

臺北高等行政法院判決

高等行政訴訟庭第六庭

110年度訴字第1392號

113年5月2日辯論終結

原告 劉建賢
訴訟代理人 李岳霖 律師
複代理人 潘昀莉 律師
被告 金融監督管理委員會

代表人 彭金隆(主任委員)

訴訟代理人 張宏賓 律師
康庭瑜 律師
呂承儒 律師

上列當事人間證券投資信託及顧問法事件，原告不服行政院中華民國110年9月23日院臺訴字第1100184661號訴願決定，提起行政訴訟，本院判決如下：

主 文

原告之訴駁回。

訴訟費用由原告負擔。

事實及理由

一、程序事項：

本件起訴時，被告代表人為黃天牧，嗣變更為彭金隆，業經新任代表人具狀聲明承受訴訟(本院卷三第359、360頁)，經核並無違誤，應予准許。

二、爭訟概要：

被告以原告於民國109年間擔任復華證券投資信託股份有限公司(下稱復華投信)全權委託投資部門投資經理人兼勞動部勞動基金運用局(下稱勞金局)「舊制勞工退休金102年第1次全權委託復華投資帳戶」、「舊制勞工退休金106年第1次全

01 權委託復華投資帳戶」、「新制勞工退休金106年第1次全權
02 委託復華投資帳戶」、「新制勞工退休金102年第1次全權委
03 託復華投資帳戶」及「勞工保險基金106年第1次全權委託復
04 華投資帳戶」等5帳戶(下稱系爭全委投資專戶)之主管經理
05 人期間，與訴外人即系爭全委投資專戶協管經理人邱明強於
06 109年8月10日接受訴外人即勞金局前國內投資組組長游迺
07 文、寶佳資產管理股份有限公司、嘉源投資有限公司(下稱
08 寶佳集團)人員即訴外人唐楚烈之子唐振堯、邱裕元之招待
09 宴飲餐敘(下稱109年8月10日餐敘)。餐敘過程中游迺文及寶
10 佳集團人員提及遠東百貨股份有限公司(下稱遠百公司)股票
11 (下稱遠百股票)具投資價值，游迺文並於餐敘後主動聯繫邱
12 明強再度推薦投資遠百股票，並經邱明強告知原告此事。原
13 告旋即於109年8月12日以通訊軟體Line指示訴外人即復華投
14 信投資部門研究員陳周倫製作「買進遠百股票」之報告，陳
15 周倫遂於109年8月13日提出投資分析報告(下稱系爭投資分
16 析報告)，原告遂運用系爭全委投資專戶，於109年8月13日
17 至109年8月28日買進遠百股票共計433張。嗣原告於109年9
18 月16日再度指示陳周倫針對遠百股票出具投資分析報告，並
19 轉傳邱明強草擬投資分析報告內容之手稿予陳周倫，陳周倫
20 遂依該手稿內容，於109年9月18日再度出具調高遠百公司目
21 標價股價之投資分析報告(下稱109年9月18日投資分析報
22 告)。復華投信嗣賣出前開433張遠百股票，致系爭全委投資
23 專戶損失新臺幣(下同)769,264元，被告認原告未以善良管
24 理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務，及
25 有先為投資決定再作成投資分析報告，違反投資流程規定，
26 從事足以損害客戶權益之交易，違反證券投資信託及顧問法
27 (下稱投信投顧法)第7條第1項、第57條第1項、第58條第1項
28 準用第17條第1項、第59條第8款及第71條第1項規定，影響
29 復華投信全權委託投資業務之正常執行，乃依同法第104條
30 規定，以110年4月22日金管證投字第11003616982號裁處書
31 (下稱原處分)，命令復華投信停止原告1年業務之執行，期

01 間自110年5月16日起至111年5月15日止。原告不服，提起訴
02 願，經訴願決定駁回後，遂提起本件行政訴訟。

03 三、原告主張及聲明：

04 (一)主張要旨：

05 1.原告長期追蹤及研究我國傳統產業權值股，且於109年上半
06 年起，因我國疫情趨緩加上控制良好等情事，復華投信投資
07 團隊，於109年6、7月間即開始重視內需股票。原告更有先
08 前投資內需股之成功案例，本於其自身專業投資判斷及對有
09 價證券市場基本面之瞭解，認定遠百股票為可買進、投資之
10 標的，方才下單買進遠百股票，純係基於代操勞動基金收益
11 最大化之考量與配置，並非受任何人指示，原告自無違反善
12 良管理人注意義務：

13 (1)我國證券投資信託(下稱投信)相關業者於109年5月後看好內
14 需股發展，且我國疫情趨緩、國人消費意願提升，知名證券
15 投資顧問公司陸續發表投資分析報告，一致認為遠百股票具
16 有成長潛在空間。原告基於對我國傳統產業乃至百貨相關類
17 別之長期研究及專業，積極約訪我國各大內需產業公司，並
18 進行內需股研究，亦對遠百公司等股票抱持正面想法。原告
19 為投資經理人職級，亦兼有資深研究員之職責，從事分析市
20 場與個股趨勢、閱讀研究財務數據分析報告及拜訪公司等工
21 作，其前於109年間，因看好內需股發展而拜訪晶華國際酒
22 店股份有限公司(下稱晶華公司)時，該公司財務長提及在其
23 營收有部分來自精品商場，及觀察相關財務數字及閱覽市場
24 報導，使原告認定雖於疫情期間，國內精品與商場仍有逆勢
25 增長趨勢，遂增加對百貨龍頭股遠百公司之關注。復華投信
26 於進行109年6月全權委託投資檢討時，已明確後續投資策略
27 為：減碼下半年動能轉弱或評價已過高之科投股，逢低加碼
28 因疫情二度爆發而經修正之傳產股；於109年7月投資檢討後
29 所訂策略則大略相同。況原告於109年6、7月後，曾以系爭
30 全委投資專戶買進如晶華、國產、華固、長虹等內需股，可

01 知遠百股票僅為原告於看好我國傳統產業後續經營發展趨勢
02 情形下，買進、佈局之內需股標的之一。

03 (2)原告於109年6、7月間，即已請陳周倫及訴外人即復華投信
04 研究員莊雅婷，研究包括遠百股票之相關民生消費類別內需
05 股，並與協管經理人王偉年、秦銘徽、邱明強等人討論後做
06 出買進遠百股票之決定，並非基於游迺文之指示。

07 2.被告固以臺灣臺北地方法院110年度金重訴字第10號(下稱刑
08 事另案)判決所引用之原告與研究員陳周倫之通訊軟體Line
09 對話內容，及原告、陳周倫於偵查中之供述，認定原告於10
10 9年8月12日透過通訊軟體Line傳訊予陳周倫所提「長官交代
11 的」之「長官」即係指游迺文，與事實不符：

12 (1)原告於109年8月12日前1至2周間，已請陳周倫研究遠百股
13 票，可見原告本於自身對市場的觀察與專業，並非因任何
14 人之指示而為投資遠百股票之決定。原告嗣發現邱明強亦看
15 好遠百股票，遂透過通訊軟體Line提醒陳周倫前已交辦之研究
16 工作，陳周倫復將其研究後撰寫之投資分析報告上傳。

17 (2)原告於109年8月12日通訊軟體Line對話表示：「可以幫我傳
18 2903報告嗎？」、「長官交代的」，所稱「長官」是邱明
19 強，因陳周倫對先前交辦之研究任務已有遲延，故於對話中
20 加上長官，希望婉轉提點陳周倫，其等上司即邱明強亦希望
21 瞭解遠百公司之投資潛力，讓陳周倫正視此項研究任務。

22 (3)原告於109年9月16日以通訊軟體Line傳送邱明強手寫遠百公
23 司投資分析報告中投資建議事項之照片檔案(下稱邱明強手
24 稿)予陳周倫後，原告並表示：「強哥」，係基於前輩提點
25 之角度，希望以團隊平行溝通方式轉達其他人意見，故以較
26 為親近之暱稱，同時使陳周倫明瞭修改建議為邱明強提供，
27 如有不明，得再與邱明強確認。其後對話亦均以強哥稱呼邱
28 明強。

29 (4)陳周倫於109年9月17日以通訊軟體Line傳送檔名：「2903_
30 遠百_陳周倫_20200917.xls」之電子檔案予原告，並表示：
31 「賢哥再麻煩看一下此版本是否有符合主管要求謝謝」，因

是希望請原告提供意見，故以較親近之「賢哥」稱呼，而其以「主管」稱呼邱明強，則立於完成職場上任務之角度，改用較為禮貌、客套之稱謂。

3.陳周倫出具系爭投資分析報告及109年9月18日投資分析報告均係以客觀財務數字或歷史資訊為基，並無不實，亦未違反復華投信規定及法令：

(1)依復華投信就其全權委託投資或交易決策之四大流程，可知投資經理人多為資深研究員升任，亦同時兼任研究員，得協助研究員撰寫投資分析報告。原告為投資經理人，然其亦須研究各項產業資訊、留意市場訊息，但也不排斥他人推薦。研究員與投資經理人並非完全獨立，研究員之研究報告對於投資經理人而言，係作為投資之參考，投資經理人亦得自行研究特定股票後，建議研究員進行研究、委請撰寫投資分析報告及提供意見。被告照抄刑事另案起訴書，誤解四大流程精神，實則投信業每日晨會都會討論投資邏輯及每股盈餘（下稱EPS），如果研究員及投資經理人不能討論，投信業將無法運作。

