生之社會逆分配、資金套牢等幾個構面，研究指出五項結論：

- （一）就程序而言，國家為金融安定透過立法設置國安基金條例，雖符合正當程序，但國安基金將社會保險基金納為成員，未透過社會保險相關法律之修法、形成國安條例與社會保險相關法律有關基金用途與基金管理之衝突，卻不符合依法行政及法律保留原則。
- （二）社會保險基金源自強制民眾、雇主及政府共同分擔之保費，且中途不得提領，而此剩餘資金本預備將來作為給付之用途，以提供退休或重大變故時，被保險人及其家屬賴以維持基本生計的憑藉。其性質與一般銀行金融機構存款性質不同，並不是國家國庫資金，而是被保險人共有而交付特殊法人管理的資金。因此，特殊法人對基金應善盡善良管理人責任，以安全性、流通性為優先原則，做有益資金保險之獲利性投資；不應冒崩盤虧損套牢風險，進行不利被保險人生活憑藉之後果。

³² 洪其昌、黃國政：《國家安定基金成為不安定因子》，台灣經濟研究月刊，第23卷第2期，民國89年，頁96-99

³³ 林志鴻、鄭文輝、鄭清霞，《政治與社會哲學評論》第12期，民國94年3月

- (三) 國安基金設置之目的係為穩定資本及其他金融市場，然以投入資金方式介入股市，是否即能達成目標，令人存疑。但國安基金設置條例允許國安基金借用社會保險及其他退休基金，甚或以道德勸說方式，而鼓勵其投入鉅資配合進行護盤，實已違反社會保障之法律規範。
- (四) 股市本為一具投資風險的場域，即便台灣股市以小額散戶投資人居多，然其皆以出於自由意願與多餘資金投入。以強至解繳而中途又不得提出領回的社會安全基金護盤，不符市場自由參與原則。況且近年來外資投資台灣股市比重已近四分之一以上，以社會保險基金為外資護盤，並無正當性可言。因此以社會保險基金本為社會基本保障功能之憑藉，變更為其用途為穩定金融市場，既不恰當亦不符合公平正義。
- (五) 勞工保險基金為長期社會保險基金，其管理及運用需考量安全性、流動性、收益性、福利性與社會性五項原則。依現行勞保基金管理及運用相關法令規章檢視，借款與國安基金並非其明確投資之範圍。依實證資料模擬比較，假設於民國 91 年借用勞保基金，其提供補償的收益率為 2.58%，略高於同時期之短期投資報酬率。因而如果以投資收益觀點考量，勞保基金投入國安基金並不划算。

第三章 政府干預股市經驗及其他國家制度介紹

第一節 過去台灣政府干預股市經驗介紹

台灣股市屬於淺碟型，散戶比例將近九成，遠超過法人機構的投資比例。且台灣證券市場充斥所謂投顧之分析師，其對小型個股發表之報告，屢屢能吸引散戶投資，甚至成為一股對抗法人機構之力量，可證一般散戶專業知識較為缺乏，其投資標的及過程易受消息面及謠言之影響，一旦有風吹草動，其投資行為立即受波及，影響大盤指數甚巨。

股市波動本應受國際金融市場商情、產業供給需求面等基本因素控制，但若讓台股暴露在非經濟因素影響之下，例如民國 85 年彼岸針對總統大選進行文攻武嚇、或是宣布停見核四等非經濟因素，而產生巨幅波動，影響股市之流通性時，金融市場將隨之失序，進而破壞台灣金融體制，造成民心惶惶不安。為了避免因股市巨幅波動而造成金融市場連環性的破壞，政府在民國 89 年國安基金成立之前，對於台股因非經濟基本面因素造成大盤無量重挫，曾採取相當多的措施，也就是學者所謂「經濟管制」。

一般而言，「經濟管制」係指國家以行政權指導、規整或限制國民之私經濟活動之公法行為，其目的在於使國民經濟活動，導向一定的指標，防止經濟資源的過份集中，或避免國家資源的不當分配，以符合國家政策的需要，使國民經濟獲得健全的發展³⁴，亦即指行政主體基於市場經濟秩序考量，以立法或其他方式介入經濟行為，引用公權力方式，管制或干預人民經濟基本活動³⁵。

經濟管制，依管制事項不同，可分為金融管制、貿易管制、營業管制、物價管制及證券管制等。回顧政府過去介入台灣股市的經驗和手法，包括縮減跌幅限制、調整證券融資比率與融券保證金成數、指示銀行團進場、以及動用四

³⁴ 林紀東：《行政法各論》，大中國圖書公司，民國 50 年 8 月，頁 87

³⁵ 陳櫻琴：《經濟法理論與新趨勢》，翰蘆圖書出版，民國 87 年 10 月，頁 1-2

大基金（勞退、勞保、退撫、郵儲）成立股市穩定基金進場護盤，也正由於民國 85 年之股市穩定基金護盤績效卓著³⁶，才有後續建立國家金融安定基金並予以立法之議。

一、過去政府早期以非基金方式介入股市之經驗

在七零年代之前，政府尚未有四大基金及國安基金等資金可資動用，因此採取非基金方式介入股市，以下以時間先後次序，說明政府歷次護盤之手段與過程^{37、38}：

（一）民國五零年代

早在民國 53 年 8 月及 54 年 6 月，當時還隸屬經濟部的證管會，就曾採取美國紐約股市之休市辦法，尤其是民國 54 年因為國際糖價大跌，導致當年股市龍頭老大台糖股價重挫，形成崩盤效應，迫使國內股市因此休市十天。然而，休市的結果，卻導致投資人更加恐慌，結果是由證管會緊急宣布「當前證券市場改進八項原則」，採取停止套利交易、停徵證所稅、終止台糖股及台電股上市等措施，配合銀行團的實質護盤動作，才使得國內股市行情得以穩住。

（二）民國六零年代

民國六十年，台灣被迫退出聯合國，當時政府也曾採取安定股市人心的應變措施，民國 63 年爆發國際能源危機，同時有開徵證所稅事件，致使股市崩盤。為挽救及重建股市，政府再度採取「穩定當前經濟措施方案」，終止證所稅開徵等動作，才使股市止跌回穩。

（三）民國七零年代

民國 70 年，台灣股市又受到能源危機等不利因素的影響，政府亦於 71

³⁶ 姚欣欣：《台灣股市穩定基金之績效評估》，國立中央大學財務管理研究所碩士論文，民國 89 年 7 月，頁 69

³⁷ 戴婉儀：《政府利用銀行團及特定基金干預股市的效果》，國立中正大學財務金融研究所碩士論文，民國 86 年，頁 7-8

³⁸ 周志雄：《國家金融安定基金制度之研究—以法制面為中心》，國立台灣大學國家發展研究所碩士論文，民國 90 年 7 月

年6月起接連宣布「當前證券市場應採措施要點」五項激勵股市措施，籲請銀行團、股市大戶進場，以穩定行情；民國74年爆發台北十信事件，使得股市行情再度遭受重大打擊，當年7月政府除了採行工商紓困方案等措施外，證管會並於7月19日宣布停止股票當日沖銷，在政府全力壓抑空頭的情況下，國內股市才止跌回升。民國76年，又發生大信證券雷伯龍違約交割事件，政府配合政策指示銀行團進場護盤；民國77年2月14日爆發的證所稅恢復課徵事件，導致大盤無量崩跌十九天，出現了歷年來最嚴重的短期震盪走勢，政府及時採取挽救股市八大措施，其中就包括暫時不出售公營事業股票、停止融券、融資期限延長為一年、證交稅減半徵收、盤點上市公司董監事、大股東持股等，上述實施的若干干預股市措施，顯示政府近年來所採用的一些護盤政策模式，在當年業已呈現雛形。

二、政府動用基金介入股市經驗³⁹：

在國安基金成立之前，政府曾在民國79年動用相關基金介入股市，並在民國85年中共飛彈演習事件的背景下，正式成立「股市穩定基金」，其基金護盤歷史，簡要臚列如下：

（一）民國79年波灣戰爭

民國79年初台股創下12,682點加權指數的歷史新高後，由於我國股市與經濟過熱，加上美股崩跌與日本經濟泡沫的破裂，全球資金緊縮，下半年來全球股市皆呈現大幅下跌狀態，我國加權指數也接連重挫，投資人信心大失，國內油品價格又因波灣戰爭面臨上揚壓力，使得台股重挫二千多點。為了挽救我國股市歷史上最嚴重的股災，政府在79年9月22日首度動用勞工退休基金進場購買股票以安定股市，根據當時修正完成的「勞工退休基金收支保管及運用辦法」，勞工退休基金可在基金淨額的20%以內的範圍內，運用購買第一類上市公

³⁹ 陳尚毅：《國家金融安定基金宣示效果研究—以事件研究法分析》，暨南大學公共行政與政策學系碩士論文，民國99年6月

司股票或共同基金受益憑證。當時退休基金總額是四百三十餘億元台幣，故可投資股票的上限是八十六億元。而勞工退休基金投資股票作業細則其他規定包含⁴⁰：退休基金投資股票必須長期投資；基金購買任一股票或受益憑證總股數，不能超過該股票或受益憑證發行股份的10%；基金購買任一股票或受益憑證總金額，不得超過基金當時淨額的2%；退休基金投資股票收益，超過銀行二年期定期存款利率部分盈餘，優先彌補前五年退休基金虧損，餘額則保留彌補未來可能發生之虧損，如有不足彌補之金額，將由國庫貼補；中信局可委託其他金融機構操作投資；必要時監理委員會可委託中信局以外的金融機構操作投資。此外，當時統一證券自營部也與勞退基金同步調⁴¹，大量買進績優、具獲利成長性為主之股票，金額高達二億七千多萬元。

（二）民國81年雷伯龍第二次違約交割事件

民國81年9月14日，受華隆公司前董事長翁大銘被收押事件影響，加權指數大跌2.65%，三天後又受股市大戶雷伯龍違約交割與華隆集團跳票事件影響，加權指數續重挫222點，跌幅達6.14%。國華等券商違約交割事件越演越烈，鄭券商與客戶的違約交割金額，兩天內激增到71億元，國華、隨華、大新、真誼、三和、金圓環及大吉利六家證券商受到停業處分。後來違約交割金額持續擴大，估計金額將近100億元，受此波及的券商數字不斷增加，對金融市場安定已形成嚴重挑戰。於是在9月19日，政府透過信心喊話與勞退基金進場護盤，選股鎖定在績優、本益比低之個股做中長期操作。當時勞退基金可運用資金約570億元，其中20%可用於投資有價證券，約144億元⁴²。由於包括勞退基金在內的法人機構，低接的個股普遍都是績優股，法人機構當時選股，除考慮本益比外，還有四項標準，分別是：低價、低融資餘額、低市值（籌碼少）、展望佳。

⁴⁰ 陳鳳馨：聯合報第1版要聞，民國79年9月22日

⁴¹ 黃貴華：聯合報第26版證券投資，民國79年9月25日

⁴² 陸倩瑤：聯合報第11版經濟證券，民國79年9月30日

（三）民國 83 年洪福證券跳票事件

民國 83 年 10 月 5 日華隆集團旗下的洪福證券發生跳票二億元，加權指數兩日連續大跌 3.27%與 4.19%，且引發華國股票鉅額違約交割及一連串證券商延遲交割的事件，總金額初步估計，已超過 30 億元，爾後又受到中共領導人鄧小平逝世謠言及中央銀行清查銀行股票質押借款措施影響，台股四天內重挫約 1000 點，10 月 8 日及 11 日財政部指示勞退基金立即進場護盤，勞退基金當時有約 800 億元的資金⁴³，依規定可動用 160 億元，基金進入股市後，12 日就開始出現強勢反彈，數日後股市逐漸回穩。

（四）民國 85 年中共飛彈演習事件

政府成立大規模的股市穩定基金，主要的有民國 85 年及民國 87 年兩次。民國 85 年成立股市穩定基金之背景，可溯自民國 84 年第二季國內經濟景氣出現疲軟現象，股票市場開始逐步走低，7、8 月又因中共為表達對美國與我國處理李前總統登輝應母校康乃爾大學之邀赴美訪問時的不滿，進行「東海海域」飛彈演習。飛彈試射演習在國內造成動盪與影響，不僅使國內股市及匯市出現不尋常的交易情況，更使得國人移民風潮再現，導致資金大量外流，民眾對美元現金的需求增加。

民國 85 年 2 月間，政府為挽救股市，振興景氣，確定了包括成立「股市穩定基金」在內的六大振興經濟方案措施，其中又以行政院指導成立的股市穩定基金措施最受人矚目。股市穩定基金係由銀行業、保險業、簡易壽險資金及郵政儲金、勞工退休基金、以及公務人員退休撫卹基金等機構籌措資金，以 2,000 億元為目標，積極投入股市，以建立股市安定機制。

同年 3 月 7 日中共對台灣本島附近海域發射三枚導彈，兩岸局勢越發緊張，使得國內股市持續向下探底，加權指數不僅跌破 5,000 點關卡，甚連成交量都萎縮至 1、200 億元左右。此次穩定基金規模雖有二千億元，但當時實際投入金額

⁴³ 邱金蘭：經濟日報第 17 版證券要聞，民國 83 年 10 月 12 日

約 700 億元，其中以郵政儲金投入金額 300 多億元為最多。此次穩定基金之操作，使得國內股市之風險程度呈現明顯降低之現象，顯示穩定基金之政策性任務已達成⁴⁴，且在提高機構投資人比重，進而改善證券市場投資人結構方面，皆有正面作用。

（五）民國 87 年國內自發性金融危機⁴⁵

87 年第三季末，第四季初開始，國內接連多家上市公司因為過度投資、不務本業、交叉持股比例過高、策略聯盟失當等因素，加上因為護盤、炒作股票而出現財務問題，其股票交易發生連續暴跌，並拖累其他股票隨同出現非正常之下跌，而引爆國內自發性金融危機。財政部為保障投資大眾權益及穩定股市，遂於 87 年 11 月 12 日決定採取穩定股市的五項措施，要點包括：財務發生困難的上市公司得申請停止在集中市場交易、授信機構在一定條件下得進行場外交易、協調金融機構加強對授信機構供給資金、依法懲處股市不法份子及成立「穩定股市專案小組」，由各成員自行決定選股策略，於必要時進場購入績優股票。

嗣後，財政部於 87 年 11 月 16 日協調銀行工會、產險及壽險工會、公務人員退撫基金、勞退基金、勞工保險基金、郵政儲金及公民營銀行進場護盤，以支撐股價。穩定股市專案小組各成員可以投入股市的資金約計新台幣 2,830 億元，分別為勞保基金 700 億元、勞退基金 200 億元、公務人員退撫基金 250 億元、郵政儲金 380 億元、公民營銀行 630 億元、壽險業 500 億元及產險業 170 億元。

實施股市穩定措施後，台股仍未見起色，持續向下走跌，財政部復於 87 年 12 月 21 日召開「穩定股市專案小組」會議，並達成多項協議。其中和「穩定股市小組」運作相關的部分為：指派中國商銀董事長李庸三擔任召集人，共同

⁴⁴ 姚欣欣：《台灣股市穩定基金之績效評估》，國立中央大學財務管理研究所碩士論文，民國 89 年 7 月，頁 69

⁴⁵ 周志雄：《國家金融安定基金制度之研究—以法制面為中心》，國立台灣大學國家發展研究所碩士論文，民國 90 年 7 月，頁 41

協商進場時間及分配額度，以提升穩定股市的效率；銀行與保險公司買進股票可以列為長期投資；放寬金融檢查相關規定⁴⁶。然由於國際經濟情勢不佳，股市缺乏資金動能，投資人信心匱乏，加上投信基金與自營商未能充分配合，致使穩定股市專案小組無法達成預期之效果。

當時，學者殷乃平對此次基金護盤無法達到預期效果，有以下表示：「其實主要靠郵政、退撫、與勞退三大基金，銀行只在旁搖旗吶喊，有獲利考量才進出股市，不可能全力支援」。殷乃平描述這次的護盤背景與 85 年的飛彈危機不同，大家預期飛彈會消失，消失後股市會反彈，當時的穩定基金持樂觀的態度配合護盤當然有效。學者李桐豪也表示：「股市穩定基金不在救散戶，在救企業」。因為國內資本市場交叉持股現象十分嚴重，企業主不斷將股票質押拿去借錢，再將資金投入股市。如此高度財務槓桿運作，如果股市大跌，將嚴重影響企業正常運作，這才是政府不得不救股市的原因⁴⁷。

	85 年股市穩定基金	87 年穩定股市專案小組
成立日期	85.2.12	87.11.12
主導層級	行政院	財政部
召集人	蔡茂興	王榮周等—李庸三
成員	銀行業、保險業、簡易壽險資金及郵政儲金、勞退基金及公務人員退撫基金	勞保基金、郵政儲金、勞退基金、公民營銀行、壽險業、產險業及公務人員退撫基金
可投資金額	2,000 億元	2,830 億元
成員操作策略	部分集中操盤、部分分配自行買賣	全部自行買賣
護盤目標	無預設底線	目標守住 7,000 點，穩住信心就不必全部投入