(2)系爭投資分析報告內容係為陳周倫據其專業所製作，該份報告之財務數據均已更新，並無任何不實之記載，被告指該份報告右上角EPS年份記載仍為前份報告(108年6月27日)之西元2017年至2019年，並未更新隨之，僅係記載疏漏，下方簡明損益表欄位數值已估算至西元2021年，故不影響報告本身之正確性。

(3)系爭投資分析報告並無被告所指先預估目標價為29元後，再反推股價淨值比，而係使用股價淨值比之公式，依序計算出每股淨值、股價淨值比倍數1.28與目標價後，為避免目標價經四捨五入呈現為整數後，致使股價淨值比倍數產生換算誤差，就此陳周倫業於刑事另案上訴理由中詳細說明計算過程。

(4)原告獲悉邱明強就陳周倫所擬109年9月18日投資分析報告有總體經濟面向之分析建議後，將邱明強手稿轉傳予陳周倫，

且內容亦僅「客觀摘要斯時市場環境狀況」，並無不實可言，更無任何高權指示存在。邱明強手稿及陳周倫於109年9月18日之投資分析報告，內容並不相同，顯見陳周倫於獲得邱明強建議後，亦係經消化、理解後方綜合自身研究心得撰寫，而未全部引用、照抄邱明強手稿。原告於通訊軟體Line向陳周倫稱：「估的漂亮一點」，係因陳周倫原對遠百公司之評價過於保守，已和遠百公司109年8月營收反應狀況不符，方建議陳周倫可為較客觀及正向評價，為本於職務表達對股票評價的不同想法，屬投資經理人及研究員日常互動、交流。縱以本益比法估算之遠百股票合理目標價為32元，亦低於陳周倫原使用之股價淨值比法所得目標價33元，難認原告建議陳周倫使用利於買進遠百股票之目標價估算方式。

(5)影響投資分析報告之放行與否、時間長短之因素甚多，縱原告審核遠百公司投資分析報告之放行時間較短，不能依此即得認定原告有急於採用之目的。

4.被告稱原告違反復華投信經理守則第8點規定，出席109年8月10日餐敘等語，惟查原告並未有受寶佳集團人員或游迺文招待之意：

(1)原告臨時受告知須出席109年8月10日餐敘，嗣後因不喜此類餐敘，遂藉故與邱明強提前離席，對餐敘價位以及後續游迺文與寶佳集團人員因飲酒、抽雪茄而再產生之消費金額，毫不知情，游迺文只是建議研究遠百股票，並非指示買進，原告並無迎合游迺文的動機，亦無聽從其指示之必要。復華投信經理守則第8點所載收受禮品3,000元上限，實係專指因節慶或依風俗慣例所收受之「禮品價值」，自無適用空間。

(2)邱明強於餐敘離開前，亦曾表示應由其付帳，足見原告直至離席前，未有受游迺文與寶佳集團人員招待之意，難謂違反復華投信經理守則第8點及中華民國投信暨顧問商業同業公會(下稱投信投顧公會)「投信事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務操作辦法」(下稱全委投資操作辦法)第54條第1項第3款之規定。

01 (二)聲明：確認原處分違法。

02 四、被告答辯及聲明：

03 (一)答辯要旨：

04 1.原告接受游迺文及遠百公司大股東寶佳集團人員招待109年8
05 月10日餐敘，其後並受影響，作成投資決定，以系爭全委投
06 資專戶買進遠百股票共計433張，違反投信投顧法第58條第1
07 項準用第17條第1項、第59條第8款及第71條第1項規定：

08 (1)復華投信暨原告自108年6月間起，長期未針對遠百股票製作
09 投資分析報告，且系爭全委投資專戶之投資經理人邱明強及
10 原告亦長期未作成買進遠百股票之決定。惟嗣原告接受客戶
11 勞金局所屬人員游迺文邀請與寶佳集團人員於109年8月10日
12 招待宴飲餐敘，過程中游迺文及寶佳集團人員提及遠百股票
13 體質、資產不錯、具投資價值，並於餐敘後1、2日間透過邱
14 明強得知游迺文個人主動聯繫並再度表示推薦投資遠百股票
15 後，旋即基於其與游迺文及寶佳集團人員之接觸所受影響，
16 密集於109年8月13日、8月24日、8月28日等交易日，使用系
17 爭全委投資專戶買進遠百股票共計433張。

18 (2)原告係基於其與游迺文及寶佳集團人員接觸及其等談話內容
19 所受影響而作成買進遠百股票之決定，然為符合復華投信之
20 規定，乃於109年8月12日下午4時許，以通訊軟體Line指示
21 陳周倫製作「買進遠百股票」之投資分析報告，陳周倫遂於
22 109年8月13日出具系爭投資分析報告，該報告並非基於客觀
23 公正之評估而看好遠百股票。

24 (3)原告並未提出其於109年6、7月間曾告知陳周倫研究遠百股
25 票之具體證據，且依據邱明強、原告與陳周倫於刑事另案之
26 證述，原告確係因與游迺文及寶佳集團人員於109年8月10日
27 餐敘接觸，以及游迺文嗣後致電邱明強指示投資遠百股票，
28 進而指示陳周倫製作有利買進遠百股票之系爭投資分析報
29 告，以供其作成買進遠百股票之投資決定。

30 (4)依勞金局與復華投信國內投資委託投資契約(下稱委託投資
31 契約)第3條第11項及第5條第4項規定，若勞金局或其人員有

01 投資指示時，應採書面方式為之，且復華投信不得將電話或
02 其他方式之查詢，視為其投資決定之依據。原告明知游迺文
03 促成與遠百公司大股東寶佳集團人員餐敘，並極力推薦投資
04 遠百股票係濫用職權，卻仍配合以系爭全委投資專戶密集買
05 進遠百股票，顯有違其身為系爭全委投資專戶經理人之善良
06 管理人注意義務及忠實義務。

07 (5)原告配合游迺文與寶佳集團人員遂行以寶佳集團外部資金承
08 接寶佳集團所出脫之遠百股票並同時維持遠百公司股價不墜
09 之不法目的，導致原告與邱明強所管理之系爭全委投資專戶
10 於109年12月24日至110年1月6日全數賣出遠百股票後，合計
11 虧損769,264元。原告之行為導致系爭全委投資專戶資產之
12 運用陷於高度風險中，嚴重損害廣大勞工之權益。

13 (6)原告接受客戶勞金局所屬人員游迺文之招待宴飲，事涉復華
14 投信全權委託投資相關業務，有違復華投信經理守則第8點
15 及投信投顧公會全委投資操作辦法第54條第1項第3款「投信
16 事業人員不得接受不當餽贈或招待」規定。原告涉及利益衝
17 突卻未為迴避，有違全權委託投資經理人之職業操守。

18 2.原告為遂行買進遠百股票之投資決定，指示研究員陳周倫配
19 合迅速出具得買進遠百股票之投資分析報告，原告並立即引
20 據該投資分析報告下單買進遠百股票，核有先為投資決定再
21 作成投資分析報告之違失，違反投信投顧法投資流程劃分及
22 權責分立制衡之制度目的：

23 (1)研究員之投資分析報告應具獨立性，以發揮投信投顧法之規
24 範意旨及四大投資流程之制度設計。然原告分別於109年8月
25 12日及9月16日指示研究員陳周倫製作得買進遠百股票之2份
26 投資分析報告，不僅對研究員製作投資分析報告之結果及目
27 標價有明確之指示及要求，更直接轉達另位投資經理人邱明
28 強草擬之手稿，供陳周倫幾乎完全謄寫為109年9月18日投資
29 分析報告內容，係直接且明確地要求記載相關內容並指示特
30 定分析結果。陳周倫亦迅速於指示隔日即109年8月13日及指
31 示2日後即109年9月18日配合出具相關投資分析報告，內容

01 完全配合原告前述指示，顯難認投資分析報告係基於陳周倫
02 身為研究員，切實研究個股各方面因素後所形成之獨立專業
03 判斷。

04 (2)依刑事另案調查，邱明強發現勞金局可能發覺涉入炒作遠百
05 股票之事，為掩飾犯行，遂立即於當日下午透過原告聯繫陳
06 周倫，由原告傳送邱明強手寫遠百公司投資建議文字草稿翻
07 拍照片，指示陳周倫修正109年8月13日作成之系爭投資分析
08 報告內容，以合理化原告之投資行為。

09 (3)原告雖稱投資經理人與研究員互相討論、交換意見，洵屬投
10 信業界常見之情形云云，惟縱使實務上投資經理人與研究員
11 得互相討論交換意見，其溝通討論亦應遵守分際，不得違反
12 研究員本於專業製作投資分析報告、投資經理人依據投資分
13 析報告作成投資決定之投資流程劃分及權責分工，甚至直接
14 表明要買進之決定，或干涉、指示研究員就個股目標價之估
15 價。

16 3.陳周倫依原告指定之研究結果迅速製作系爭投資分析報告，
17 有多處明顯缺漏且缺乏合理依據，原告不顧其缺失，迅予採
18 用以下單買進遠百股票，益徵原告非依據投資分析報告作成
19 投資決定，規避投信投顧法之監督及規制：

20 (1)108年年底新冠肺炎疫情爆發，整體經濟局勢及個股均受劇
21 烈衝擊而有重大變化，惟陳周倫製作之系爭投資分析報告大
22 部分內容包括近況更新及投資風險等欄位，竟係完全複製10
23 8年6月27日投資分析報告的內容，不僅隻字未提新冠肺炎疫情
24 及其對產業或個股所造成之影響，且導致其中引據之營收
25 表現等數據皆係過時之錯誤資訊，顯然缺乏合理分析基礎與
26 根據。其中系爭投資分析報告第1頁右上角「EPS數據表格」
27 記載西元2017年至2019年之EPS數據，與108年6月27日投資
28 分析報告第1頁右上角EPS數據表格年份完全相同，可見系爭
29 投資分析報告顯有未予更新之違誤。

30 (2)陳周倫未於系爭投資分析報告中記載任何其將遠百股票之股
31 價淨值比高估為1.28之原因或根據，益徵系爭投資分析報告

01 缺乏合理分析基礎與根據。

02 (3)自公開資訊即可得知，遠百股票之籌碼面自108年6月間因寶
03 佳集團及遠東集團相互競逐收購遠百股票，而有因市場操作
04 造成股價不正常上漲之趨勢，然系爭投資分析報告，並未審
05 酌公開資訊所顯示遠百公司於109年上半年各項財務狀況皆
06 呈現明顯衰退之事實，反係在未附具依據之情形下，逕行調
07 高遠百股票之目標價，並無視遠百股票價格之不正常上漲，
08 逕於系爭投資分析報告稱「公司籌碼乾淨」。

09 4.研究員出具之投資分析報告(或稱研究報告)，係由研究員於
10 投資分析階段作成並出具，其內容係應由研究員針對个股包
11 括總體經濟分析、產業分析、個別公司各項財務資料分析、
12 產品及其市場分析、股價變動分析與个股公司未來發展趨勢
13 等各項因素，進行分析評估並詳實記載相關依據，此由行為
14 時復華投信內部控制(下稱內控)制度第2章之1「全權委託投
15 資業務」第3節「投資決策」第2小節「投資決定作業」第1
16 點「作業程序」第1款「決定投資標的」並有規定：「(1)投
17 資經理人為投資決定時應根據研究員之投資分析報告」(本
18 院卷二第213頁)之規定自明。投資分析報告書則是投資經理
19 人作成投資決定書時，依復華投信內部系統要求所檢附之附
20 件，其內容所載分析基礎及根據，於買進特定个股時，係由
21 系統直接帶入前述研究員出具之投資分析報告的內容，並無
22 任何投資經理人自行撰擬之分析內容(本院卷二第151頁)，
23 僅是確保投資經理人作成投資決定時，有確實依據內部規定
24 (下稱內規)，以研究員之投資分析報告為根據的制式化程
25 序，不涉及針對个股之任何實質分析，當屬於投資流程中之
26 投資決定階段，兩者所屬之投資流程階段及人員之職責不容
27 混淆。

28 5.陳周倫依原告指示出具顯有缺失之2份投資分析報告，其違
29 反法令情節較原告輕微，故被告處以停止職務2個月；邱明
30 強為參與109年8月10日餐敘受寶佳集團宴飲邀約之人，亦是
31 本件接受游迺文直接指示買進遠百股票之人，違反法令情節

01 較原告重大，故被告處以解除職務。原告違規行為介於兩者
02 之間，故審酌原告違反法令情節輕重，裁處停止其職務1
03 年。

04 (二)聲明：駁回原告之訴。

05 五、本件如爭訟概要欄所載之事實，業經兩造分別陳明在卷，並
06 有原處分(本院卷一第103頁至107頁)、訴願決定(本院卷一
07 第108頁至128頁)、陳周倫製作遠百公司108年6月27日投資
08 分析報告(原處分卷二91頁至94頁)、系爭投資分析報告(原
09 處分卷二第95至98頁)、109年9月18日投資分析報告(原處分
10 卷二第99頁至102頁)、勞金局與復華投信間委託投資契約
11 (原處分卷二第112頁至116頁)、系爭全委投資帳戶遠百股票
12 交易資料(原處分卷二第122頁至124頁)在卷可稽，堪信屬
13 實。

14 六、本件爭點為：

15 (一)原告是否確有於接受勞金局前國內投資組組長游迺文、遠百
16 公司大股東寶佳集團人員招待餐敘宴飲提及遠百股票，並透
17 過邱明強間接接獲游迺文聯繫建議投資遠百股票後，基於其
18 與游迺文及寶佳集團人員之接觸並受影響，而作成投資決定
19 以系爭全委投資專戶買進遠百股票共計433張？被告以原告
20 未依投資分析報告即作成投資決策，未客觀公正為委任人決
21 定投資標的，已對委任人即廣大勞工之資產及權益造成重大
22 損害，違反投信投顧法第7條第1項、第58條準用同法第17條
23 第1項及第59條第8款規定，有無違誤？

24 (二)原告是否確有為遂行其受游迺文及寶佳集團人員之影響決定
25 買進遠百股票之投資決定，指示研究員陳周倫配合迅速出具
26 得買進遠百股票之系爭投資分析報告，原告並立即引據系爭
27 投資分析報告下單買進遠百股票？被告以其先為投資決定再
28 作成投資分析報告，不符投信投顧法投資流程劃分及權責分
29 立制衡之制度目的，恣意做成投資決定，有無違誤？

30 (三)本件有無陳周倫為配合原告買進遠百股票出具多處明顯缺漏
31 且缺乏合理依據之系爭投資分析報告，原告不顧其缺失，迅

01 予採用據以下單買進遠百股票？被告以原告有非依據投資分
02 析報告作成投資決定，規避投信投顧法之監督及規制，有無
03 違誤？

04 (四)原處分依投信投顧法第104條規定，命復華投信停止原告1年
05 業務之執行，是否適法有據？

06 七、本院之判斷：

07 (一)應適用之法律：

08 1.投信投顧法第1條規定：「為健全投信及顧問業務之經營與
09 發展，增進資產管理服務市場之整合管理，並保障投資，特
10 制定本法；本法未規定者，適用證券交易法之規定。」第5
11 條第10款規定：「本法其他用詞定義如下：……□全權委託
12 投資業務：指對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產，
13 就有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投
14 資或交易為價值分析、投資判斷，並基於該投資判斷，為客
15 戶執行投資或交易之業務……。」第7條第1項規定：「投信
16 事業、證券投資顧問事業、基金保管機構、全權委託保管機
17 構及其董事、監察人、經理人或受僱人，應依本法、本法授
18 權訂定之命令及契約之規定，以善良管理人之注意義務及忠
19 實義務，本誠實信用原則執行業務。」第17條第1項及第2項
20 規定：「(第1項)投信事業運用投信基金投資或交易，應依
21 據其分析作成決定，交付執行時應作成紀錄，並按月提出檢
22 討，其分析與決定應有合理基礎及根據。(第2項)前項分
23 析、決定、執行及檢討之方式，投信事業應訂定於內控制
24 度，並確實執行；其控制作業應留存紀錄並保存一定期
25 限。」該項投資分析、投資決定、投資執行及投資檢討即所
26 謂投資四大流程或稱四大步驟。另同法第57條第1項規定：
27 「投信事業或證券投資顧問事業辦理全權委託投資業務，應
28 依業務操作之規定為之。」第59條第8款規定：「經營全權
29 委託投資業務不得有下列行為：……□未依投資分析報告作
30 成投資決策，或投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根據
31 者。但能提供合理解釋者，不在此限……。」第71條第1項

規定：「投信事業、證券投資顧問事業之負責人、業務人員及其他受僱人執行業務，對於第19條第1項、第59條或本於法令或契約規定事業不得為之行為，亦不得為之。」第104條規定：「投信事業及證券投資顧問事業之董事、監察人、經理人或受僱人執行職務，有違反本法或其他有關法令之行為，足以影響業務之正常執行者，主管機關除得隨時命令該事業停止其1年以下執行業務或解除其職務外，並得視情節輕重，對該事業為前條所定之處分。」可知投信業之業務人員、受僱人(包括投資經理人)執行業務時，不得有違反「投信投顧法第59條」及「本於法令或契約規定投信事業不得為之」的行為，若有違反並足以影響業務之正常執行，被告即得依投信投顧法第104條規定，視情節輕重，命令投信事業對其違規投資經理人為停止1年以下執行業務之處分。