表 4 85 年「股市穩定基金」與 87 年「穩定股市專案小組」之比較

(資料來源：嚴永煌《股市穩定小組為何穩不下來?》，商業週刊第 580 期，民國 88 年 1 月)

⁴⁶ 嚴永煌：《股市穩定小組為何穩不下來?》，商業週刊第 580 期，民國 88 年 1 月，頁 34-36

⁴⁷ 林亞偉：《為什麼穩定基金成效有限?》，商業週刊第 579 期，民國 87 年 12 月，頁 42

第二節 歷年國安基金干預股市介紹

一、過去國安基金干預股市次數及背景說明

按國家金融安定基金設置及管理條例第八條，「因國內、外重大事件、國際資金大幅移動，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時，得經委員會決議，動用第四條第一項之可運用資金辦理下列事項：

- (一) 於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣有價證券。
- (二) 於期貨市場進行期貨交易。
- (三) 其他經主管機關核准之事項。

前項資金之動用、操作規劃之執行，得委託專業機構辦理之；其委託相關事宜，由委員會定之。

依據國安基金管理條例第十三條第二項規定，基金之收支運用情形，按季公告之，國安基金自民國 89 年設立以來，依照國安基金管理委員會會議紀錄，分別有下列啟動：

第一次，民國 89 年 3 月 16 日、17 日，動用金額 574 億餘元。

第二次，民國 89 年 3 月 20 日，動用金額 27 億餘元。

第三次，民國 89 年 5 月 25 日，未有實際金額。

第四次，民國 89 年 9 月 26 日至 11 月 16 日，動用金額 1,200 餘億元。

第五次，民國 97 年 9 月 8 日至民國 98 年 12 月 17 日，動用金額 599 億元。

茲將上述穩定股市護盤及背景資料詳述如下：

1. 第一次啟動：

89 年 2 月中旬起，國內股市受到當時總統大選局勢影響，產生巨幅的波動，從 2 月 21 日起連續五個交易日下挫，致使加權指數在經濟性因素看好的情況下仍大幅下跌，且受到中共對台灣選情持續放話的影響，3 月 13 日更創下我國股市跌幅最高的紀錄，一日下挫 617.65 點。此外，中共總理朱鎔基更

於3月15日發表深具恫嚇性之談話，致使人心惶惶，台灣股市易受到相當大的影響。

2. 第二次啟動：

民國89年3月總統大選後，台灣面臨第一次政黨輪替，由於對勝選的民進黨沒有信心，因此選舉結果出爐後翌日股市大幅下挫，國安基金管理委員會該年3月20日上午緊急會商，為兼顧不影響市場機能運作及穩定投資人信心之原則，爰依國家金融安定基金動用作業要點第三點第一項第九款所規定「其他經本基金管理委員認定之情事」之事由，授權於二個星期內（3月20日至4月1日）視市場實際狀況進行彈性護盤措施。此次護盤結束後於4月5日，加權指數來到當年最高點10186.17點。

3. 第三次啟動：

民國89年5月15日至5月31日，中共刻意於台灣總統交期間，於福建省沿海進行大規模軍事演習，宣布之後，台灣股市受其影響產生劇烈波動。國安基金管理委員會遂於5月25日上午緊急開會，授權於中共軍事演習期間密切注意其發展，如有致資本市場及其他金融市場失序及損失國家安定之虞時，動用國安基金執行護盤任務，然事後資料顯示，此次國安基金並未實際動用資金進場護盤。

4. 第四次啟動：

民國89年陳水扁前總統上任來，就停建核四廠議題不斷攻防，成為影響股市加權指數甚巨的非經濟因素，另美濃水庫興建與否也成為當時政策影響股市的另一主因。停建核四風暴及否決美濃水庫興建案於該年8月開始，8月5日陳水扁公開承諾並保證不建美濃水庫，該日加權指數為7925.2，9月29日經濟部長林信義向行政院長提出「核四計畫再評估結論建議書」，建議停建「核四」（該日盤中最高點6589.82），但在消息曝光後大盤立刻下跌至6432.36，至10月27日行政院長張俊雄宣布停建核四當日，盤中最高點還有6003.38，但宣布後大

盤立刻失守 6,000 點，來到 5805,17 點，是陳水扁上任以來的歷史新低。除此之外，該年又適逢以、巴衝突導致國際原油價格上漲，因此，國安基金管理委員會於 9 月 26 日授權自該日起至 10 月 15 日，動用國安基金進場護盤，其後因宣布停建核四之巨大衝擊，延長護盤期間至 11 月 16 日止。

5. 第五次護盤

民國 96 年美國因美國次貸危機爆發，次級貸款是指那些放貸給信用品質較差和收入較低的借款人的貸款。由於信用不良或不足，這些人往往沒有資格獲得要求借款人有優良信用記錄的優惠貸款。在此影響下次貸風席捲房地產、金融、能源、汽車等多個行業，依時間序列如下：民國 96 年 8 月次貸爆發流動性危機，97 年 9 月 AIG 陷入危機，緊接著美林證券被美國銀行收購，華盛頓互惠宣佈破產，被美聯儲接管後售予摩根大通，隨後美國政府頒佈經濟穩定緊急法案，接著冰島瀕臨破產，最後美國宣佈 7,000 億美金救市計畫的前半段 2900 億救助金融業不理想，後續改為救助消費者，等於宣示經濟衰退已經從短期風暴變成長期抗戰，布希總統宣佈以 134 億美金緊急紓困即將瀕臨倒閉的 GM、FORD、CRYSLER 等三大車廠。

台灣股市在此衝擊下，於民國 97 年 11 月盤中加權指數跌到 3,955 點的六年歷史新低，國安基金管理委員會遂決議於民國 97 年 9 月 18 日至 12 月 17 日，動用國安基金進場護盤，總計動用金額達台幣 600 億元。

綜上所述，茲以簡表列示如下：

次別	啟動時機與法令依據	動用理由	動用金額	績效
第一次	89 年 3 月 16 日上午國安基金管理委員會召開臨時管理委員會，全體委員一致決議依國安基金動用作業要點第三點第一項第一款「國家面臨重大軍事或政治威脅」之事由，授權於 3 月 16、17 日動用國安基	89 年 2 月中旬起，國內股市受到大選局勢之影響而有巨幅波動，2 月 21 日起連續五個交易日下挫，致使指數在經濟性因素看好的情況下	514 億元	使股市由 8,500 點回穩至 9,000 點，順利排除非經濟因素衝擊，完成穩定總統大選前後期間民眾信心的階段性任務。

	金以穩定股市	仍大幅下跌，且受到中共對我國選情持續放話之影響，3月13日更創下我國股市跌幅最高的紀錄，中共總理朱鎔基更於三月十五日發表深具恫嚇性之談話，對台股影響甚巨。		
第二次	管理委員會於89年3月20日早開會研商，為兼顧不影響市場機能運作及穩定投資人信心之原則，爰依國家金融安定基金動用作業要點第三點第一項第九款所規定「其他經本基金管理委員認定之情事」之事由，授權於二個星期內（3月20日4月1日）視市場實際狀況進行彈性護盤措施	第一次總統大選造成首次政黨輪替，短期內對投資人信心造成重大非經濟因素之衝擊與影響	動用27億餘元	順利排除非經濟因素之衝擊，完成穩定總統大選前後民心之階段性任務
第三次	國安基金管理委員會於89年5月25日上午緊急開會，授權於中共軍事演習期間密切注意其發展，如有致資本市場及其他金融市場失序及損失國家安定之虞時，動用國安基金執行護盤任務	因中共於5月15日至5月31日在福建省沿海舉行大規模軍事演習，時間長達半個月，對台股造成非經濟因素之影響	未有實際金額投入護盤行動	市場機能自然回應股價，宣示即達護盤效果
第四次	國安基金管理委員會於89年9月26日上午研商，決議授權自9月26日至10月15日，密切注意股市相關狀況，若涉及資本市場重大失序情況即	因停建核四及美濃水庫等非經濟性因素影響台股	約1,200億元	沒有實際效果（9/26加權指數為6423.36，至該年12月27日跌至4614.63），基金運作績效不彰

	動用本基金。其後於10月3日開臨時會決議，即日起至15日正式動用國安基金投入期貨及現貨市場，嗣後又延長至11月16日止。			且有限
第五次	國安基金於民國97年9月召開委員會，經第50、51、52等三次會議決議，授權國安基金委員會秘書於97年9月18日至同年12月17日動用國安基金進場護盤。	因美國次貸風暴引發全球金融海嘯，帶來全球性的股災，使台股受到波及	約599.9億元	為唯一未虧損之護盤行動，累計獲利337億元

表5 國安基金五次進場簡表（本研究自行整理）

二、國安基金動用對大盤指數影響：

本研究以時間為橫軸，以加權指數為縱軸，按各時點之開盤指數、最高指數、最低指數、收盤指數繪製加權指數變化圖來觀察：

（一）第一次及第二次護盤

按第一次及第二次護盤時點接近，且均屬政治面之非經濟因素影響，本研究以護盤時間內之民國89年3月加權指數波動加以觀察，得到以下資料：

89年03月 發行量加權股價指數歷史資料				
日期	開盤指數	最高指數	最低指數	收盤指數
89/03/01	9,572.24	9,689.10	9,572.24	9,689.10
89/03/02	9,757.08	9,781.27	9,543.58	9,543.82
89/03/03	9,557.66	9,650.74	9,547.40	9,588.03
89/03/04	9,668.21	9,712.24	9,505.93	9,517.97
89/03/06	9,519.80	9,519.80	9,356.58	9,367.91
89/03/07	9,340.49	9,440.32	9,286.39	9,380.07
89/03/08	9,402.70	9,482.18	9,379.29	9,389.49
89/03/09	9,453.70	9,587.27	9,453.70	9,587.27
89/03/10	9,662.61	9,712.39	9,428.99	9,429.60
89/03/13	9,279.90	9,279.90	8,807.36	8,811.95

89/03/14	8,728.30	8,871.83	8,598.07	8,835.58
89/03/15	8,794.30	8,905.82	8,638.24	8,640.03
89/03/16	8,472.54	8,714.06	8,250.46	8,682.76
89/03/17	8,700.99	8,799.09	8,610.58	8,763.27
89/03/20	8,509.32	8,536.05	8,483.41	8,536.05
89/03/21	8,438.24	9,021.89	8,355.89	9,004.48
89/03/22	9,009.25	9,201.15	8,908.32	9,069.39
89/03/23	9,198.45	9,567.89	9,198.45	9,533.87
89/03/24	9,565.24	9,571.28	9,405.14	9,482.64
89/03/27	9,531.91	9,858.57	9,531.91	9,807.57
89/03/28	9,884.18	9,985.15	9,772.54	9,856.60
89/03/29	9,852.48	9,914.14	9,794.48	9,805.69
89/03/30	9,827.85	10,071.2	9,827.85	9,931.94
89/03/31	9,890.89	10,011.9	9,798.61	9,854.95

表 6 第一次暨第二次護盤時 3 月份加權指數表

以上開數據繪製折線圖如下表：

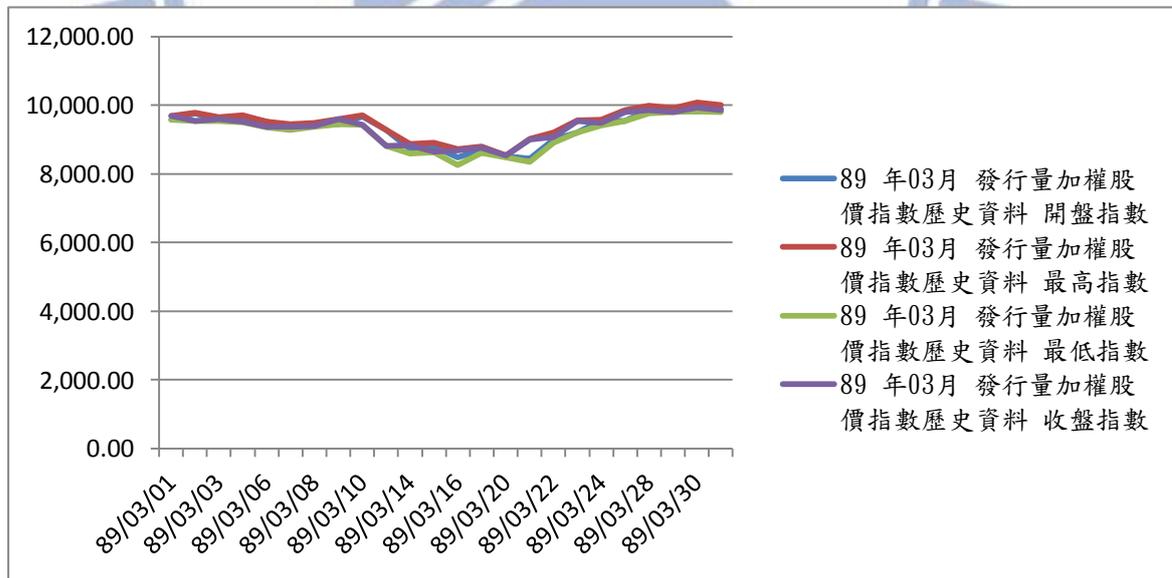


圖 2 第一及第二次護盤期間加權指數變化圖

於國安基金退場後，四月加權指數變化圖如下：

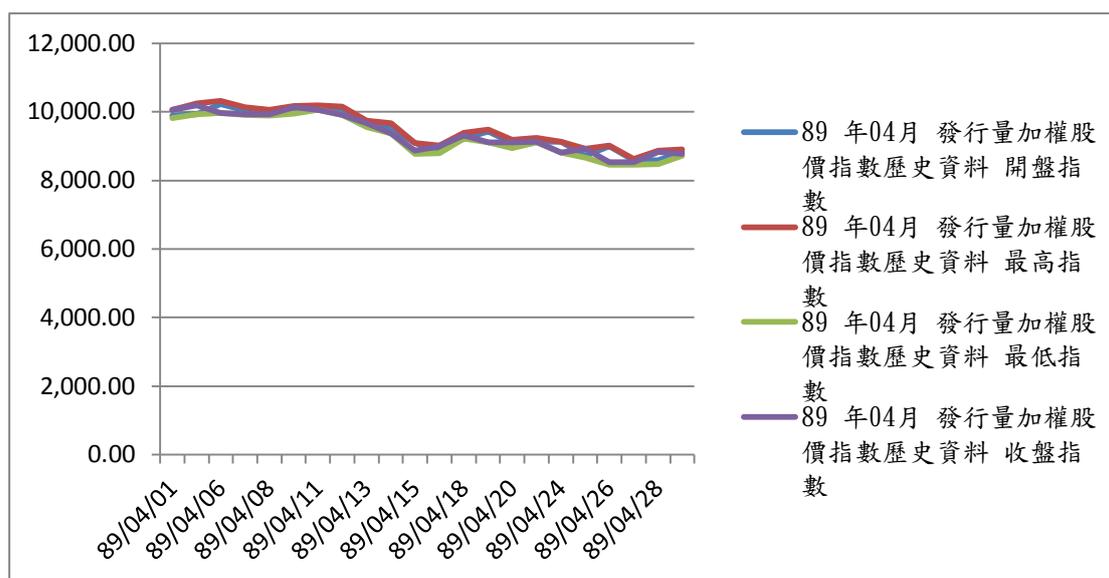


圖 3 第一及第二次護盤過後加權指數變化圖

由上開二圖可得知，國安基金於 16、17 日進場，之後又加碼於 20 日至 4 月 1 日，共計動用 541 億元護盤，其效果為將大盤指數由八千五百點拉抬至原先一萬點的水準，但是當國安基金於 4 月 1 日退場後，加權指數又回到原始起漲的八千五百點關卡。

(二) 第三次護盤

資料顯示，第三次護盤雖因中共軍事演習所發動，但國安基金僅開會宣示，並無實際護盤行動，89 年 5 月中共軍事演習期間，大盤加權指數資料如下：

89 年 05 月 發行量加權股價指數歷史資料				
日期	開盤指數	最高指數	最低指數	收盤指數
89/05/02	8,836.83	8,838.78	8,636.27	8,638.75
89/05/03	8,537.35	8,587.00	8,395.23	8,420.00
89/05/04	8,444.07	8,655.20	8,338.92	8,425.38
89/05/05	8,389.90	8,699.02	8,343.37	8,698.53
89/05/06	8,699.48	8,774.25	8,620.58	8,657.13
89/05/08	8,669.47	8,742.69	8,538.50	8,616.18
89/05/09	8,607.65	8,660.77	8,566.64	8,635.84