2.參據行為時復華投信內控制度第2章之1「全權委託投資業務」第3節「投資決策」第2小節「投資決定作業」第1點「作業程序」第1款「決定投資標的」規定：「(1)投資經理人為投資決定時應根據研究員之投資分析報告……。」(本院卷二第224頁)。另復華投信110年3月22日復信經字第110000185號函(下稱110年3月22日函)關於內控缺失之意見陳述略以：全權委託投資帳戶買進股票前，需先由投資經理人或研究員撰寫個股研究報告，投資經理人應依據研究報告內容出具投資分析報告及投資決定書，投資分析報告內容僅簡要摘述研究報告之投資建議，主要投資分析內容係撰寫於所引述用之研究報告中；惟復華投信尚未將研究報告之撰寫、審核及控管等作業程序明確納入內控制度，故依被告指示將已實行多年之作業制度編撰入書面內控制度中(本院卷二第415、422、423頁)。而修正後復華投信內控制度第2章之1「全權委託投資業務」第3節「投資決策」第1小節「投資分析作業」第1點「作業程序」第2款「投資分析報告書之撰寫、複核及控管流程」(本院卷二第434頁)：「(1)投資經理人為每筆投資或交易決定時，應出具對應之投資分析報告書，其撰

寫規定如下：a. 投資分析報告書應記載分析基礎、根據及建議，投資經理人應充分蒐集資料，審慎查證，就影響該標的投資決策因素部分加以分析，力求詳實週延及具及時性，避免不實之陳述，亦可引用公司最新之有效期限內研究報告。b. 投資分析報告書針對個別證券投資建議之買賣價格，應預估及訂定合理之區間。……」第2點「控制重點」第1款(本院卷二第435頁)：「投資分析報告書是否載明合理分析基礎、根據及建議，如有引用投資標的研究報告，其內容是否就影響該標的投資決策因素部分加以分析……。」可知行為時復華投信內控制度規定即要求投資經理人為投資決定必須依據「研究員」的「投資分析報告」，蓋研究員出具之投資分析報告，係研究員於投資分析階段出具之投資分析報告，其內容係由研究員針對個股之包括總體經濟分析、產業分析、個別公司各項財務資料分析、產品及其市場分析、股價變動分析與個股公司未來發展趨勢等各項因素，進行分析評估並詳實記載相關依據，有關研究員出具之投資分析報告，在用語上亦有混用「研究報告」；至於「投資分析報告書」則是投資經理人作成投資決定書時，原依復華投信內部系統要求檢附之附件(其後納入內控)，由投資經理人載明合理分析基礎、根據及建議，以及引用研究員出具之研究報告，就影響該標的投資決策因素部分加以分析等內容。投資經理人於投資分析報告書內記載分析基礎及根據於買進特定個股時，會帶入研究員出具之投資分析報告內容(本院卷二第151頁)，可見投資經理人所為投資決定，必須依據由研究員作成之投資分析報告。

- 3.再按，經營全權委託投資業務係代理委任人或為委託人運用資產。正因為是「全權」委託投資，對委託人之資產權益影響重大，且投資過程易生流弊，自應對參與投資業務之相關人員訂定明確之權責範圍及互相制衡機制，並強化投資過程之監督，始得防免濫權發生。從而，依投信投顧法第17條規定，設計經營全權委託投資業務事業應建置四大投資步驟，

要求各流程、各職權間應設有權責分工，以達相互牽制、制衡之目的。經營全權委託投資業務之投資經理人於受託進行投資行為時，必須依據研究員之投資分析報告，投資分析報告提供之研究分析建議，作成書面資料，載明分析的基礎及根據，並應適時提供客戶有關投資組合的基本特性及相關風險，除為防免弊端發生，亦供委託客戶事後檢視受託人投資行為，是否有以善良管理人之注意義務及忠實義務，具有查核及釐清投資責任之功能。因此同法第59條第8款前段規定「禁止基金經理人未依投資分析報告即作成投資決策」，以落實業者之忠實義務，達保障委任人或委託人之資產、權益及交易安全之目的；至於同款後段「投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根據」之情形，只有在「能提供合理解釋」之情形，始得為之，非謂研究員得不於投資分析報告記載分析依據；或得以研究員未記載分析依據之投資分析報告，嗣後再回頭提供投資分析報告內所載「買進或指定結果內容」之解釋，以合理化其投資行為。當投資經理人已有與他人進行不當接觸，進而發生影響其投資行為之獨立性及金融專業知識判斷力的不法弊端時，又因私下遂行之弊端，常常不易發現，故法規要求投資行為必須依據「客觀」之投資分析報告內容以為依憑，準此，投信投顧法對於經營全權委託投資業務事業建置四大步驟(又稱四大流程)，以達各職權間設有權責分工及相互牽制、制衡之功用，投資經理人引用研究員製作之投資分析報告，應具有獨立、客觀及專業性，倘為遂行不法計畫，進而以「為買進特定有價證券」而指示研究員出具符合投資經理人特定目的之分析意見，即難謂符合投信投顧法第7條第1項所定「以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務」、第17條第1項所定「其分析與決定應有合理基礎及根據」，而有同法第59條第8款所指「未依投資分析報告作成投資決策」之情形。

4.投信投顧法第57條第2項授權投信投顧公會擬訂全委投資操作辦法，其中第54條第1項第3款規定：「受任人為全體客戶

01 決定委託投資資產運用時，應避免其與客戶或不同客戶之間
02 不公平或利益衝突之情事，處理原則如下：……□參與全權
03 委託投資相關業務人員不得接受客戶、有價證券發行公司、
04 證券商、期貨商、其他交易對象或其他有利益衝突之虞者提
05 供金錢、不當饋贈、招待或獲取其他利益……。」

06 5.依委託投資契約前言約定，勞金局同意撥付一部分勞工退休
07 基金、勞工退休金條例退休基金及勞工保險基金(委託資
08 產)，委託受託之投信業(受託投信業)經營有價證券、期貨
09 與選擇權交易投資業務(代客操作業務)，受託投信業本於資
10 產管理的專業經驗，於契約授權範圍內，遵照相關法令及遵
11 守投信投顧公會所定公約章則，忠實履行契約之義務，故須
12 有健全之風險控管機制與完善之內控制度，以確保委託資產
13 之安全(本院卷一第242頁至251頁)。該契約第3條第11項前
14 段約定，勞金局得視需要單方以書面通知委託投信業及保管
15 機構變更委託資產之投資方式、投資金額、交易限制、交易
16 範圍或種類及其他委託資產之運用方式等事項；第5條第4項
17 約定，勞金局為瞭解受託投信業運用委託投資資產情形，以
18 電話或其他方式之查詢，不得作為受託投信業投資決定之依
19 據(原處分卷二第112頁至116頁)。可知本件勞金局相關人員
20 有投資指示時，應採書面方式為之，復華投信不得將電話或
21 其他方式之查詢，視為其投資決定之依據。另該契約第13條
22 第4項約定，受託投信業運用委託資產時，如發現意圖干
23 涉、操縱、指示其運用或其他有損委託資產利益之情事，應
24 即通知勞金局(原處分卷二第223、224頁)。

25 6.復華投信經理守則第8點規定：「禁止收受或提供不當報酬
26 及收受饋贈或款待之規範：(一)本公司及其員工不應直接或間
27 接提供或接受不當之金錢、饋贈、招待或其他利益，而影響
28 其專業判斷能力與客觀執行職務。(二)本公司員工收受或提供
29 饋贈或款待之規範如下：1.與境外基金機構、總代理人、投
30 信事業、銷售機構及其人員進行基金銷售之一般業務拜訪，
31 每人每次自同一公司收受之款待價值以單價500元為限；每

01 次提供同一公司之同一對象以500元為限。每人每年自同一
02 公司收受之禮品價值以3,000元者為限；每年提供同一公司
03 之同一對象以3,000元者為限。2.非屬第1項所為之饋贈或款
04 待：(1)公司員工不得收受任何餽贈或款待，如有收受之必
05 要，需報請權責主管核准方得例外。……」員工因業務關係
06 而有受款待之必要時，復華投信於內部電子簽核系統設有接
07 受款待申請表，員工須至電子簽核系統填寫「接受款待申請
08 表」，並應填寫目的、款待者、款待日期、款待地點、同行
09 人員、款待原因等各項資訊，點選送出後由權責主管線上核
10 准，係復華投信基於避免利益衝突所為的防弊內規。

11 7.投信投顧法第104條規定：「投信事業及證券投資顧問事業
12 之董事、監察人、經理人或受僱人執行職務，有違反本法或
13 其他有關法令之行為，足以影響業務之正常執行者，主管機
14 關除得隨時命令該事業停止其1年以下執行業務或解除其職
15 務外，並得視情節輕重，對該事業為前條所定之處分。」可
16 知投信業之業務人員、受僱人(包括投資經理人)執行業務
17 時，不得有違反「投信投顧法第59條」及「本於法令或契約
18 規定投信事業不得為之」的行為，若有足以影響業務之正常
19 執行，被告即得依投信投顧法第104條規定，視情節輕重，
20 命令投信事業對其違規投資經理人為停止1年以下執行業務
21 之處分。

22 (二)原告確有於接受勞金局前國內投資組組長游迺文、遠百公司
23 大股東寶佳集團人員招待宴飲提及遠百股票，並透過邱明強
24 間接得知游迺文聯繫建議投資遠百股票後，基於其與游迺文
25 及寶佳集團人員接觸並受其等影響，而作成投資決定以系爭
26 全委投資專戶買進遠百股票共計433張，被告以其未依投資
27 分析報告即作成投資決策，未客觀公正為委任人決定投資標
28 的，已對委任人即廣大勞工之資產及權益造成重大損害，違
29 反投信投顧法第7條第1項、第58條準用第17條第1項及第59
30 條第8款規定，核屬有據：

01 1.經查，原告與邱明強經接受客戶人員勞金局國內投資組前組
02 長游迺文邀請，接受與游迺文、遠百公司大股東寶佳集團人
03 員於109年8月10日招待宴飲，其後並於109年8月13日、8月2
04 4日、8月28日等交易日，使用系爭全委投資專戶，買進遠百
05 股票共計433張。嗣因勞金局提前收回系爭全委投資專戶，
06 於109年12月24日至110年1月6日全數賣出遠百股票，共計虧
07 損769,264元(原處分卷二第122、123頁)，為原告所不爭
08 執，應為真實。

09 2.邱明強於刑事另案陳稱：「因為游迺文是算是我的主管單位
10 長官，所以游迺文找我去我就赴約……該餐廳是一家私廚，
11 ……另外我當時考慮到游迺文可能會詢問產業方面問題，所
12 以我就主動找劉建賢一同前往……之後我與劉建賢於9點多
13 先行離開，留下游迺文與寶佳的2個人繼續用餐。」、「我
14 也不知道是何人付錢」、「原先我離開時想支付餐費，但寶
15 佳的唐振堯堅持不讓我付錢……」、「我猜測每人約5、6,0
16 00元」、「我記得約於109年8月10日餐敘後隔1、2日，游迺
17 文還有打電話到我手機，跟我建議評估遠百是否值得投資，
18 但游迺文的意思我猜其實就是看好遠百，希望我們購買」
19 (原處分卷二第139頁至141頁)、「(問：109年間復華投信之
20 所以要以代操勞動基金買進遠百股票的原因，是否受到游迺
21 文的影響?)游迺文有建議，我們再做內部評估」(原處分卷
22 二第147頁)，足見游迺文除於109年8月10日餐敘時推薦買進
23 遠百股票外，餐敘結束後又再次向邱明強聯繫關於遠百股票
24 一事，及原告與邱明強決定買進遠百股票係受游迺文及寶佳
25 集團之影響。

26 3.原告於刑事另案偵查中陳稱：「游迺文在109年8月10日餐會
27 有提到這幾檔股票(指遠百公司、裕隆公司等股票)」(原處
28 分卷二第39頁)、「(問：在109年8月13日開始第一次買進遠
29 百股票前，有做相關的研究報告嗎?)我們有請陳周倫去作
30 研究，應該是在游前組長在8月10日餐宴時有講一次，提醒
31 我們去作研究，後來游前組長還有打電話給明強再提醒明強

一次。」(原處分卷二第55頁)，足見邱明強與游迺文聯繫後，有轉達原告及陳周倫等人關於游迺文對其所述關於遠百股票一事。

- 4.陳周倫於刑事另案偵查中陳稱：「(問：邱明強交代什麼?) 在109年8月12日之1至2週前，確切的時間我不清楚，劉建賢有交代我對遠百進行研究，所以我的認知應該邱明強是交代劉建賢這件事情。」(原處分卷二第163、164頁)「(問：為何劉建賢要求你上傳遠百的分析報告?)如我前述，劉建賢先要我分析遠百，並要我約訪遠百，但是後來他又急著叫我上傳分析報告，我就有問劉建賢是否不需要前往拜訪遠百。(問：為何劉建賢急著叫你上傳遠百的分析報告，而你要傳『能買進的對嗎』這個訊息給劉建賢?)因為通常基金經理人要在某個時間點買進，就會催我們上傳報告，因為我們報告上傳2個月內基金經理人才可以對該檔股票買進，超過2個月後過期，就無法引用分析報告，不能買進……。」(原處分卷二第164頁)。並有109年8月12日原告與陳周倫之通訊軟體Line對話內容，原告：「可以幫我傳2903報告嗎」、「長官交代的」，陳周倫：「好，沒問題」、「所以不用去call了?」，原告：「最好還是安排一下啦」，陳周倫：「好，我先傳報告，能買進的對嗎?」，原告：「是的」，陳周倫：「沒問題」，原告：「不好意思」，陳周倫：「應該的，賢哥辛苦了」等語在卷可查(原處分卷二第48頁)。可見邱明強前轉達原告及陳周倫之游迺文關於遠百股票所述內容，並非僅「推薦」遠百股票以供邱明強等人「研究」是否有投資價值，而係游迺文直接指示須買進遠百股票〔「長官交代的」、「(能買進的對嗎?)是的」〕，故邱明強及原告自有指示陳周倫製作符合投信投顧法第17條第1項、復華投信內控制度關於「投資決定作業」等規定之遠百公司投資分析報告之必要(「可以幫我傳2903報告嗎?」、「我先傳報告」)，以供其等買進遠百股票。

01 5.另參訴外人即統一投信股份有限公司(下稱統一投信)研究員
02 吳嘉哲於109年8月27日上午約10時使用通訊軟體Line與原告
03 聯絡，雙方對話內容顯示吳嘉哲(暱稱：派鵝)向原告表示：
04 「學長，偷偷問一下」、「你有被要求買遠百嗎」，原告則
05 回覆：「嗯嗯嗯」；接著吳嘉哲表示：「嗯嗯嗯嗯」；原告
06 再回覆：「點到為止」(原處分卷二第77頁)。益徵原告確係
07 受要求而買進遠百股票。

08 6.109年1月新冠肺炎疫情開始蔓延全球，造成同時期(同年1月
09 至同年4月間)國際及臺灣股票市場普遍重挫，遠百股票亦因
10 而連帶下跌。109年8月10日餐敘之參與人員包括屬於寶佳集
11 團之寶佳資產管理股份有限公司(下稱寶佳公司)董事暨執行
12 長、嘉源投資有限公司負責人唐楚烈之子唐振堯、寶佳公司
13 投資部門暨交易室主管邱裕元，渠等為使寶佳集團大量出脫
14 遠百股票之同時，其股價不會因持續下跌而影響渠等投資績
15 效表現，竟基於維持遠百股票交易價格不墜、炒作拉抬遠百
16 股票交易價格及造成遠百股票交易活絡表象之意圖，以不法
17 操縱遠百公司股價之手法，其中包括與前勞金局國內投資組
18 組長、投資策略小組委員游迺文謀議，由勞金局委託投資資
19 產之復華投信進場承接寶佳集團所出脫之遠百股票，以此間
20 接手段支撐遠百公司股價，游迺文、唐楚烈之子唐振堯及邱
21 裕元因透過109年8月10日餐敘之機會，向原告提及可投資遠
22 百公司，再於餐敘後由游迺文指示復華投信系爭全委投資專
23 戶之協管經理人邱明強，並間接通知原告違背其專業投資判
24 斷，以系爭全委投資專戶代為操作勞動基金之資金買進遠百
25 股票，使寶佳集團得於賣出遠百股票之同時仍維持遠百公司
26 股價不墜，進而使寶佳集團獲得不法利益等情，業據刑事另
27 案(臺灣臺北地方法院110年度金重訴字第10號)判決認定在
28 案。

29 7.綜上，原告未經申請，接受游迺文及寶佳集團人員之招待宴
30 飲餐敘，未迴避利益衝突，違反復華投信內規，基於其與游
31 迺文及寶佳集團人員之接觸並受其等影響，而作成投資決定

01 以系爭全委投資專戶買進遠百股票共計433張，為配合游迺
02 文與寶佳集團人員，遂行其以外部資金承接寶佳集團出脫之
03 遠百股票並同時維持遠百公司股價不墜之不法目的，故系爭
04 投資分析報告不能認為係原告得據以投資之依據。被告以原
05 告未依投資分析報告即作成投資決策，未客觀公正為委任人
06 決定投資標的，已對委任人即廣大勞工之資產及權益造成重
07 大損害，合計虧損769,264元，違反投信投顧法第7條第1
08 項、第58條準用第17條第1項及第59條第8款規定，核無違
09 誤。

10 (三)原告確有為遂行其受游迺文及寶佳集團人員之影響而決定買
11 進遠百股票之投資決定，指示研究員陳周倫配合迅速出具得
12 買進遠百股票之系爭投資分析報告，並立即引據系爭投資分
13 析報告下單買進遠百股票，被告以其先為投資決定再作成投
14 資分析報告，不符投信投顧法投資流程劃分及權責分立制衡
15 之制度目的，恣意做成投資決定，核屬有據：

16 1.研究員於投資分析階段作成投資分析報告供投資經理人引據
17 作成投資決定；投資經理人負責投資決定階段，出具投資分
18 析報告書載明引用研究員製作之投資分析報告為作成投資決
19 定的依據，故研究員之投資分析報告應具獨立性，不應基於
20 特定投資經理人之指示為買進特定有價證券之目的而製作，
21 否則投信投顧法之規範意旨及四大投資步驟之制度設計將流
22 於形式，而無法發揮實質上權責分工、相互牽制、制衡之功
23 能。