89/05/10	8,693.87	8,749.62	8,559.87	8,559.87
89/05/11	8,427.34	8,440.78	8,281.68	8,349.91
89/05/12	8,472.82	8,603.87	8,454.72	8,560.44
89/05/15	8,639.94	8,639.94	8,461.27	8,465.02
89/05/16	8,534.18	8,733.46	8,496.44	8,727.82
89/05/17	8,885.24	9,131.86	8,885.24	9,085.74
89/05/18	9,040.33	9,135.13	9,002.03	9,087.21
89/05/19	9,034.41	9,146.59	9,030.57	9,119.77
89/05/20	9,093.14	9,167.78	8,700.19	8,820.35
89/05/22	8,903.32	8,967.36	8,800.37	8,807.57
89/05/23	8,811.44	8,820.73	8,634.73	8,671.01
89/05/24	8,496.06	8,623.12	8,470.56	8,500.41
89/05/25	8,609.80	8,643.66	8,418.50	8,438.10
89/05/26	8,397.01	8,578.32	8,386.37	8,559.46
89/05/29	8,593.62	8,701.61	8,571.35	8,588.25
89/05/30	8,668.70	8,764.42	8,641.43	8,764.42
89/05/31	8,951.11	8,969.65	8,879.43	8,939.52

表 7 第三次宣示護盤時 5 月加權指數表

以上開數據繪製折線圖如下表：

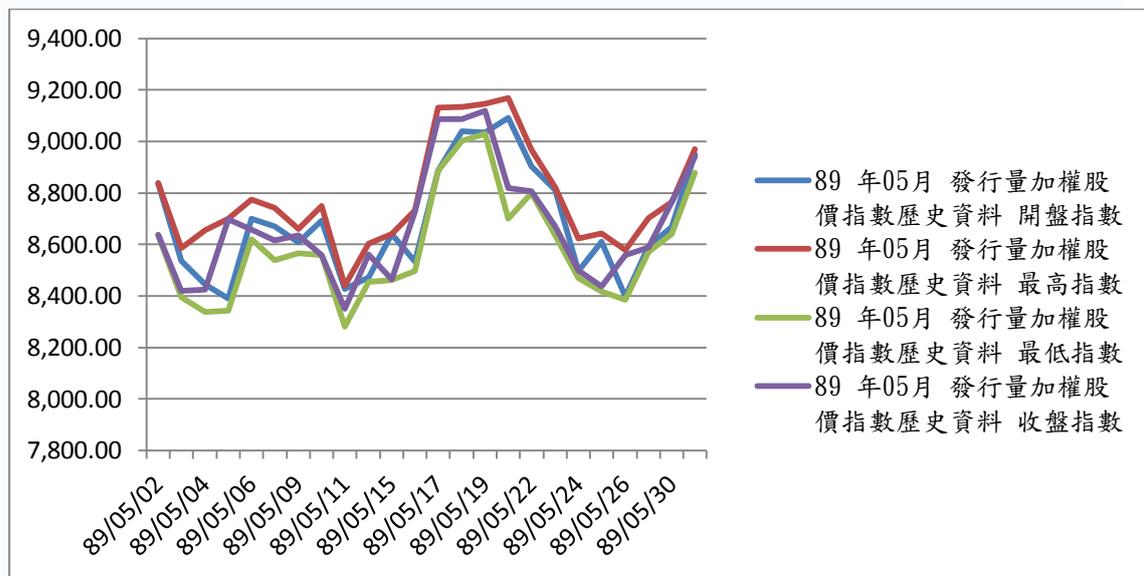


圖 4 第三次護盤期間加權指數變化圖

由上圖可知，國安基金於5月25日召開緊急會議，中共軍事演習已然進行十日，但國安基金於25日宣示之後，大盤指數即由八千四百點附近之關卡拉抬至九千點附近的水準，此因國安基金之宣示對市場投資人信心產生明顯作用致生之結果。

(三) 第四次護盤

此次護盤時間較長，依資料顯示從民國89年9月26日起至11月16日為止，投入金額亦為史上最高之一千二百餘億元，以下維護盤期間加權指數之數據資料：

89年09、10、11月 發行量加權股價指數歷史資料				
日期	開盤指數	最高指數	最低指數	收盤指數
89/09/01	7,659.82	7,660.90	7,381.01	7,420.06
89/09/02	7,442.37	7,713.03	7,442.37	7,707.59
89/09/04	7,758.54	7,814.49	7,694.71	7,803.02
89/09/05	7,829.34	7,829.34	7,723.14	7,785.62
89/09/06	7,725.01	7,758.45	7,605.32	7,610.78
89/09/07	7,467.94	7,520.17	7,418.52	7,430.93
89/09/08	7,457.86	7,494.67	7,360.50	7,367.99
89/09/11	7,297.78	7,379.85	7,295.88	7,335.20
89/09/13	7,279.36	7,407.78	7,153.23	7,391.66
89/09/14	7,348.81	7,367.27	7,149.48	7,152.29
89/09/15	7,160.01	7,364.46	7,120.31	7,155.45
89/09/16	7,096.49	7,129.02	7,003.60	7,053.29
89/09/18	6,990.48	7,026.27	6,902.54	6,910.14
89/09/19	6,811.72	6,950.04	6,712.20	6,734.90
89/09/20	6,843.95	6,910.91	6,720.34	6,880.09
89/09/21	6,818.96	6,946.84	6,774.47	6,920.90
89/09/22	6,737.54	6,780.27	6,600.10	6,612.09
89/09/25	6,618.16	6,726.75	6,550.21	6,677.46
89/09/26	6,647.94	6,780.68	6,491.34	6,749.03
89/09/27	6,706.45	6,840.38	6,668.07	6,717.04
89/09/28	6,744.79	6,799.62	6,564.87	6,564.87

89/09/29	6,571.62	6,589.82	6,427.12	6,432.36
89/09/30	6,228.86	6,292.55	6,155.65	6,185.14
89/10/02	6,165.64	6,248.12	6,014.87	6,024.07
89/10/03	5,943.79	6,214.53	5,907.04	6,143.44
89/10/04	5,989.45	5,997.92	5,946.95	5,997.92
89/10/05	5,932.79	6,047.78	5,904.98	6,029.65
89/10/06	6,037.54	6,367.39	6,037.54	6,353.67
89/10/07	6,385.39	6,425.69	6,289.52	6,352.03
89/10/09	6,336.30	6,338.52	6,203.47	6,209.42
89/10/11	6,070.43	6,070.43	6,013.53	6,040.55
89/10/12	5,850.26	5,981.67	5,763.81	5,805.01
89/10/13	5,577.86	5,876.11	5,482.98	5,876.11
89/10/16	6,060.44	6,161.16	5,602.72	5,630.95
89/10/17	5,512.00	5,742.68	5,512.00	5,702.36
89/10/18	5,606.53	5,626.74	5,427.46	5,432.23
89/10/19	5,261.94	5,284.34	5,074.44	5,081.28
89/10/20	5,241.57	5,407.06	5,241.57	5,404.78
89/10/21	5,528.36	5,599.74	5,506.49	5,599.74
89/10/23	5,644.73	5,718.17	5,539.97	5,680.95
89/10/24	5,701.15	5,933.42	5,645.05	5,918.63
89/10/25	5,914.37	6,035.17	5,898.97	6,023.78
89/10/26	5,937.22	6,011.05	5,909.35	5,941.85
89/10/27	5,991.83	6,003.38	5,805.17	5,805.17
89/10/30	5,644.26	5,666.96	5,615.90	5,659.08
89/10/31	5,530.80	5,626.03	5,502.67	5,544.18
89/11/01	5,552.30	5,570.58	5,400.26	5,425.02
89/11/02	5,385.54	5,630.01	5,381.42	5,626.08
89/11/03	5,723.35	5,813.44	5,663.74	5,796.08
89/11/04	5,858.11	5,875.08	5,673.00	5,677.30
89/11/06	5,679.09	5,708.77	5,609.14	5,657.48
89/11/07	5,721.88	5,877.77	5,720.89	5,877.77
89/11/08	5,926.40	6,164.62	5,889.01	6,067.94
89/11/09	6,025.16	6,089.55	5,926.64	6,089.55

89/11/10	6,039.19	6,126.09	6,018.45	6,088.74
89/11/13	5,878.64	5,878.64	5,748.43	5,793.52
89/11/14	5,747.00	5,855.28	5,721.69	5,772.51
89/11/15	5,896.64	5,942.06	5,696.01	5,737.02
89/11/16	5,554.00	5,581.93	5,436.85	5,454.13
89/11/17	5,264.93	5,367.65	5,168.97	5,351.36
89/11/18	5,255.66	5,354.94	5,134.31	5,167.35
89/11/20	4,994.73	5,036.62	4,841.67	4,845.21
89/11/21	4,770.78	5,103.00	4,760.68	5,103.00
89/11/22	5,128.98	5,293.89	5,113.22	5,130.61
89/11/23	5,057.30	5,148.30	5,032.20	5,146.92
89/11/24	5,218.18	5,423.43	5,218.18	5,419.99
89/11/27	5,510.80	5,526.13	5,384.04	5,433.78
89/11/28	5,388.68	5,411.00	5,337.42	5,362.26
89/11/29	5,275.38	5,386.36	5,266.14	5,319.46
89/11/30	5,323.70	5,372.01	5,223.31	5,256.93

表 8 第四次護盤時期 9、10、11 月加權指數表

以上開數據繪製折線圖如下表：

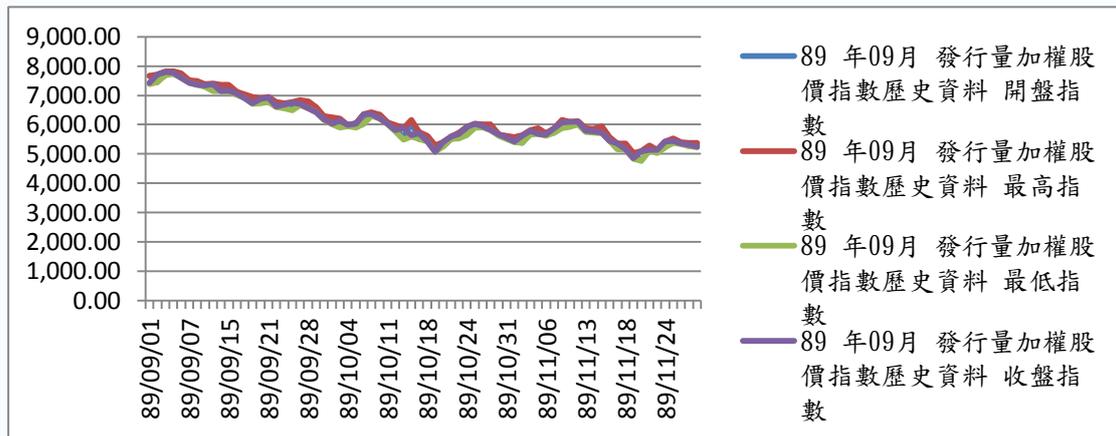


圖 5 第四次護盤期間加權指數變化圖

由上開折線圖可知，國安基金授權進場當天為加權指數為六千六百點，於核四停建紛爭期間，股市震盪達一千五百點，授權期滿後退場時，加權指數為五千四百點，線圖亦呈現一路下滑之局勢，可知並未達到護盤之效果。

(四) 第五次護盤

此次護盤係因應金融海嘯帶來全球性股災啟動，當時台股與全球股市均面臨長期下挫的局勢。此次護盤期間為 97 年 9 月 18 日至 12 月 17 日止，為期三個月，與第四次護盤時間差不多，以下為護盤期間台股加權指數資料：

97 年 09、10、11、12 月 發行量加權股價指數歷史資料				
日期	開盤指數	最高指數	最低指數	收盤指數
97/09/01	6,967.22	6,967.22	6,801.22	6,813.09
97/09/02	6,802.96	6,811.57	6,675.09	6,699.82
97/09/03	6,706.87	6,748.52	6,552.10	6,584.93
97/09/04	6,534.67	6,603.10	6,384.14	6,412.63
97/09/05	6,227.07	6,347.47	6,211.35	6,307.28
97/09/08	6,560.73	6,668.45	6,548.36	6,658.69
97/09/09	6,598.61	6,598.61	6,407.75	6,424.77
97/09/10	6,396.28	6,497.72	6,396.28	6,458.01
97/09/11	6,438.49	6,438.49	6,249.52	6,251.95
97/09/12	6,338.61	6,354.68	6,171.35	6,310.68
97/09/15	6,198.30	6,202.14	6,020.70	6,052.45
97/09/16	5,748.17	5,851.90	5,724.52	5,756.59
97/09/17	5,953.88	6,027.29	5,747.30	5,800.87
97/09/18	5,558.05	5,681.83	5,530.19	5,641.95
97/09/19	5,910.76	5,982.64	5,858.19	5,970.38
97/09/22	6,156.86	6,156.86	6,032.16	6,110.60
97/09/23	6,016.56	6,182.21	6,011.71	6,182.21
97/09/24	6,136.98	6,198.48	6,100.33	6,132.60
97/09/25	6,056.70	6,164.59	6,028.77	6,060.83
97/09/26	6,095.14	6,095.14	5,881.58	5,929.63
97/09/30	5,534.72	5,719.28	5,534.72	5,719.28
97/10/01	5,854.00	5,854.00	5,727.72	5,764.01
97/10/02	5,764.48	5,840.09	5,672.39	5,703.72
97/10/03	5,611.51	5,747.73	5,558.35	5,742.23
97/10/06	5,566.56	5,590.52	5,505.70	5,505.70
97/10/07	5,352.90	5,539.31	5,352.08	5,524.66

97/10/08	5,374.27	5,411.72	5,206.40	5,206.40
97/10/09	5,183.43	5,295.05	5,130.71	5,130.71
97/10/13	4,996.06	5,025.73	4,971.36	5,020.44
97/10/14	5,321.25	5,321.25	5,277.30	5,291.56
97/10/15	5,225.05	5,246.26	5,178.68	5,246.26
97/10/16	5,069.07	5,085.97	5,069.07	5,075.97
97/10/17	4,993.79	5,024.43	4,924.73	4,960.40
97/10/20	4,845.31	4,931.84	4,805.68	4,931.84
97/10/21	4,988.85	5,045.45	4,890.32	4,942.72
97/10/22	4,843.71	4,955.61	4,839.17	4,862.59
97/10/23	4,706.13	4,730.51	4,706.13	4,730.51
97/10/24	4,599.13	4,603.56	4,579.62	4,579.62
97/10/27	4,301.33	4,391.95	4,301.33	4,366.87
97/10/28	4,160.53	4,425.90	4,110.09	4,399.97
97/10/29	4,622.55	4,622.55	4,395.61	4,406.52
97/10/30	4,448.51	4,684.11	4,448.51	4,683.64
97/10/31	4,707.75	4,911.80	4,659.67	4,870.66
97/11/03	4,925.74	5,010.57	4,836.51	4,995.06
97/11/04	4,991.25	5,015.12	4,876.00	4,992.63
97/11/05	5,077.01	5,095.98	4,965.40	4,978.26
97/11/06	4,699.09	4,741.14	4,688.11	4,694.12
97/11/07	4,468.08	4,777.23	4,468.08	4,742.33
97/11/10	4,711.61	4,772.32	4,657.47	4,740.27
97/11/11	4,652.63	4,706.18	4,593.86	4,638.57
97/11/12	4,587.20	4,673.33	4,545.86	4,615.57
97/11/13	4,425.25	4,438.82	4,374.64	4,437.83
97/11/14	4,537.43	4,541.35	4,422.75	4,452.70
97/11/17	4,362.53	4,475.93	4,362.53	4,439.80
97/11/18	4,366.34	4,376.28	4,265.05	4,305.18
97/11/19	4,266.00	4,320.85	4,226.49	4,284.09
97/11/20	4,120.51	4,191.37	4,089.93	4,089.93
97/11/21	3,962.69	4,194.71	3,955.43	4,171.10
97/11/24	4,158.76	4,172.49	4,081.66	4,160.54

97/11/25	4,280.43	4,323.94	4,220.97	4,266.49
97/11/26	4,265.65	4,315.08	4,244.05	4,271.80
97/11/27	4,348.49	4,472.07	4,348.49	4,453.75
97/11/28	4,444.37	4,476.33	4,419.03	4,460.49
97/12/01	4,436.12	4,567.76	4,418.24	4,518.43
97/12/02	4,310.50	4,356.98	4,292.08	4,356.98
97/12/03	4,346.05	4,379.25	4,289.13	4,307.26
97/12/04	4,347.66	4,347.66	4,209.91	4,254.96
97/12/05	4,213.07	4,261.32	4,190.02	4,225.07
97/12/08	4,278.61	4,424.09	4,278.61	4,418.33
97/12/09	4,479.14	4,524.38	4,456.44	4,472.66
97/12/10	4,470.73	4,658.87	4,470.73	4,658.87
97/12/11	4,665.04	4,694.40	4,617.17	4,655.57
97/12/12	4,600.97	4,654.75	4,401.05	4,481.27
97/12/15	4,604.50	4,676.46	4,588.14	4,613.72
97/12/16	4,570.52	4,616.89	4,532.41	4,616.89
97/12/17	4,706.23	4,725.06	4,628.22	4,648.02
97/12/18	4,674.36	4,694.81	4,625.69	4,694.81
97/12/19	4,661.69	4,723.70	4,622.49	4,694.52
97/12/22	4,735.17	4,750.96	4,535.54	4,535.54
97/12/23	4,517.05	4,523.13	4,359.55	4,405.86
97/12/24	4,330.42	4,439.13	4,325.46	4,423.09
97/12/25	4,430.10	4,434.43	4,385.78	4,413.45
97/12/26	4,398.53	4,466.75	4,396.26	4,425.08
97/12/29	4,429.35	4,429.35	4,381.49	4,416.16
97/12/30	4,463.30	4,602.21	4,463.30	4,589.04
97/12/31	4,627.98	4,627.98	4,537.52	4,591.22