24 2.原告基於其與游迺文及寶佳集團人員之接觸影響，決定買進
25 遠百股票，再參陳周倫於刑事另案陳述：「(問：基金經理
26 人可否不管你們的研究報告，自己挑選買賣標的？)就我所
27 知，我們公司的基金經理人的下單系統有個管控機制，基金
28 經理人在買入時一定要引用我們分析部門的報告，才能買入
29 這檔股票……」「(問：為何劉建賢急著叫你上傳遠百的分
30 析報告，而你要傳『能買進的對嗎』這個訊息給劉建賢？)
31 因為通常基金經理人要在某個時點買進，就會催我們上傳報

告，因為我們報告上傳2個月內基金經理人才可以對該檔股票買進，超過2個月後過期，就無法引用分析報告，不能買進……。」(原處分卷二第163、164頁)；邱明強於被告所屬證券期貨局陳述：「……可以請研究員出分析研究，研究報告在2個月內有效，目標價格95%以下才可買進」(原處分卷二第187頁)；再依復華投信110年3月22日函說明及所附研究員自我管理系統可知，投資經理人之國內股票投資分析報告書須引用2個月內最新之研究報告(其後復華投信訂入內控制度，本院卷二第415、420頁)，足見原告於109年8月12日指示陳周倫製作得買進遠百股票之系爭投資分析報告，僅係為符合上開內規而有投資遠百股票之形式上依據。

3.關於陳周倫109年9月18日投資分析報告，原告亦有違法指示特定研究結果，抑且直接轉達另位投資經理人邱明強手稿供陳周倫謄寫為投資分析報告內容之情事：

(1)勞金局稽核人員於109年9月16日上午至復華投信就受全權委託代操之勞退基金部分進行稽核，於當日稽核前，勞金局企劃稽核組組長陳忠良業已聽聞市場上關於寶佳集團疑似操縱遠百公司股票股價之傳聞，並先行調閱代操勞退基金帳戶買入遠百股票相關資料，因此詢問邱明強關於買入遠百股票之情況，並告知邱明強：「外面有些傳聞，你不要涉入」、「不要虧錢」，為刑事另案判決所認定(刑事另案判決第213頁)，可證被告於109年9月16日上午已開始調查邱明強是否買入遠百股票，並涉及不法炒作情事。

(2)原告遂於109年9月16日約14時56分起使用通訊軟體Line與陳周倫聯絡：於同年月16日14時56分，原告先致電陳周倫，其後陳周倫留訊息：「感謝賢哥通知」；原告接著傳送1份邱明強手稿並回覆：「強哥」，陳周倫：「感謝」，原告：「譬如把2021EPS或是2022」、「估得漂亮一點」、「合理化目標價之類」，陳周倫再回覆：「好，瞭解，我來改一改」；同年月17日5時8分陳周倫傳送遠百公司之投資分析報告予原告：「賢哥，再麻煩看一下此版本是否有符合主管要

01 求，謝謝」，之後原告於19時許回覆：「強哥有講甚麼
02 嗎」；陳周倫回覆：「強哥說ok了，感謝」(原處分卷二第4
03 9頁至51頁)，可證陳周倫係於109年9月16日下午接獲原告致
04 電及訊息，告知應按照邱明強之指示，調升遠百股票之目標
05 價，以便合理化原告先前買進遠百股票之投資行為。

06 (3)觀諸該邱明強手稿之投資分析報告「投資建議」欄位內容
07 為：「疫情控制下臺灣內需購物回溫(詳原告簡報第26頁之
08 刑事另案勘驗，本院卷三第293頁下方)，零售銷售恢復成
09 長，加上受惠振興券商機，8月營收轉為正成長，獲利穩定
10 且預估股息殖利率仍有3%以上，優於現金部位，為穩定大
11 型權值股，故建議逢低配置偏多操作。」(原處分卷二第50
12 頁)，與陳周倫作成109年9月18日投資分析報告「投資建
13 議」欄位中之內容記載為「疫情控制下臺灣內需購物回穩，
14 零售銷售恢復成長，加上受惠振興券商機帶動8月營收亦轉
15 為正成長，獲利穩定且預估股息殖利率仍有3%以上，另現
16 金部位達百億以上，為穩定大型權值股，故建議逢低配置偏
17 多操作」(原處分卷一第99頁)，兩者論述及用詞幾乎相同。

18 (4)陳周倫於刑事另案陳述：「因為我報告引用數據有瑕疵，所
19 以要我更正」、「劉建賢用Line傳給我邱明強幫我用手寫加
20 註的文字，以強化對遠百買進的論述。所以我按照邱明強的
21 指示改完……」、「(問：為何你要調升目標價?)因為如果
22 9月18日目標價我沒有調升，基金經理人就沒辦法再繼續買
23 進，因為我們公司有設定股票價格超過分析報告中的目標價
24 的0.95倍以上，基金經理人不能買進。我記得當時劉建賢有
25 用Line跟我說合理化目標價……」、「『將價格由8月13日
26 報告中的29元調升到9月18日報告中的33元。另外在投資建
27 議，依照邱明強的手稿登載』這個部分沒有錯……。」(原
28 處分卷二第164、169頁)，可見邱明強斯時發現勞金局可能
29 因此發覺上揭犯行，遂立即於當日即109年9月16日下午透過
30 原告聯繫陳周倫，並傳送其手寫遠百公司投資建議文字草稿
31 翻拍照片，指示陳周倫修正系爭投資分析報告內容。

01 (5)刑事另案判決亦基於上述事證，認定陳周倫109年9月18日投
02 資分析報告所設定之目標價33元，虛偽不實(刑事另案判決
03 第212頁以下)。則被告以原告對研究員陳周倫製作投資分析
04 報告之結果及目標價有明確之指示及要求，更直接轉達邱明
05 強手稿，供陳周倫謄寫為投資分析報告內容，係直接且明確
06 地要求記載相關內容並指示特定分析結果，實質上核有先有
07 投資決定再作成投資分析報告，不符投信投顧法「投資流程
08 劃分及權責分立制衡」之規定意旨及四大投資步驟，違反投
09 信投顧法第58條第1項準用同法第17條第1項、第59條第8款
10 規定，核屬有據。

11 (四)系爭投資分析報告係陳周倫為配合原告買進遠百股票之投資
12 決定所作成，有多處明顯缺漏且缺乏合理依據，係為形式上
13 符合復華投信內部投資作業程序，並規避投信投顧法之監督
14 及規制，被告據以認原告違反投信投顧法第7條第1項、第58
15 條準用同法第17條第1項及第59條第8款規定，核屬有據：

16 1.108年年底新冠肺炎疫情爆發，整體經濟局勢及個股均受劇
17 烈衝擊而有重大變化，乃為周知之事實。比對陳周倫製作之
18 108年6月27日投資分析報告及系爭投資分析報告，前者目標
19 價為26元，後者為29元，上調目標價3元；然就「近況更
20 新」共計9項及投資風險等欄位之記載係完全相同(原處分卷
21 二第92、96頁)，系爭投資分析報告隻字未提及新冠肺炎疫
22 情及其對產業或個股所造成之影響，亦即自108年6月27日至
23 製作系爭投資分析報告之109年8月13日間，均無任何整體經
24 濟局勢及個股受到如何之重大變化之記載；又系爭投資分析
25 報告第1頁右上角「EPS數據表格」記載西元2017年至2019年
26 之EPS數據，與108年6月27日製作之投資分析報告第1頁右上
27 角「EPS數據表格」年份完全相同，是有關年份記載有未予
28 更新之草率違誤；再就「投資建議」108年6月27日記載「評
29 等逢低買進，目標價後方括號內記載「2019年BVPS、1.18xP
30 BR」，理由：結構上雖中國營運受電商影響持續調整且臺灣
31 地區營運成長有限，然考量股價長期整理籌碼乾淨，且公司

01 內部啟動成本費用控管並導入智慧型商場可望創意商
02 機……，建議偏多操作等語，系爭投資分析報告記載幾乎完
03 全沿用，僅更改目標價後方括號內「2021年BVPS、1.28xPB
04 R」之記載。被告以系爭投資分析報告關於股價淨值比(PBR)
05 1.28之記載，係陳周倫先將每股目標價預設為29元，再反推
06 出前開1.28之數據，並提出刑事另案判決及陳周倫系爭投資
07 分析報告Excel電子檔計算公式表格為據(原處分卷二第231
08 頁)，原告雖不否認其使用Excel電子檔推算每股目標價29元
09 之股價淨值比，然其主張係為避免目標價經四捨五入呈現為
10 整數後，致使股價淨值比倍數產生換算誤差，於系爭投資分
11 析報告Excel電子檔中重新驗算之故。然綜觀2份投資分析報
12 告幾乎雷同之內容，又有EPS年份記載之草率疏誤，且完全
13 無從看出股價淨值比之估價方法，又無何以上調目標價由23
14 元至29元之合理說明，顯不符合投資分析報告應具備之專業
15 性。從而，被告認定陳周倫系爭投資分析報告所載之每股目
16 標價是先預設為29元，再依Excel電子檔計算公式回推得出
17 股價淨值比1.28之結論，即非全然無稽，益徵原告確有指示
18 陳周倫製作能買進遠百股票之系爭投資分析報告，以供其作
19 為形式上符合復華投信內規之要求之事實。

20 2.更況，遠百股票之籌碼面自108年6月間因寶佳集團及遠東集
21 團相互競逐收購遠百股票，而有因市場操作造成股價不正常
22 上漲之趨勢，有新聞報導、公開資訊觀測站查詢資料及臺灣
23 證券交易所個股成交資訊可參(本院卷三第151頁至166頁)；
24 另觀公開資訊觀測站查詢資料之月營業收入資訊(本院卷三
25 第137頁至142頁)，遠百公司於109年2月至7月之月營業收入
26 淨額，增減百分比分別為-6.47、-6.45、-8.79、-7.62、-6
27 .85、-6.00%，其財務狀況亦難認得以持全面樂觀之評價。
28 然系爭投資分析報告，並未審酌公開資訊所顯示遠百公司於
29 109年上半年各項財務狀況皆呈現明顯衰退之事實，反係在
30 未附具客觀呈現、合理依據之情形下，逕行調高遠百股票之
31 目標價，並無視遠百股票價格之不正常上漲之相關訊息，逕

01 自於系爭投資分析報告中稱「公司籌碼乾淨」並據以調高目
02 標價，顯不具客觀性及專業性。

03 3.基上，原告指示陳周倫出具有明顯缺漏且無合理依據之系爭
04 投資分析報告，致陳周倫未恪守「研究員對個股進行分析
05 時，應分別就個股目標價、投資評等、個股特性、投資建議
06 及建議理由之面向審慎求證、客觀分析，始得出具投資分析
07 報告」之責，紊亂投資四大步驟及權責劃分，規避投信投顧
08 法之監督及規制，被告據以認原告違反投信投顧法第7條第1
09 項、第58條準用同法第17條第1項及第59條第8款規定，核屬
10 有據。

11 (五)原告下述主張，均不足採，說明如下：

12 1.原告主張其於109年8月10日餐敘後買進遠百股票，係基於其
13 自身專業判斷，其前於109年上半年間已看好內需股，於109
14 年6、7月間，已請研究員陳周倫及莊雅婷研究包括遠百股票
15 之相關民生消費類別內需股，於109年7月16日已看好遠百股
16 票，故與協管經理人王偉年、秦銘徽、邱明強等人討論後做
17 出買進遠百股票之決定，游迺文僅為研究遠百股票之建議，
18 原告非受其指示及影響買進遠百股票云云。惟查：

19 (1)證人陳周倫於本院證稱：109年6、7月間原告要我研究內需
20 股，遠百是龍頭要研究是常識不需要說，於系爭投資分析報
21 告提出時即109年8月13日前2、3個禮拜間，原告到我旁邊詢
22 問對遠百股票的看法遠百怎麼看，我用遠百公司財務預估數
23 字等資料，計算出1個數字，才跟他說遠百股票可以投資，
24 我還有跟他說我在拜訪寶雅的時候，財務長說狀況好轉，整
25 個內需感覺起來YoY(年對年)數字已經好轉(本院卷二第32
26 0、321頁)；當時原告的意思是希望我去拜訪一下公司，所
27 以當下報告沒有上傳，遂有原告：「可以幫我傳2903報告
28 嗎？」伊我：「好沒問題」「所以不用去call了？」的對話
29 (本院卷二第312頁)。惟依上開證詞，並不能證明原告與陳
30 周倫於109年6、7月間早已研究遠百股票之事，原告主張是
31 否屬實，即非無疑。

01 (2)綜觀原告所提關於遠百股票以外或遠百股票之相關分析報
02 告，包括統一綜合證券股份有限公司(下稱統一證券)109年5
03 月29日產業評析(本院卷一第25頁至31頁)、日盛投信股份有
04 限公司109年7月17日訪談報告(本院卷一第33頁至38頁)、宏
05 遠證券投資顧問股份有限公司109年7月20日遠百公司研究報
06 告(本院卷一第59頁至63頁)、統一證券109年7月21日投資速
07 報(本院卷一第39頁至45頁)；復華投信研究員莊雅婷出具10
08 9年8月5日晶華公司股票投資分析報告(本院卷一第632、633
09 頁)等，均無從證明原告於109年8月10日餐敘以前，已有關
10 於遠百股票之專業分析資料存在之事實。

11 (3)原告雖提出109年7月16日與他人之通訊軟體Line群組對話紀
12 錄，據以主張其早就看好遠百股票，惟前開對話紀錄，原告
13 僅有表示：「餐飲營收都很好耶」(本院卷三第51頁)，並無
14 具體看好遠百股票的說法；且原告於刑事另案中自承：前開
15 群組都是投資界的朋友，其等會彼此討論對傳統產業股的看法，
16 109年7月14日至16日忘記為何會突然討論到遠百，群組
17 中施昶成發現亞東集團在買自己家的股票，陳柏光就回說被
18 寶佳買上去就沒看了。當時原告對遠百股票沒有興趣，所以
19 沒有參與這段討論等語(原處分卷二第43頁)，可見並無原告
20 早看好遠百股票之事，亦可見被告所提出108年10月30日關
21 於寶佳集團布局買進遠百股票，媒體所報導之事(本院卷三
22 第151、152頁)，原告身為對傳統產業熟悉之投資經理人，
23 不可能對上情一無所知。且衡情倘若真有原告早於109年7月
24 底即已請陳周倫研究傳產內需股，陳周倫當時並已製作由研
25 究員出具之投資分析報告，且向原告表示可買進遠百股票等
26 節，原告又何須於109年8月12日通訊軟體Line中向陳周倫強
27 調係「長官交代的」，陳周倫又何必向原告詢問「能買進的
28 對嗎」。足見原告非於109年6、7月間已告知陳周倫研究遠
29 百股票，而陳周倫亦未於109年8月10日餐敘前，已為遠百股
30 票之研究分析，係於109年8月間因游迺文指示後，原告始告
31 知陳周倫關於遠百股票一事，原告主張，尚非可採。

01 2.原告主張投資基金經理人請研究員研究個股，研究員當日上
02 傳報告，投資基金經理人催促報告，為投信實務正常運作之
03 一環，符合投資四大步驟(四大流程)，且系爭投資分析報告
04 亦無任何不實記載，亦無違反復華投信之內控規定：

05 (1)證人邱明強於本院證稱：投資經理人發現某個股有投資機
06 會，可以請研究員研究並出具或更新研究報告，投資經理人
07 亦可以自行研究，研究員撰寫研究報告時，投資經理人會指
08 導研究員或與研究員討論，也會給研究員修改建議。因為股
09 市瞬息萬變，基於上漲時效性投資經理人會去催促研究員趕
10 快產出報告並上傳。復華投信的晨會針對研究員所撰擬的研
11 究報告都會討論，再據實調整(本院卷二第326、327、328
12 頁)；證人秦銘徽亦有類似之證詞(本院卷二第342頁至350
13 頁)，並證稱：「(問：在復華投信，若研究員沒有出具買進
14 的研究報告，經理人有辦法買嗎?)一定要有研究報告，但
15 不一定是負責分析師寫的，經理人也可以出具研究報告，分
16 析師可能本身也是經理人」、「(問：你在指導的時候是否
17 會告訴研究員要將目標價估的漂亮一點、告知目標價為何?)
18 有時候會，因為我有時候怕研究員會被罵……」
19 「(問：那你會告訴研究員說我覺得你寫得太保守了，我認
20 為應該35或40元嗎?)會，常常會這樣。」(本院卷二第34
21 2、358、359頁)。

22 (2)然參證人王偉年於刑事另案陳稱：「(問：你會在研究員出
23 分析報告前，就跟研究員說請他去合理化目標價嗎?)這件
24 事一定不會，因為EPS是從營收慢慢一步一步評估下來，不
25 是先有EPS再從上面估下來，從我們剛開始做研究員就是這
26 樣教導的，我們要衡量所有總體面及基本面，去做合理的公
27 司財務預估，做出來的EPS，我們不會先有EPS才做營收。」
28 「我的作法是如果我覺得有機會，我會請他去研究，請他把
29 研究的想法、結論跟我講，跟我有相符時，我們會繼續討
30 論，……我不會先把結論告訴他說我想買，或是EPS要多
31 少……」(參刑事另案判決第215頁，本院卷二第203頁)，經

核研究員於評估個股目標價時，應本於個股基本面及總體經濟面等各方面因素表現，從個股營業收入等相關財務報表最新數據，計算個股每股盈餘之數值後，研究員始得以擇定之評價方式(本益比法、股價淨值比法等不同方式)計算、評估個股目標價，始符研究員之專業性，所提出之投資分析報告方有參考價值，否則充其量只是附會之見。