表 9 第五次護盤時期 9、10、11、12 月加權指數表

以上開數據繪製折線圖如下表：

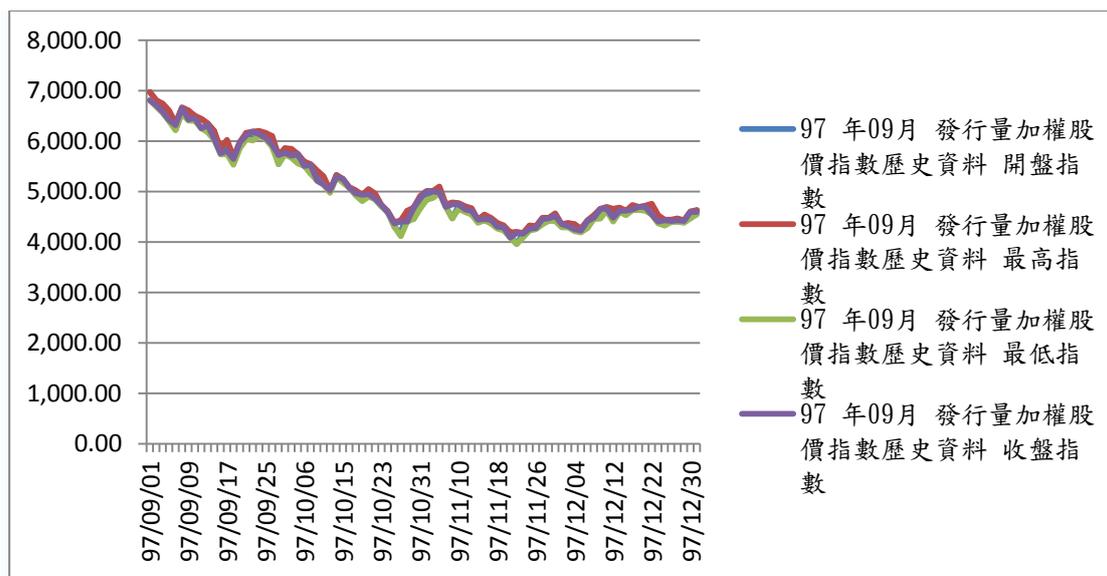


圖 6 第五次護盤期間加權指數變化圖

由上開線圖可知，在 9 月 18 日國安基金進場護盤後，大盤跌幅縮小，當日大盤加權指數為 5641.95。在該年 9 月份平均加權指數為 6203.77 點，10 月平均加權指數為 5043.05 點，11 月平均加權指數為 4509.53 點，12 月平均加權指數為 4496.38 點，也就是說，在國安基金進場護盤後，其跌勢趨緩，其後以 98 年整年度加權指數觀察，97 年 11 月確定為相對低點，由此可知此次的護盤對大盤指數產生拉抬作用。

三、就加權指數表現總結國安基金五次護盤表現：

1. 第一、二次國安基金加計護盤總金額為 540 億元，時間僅半個月，就將大盤加權指數由 8,500 點拉抬至萬點的水準，順利排除非經濟因素之衝擊。此次護盤完全係因政黨輪替及大選局勢未明之影響，並非全球經濟出現問題，因此國安基金動用後大盤指數出現回升，但觀察國安基金退場後，整個 4 月大盤指數又回測到未護盤前的 8,600 點，而國安基金在此役中被套牢在 9,800 點的高點。
2. 第三次護盤國安基金並未實際動用資金進場護盤，僅以宣示及召開緊急會議因應。但新聞發佈後，市場投資人信心恢復，市場逐漸回歸自然調節之機制，

股價在短期內雖有波動，就長期而論，國安基金雖未實際動用，但已達到護盤宣示的效果，完成穩定投資人信心的階段性任務。

3. 第四次護盤，其背景除國內因停建核四及否決美濃水庫興建案外，國外適逢以巴衝突導致國際油價上漲，引發原物料價格大漲，因此已達國安基金動用之標準。此波首先動用 300 億元，月內再加碼 900 餘億元，除進場股市外，也進軍期貨市場，合計本次護盤動用金額高達 1,200 餘億元，是歷次護盤金額史上最高者。但即便金額最高，大盤加權指數卻由 6,600 點跌到 5,100 點，該年指數上下震盪達 3,000 多點。尤其當時還傳出護盤失利的內線交易疑雲：國安基金在 11 月份努力護盤，卻在最後決戰關頭撤退，造成台股現貨和期貨市場兵敗如山倒，一瞬間被空頭賺走 5、6 億元，在期指到期之前，市場就競相走告，趕快進場放空期指，報酬率約為投入資金的 1.5%，果然不出市場所料，國安基金荒腔走板的演出，讓空頭主力在上週成功的「合法掏空國家資產」⁴⁸。
4. 第五次護盤行動，當時時空背景為因美國次貸危機爆發，伴隨連動債、接著席捲各國金融市場，引發金融海嘯。此次護盤，共動用逾 600 億資金，為史上次高，大盤指數在國安基金進場拉抬下，跌勢在三個月內護盤期間趨緩。而同一時期世界各國為挽救各自之金融市場，推出不少利多措施，如美國即把海嘯源頭房地美與房利美由政府出面接管，並頒佈 7,000 億美金的救市計畫，終使金融秩序回穩，而國安基金也旋即於次年陸續出清手中持股，獲利達 337 億元，是國安基金五次護盤首次獲利。

四、五次國安基金運用時機檢探討

按現行國家金融安定基金設置及管理條例第八條明確規範了國安基金進場的條件。基金管理委員會也訂定「國家金融安定基金動用作業要點」，針對所謂三大進場條件「國內外重大事件」、「國際資金大幅移動」、及「資本市場及其他

⁴⁸陳鴻富，《短短 2 分鐘，國安基金賠掉 6 億》，商業時代週刊，民國 89 年，頁 22

金融市場有失序或損及國家安定之虞」作以下定義：

(一)所稱國內、外重大事件，係指下列情事之一：

1. 國家面臨重大軍事或政治威脅
2. 外國對華政策有重大不利改變
3. 國家發生巨大天然災害
4. 國家發生重大公安或其他意外事件
5. 國內金融市場面臨國際投機客之威脅
6. 股票市場發生重大違約事件，或個別證券服務事業發生問題，致使證券市場發生連鎖效應
7. 因個別企業或金融機構問題，致使國內金融市場發生連鎖性財務危機
8. 國外金融市場發生重大事件
9. 其他經基金管理委員會認定之情事

(二)所稱國際資金大幅移動，係指下列事項之一：

1. 外資有大幅流出現象
2. 外資大量進出，有干擾本國金融市場安定之意圖時
3. 其他經基金管理委員會認定之情事

(三)所稱資本市場及其他金融市場有失序或損及國家安定之虞，係指資本市場及金融市場有下列情況之一時：

1. 資本市場及其他金融市場成交量急遽萎縮，致使市場變現困難，有流動性不足之虞時
2. 發生證券投資開放型基金受益憑證投資人贖回風潮
3. 其他經基金管理委員會認定有損及金融市場穩定或國家安定之虞情事者

資本市場的秩序攸關經濟發展，且是生產與資金來源的基礎。台灣的證券市場雖近年來外資比重逐漸增加，但散戶仍佔多數，其投資行為易受非經濟因素影響而使大盤加權指數產生劇烈波動。一旦發生劇烈波動，易使股票市場出現流通

性變現困難等問題，此時就需要外力介入使之恢復市場自然機制。在其他經濟發展成熟的國家，有的是以法人來適度調節，但在台灣則是以具有主權基金性質的國安基金進場干預。因此，介入時機必須嚴謹慎重。

再者，一般在正常情況下，期貨價格會高於現貨價格，其中的價差約略等於利息，如果價差背離這個原則，投資人便可以藉著放空期貨並買進現貨，或買進現貨放空期貨，進行套利。國安基金在護盤期間大買台股期貨，但是國安基金所拉抬的股價並不能獲得所有投資人的認同，導致台股期貨價格遠高於現貨價格。這種不正常的價差自然會吸引投資人放空期貨、買進現貨來套利，如預到期貨結算日，投資人賣出現貨部位，其實只是套利操作的一部份，而期貨與現貨之間的價差，及期貨未平倉的部位，都是公開資訊，在國安基金護盤期間反而易於投資人以期貨現貨價差套利，以此觀之，國安基金大肆宣示進場，似乎有違市場自由機制。

以下，就依「國家金融安定基金動用作業要點」，將五次護盤條件加以分類說明。國安基金第一、二次進場護盤是因政治動盪引發投資人信心不足，屬「國內外重大事件」中之第一項「國家面臨重大軍事或政治威脅」，第三次進場宣示係因中共軍事演習，也屬於上開第一項「國家面臨重大軍事或政治威脅」的範疇。而第四次護盤，則是因核四停建等國內自發性非經濟因素影響，故屬於「國內外重大事件」中的第九項「其他經基金管理委員會認定之情事」。第五次護盤是因國際金融發生危機，因此屬於「國內外重大事件」的第八項「國外金融市場發生重大事件」。

然在國安基金成立十一年來，除上開五次因發生國內外重大事件外，亦有民國90年9月11日美國發生911事件、以及民國92年4月爆發的SARS疫情事件。上開兩事件中，911恐怖攻擊造成股市非理性崩盤，大盤加權指數從90年9月11日當日的4176.93點跌到9月25日的3493.78點，其跌幅比第一及第二次護盤時為高，按法條規定911事件應符合進場背景條件，但國安基金卻未進場護盤。

而 SARS 期間，波段最低點是 92 年 4 月 28 日的 4139.5 點，在整個 4、5 月期間台股都相當低迷，按該事件亦符合進場背景條件，但國安基金亦未進場護盤。

綜上所述可知，國安基金之進場時機並無一定之準繩，然第四次護盤後，距離近十年後，國安基金才又開始進行護盤，詹傑仲認為，在第四次護盤，也就是因停建核四事件中，國安基金既沒有拉抬股價指數，也沒有降低股市波動性，顯示該事件影響了股市基本面，不是國安基金該進場的時機。所以國安基金自從 89 年四次進場護盤之後，管理委員會的態度轉趨保守，截至 95 年 6 月為止，都不曾再度授權國安基金進場護盤。即便是在 90 年美國遭受恐怖攻擊，以及 91 年的 SARS 事件，兩次都讓台北股市出現大跌的情況，管理委員會還是沒有授權國安基金進場護盤⁴⁹。

⁴⁹ 詹傑仲，《國家金融安定基金的價值及其對市場的影響—界限選擇權的應用》，國立中山大學財管所博士論文，民國 95

第三節 其他國家類似機制簡介

在崇尚自由開放市場的歐美國家，政府利用特定基金干預股的狀況並不常見，最多也僅止於發佈攸關股市的政策消息試圖影響股市，至於成立股市安定基金等措施則未有所聞。然而在亞洲國家則不乏政府介入股市的實例。諸如韓國、日本等國家皆曾成立類似的股市安定基金，以穩定其時低迷不振的股市。民國 87 年 8 月間，香港政府為了保衛港幣與美元之間的匯率，化解港股探底危機，並制止國際投機客的操控活動，避免成為其狙擊目標，於是進場大買了一千多億港幣的股票，將港股固守在七千點大關之上。

除亞洲外，部分拉丁美洲的新興國家，由於經濟成長迅速，吸引了全球投資人的目光，然而，一旦投資環境有變，外資大舉撤資的結果，對於當地資本市場的衝擊，乃至於經濟體制的崩壞及人民生活的平穩安定皆造成了負面的影響，因而迫切需要美國籍國際貨幣基金（IMF）的援助。

綜上所述，茲將其他國家類似股市穩定基金簡介如下^{50、51}：

一、韓國的股市安定基金

韓國股市於 1990 年下跌 23%，韓國政府於是在該年 5 月成立股市安定基金（Korean Stock Market Sabilization fund），該基金規模達四兆餘韓圓（約當 59.2 億美元），相當於當時韓國股市全年成交值的 4%，資金來源主要是銀行、保險公司和上市公司。另外，同年 9 月，韓國政府再度成立保證股價基金（Guaranteed Stock Fund），規模為 2.6 兆韓圓（約當 38.5 億美元），約佔期初市值的 3%，資金主要來源為投資信託公司。在上述二基金進場後，配合提振總體經濟景氣的方案和金融寬鬆措施，使得韓國股市回升到大跌前的水準。股市漸

⁵⁰ 戴婉儀：《政府利用銀行團及特定基金干預股市的效果》，國立中正大學財務金融研究所碩士論文，民國 86 年，頁 19-20

⁵¹ 周志雄：《國家金融安定基金制度之研究—以法制面為中心》，國立台灣大學國家發展研究所碩士論文，民國 90 年 7 月，頁 87-91

趨穩定之後，基金即自 1993 年底開始出售持股，並以不損及市場穩定性為原則，陸續於股市過熱時繼續出清持股。

二、日本的股市安定基金

日本成立股市安定基金的想法，最早開始於二次大戰期間，當時日本政府為了防止戰爭對股市造成重大影響，於 1941 年設立了日本協同證券公司來從事股票價格的穩定作業。戰後，為了避免股價激烈變動對復興期間的經濟造成不良影響，日本銀行在 1950 年促請銀行及壽險公司適度的買入股票，並在 1951 年開放設立證券投資信託基金，進行股市安定操作。惟較大規模的股市安定基金操作，則肇始於 1960 年代中期。

1963 年 7 月 18 日由於美國甘迺迪總統提議，加重對於加拿大以外之先進國家在美國國內募集資金之稅額，導致日本股市的崩盤以及投資信託基金的大量解約，再加上經濟不景氣，終使大和、山一及野村等三家證券公司爆發倒閉危機，造成日經指數重挫。於是在 1964 年 1 月 20 日，日本政府成立了「共同證券基金」，以期挽救股市。共同證券基金是由十四家主要銀行及四大證券公司共同出資 1,900 億日圓進場買賣股票，以維持市場行情。然而由於日本共同證券基金之資金有限，且整體經濟情勢仍陷低迷，基本面並未改善，故其無法充分達到穩定股市的效果。

由於共同證券基金成效有限，日本證券業者即自發性成立了「證券持有組合基金」。該基金採會員制，操作金額達 2,327 億日圓，向銀行融通資金，以攔置、保管投信及證券自營商的多餘股票，發揮暫存股票功能。之後，配合政府於 1965 年採取多項景氣振興方案，日本景氣逐漸復甦，股市亦隨之回穩。

上述共同證券基金雖然於穩定股市方面成效有限，但該基金自 1964 年成立至 1971 年解散，累積操作獲利 700 億日圓，獲利率高達 70%。而證券持有組合基金於 1966 年 3 月 9 日開始出售股票，至 1969 年 1 月 6 日任務圓滿達成並解散，四年間累積獲利 500 億日圓，獲利率達 25%。

1995 年上半年，日經指數由 19,000 點附近跌至 14,000 點附近，日本政府再度適時成立了主要資金來自於銀行業的「股市安定基金」。由於此一基金之適時成立，再加上日本政府提出一連串提振景氣措施，使日經指數逐步回升到 20,000 點以上。

三、香港金融危機之處理

1998 年 8 月，香港的金融市場成為國際對沖基金精心策劃的狙擊行動對象，國際炒家以跨市操控的手段，同時在股市、匯市及期貨市場一併大量放空，使得香港恆生指數由 1997 年 8 月 7 日的 16673.27 點，急速崩跌到 1998 年 8 月 13 日的 6660.42 點，跌幅之大，使香港金融出現危機。

為了保障聯繫匯率制度的健全性，制止市場操控活動，讓金融市場能夠正常運作，避免市場過度調整導致整個金融體系瀕臨崩潰，香港政府決定動用存放於外匯基金約 300 億美元的財政儲備金(過去香港特區政府出售公有地的所得收入以及歷年的財政累積盈餘)，於 8 月 14 日起在匯市、股市及期貨市場全面迎戰炒家。香港政府一方面在匯市賣出美元，另一方面將此筆款項投入股市，大量買入匯豐銀行等幾家重要個股的股票，以拉抬恆生指數。

多方與空方纏鬥半個月，至 8 月底港府獲得慘勝。但此波攻防戰中，港府已耗去一千多億港幣以上的資金買進股票，使恆生指數在 8 月底得以維持在 7845.48 點，但仍無法有效迫使國際投機客離場，很多炒客將期貨契約滾到 9 月準備繼續對抗，一場持久戰似乎隱然成形。最後，港府行使行政權，規定某些股票不能賣空，迫使賣空炒客必須在兩日內回補，同時提高期貨交易保證金 50%，以增加炒家操作成本。此外，為穩定民眾對聯繫匯率的信心，港府並自 9 月 7 日起實施包括對有執照銀行以固定匯率買賣外匯等七項措施。直到 9 月底，美國最大的避險基金長期資本管理公司(LTCM)⁵² 因投資新興市場失利爆發財務危機，

⁵² 《美國 FED 主導的 LTCM 紓困案所引爆的避險基金問題》，產業經濟雜誌，民國 87 年 12 月，頁 136-142

其他避險基金也相繼傳出不穩消息，炒家受此影響不得不相繼撤離，投資人信心恢復，香港金融市場才得以逐漸恢復穩定。10月初，美國長期資本管理公司破產危機效應擴大，投資人對美國金融市場信心動搖；兼以避險基金為彌補投資虧損出售美元資產，美元在全球外匯市場狂貶，香港聯繫匯率解圍，香港股市更是大幅反彈，特別是日圓大幅回升，帶動東亞各國股匯市雙雙回升，東亞金融風暴暫時平息，不但使香港特區政府成了大贏家，也使得國際炒家陷入空前窘境。

此次香港金融市場保衛戰，港府除了達成穩定金融市場目的之外，也獲得將近 800 多億港幣的豐厚利潤。港府共動用近 1,200 億港幣購入 33 檔績優股，成為許多企業的大股東，並將這個龐大的股票組合交由一家獨立於金融管理局以外的公司（外匯基金投資公司，EFIL）負責管理，以確保港府持有的股票、和其作為金融監管機構的日常運作之間不會產生利益衝突。再者，為了在不影響股票市場自由運作情況下，有秩序的出售官方持股，港府接受高盛等國際證券商的建議，採取以成立單位信託基金的方式出售這些持股，並且將信託資金在香港聯合交易所掛牌交易，供各方認購。這種事後處理方式雖然費時較久，但因考量妥善，尊重專業，並且在資訊公開的情況下進行持股之出售，可以降低市場的不安與流動，有助於穩定股市的正常運作。

四、美國與 IMF 援助墨西哥金融危機

1988 年接任墨西哥總統的薩林納斯，在期執政的六年期間，以穩定的匯率和經濟成長為號召，吸引全球資金至墨西哥投資，尤其以北美自由貿易協定簽訂後，墨西哥更成為新興市場中的明星。在開放的經濟政策下，進口激增，外匯存底從 1994 年 2 月的 290 億美元驟減至同年 12 月的 70 億美元，經常帳赤字則高達 280 億美元，經常帳赤字無法改善，是多數人認為這波墨國金融危機的真正禍首。發生於 1994 年至 95 年的「披索危機」⁵³，直接原因是 1994 年 12 月 24 日，墨西哥政府突然宣布讓新披索兌美元之匯價貶值 13%，波動幅度再回復至原先的

⁵³ 參見立法院預算中心：《國家安定基金設置及管理條例草案評估報告》，民國 88 年 10 月，頁 17-19

限制，結果當天新披索兌美元匯價即重挫 12.8%。墨國政府原希望藉此讓數個月以來幣值高估的披索匯價一舉合理化，以杜絕匯市投機交易並期增加出口競爭力。然而眼看無法阻止新披索持續下跌，墨國政府於同月 22 日又宣布在未來 60 天允許新披索兌美元匯價自由浮動，投資人因為墨西哥匯率政策朝令夕改，而嚴重喪失信心，新披索的跌勢欲發加重。

1995 年 1 月墨西哥的披索危機持續未止，與東南亞金融風暴一樣，造成全球資本市場的大恐慌，墨西哥政府於是向美國及 IMF 求助，但是當時擁有國會多數席次的共和黨並不同意美國總統柯林頓的紓困計畫。由於墨西哥已然耗盡美元儲備，如果援款不能及時匯進市場，就得實施外匯管制，終止兌換披索。在情勢緊急萬分之下，柯林頓別無選擇，只好動用總統緊急預備金對墨西哥提供貸款援助；同一時間，IMF 主席更是面臨了一生中最為困難的抉擇，最後他以個人名義批准發放 177 億美元給墨西哥。

這一場披索戰役總共耗費將近五百億美元，由於這些款項全都是納稅人的辛苦錢，來自各方的批評聲浪不斷，IMF 主席承認，投機客的確從救援行動中獲得極大的好處，但是如世界掌握在這些人手中，IMF 一定會不計代價的採取行動，否則全球災難真的會發生。

從 IMF 與美國聯手拯救墨西哥的金融風暴觀察，當時的紓困行動確實墨西哥免於遭受政經環境長期動盪不安的戕害，不僅使其經濟得以快速邁向復甦，同時也使人民的痛苦降至最低。

五、中國大陸社保基金投入股市情形

社會保障基金，簡稱社保基金，俗稱老百姓的養命錢，它是基金的一種。中國大陸的社保基金開始出現於 80 年代末，而在 2002 年已經形成數仟億人民幣。截至 2009 年 12 月 31 日，全國社保基金會管理的基金資產總額為 7765 億元人民幣。

中國社保基金下分為三部份：

1. 社會保險基金：資金來自企業及個人繳費，名堂是養老保險、失業保險、醫療保險、工傷保險和生育保險。
2. 全國社會保障基金：資金來自中央財政撥款、國有股及股權、經國務院批准的其他集資及投資收益。
3. 補充保障基金：資金來自企業及個人繳費補充等。

2001年12月13日，中國財政部與勞動和社會保障部聯合頒布了《全國社會保障基金投資管理暫行辦法》，自公佈之日起施行，預示著全國社會保障基金的管理運營工作將全面啟動。也確立了社保基金投入中國股市法源基礎。《辦法》第二十八條規定，劃入社會保障基金的貨幣資產的投資，按成本計算，證券投資基金、股票投資的比例不得高於40%，此款從比例上限制了社會保障基金入市的規模。

中國社保基金雖未擔負穩定股市的任務，但自宣布社保基金逐年調高投資股市比例觀察，中國股市在社保基金投入後波動幅度較以往為小，同時中國社會保障基金理事會會長戴相龍曾表示，證券市場加強管理、宏觀調控；各種養老基金、社會保障基金的增加，投資於股票市場的資金也增加，對中國股市的穩定是有好處的。

第四章 國安基金執行成效分析

第一節 比較資產負債表

受限於法令規定，國安基金公布資料有限，前四次護盤僅公開之資料為該年各季資產負債表及損益表等基本會計報表，因此本研究針對前四次護盤，僅能從其資產負債表中之「國庫機關專戶存款」、「有價證券—股票」、「備抵有價證券損失」、「長期借款」、「應付利息」、「資產總額」等每季數字變動，製作折線圖以分析其執行成效。

一、國庫機關專戶存款

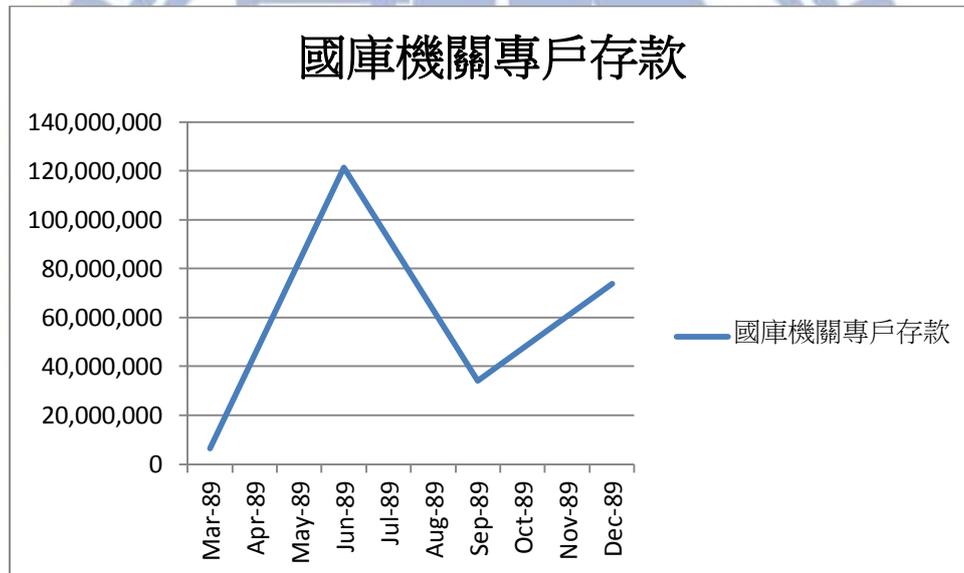


圖 7 國庫專戶走勢圖（本研究整理）

說明：國庫專戶存款於動護盤期間（3月、9月、10月、11月）大量減少，主

因為購買股票護盤，對照護盤時間點即可得證。

二、有價證券—股票

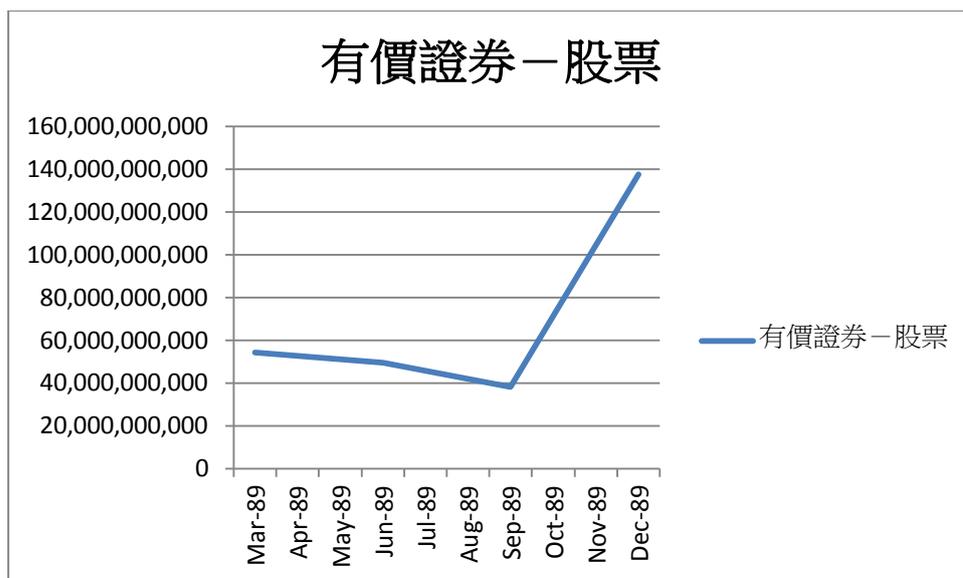


圖 8 有價證券—股票走勢圖（本研究整理）

說明：由上圖可觀察到該年護盤最高峰為自 9 月開始至 11 月護盤結束為止，值
此期間股票不斷增加，並未出脫持股，因此於該次國安基金遭套牢

三、備抵有價證券損失

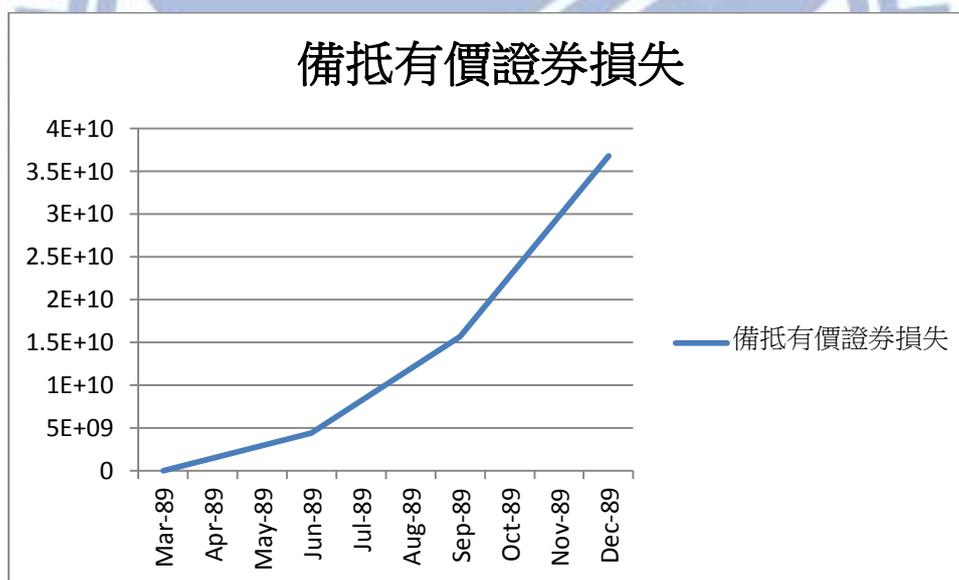


圖 9 備抵有價證券損失走勢圖

說明：備抵有價證券趨勢隨護盤金額增加而有上升，顯示其損失金額龐大，自不
殆言，即可驗證該年四次國安基金之虧損相當驚人。

四、長期借款

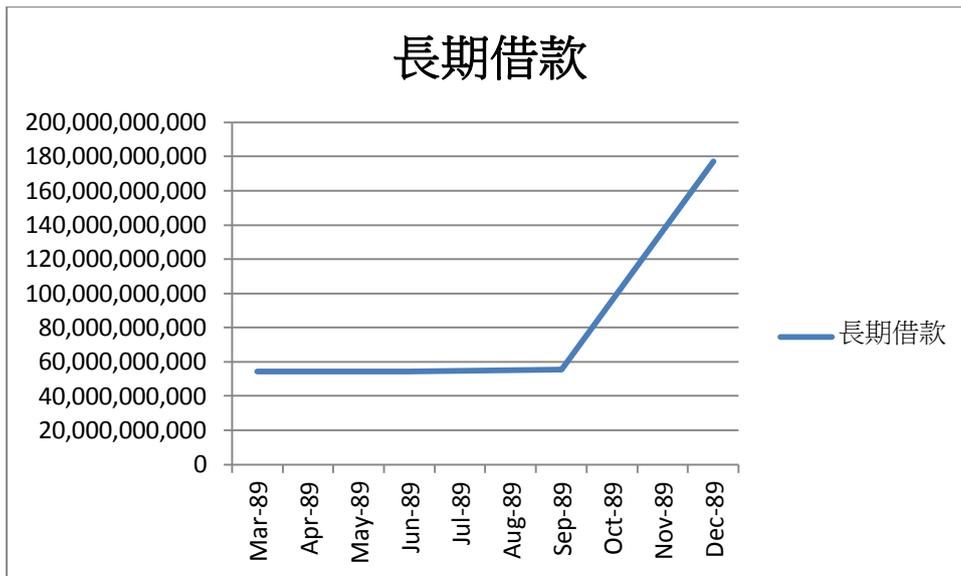


圖 10 長期借款走勢圖

說明：按國家金融安定基金設置及管理條例，國安基金資金來源多向四大基金，或以國營事業公司股票質押借款。3月時執行第一及第二次護盤借款542億，其餘時間內均無再借款，直到9月執行第四次護盤時，又借款1,216億，使國安基金該年總借款達1,700餘億，由上表可知國安基金資金來源多為借款，且金額龐大，非長久穩定之計。