(3)觀諸原告與陳周倫於109年9月16日至同年月17日之通訊軟體Line對話內容可知，原告於陳周倫尚未評估遠百股票前，即已直接干涉或指示陳周倫就個股目標價之估價(「譬如把2021EPS或是2022」、「估得漂亮一點」、「合理化目標價」)，甚至直接傳送邱明強手寫關於遠百公司投資分析報告中投資建議事項之草稿內容，顯與上開所述之個股投資分析流程顯然不合，雖證人邱明強證稱投資經理人會催促研究員儘速撰寫投資分析報告以利下單投資；證人秦銘徽亦證稱投資經理人可以直接向研究員告知目標價等語，然其等所述已與證人王偉年前開所述不同，且王偉年所述研究員與投資經理人雖可以互相討論，但各自的投資看法仍具獨立性，較符合投資四大流程之制度設計，亦較諸證人秦銘徽所述可信性較高。更況，邱明強與原告均參加109年8月10日餐敘，並共同違犯投信投顧法第105條之1第1項前段之背信罪，證人邱明強之證詞衡情難免互相迴護，故證人邱明強、秦銘徽所述，不足採信。

(4)參諸證人邱明強於本院證稱：109年8月10日餐敘後，我先單獨和原告討論飯局內討論的投資標的，過一兩天後，游迺文打電話給我，建議我研究一下遠百，我請原告與陳周倫討論一下遠百是否值得投資，如果值得的話就寫報告來(本院卷二第337、338頁)。另參前揭邱明強於刑事另案之陳述(即七、(二)2.部分)，益見原告本件投資決定係受109年8月10日餐敘後游迺文、邱明強指示結果之影響。投信投顧法第59條第8款後段「投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根據」之情形，只有在「能提供合理解釋」之情形，始得進行投資

行為，非謂研究員得不於投資分析報告記載分析依據；或得以研究員未記載分析依據之投資分析報告，嗣後再回頭提供其投資分析報告內所載「買進或指定結果內容」之解釋，以合理化投資經理人之投資行為。原告及邱明強前與客戶勞金局所屬人員游迺文及寶佳集團人員進行不當接觸並受其影響，原告嗣為買進遠百股票，指示陳周倫配合製作得買進遠百股票之系爭投資分析報告，以形式上符合須有研究員製作之投資分析報告，始得進行投資之規定；在邱明強發現可能遭被告調查之際，遂再以手寫稿指導陳周倫製作109年9月18日投資分析報告，用以掩飾不法弊端，在此情形下，實難以期待原告買入遠百股票係基於其專業知識的獨立判斷，原告雖一再主張陳周倫製作之2份投資分析報告於形式上均合法，惟仍難認其內容具有合理依據。

(5)原告主張系爭投資分析報告並無違反復華投信之內規，並以另案即本院110年度訴字第1439號案復華投信陳述意見狀(本院卷二第405頁至413頁)、復華投信110年3月11日復信經字第1100000171號函(原處分卷二第209頁至217頁)、復華投信110年3月22日函(本院卷二第415頁至430頁)為據，惟復華投信之內規本有投資經理人之國內股票投資分析報告書須引用2個月內最新之研究報告(即投資分析報告)，已如前述，復華投信僅係遭被告認為未訂入內控制度，尚有缺失，方於事後修改內控制度加以明文(本院卷二第415、420頁)，是縱使於原告行為時復華投信內控制度未明文規定前揭程序，實則復華投信之人員均知悉投資經理人之國內股票投資分析報告書必須引用2個月內最新之研究報告。準此，益見原告於109年8月12日指示陳周倫製作得買進遠百股票之系爭投資分析報告，僅係為有投資遠百股票之形式上依據，原告此部分主張，不足為據。

3.至原告主張其出席109年8月10日餐敘，未有受游迺文與寶佳集團人員招待之意，難謂違反復華投信經理守則第8點及全委投資操作辦法第54條第1項第3款之規定云云。惟查，原告

與邱明強係經勞金局所屬人員游迺文之邀請接受招待宴飲，而游迺文為其等全權委託投資業務「客戶」之所屬人員，原告身為系爭全委投資專戶之投資經理人，卻接受客戶勞金局所屬人員之招待宴飲，甚至有媒體已報導正在布局買進遠百股票之寶佳集團人員在場，談論話題具體提及推薦投資遠百股票，原告亦自承該次宴飲未曾支付餐費，當屬違反前述復華投信經理守則第8點及全委投資操作辦法第54條第1項第3款所定，投信事業人員不得接受不當餽贈或招待之規定。況前開規定即在防免投資經理人因接受客戶不當之金錢、饋贈、招待或其他利益，影響其專業判斷與客觀執行職務之能力。綜觀本件情形，原告與邱明強因參加109年8月10日餐敘，涉及利益衝突卻未為迴避，違反作為投信事業全權委託投資經理人之職業操守，且有前述故意違規之不法情事至明，原告以其主觀上無受有不當利益之認識，主張未違反前開內規，仍不足為有利原告之認定。

(六)原告接受勞金局前國內投資組組長游迺文、遠百公司大股東寶佳集團人員招待宴飲餐敘提及遠百股票，並透過邱明強間接得知游迺文聯繫建議投資遠百股票後，基於其與游迺文及寶佳集團人員之接觸並受其等影響，而作成投資決定以系爭全委投資專戶買進遠百股票共計433張，有未依投資分析報告即作成投資決策，未客觀公正為委任人決定投資標的，足以損害廣大勞工之資產等權益；其為形式上符合復華投信內規，指示研究員陳周倫配合迅速出具得買進遠百股票之系爭投資分析報告，並立即引據系爭投資分析報告下單買進遠百股票，有先為投資決定再作成投資分析報告情事；陳周倫為配合原告買進遠百股票出具多處明顯缺漏且缺乏合理依據之系爭投資分析報告，原告不顧其缺失，仍迅予採用據以下單買進遠百股票，有非依據投資分析報告作成投資決定，規避投信投顧法之監督及規制，難認有以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務，違反投信投顧法第7條第1項、第58條準用同法第17條第1項及第59條第8款規

01 定，被告依同法第71條第1項及第104條規定，以原處分命令
02 復華投信停止原告1年業務之執行，並以本件相關人員之違
03 規行為中，陳周倫依原告指示出具顯有缺失之2份投資分析
04 報告，其違反法令情節較原告輕微，故處以停止職務兩個
05 月；邱明強參與109年8月10日餐敘寶佳集團宴飲邀約，亦是
06 本件接受游迺文直接指示買進遠百股票之人，違反法令情節
07 較原告重大，故處以解除職務，而原告違規行為介於兩者之
08 間，故審酌原告違反法令情節輕重，被告裁處停止其職務1
09 年(本院卷二第57頁)，符合投信投顧法第104條規定，且亦
10 難認有違反比例原則等違法。

11 八、從而，原告主張各節，均無可採，本件被告所為原處分，並
12 無違誤，訴願決定予以維持，亦無不合。原告仍執前詞，訴
13 請確認原處分為違法，為無理由，應予駁回。

14 九、本件事證已臻明確，兩造其餘主張、陳述及證據，均無礙本
15 院前開論斷結果，原告證據調查事項於判決結果亦無影響，
16 爰不予一一論述，併予指明。

17 十、結論：原告之訴為無理由，判決如主文。

18 中 華 民 國 113 年 6 月 27 日

19 審判長法官 許麗華

20 法官 傅伊君

21 法官 郭淑珍

22 一、上為正本係照原本作成。

23 二、如不服本判決，應於送達後20日內，向本院高等行政訴訟庭
24 提出上訴狀，其未表明上訴理由者，應於提出上訴後20日內
25 補提理由書；如於本判決宣示或公告後送達前提起上訴者，
26 應於判決送達後20日內補提上訴理由書（均須按他造人數附
27 繕本）。

28 三、上訴未表明上訴理由且未於前述20日內補提上訴理由書者，
29 逕以裁定駁回。

30 四、上訴時應委任律師為訴訟代理人，並提出委任書（行政訴訟
31 法第49條之1第1項第3款）。但符合下列情形者，得例外不

01
02

委任律師為訴訟代理人（同條第3項、第4項）。

得不委任律師為訴訟代理人之情形	所需要件
(一)符合右列情形之一者，得不委任律師為訴訟代理人	1. 上訴人或其代表人、管理人、法定代理人具備法官、檢察官、律師資格或為教育部審定合格之大學或獨立學院公法學教授、副教授者。 2. 稅務行政事件，上訴人或其代表人、管理人、法定代理人具備會計師資格者。 3. 專利行政事件，上訴人或其代表人、管理人、法定代理人具備專利師資格或依法得為專利代理人者。
(二)非律師具有右列情形之一，經最高行政法院認為適當者，亦得為上訴審訴訟代理人	1. 上訴人之配偶、三親等內之血親、二親等內之姻親具備律師資格者。 2. 稅務行政事件，具備會計師資格者。 3. 專利行政事件，具備專利師資格或依法得為專利代理人者。 4. 上訴人為公法人、中央或地方機關、公法上之非法人團體時，其所屬專任人員辦理法制、法務、訴願業務或與訴訟事件相關業務者。
是否符合(一)、(二)之情形，而得為強制律師代理之例外，上訴人應於提起上訴或委任時釋明之，並提出(二)所示關係之釋明文書影本及委任書。	

03
04

中 華 民 國 113 年 6 月 27 日
書記官 劉聿菲