五、應付利息

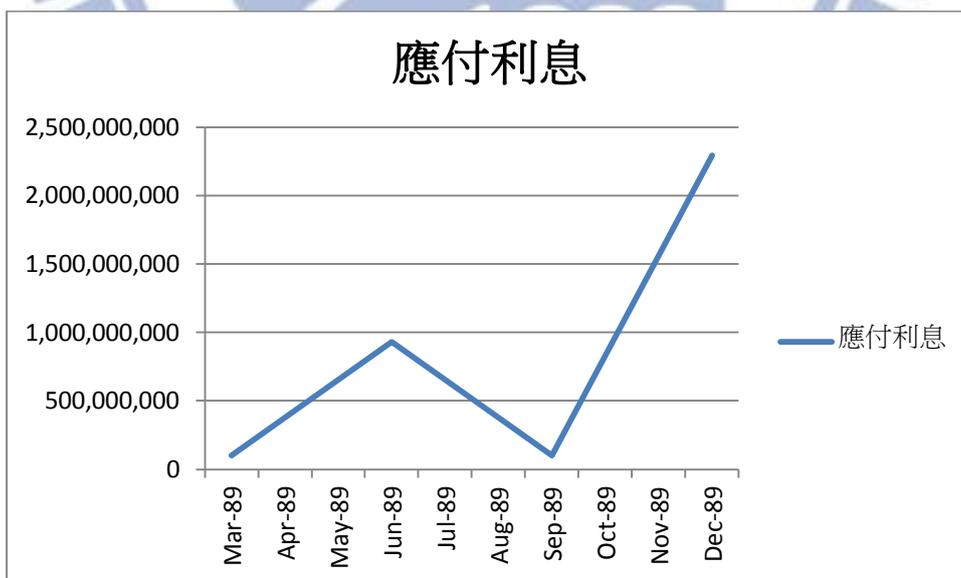


圖 11 應付利息走勢圖

說明：應付利息主要來自於借款需負擔之利息成本，上開圖表可知，3月第1、

2次護盤結束後，至九月第四次護盤前，應付利息遞減，但隨9月第4次護盤行動開始，預付利息又隨借款增加而上升。

六、資產總額

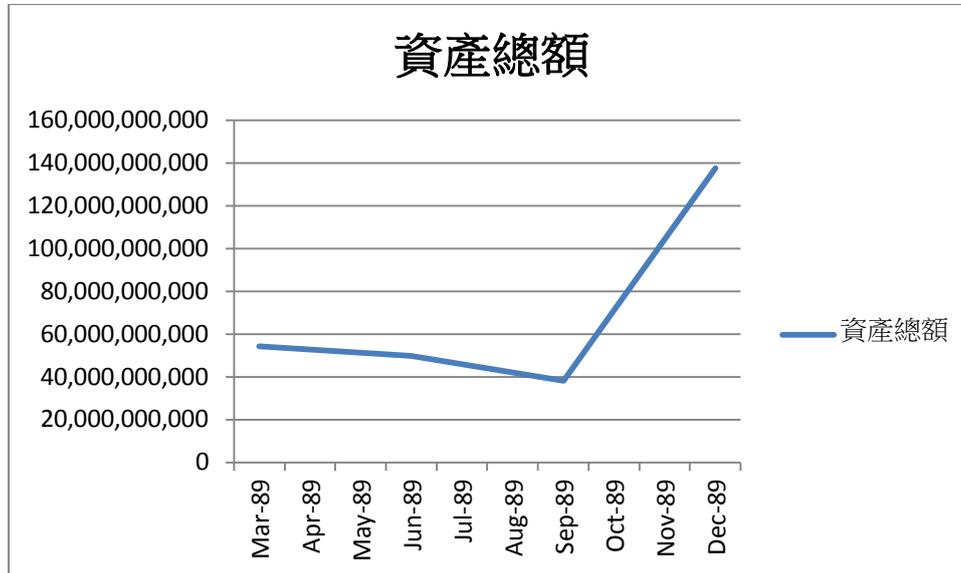


圖 12 資產總額走勢圖

說明：國安基金的資產來自於借款轉為專戶存款，以及買入有價證券，由上表可知，國安基金於第4次進場時因大舉借款購入股票，致使資產飆漲。

第二節 比較收支計算表

依現行國安基金慣例，收支計算表為現行主要報表之一，國內其他四大基金亦採收支計算表為依據，收支計算表為可表達在某一期間的收支情形之動態報表，即表達基金某一期間投資運用結果之報表。收入係表達國安基金公務人員投資運用產生之收益，支出則為投資運用發生之損失及費用。由於該報表屬於某一期間收支情形之動態報表，因而分析時需注意數字之內涵意義。

收支計算表內含「未實現有價證券投資損失」、「期貨合約損失」、「利息費用」等項目，茲將上開項目每季數字變動，製作折線圖以分析其執行成效。

一、未實現有價證券投資損失

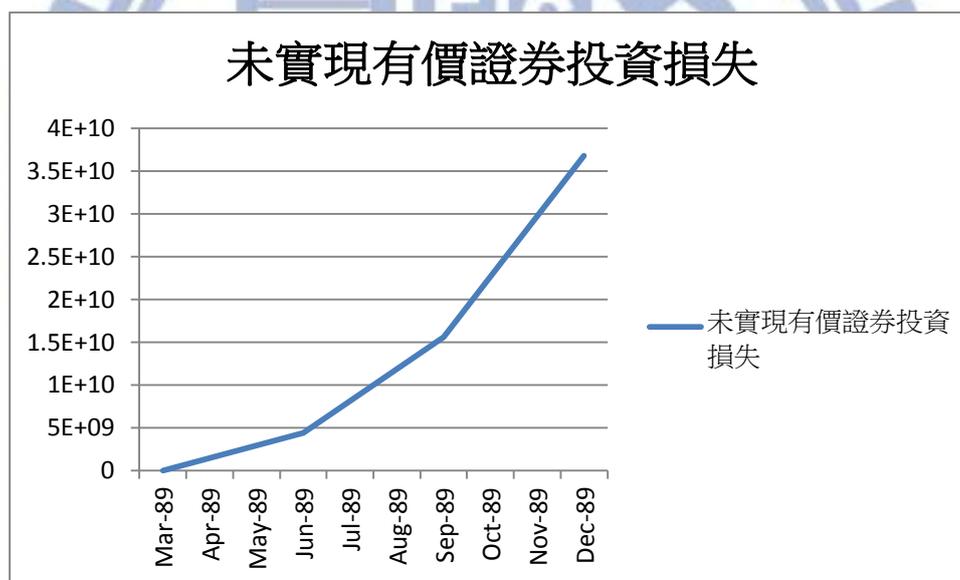


圖 13 未實現有價證券投資損失走勢圖

說明：從國安基金 3 月開始護盤，自該年第二季開始出現未實現有價證券投資損失，依資料顯示，其損失金額逐季遞增，至 89 年結束，未實現有價證券投資損失高達 367 億之多。由此觀之，國安基金於該年四次護盤虧損甚巨。

二、期貨合約損失

期貨合約損失未載於每季收支計算表內，而是列在該年度（民國 89 年）底一口氣認列 939,095,311 元之多的期貨合約損失。此損失金額其中有六億，

是國安基金最後護盤日 11 月 16 日，在棄守台北股市開盤價下，使得國安基金在期貨市場的台股指數部位，慘遭空頭慣壓而虧了約六億元，此數字也符合當時媒體報導「短短兩分鐘，國安基金賠掉 6 億」⁵⁴、以及「國安基金護盤，大搞假動作」⁵⁵等內容。

三、利息費用

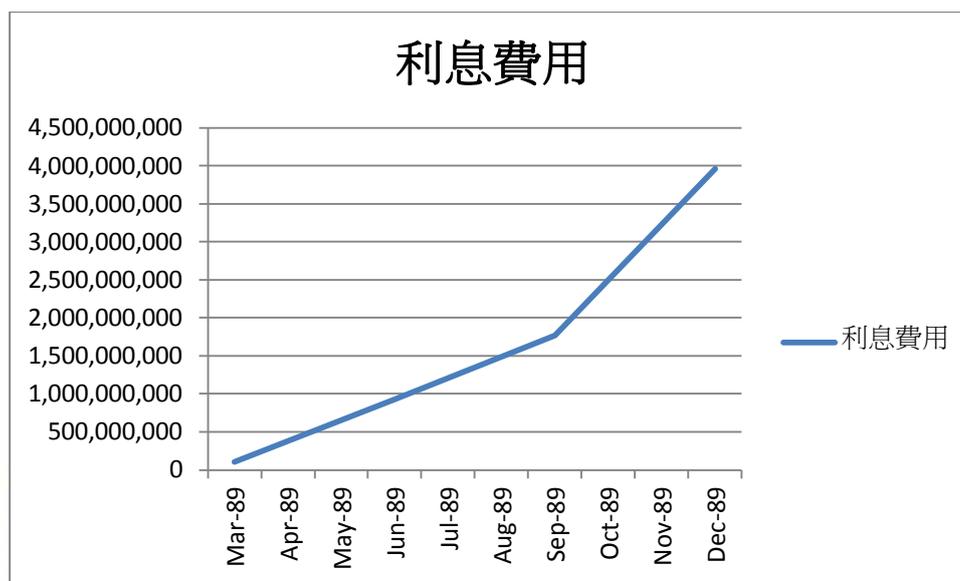


圖 14 表 4-2-2 利息費用走勢圖

說明：自 89 年底護盤期間，借款增加，以致於利息費用攀升，從 3 月的 1 億、6 月的 9 億、9 月的 17 億到年底最高點 39 億。

綜上四次護盤結果，於一年內啟動達四次之多，從大盤趨勢以觀，只見台股跌跌不休或大跌小漲之悲情。從該年國安基金初次進場（民國 89 年 3 月 16 日）至結束護盤任務的 11 月 16 日為止，大盤跌了三千餘點，跌幅高達 41%，準此，可見證券市場處處存在著不確定之風險，金額龐大動輒得咎之國安基金亦不免深陷股海無邊，不論從獲利面或從穩定股市的角度而言，都未達專業之水準，其績效不彰為人詬病，以致於至第五次發動相隔十年。

⁵⁴ 陳鴻富，《短短 2 分鐘，國安基金賠掉 6 億》，商業時代週刊，民國 89 年，頁 22

⁵⁵ 林亞偉：《為什麼穩定基金成效有限？》，商業週刊第 579 期，民國 87 年 12 月，頁 42

第三節 第五次護盤財務資料分析

國安基金第五次護盤期間為民國 97 年 9 月 18 日至民國 98 年 12 月 17 日，動用金額 599 億元。由於第四次護盤至第五次護盤期間，四大基金及國安基金屢傳弊案及負面新聞。在國安基金方面，商業時代週刊報導「護盤傳弊端，相關人員獲利 10 億」⁵⁶、「國安基金頻頻向銀行借錢」⁵⁷，甚至國安基金竟買進德利（下櫃）、太電（下市）、茂矽三檔個股，投資損失達 32 億餘元，相當驚人，而遭到監察院糾正⁵⁸。

至於四大基金，更是弊端叢生。立法委員羅淑蕾於民國 99 年 3 月 29 日於立法院質詢時指出，退撫基金光是「中環」就買了 12 萬張，虧損近 70 億元，「日月光」也買了 10 萬張，虧損 30 億元，2 檔就虧百億元，而且都在高點進場，質疑退撫基金為特定個股「護航」，並直指退撫基金的操盤手，到日月光基金會當董事長。羅明才則直接指明對象，為先前擔任日月光基金會董事長，現已離職數年的邱進益。根據羅淑蕾統計，在民國 97 年當年度，退撫、勞退、勞保、郵儲 4 大基金則分別虧損 340 億元、203 億元、344 億元、680 億元，合計虧損 1567 億元；去(98)年政府 4 大基金除了郵儲基金虧損 70 至 80 億元之外，98 年度退撫、勞退、勞保三基金依次有 762 億、432 億、1112 億元投資獲利，不過今(99)年 1 月 3 基金則轉盈為虧 300 億元⁵⁸。

從以上事件觀察，國安基金及四大基金不僅操作績效令人質疑，其投資組合亦有政治操作之痕跡，因此應立法委員強力要求，將全數第五次護盤之投資組

⁵⁶ 陳鴻富，《護盤傳弊端，相關人員獲利 10 億》，商業時代週刊，民國 89 年，頁 16

⁵⁷ 楊弘，《國安基金頻頻向銀行借錢》，商業時代週刊，民國 89 年，頁 34

⁵⁸ 監察院公報，2025 期，民國 94 年 1 月 2 日，頁 14—32

⁵⁹ 朱漢崙，《四大基金操盤 集中個股投資虧百億》，工商時報，民國 99 年 3 月 10 日

合、個股買進金額、個股結算盈虧均公布於財政部網站上，本研究方能對其內容做出整理分析。

一、操作績效⁶⁰：

1. 基金在 99 年 8 月 27 日完成釋股作業
2. 處分持股淨現金收入：919 億餘元
3. 已出售持股成本：599 億餘元
4. 處分利益：319 億餘元（收益率約 53.25）
5. 處分利益 319 億餘元，另加計獲配現金股利 24 億餘元與存款利息收入 0.9 億餘元，以及扣除融資利息費用 7 億餘元，與委託證券商進場及處分持股相關費用 0.2 億餘元，截至 99 年 9 月底止合計獲利約為 337 億餘元。

綜上，第五次護盤時間為民國 97 年 9 月 18 日至民國 98 年 12 月 17 日，約計三個月的時間，投入金額為史上次高，共約 599 億餘元。此次護盤期間因國際諸國皆針對金融海嘯祭出救市措施，故在全球經濟景氣緩慢復甦情況下，大盤加權指數為之提升，故在護盤後一年才開始釋股，似為能大幅獲利的主因。

二、國安基金已出清股票統計資料

此表為國安基金進場護盤五次以來，首次公布國安基金進場買股之投資組合，此 47 檔股票之選股類型包括水泥（2）、食品（1）、塑膠（3）、紡織（2）、化工（2）、橡膠（1）、半導體（7）、電腦周邊（6）、光電（3）、通信網路（4）、

⁶⁰ 國家金融安定基金管理委員會《國家金融安定基金 99 年度釋股相關說明》，民國 100 年 1 月

電子零組件 (3)、電子通路(1)、其他電子 (2)、航運 (1)、金融 (7)、油電燃氣 (1)、其他類 (1)，茲將各類股繪製派圖如下：

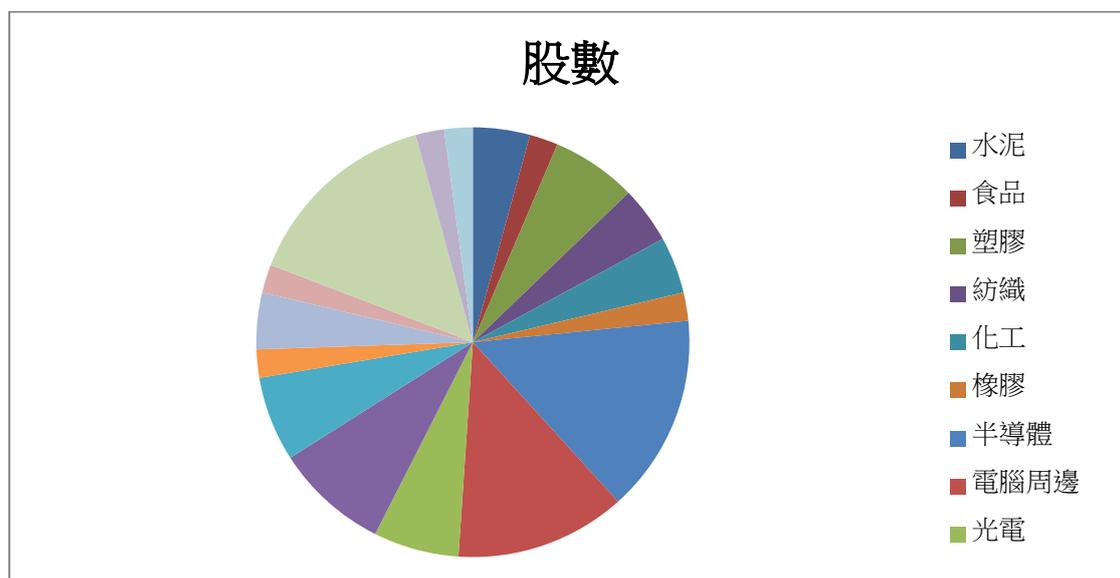


圖 15 第五次護盤類股分配圖

說明：

由上圖可知，護盤類股仍以電子類為居多，其次為金融類股，傳產類的水泥、橡膠、塑化亦為國安基金選股的重要標的，比較特別的是，在此名單中，並無營建類股、觀光類股、汽車類股，與當時台股成交偏好在電子、金融、傳產呈正向關係。

而此 47 檔股票之明細，國安基金管理委員會公佈如下：

項次	股票名稱	總成本	出售總金額	淨損益	所佔總淨損益比例
1	台泥	1,042,871,881	1,577,122,213	534,250,332	1.67%
2	亞泥	739,774,757	918,036,835	178,262,078	0.55%
3	統一	1,513,292,631	1,926,523,793	413,231,162	1.29%
4	台塑	3,960,611,391	5,725,558,297	1,764,946,906	5.53%
5	南亞	3,792,819,238	5,853,618,629	2,060,799,391	6.46%
6	台化	3,379,765,201	5,354,587,096	1,974,821,895	6.19%
7	遠東新	1,204,612,508	2,129,277,464	924,664,956	2.90%
8	福懋	85,491,879	113,553,866	28,061,987	0.088%

9	東聯	39,207,075	76,056,980	36,849,905	0.12%
10	長興	51,707,371	99,651,941	47,944,570	0.15%
11	台橡	173,264,120	274,885,975	101,621,855	0.32%
12	日月光	586,610,447	1,375,367,141	788,756,694	2.47%
13	矽品	2,455,859,570	3,167,992,512	712,132,942	2.23%
14	台積電	2,274,930,963	2,924,630,378	649,699,415	2.04%
15	超豐	112,522,036	199,364,147	86,842,111	0.28%
16	創見	44,297,711	93,962,091	49,664,380	0.156%
17	聯發科	1,385,379,929	2,228,972,808	843,592,879	2.64%
18	景碩	149,877,522	359,201,179	209,323,657	0.66%
19	光寶科	1,505,589,985	2,648,498,943	1,142,908,958	3.58%
20	神達	84,038,588	103,299,838	19,261,250	0.06%
21	仁寶	1,604,943,531	3,411,948,382	1,807,004,851	5.66%
22	宏碁	3,480,819,955	6,975,974,374	3,495,154,419	10.95%
23	華碩	2,184,803,251	2,256,504,579	71,701,328	0.225%
24	廣達	2,398,641,189	4,171,484,838	1,772,843,649	5.55%
25	億光	277,151,963	573,607,406	296,455,443	0.93%
26	友達	1,881,495,376	2,561,803,859	680,308,483	2.13%
27	群創	783,604,274	1,511,166,454	727,562,180	2.28%
28	友訊	213,618,605	387,813,466	174,194,861	0.55%
29	兆赫	162,806,241	324,691,696	161,885,455	0.51%
30	台灣大	1,629,347,395	2,012,512,942	383,165,547	1.2%
31	遠傳	1,876,447,091	1,932,889,716	56,442,625	0.18%
32	台達電	1,147,440,579	1,407,602,786	260,162,207	0.82%
33	正崴	280,623,844	432,335,998	151,712,154	0.48%
34	欣興	106,966,464	230,241,575	123,275,111	0.39%
35	聯強	2,225,583,105	5,078,731,531	2,853,148,426	8.94%
36	鴻海	2,595,140,825	4,225,055,827	1,629,915,002	5.11%
37	鴻準	1,159,950,778	2,144,552,739	984,601,961	3.08%
38	長榮	1,129,845,931	1,318,006,597	188,160,666	0.59%
39	彰銀	2,126,377,474	2,356,147,287	229,769,813	0.72%
40	華南金	743,443,570	847,567,157	104,123,587	0.33%
41	富邦金	99,445,511	184,246,437	84,800,926	0.27%
42	國泰金	251,695,036	279,513,921	27,818,885	0.087%
43	兆豐金	2,755,785,051	4,772,840,974	2,017,055,923	6.32%
44	第一金	16,158,208	21,841,377	5,683,169	0.017%
45	合庫	298,647,086	368,569,014	69,921,928	0.22%

46	台塑化	3,304,590,865	3,776,795,150	472,204,285	1.48%
47	寶成	681,527,710	1,207,777,132	526,249,422	1.65%
合計		59,999,425,711	91,922,385,340	31,922,959,629	

表 10 第五次護盤買進標的金額暨獲利總表（本研究整理）

說明：

由上表可得知，此次護盤重點在台塑四寶中的「台塑」、「南亞」、「台化」、「台塑化」，總金額為 144 億餘元，約佔總護盤金額 599 億餘元的 24%，最後此四檔獲利約佔總獲利的 20%。

其次在電子類股部分，護盤總金額最高者為宏碁，次為鴻海、矽品、廣達、台積電，此前五檔個股護盤金額為 264 億餘元，約佔護盤總金額的 44% 之多，而上開五檔電子股獲利約佔總獲利的 25.88%。

最後在金融股部分，由護盤總金額最高者為兆豐金，其次依序為彰銀，僅此兩檔金融股其護盤金額達二十億元以上，其餘受護盤之金融股均未突破十億元之關卡。

最後，以 47 檔個股之護盤金額與個別獲利作比較分析，得出以下結果：

項次	股票名稱	總成本	淨損益	獲利比
1	台泥	1,042,871,881	534,250,332	51.2288%
2	亞泥	739,774,757	178,262,078	24.0968%
3	統一	1,513,292,631	413,231,162	27.3068%
4	台塑	3,960,611,391	1,764,946,906	44.5625%
5	南亞	3,792,819,238	2,060,799,391	54.3342%
6	台化	3,379,765,201	1,974,821,895	58.4307%
7	遠東新	1,204,612,508	924,664,956	76.7604%
8	福懋	85,491,879	28,061,987	32.8242%
9	東聯	39,207,075	36,849,905	93.9879%
10	長興	51,707,371	47,944,570	92.7229%
11	台橡	173,264,120	101,621,855	58.6514%
12	日月光	586,610,447	788,756,694	134.46%
13	矽品	2,455,859,570	712,132,942	28.9973%
14	台積電	2,274,930,963	649,699,415	28.5591%
15	超豐	112,522,036	86,842,111	77.1779%
16	創見	44,297,711	49,664,380	112.115%
17	聯發科	1,385,379,929	843,592,879	60.8925%

18	景碩	149,877,522	209,323,657	139.663%
19	光寶科	1,505,589,985	1,142,908,958	75.911%
20	神達	84,038,588	19,261,250	22.9195%
21	仁寶	1,604,943,531	1,807,004,851	112.5899%
22	宏碁	3,480,819,955	3,495,154,419	100.4118%
23	華碩	2,184,803,251	71,701,328	32.818%
24	廣達	2,398,641,189	1,772,843,649	73.9103%
25	億光	277,151,963	296,455,443	106.9649%
26	友達	1,881,495,376	680,308,483	36.1579%
27	群創	783,604,274	727,562,180	92.8482%
28	友訊	213,618,605	174,194,861	81.5448%
29	兆赫	162,806,241	161,885,455	99.4344%
30	台灣大	1,629,347,395	383,165,547	23.5165%
31	遠傳	1,876,447,091	56,442,625	3.008%
32	台達電	1,147,440,579	260,162,207	22.6733%
33	正崴	280,623,844	151,712,154	54.0625%
34	欣興	106,966,464	123,275,111	115.2465%
35	聯強	2,225,583,105	2,853,148,426	128.1978%
36	鴻海	2,595,140,825	1,629,915,002	62.8064%
37	鴻準	1,159,950,778	984,601,961	84.8831%
38	長榮	1,129,845,931	188,160,666	16.6537%
39	彰銀	2,126,377,474	229,769,813	10.8057%
40	華南金	743,443,570	104,123,587	14.0056%
41	富邦金	99,445,511	84,800,926	85.2738%
42	國泰金	251,695,036	27,818,885	11.0526%
43	兆豐金	2,755,785,051	2,017,055,923	73.1935%
44	第一金	16,158,208	5,683,169	35.172%
45	合庫	298,647,086	69,921,928	23.4129%
46	台塑化	3,304,590,865	472,204,285	14.2893%
47	寶成	681,527,710	526,249,422	77.216%
		59,999,425,711	31,922,959,629	53.2054%

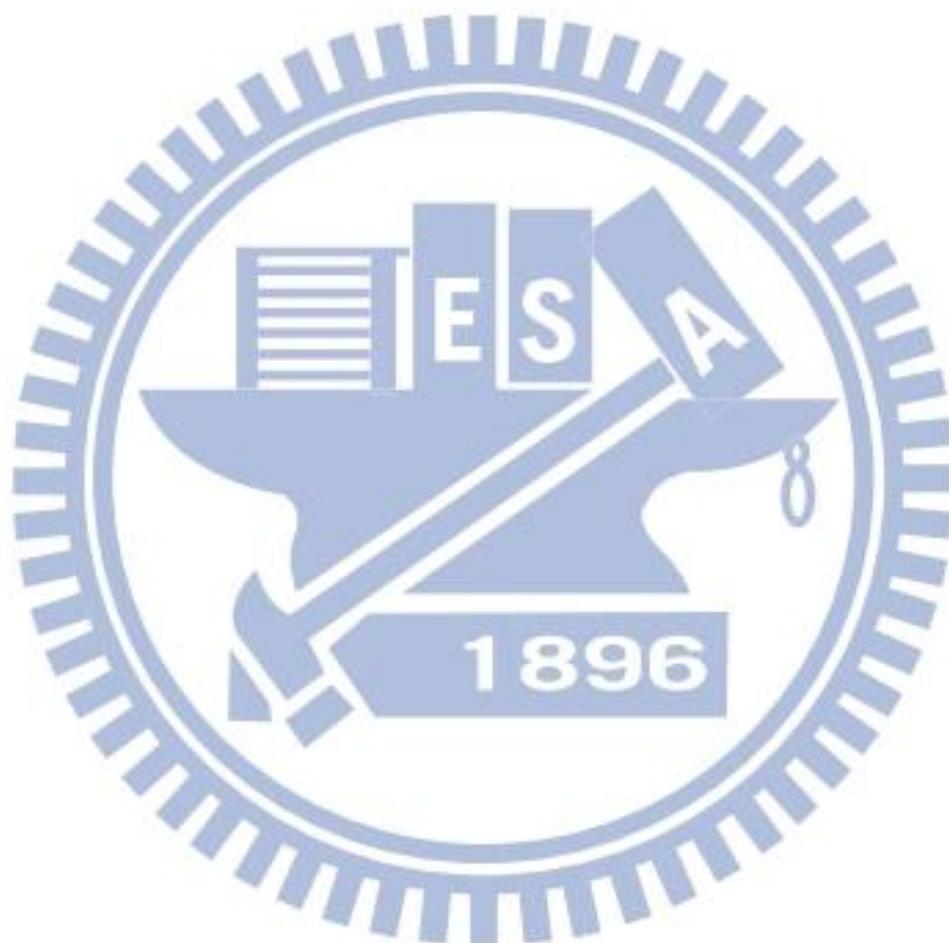
表 11 第五次護盤 47 個股獲利率（本研究整理）

說明：

由上表可知，多檔個股獲利率超過百分之一百，包含創見、仁寶、宏碁、日月光、景碩、億光、欣興、聯強，但均為電子類股，且與其投資金額並無呈現

正相關。獲利最差個股為遠傳，餘獲利在 10%-20%間的則多為非電子類股，以銀行類股居多。

有此結果係因台股價格波動性以電子股為最，且電子股股東以散戶居多。一旦大盤發生非經濟因素時，散戶易拋售持股自保，導致電子股價差較高，但相對而言股性較為活潑，易產生上下波動情況，故國安基金此次護盤電子股獲利最佳，實因電子股股價易大幅波動之故。



第五章 結論與建議

第一節 深度訪談

按國家金融安定基金設置及管理條例自民國 89 年實施以來，共計五次動用資金進場護盤，但其作業程序並未以法令為之規範，選股條件亦未有嚴格之規定，致使非權值股亦成為選股標的之一。然非權值股對大盤效果有限，以第五次護盤個股觀察，兆赫、友訊、東聯均非權值股，雖其獲利率甚高，但國安基金選股迄今仍未有一定之準則，一旦購進非權值股如又又績效不佳，虧損由全民買單，有失社會公平正義。

為瞭解國安基金操盤及相關弊端，及相關選股分析，本研究採深度訪談方式，訪問前勞退基金操盤人、調查國安基金及四大基金相關弊案前調查局調查員，針對國安基金護盤績效不佳及基金操作、操盤人員操守等問題進行深度訪談，以期瞭解國安基金問題並與上開數據、法令分析進全盤整合，以做出國安基金是否應存續、或另行成立以外匯存底為資金來源之主權基金之結論。

深度訪談具有可收彈性、控制情境、及補充資訊蒐集等優點，本研究將前四章數據分析整理及國外相關研究與文獻、其他國家類似經濟管制之作法列成訪問大綱，共計十個問題，訪談對象則是有實際操盤政府基金經驗之前中信局課長與調查國安基金白手套弊案之前調查員，以面談及電話訪問之方式進行深度訪談，茲將訪談大綱的問題詳列如下：

- (一) 針對外界質疑國安基金持股明細迄今才公布，過去均不公開其持股標的，您的看法如何？
- (二) 政府動用國安基金護盤時，是否對一般投資人有拉抬信心之作用？
- (三) 對於現行國安基金管理委員會成員是否適任，應否增加專家學者之名額？
- (四) 依照您過去的經驗，產生內線交易的可能性為何？
- (五) 現行法令規定國安基金一旦出現操作虧損，由國庫彌補之，您的看法是？

(六) 依您之見，由公務員進行操盤活動之專業性為何？是否應逐步開放給投信委外操作？

(七) 依您之見，如何改進國安基金的操作績效？

一、訪談資料分析：

本研究受訪對象計兩人，一為前勞退基金操盤人中信局課長，一為調查國安基金及四大基金仲介弊案之前調查員，僅依兩人講述其操盤過程、調查弊案過程，就國安基金執行成效不佳、存在之仲介弊端進行資料彙整如下：

(一) 國安基金不公布其持股明細的看法

1. 為避免內線交易之產生，決策小組利用資訊不對稱進行內線交易之行為，國安基金於進行護盤期間雖不能不其持股，但應於釋股作業完竣後，於半年內公開期進出股市之選股標的、護盤個股之金額、每檔個股操作盈虧、每檔個股進出之時間點，上開資料應於政府公開網站公布之。
2. 不公開其持股明細的缺點為易流於黑箱作業，相關特定人士或財團可藉由關說、請託方式，要求國安基金戶護盤特定股票，使國安基金成為內線交易的溫床。

(二) 不應公布操作的時間以及進場時機，否則易造成投資人預期上漲之心態，使股市在國安基金退場之後，不易回歸經濟基本面之自由市場機制。

(三) 過去操作時的問題弊端包含：

1. 國安基金確可已經由關說或其他請託之方式，相對交易特定股票，基金操盤人操守不佳，在基金操盤時期收受不當佣金，目前市場行情為10%-18%的退佣為仲介者收取，操盤者則收取7%，可見得國安基金弊案並非空穴來風。
2. 監督機制不夠確實，對操盤如出現虧損並無相關罰則。
3. 操作人員應受證券專業證券市場之訓練，且買股時應比照投信，對欲護盤之個股做出評估報告後方能進場。
4. 政府官員大張旗鼓宣示進場時間，造成資金排擠效應，且其操作透過台銀等

特定專戶下單，易為一般投資人及法人鎖定，有心者可跟隨其買進貨對作，造成股市及期貨市場相對不安，護盤效果大打折扣。

5. 政治考量凌駕專業判斷，從過去經驗判斷，釋股時機不僅以拉抬產生效果與否為考量，反以選舉將近作為指標，有違國安基金護盤之目的。
6. 國營事業股票多數為未上市，以其質押向銀行借款之金額，係以其股票何種價格為依據，法條內並為嚴格規範。

(四) 國安基金執行成效不佳的結果造成：

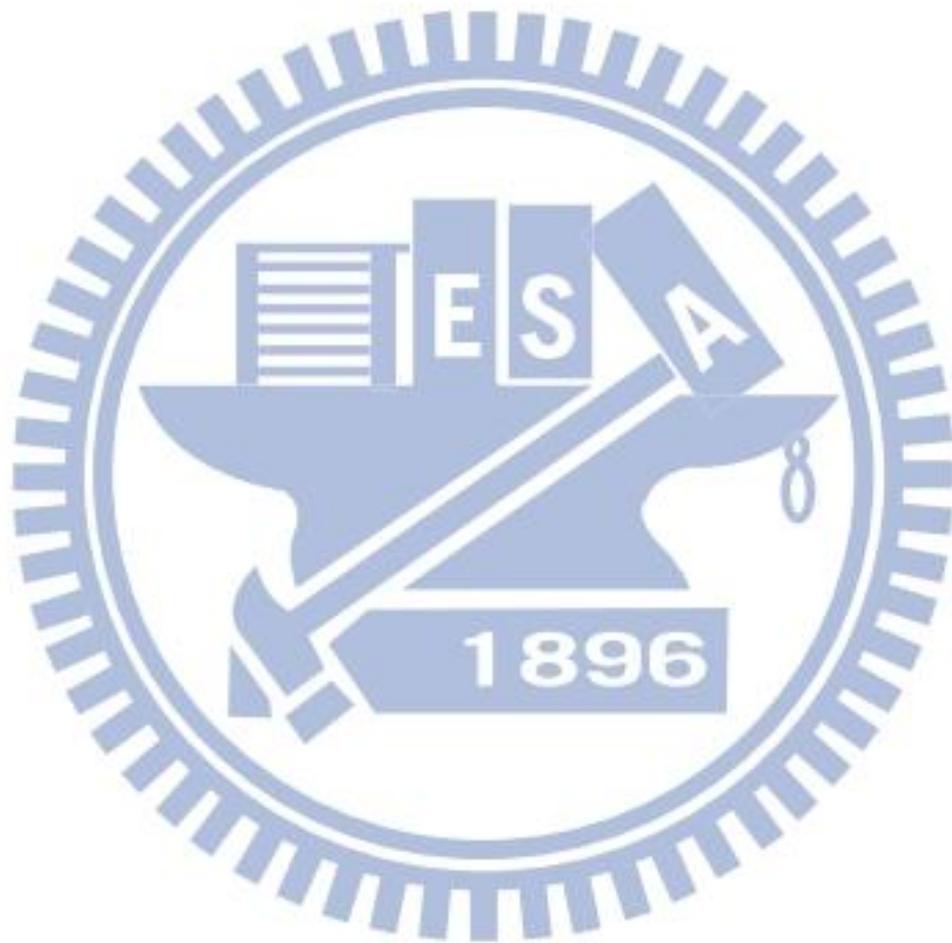
1. 國庫需彌補國安基金虧損之部分，易引發民怨及加重稅賦負擔。
2. 使淺碟型的台灣股市易受人為的操控，恢復自由市場機制之時間拉長。
3. 外資與國安基金對作，造成期貨市場動盪引發現股市場危機。
4. 護盤特定股票，產生護航特定財團之不當聯想，引發政治風波。

(五) 國安基金護盤績效改進之道

1. 引進外部監督機制，研定法令規範國安基金購進標的之資格。
2. 將操盤委由國外信用評等良好之投信操作，避免國內投信因人情關說可能造成之弊端。
3. 提高攸關內線交易之罰則。
4. 受廉政署監督，凡國安基金護盤期間，所有相關知悉政策及細節人員一律控管其通信系統，考慮於操盤期間進行監聽程序，以維法制及市場公平。
5. 透過修法，強制國安基金進場之時點，例如大盤下跌超過 30%，融資斷頭金額超過單月平均成交量 20%，以精準之數字取代模糊不清之重大事件的定義。
6. 增加國安基金釋股以 ETF 之方式進行，有利於釋股對市場信心不足之鈍化。
7. 以國營事業股票為質押銀向行借款部分，應請專業信用評等機構對其股票做完整鑑價報告，避免人為操作價格造成損失。
8. 嚴格限制國安基金買進小型股之限制，因過去經驗分析，小型股亦產生關說、

退佣之情形較大型權值股為多。

9. 國安基金因過去曾非法相對若干小型股，國安基金買賣的若干小型股中，是否有與公司派、主力對價交易情形，是否用高價等不合理的情況去拉抬非權值股的行為，需要公開其進出明細以供全民檢視。



第二節 結論與建議

經濟發展的均衡性是各國努力追求的目標，但經濟會受景氣循環及國內外情勢主客觀影響，如何在發展經濟的過程當中，兼顧各種經濟領域的平均發展，是相當重要的課題。而證券市場又是一個國家經濟發展的櫥窗，其主要功能有二，第一個功能是協助企業在市場上籌資，第二個功能是使投資者及儲蓄者能在資本市場投資。鑑於證券市場是投資人從事投資與企業籌措資金之管道，其影響層面涉及廣大投資大眾之權益保障與企業募集所需營運資金支持之成敗，進而影響整體經濟成長與發展，故各國政府均相當重視資本市場之健全發展⁶¹。

但台灣股市發展迄今，仍有不少改進空間，例如因市場規模太小產生淺碟型的弊端，行情易為有心人士操控，進而產生違法炒作、內線交易等問題，尤其勁永一案爆發，前金管局長與媒體記者竟然涉案，可見得台股在法制面的基礎上並未有完善之規劃；此外，力霸案更凸顯上市企業財務仍存有資訊揭露不足或具時效性等問題。專業機構投資參與股市比重雖逐年上升，但日前卻出現假外資報告矇騙媒體與上市公司災洲之情事，顯示台股因受消息面影響甚巨，致股市處於不穩定之狀態，部分不肖上市櫃公司交叉持股比例過當，以致於進行不法交易運用人頭戶炒作規避查緝時有所聞。

一般認為一個自由經濟的國家應該尊重市場機能，政府讓市場機能這一隻看不見的手運作，而不是由政府這隻看得見的手對市場有所干擾。但是，我們也了解，有不少現象會使市場機能喪失或減損。尤其我國國情特殊，選總統時卻有一個軍事強大的鄰居加以干擾，這是世界上沒有任何一個國家會發生的現象⁶²。

國安基金成立之時空背景如上述，為國家遭遇非經濟因素致股市加權指

⁶¹ 邱正雄，《當前證券管理問題》，政策月刊第57期，民國89年4月，頁15

⁶² 顏慶章，《完備國安基金機制座談會》，民國89年3月9日

數產生劇烈波動，資金流動變現出現困難，因而倉促立法成立一資金來源為借貸之基金，由於立法過程倉促，條文規定產生若干缺失，致在日後適用上產生多所疑義，並造成實務運作方面的困難⁶³，本研究就制度設計提出以下分析：

一、分層結構不明

過去國安基金因買進德利、太電、茂矽出現鉅額虧損，遭監察院糾正，由行政院概括承受。然依國家金融安定基金設置及管理條例之設計，關於郭家金融安定基金之運作架構，從決策與執行佈局觀之，設有委員會執掌基金運用事項之審議、操作策略計畫核定、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一人，承主任委員之命掌理會務。至於最重要的基金之動用、操作規劃與執行，均由委員會定之。

由上開規定可知，出現虧損弊端不應由行政院概括承受，從分層負責的角度，依法尚可從委員會、執行秘書、等層面討論。爰此，應先釐清委員會提出之審議結論與核定策略計畫內容，其次再討論執行不當及欠缺專業性等問題。故而應立法將各層級所需負責之司法責任及政治責任釐清，不應由行政院概括負責。

二、操盤人之專業資格並未規範

監察院曾針對國安基金提出糾正案，其內容為「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」⁶³，由上開敘述可知，國安基金高達五千億的規模，目前除委外投信操作部分外，均由公務人員自行操作，但目前法令並未規範需具有證券期貨等相關證照者，方能執行此任務，此為現行

⁶³ 監察院公報，第 2505 期，民國 94 年 1 月 2 日

令之不足，應速立法修正之，避免基金由不適任公務人員操作。

三、國安基金投資之具體投資標準未規範

國家金融安定基金投資資本市場或金融市場時，具體投資標準目前並未列於法條之中。有關介入股票市場投資部分，基本上不應對某定身份、或特定政黨資金、或財團持有股份超過 20% 以上的上市上櫃公司股票做大額資金之投資，以彰顯本基金為國家金融安定基金，而非某政黨或財團事業安定基金。願應於國安基金釋股後六個月，公告國安基金管理委員會投資分析之決議，以杜絕國安基金之操作淪為個人或未經投資決策評估之行為。

令應立法限制對投資單一個股之金額上限，以不超過該公司實收資本額的百分之十為原則，避免國家金融安定基金同時成為多家上市、上櫃公司之法人大股東，此外，應嚴格修法讓國安基金經委員會決議進入資本市場或金融市場操作後，待釋股完畢應將投資明細表定期向社會大眾公開股票買賣明細、金額、進出場時間及其決策投資評估報告。

四、動用基金時機的疑義

現行國安基金設置及管理條例第八條關於基金啟動時機之條件，條文抽象且不明確，雖經「國家金融安定基金動用作業要點」，針對條例所稱「國內外重大事件」、「國際資金大幅移動」、及「資本市場及其他金融市場有失序或損及國家安定之虞」做了明確的定義，其定義如下：

(四) 所稱國內、外重大事件，係指下列情事之一：

10. 國家面臨重大軍事或政治威脅
11. 外國對華政策有重大不利改變
12. 國家發生巨大天然災害
13. 國家發生重大公安或其他意外事件
14. 國內金融市場面臨國際投機客之威脅
15. 股票市場發生重大違約事件，或個別證券服務事業發生問題，致使證券市場

發生連鎖效應

16. 因個別企業或金融機構問題，致使國內金融市場發生連鎖性財務危機

17. 國外金融市場發生重大事件

18. 其他經基金管理委員會認定之情事

(五) 所稱國際資金大幅移動，係指下列事項之一：

4. 外資有大幅流出現象

5. 外資大量進出，有干擾本國金融市場安定之意圖時

6. 其他經基金管理委員會認定之情事

(六) 所稱資本市場及其他金融市場有失序或損及國家安定之虞，係指資本市場

及金融市場有下列情況之一時：

4. 資本市場及其他金融市場成交量急遽萎縮，致使市場變現困難，有流動性不足之虞時

5. 發生證券投資開放型基金受益憑證投資人贖回風潮

6. 其他經基金管理委員會認定有損及金融市場穩定或國家安定之虞情事者

然以上開細則觀之，均為對單一現象之文字描述，充斥不少不確定之法律概念，例如「巨大」、「重大」、「大幅」等，至於何謂「巨大」、「重大」、「大幅」則缺乏量化之概念與條件，因之則給基金管理委員會自由心證之空間相當廣泛。但委員會過去遭逢美國 911、以及 SARS 事件，股市跌幅均達 15%，但國安基金管理委員會均未進場，凸顯本法條應儘速以數字量化之，縮減委員會自由心證之空間，避免人謀不臧之疑慮。

五、資金來源應大幅修正

行政院提出國安基金草案當時，基金規模的大小是以民國 85 年 3 月中共試射飛彈事件為例，初期本建議股市安定基金規模為 2000 億元，此金額約是前一年度集中交易市場成交全額十兆三千餘元的百分之二，但從鄰國韓國的經驗觀察，韓國政府於 1990 年成立股安定基金，其規模為四兆韓圓，約為韓國股市當年全

年成交量的 4%。因此，觀察台股民國 85 至 87 年台股年平均成交量為 28 兆 2000 億餘元，以 2%計算推估基金規模為 5600 億元，最後經協商將基金規模之上限定在 5000 億⁶⁴。

但 5000 億資金的規模，其資金來源全數向其他機構借貸，其中 3000 億為向四大基金調度，另 2000 億則為以國營事業股票為質押向銀行借貸，其資金來源動用到社會保險基金，受到許多學者研究質疑。國安基金向社保基金借錢護盤股市，非基於社保基金自由意願，護盤股市為明知股市價格暴跌風險，而故意逆向而為之反市場原則、反盡善良管理人作法。護盤之結果常以虧損或長期套牢為代價，此不但違反社會保險資金管理之專業原則，而且其後形成以弱勢群體財力保護優勢群體財產之逆社會正義作法，虧損之發生則形成社會逆分配現象，且長期套牢亦違反資金管理安全性與流通性原則。

由上列五點現行法令缺失，本研究建議速立國安基金落日條款，改以外匯成立主權基金，以台股作為其投資標的之一，於平日有投資之功能，於國家金融秩序紊亂時可進場護盤，此資金來源為外匯存底，亦可杜絕挪用社會保險基金之不當作為。

茲將本研究建議以外匯存底作為新型態之主權基金取代國安基金之建議詳列如下：

- 一、 為一代表國家之投資工具，以外匯存底代替社會保險基金及銀行借貸，有免付利息之優點，必須強調的是，需用到的為外匯存底中超額的部分，能夠滿足國際流動性與支出能力以外的多於外匯存底。
- 二、 掌管此基金之機構必須獨立於中央銀行與財政部等政府財經組織之外，是一個具有專業性與市場話的積極投資金融機構，可容忍較高的風險，且較傳統國家外匯操作者追求更高之報酬率，最重要的是，拉抬台股僅為其任務之一，其餘非護盤期間可任意投資國際市場，其投資工具可包含各國政府長期公債、資產證券化商品 (Asset-Back Securities)、公司債、甚至房地產、

商品期貨、直接投資 (Foreign Direct Investment)、私募基金 (Private Equity Fund)、避險基金 (Hedge Fund) 等非傳統投資類別，將風險分散。

三、 仿效中國成立「投資有限責任公司」之概念，成立類似機構，將國家金融安定基金不再侷限於進行本國股市與期貨市場之投資，將之分為外匯市場暨股票市場沖銷型之主權財富基金與戰略性主權基金，前者可投資股匯市，藉以減低央行在外匯市場沖銷運作之壓力，幫助中央銀行進行財富管理；後者可將資源在全球範圍內做最適當的配置，追求實踐台灣經濟和社會發展的長程目標。

四、 投資的第一課就是，所有的投資工具都有風險，而且投資報酬率及風險程度往往成正比，新型態主權基金為一長期投資之基金，非短期護盤而成立，故此基金管理組織必須遵守國際貨幣基金所擬出之主權基金準則，秉持堅守獨立與專業，在基金治理與監督上，需以維持商業考量為目標排除政治因素干擾。

最後，若設立主權基金短時間內難以成功，欲維持國安基金的運作模式，對於基金有效率運用，本研究祈能透過立法及修法程序，開放投信委外操作，對選股標的以法令嚴格規範嚴與管控，除公司獲利的基本條件外，亦必須限制標地股票在市場的流通性，基本上，股本越大的公司，基金操盤人與其發生對價交易的情形越低！

此外，應明令禁止政治護盤。國安基金的組織條例需全面檢討，對操盤者的條件與則責任需明訂。對委外操盤人另設監視小組，防操盤人勾串外界現貨與期貨套利。尊重市場那隻看不見的手，比政府以看得見的黑手伸進股市，才是台股回復自由資本主義市場機制的終極之道。

⁶⁴ 《立法院公報》，第 89 卷第 9 期，民國 89 年 1 月，頁 265

參考資料

一、學位論文部分

周志雄 (2001)《國家金融安定基金制度之研究—以法制面為中心》，國立台灣大學國家發展研究所碩士論文

謝志忠 (2003)《國家金融安定基金操作績效評估之研究》，世新大學行政管理學系碩士論文

姚欣欣 (2000)《台灣股市穩定基金之績效評估》，國立中央大學財務管理研究所碩士論文

戴婉儀 (1997)《政府利用銀行團及特定基金干預股市的效果》，國立中正大學財務金融研究所碩士論文

陳尚毅 (2010)《國家金融安定基金宣示效果研究—以事件研究法分析》，國立暨南大學公共行政與政策學系碩士論文

陳柏宏 (2002)《機構投資人與國安基金間反從眾行為之研究》，國立中山大學財務管理研究所碩士論文

詹傑仲 (2006)《國家金融安定基金的價值及其對市場的影響：界限選擇權的應用》，國立中山大學財務管理研究所博士論文

呂育霖 (2003)《退撫基金之護盤研究》，國立成功大學政治經濟研究所碩士論文

二、報紙期刊文章

洪其昌、黃國政 (2000)《國家安定基金成為不安定因子》，台灣經濟研究月刊

林志鴻、鄭文輝、鄭清霞 (2005)《社會保險基金做為構成國家安定基金成員正當性之商榷》，政治與社會哲學評論

廖欽福 (2000)《主權基金之運用及控制》，戰略月刊

吳怡蓉 (2000)《主權基金的崛起與發展近況》，戰略月刊

韋伯韜 (2008)《儘速成立國家主權基金》，卓越雜誌

黃志典 (2001)《國安基金的原罪》，卓越雜誌

林宣君、林詠喬 (2007)《淺談主權財富基金》，證交資料月刊

謝碧珠 (2000)《國安基金是定力還是亂源？》會計研究月刊第 181 期

邱正雄 (2000)《當前證券管理問題》，政策月刊第 57 期

李儀坤 (2008)《各國主權基金概況》，台灣經濟金融月刊

林亞偉 (2003)《三千億基金先出鞘，公務員客串操刀》，商業週刊

陳資實 (2000)《國安基金犯了不可原諒的錯》，商業時代週刊

韋安 (2000)《立院國安基金秘密會議顯釀全武行》BIZNEWS

陳鴻富 (2000)《護盤傳弊端，相關人員獲利 10 億》，商業時代週刊

楊弘 (2000)《國安基金頻頻向銀行借錢》商業時代週刊

劉其昌 (2000)《國家金融安定基金設置及管理條例評估》，台灣經濟金融月刊

黃彥斌 (2009)《全球主權基金的發展及可能影響之研究》，經濟研究月刊

謝碧珠 (2000)《國安基金信心喊話與反操縱條款之適用問題探討》，會計月刊

張佳縈 (2009)《國家主權基金現況與分析》，台北海洋技術學院學報

古光昌 (2001)《國安基金快變台股一大亂源》，財訊月刊

王錦樹 (2003)《今日空頭的國安基金就是明日的多頭買盤》，MY MONEY 月刊

張毅君 (2000)《國安基金的虧損黑洞會不會吞噬台灣》，商業週刊

林修葳 (2006)《從糾正案另類思考國安基金運作失當問題癥結》，日新月刊第 7 期

嚴永煌 (1999)《穩定股市小組為何穩定不下來？》商業週刊

民主基金會(1993)《我們對預算編審的看法》

莊振輝(1994)《我國政府基金制度之檢討》，台北商學報第 43 卷

三、政府公報部分

立法院第五屆第五會期財政委員會第十次全體會員記錄

立法院公報第 93 卷第 18 期委員會記錄

立法院第四屆第五會期財政委員會第五次全體會員記錄

立法院公報第 90 卷第 14 期會議紀錄

立法院第五屆第二會期財政委員會第四次全體委員會紀錄

立法院公報第 91 卷第 66 期委員會記錄

立法院公報第 89 卷第 1 期會議紀錄

立法院預算中心：國家安定基金設置及管理條例草案評估報告，民國 88 年

立法院預算中心：國家金融安定基金相關問題研討會報告，民國 89 年 5 月

監察院公報第 2025 期

監察院公報第 2313 期

四、參考書目部分

陳櫻琴（1997）：《經濟法理論與新趨勢》，翰蘆圖書

朱泓源（1997）：《撰寫博碩士論文實戰手冊》，正中書局

李品昂（1975）：《經濟管制立法的理論與實際》，華新文化事業

余致力（1998）：《公共管理》，商鼎文化

劉億如，何佳（1999）：《東亞十一國金融風暴前後》，商鼎財經顧問有限公司

林紀東（1961）：《行政法各論》，大中國圖書公司

葉至誠、葉立誠（2000）：《研究方法與論文寫作》，商鼎文化