

法與勞工退休金條例之退休金制度)；三是每個人對其自身生活的規劃(如個人儲蓄、理財投資等)。為因應人口老化，各國紛紛鼓勵國民為自身退休生活預作準備，勞工自願提繳之退休金，多係自當年度所得中扣除，而於領取時始併入所得課稅。我國雇主為其勞工退休生活負擔的部分，包含舊制提撥勞工每月薪資總額的2%-15%、勞工保險(含就業保險)費率6.5%中的7成，合計已達勞工工資的6.55%-19.55%；但勞工個人為其老年生活負擔的部份僅有勞工保險費率5.5%中的1成，約佔勞工工資的1.1%，與國外相較，勞工個人儲蓄部分尚有極大的空間可再提升。為改變勞工個人為其退休生活預作準備之比重過低之現況，勞委會力爭勞退新制除雇主需為強制適用之勞工提繳退休金外，勞工亦可依其意願在每月工資6%的範圍內自願提繳。在提繳及領取退休金年度均享有定額免稅的優惠下，勞工朋友應該多多利用，政府亦應對於此項制度應多加宣導。

(六) 協助保險業扮演穩健之退休金管理者

保險公司長期資產管理的專業價值是其他金融機構所無法取代的，勞退新制在個人專戶制外，開闢允許投保年金保險，開放保險業參與勞工退休金之同時，保單型態固然可以朝多元的型態發展，期待看到保險業者能跳出比較短期的投資收益的框架，轉化為為扮演保障與資產管理者的角色，除了利潤外，還必須有敏銳的風險觀念。目前勞委會與金管會已陸續展開保單審查作業，保險商品即將上市，惟面對勞工對保險商品及民間保險業者普遍仍存有相當疑慮之情形下，如何提昇各界之信賴，業者及主管機關仍必須努力。



(七) 開放自營作業自願參加提繳

勞退新制的強制範圍已擴及定期契約工、派遣勞工、部分工時工作者、工讀生、臨時人員等各式非典型工作者，惟自營作業者因無僱用者，並無雇主為其提繳退休金，全然須靠自己累積退休金，而勞退新制卻未將其納入鼓勵自願提繳之範疇。自營作業者與勞工同為對經濟發展具有貢獻者，自宜開放自願提繳並給予稅賦優惠。

(本文作者 行政院勞工委員會勞動條件處科長)



淺談退休基金的投資管理

徐燕山

壹、前言

台灣勞工退休新制(確定提撥制)於2005年7月開始實施，雇主與勞工每個月所提撥的金額達新台幣80億元，換句話說，新制退休金將以每年新台幣1,000億元的速度增長，連同舊制勞工退休基金(確定給付制)的新台幣4,000億元、勞保基金的4,300億元、及公務人員退撫基金的2,800億元，台灣目前的退休基金規模已達新台幣1兆2,000億元。預估在未來十年期間，退休基金規模將成長至少一倍以上，總規模將達新台幣2兆5,000億元以上。針對如此龐大的退休基金規模，如何做好投資管理，以提升勞工的退休福利及降低納稅人的負擔，是值得探討的課題。

退休基金管理所涉及的層面深且廣，從退休基金治理委員會的組織架構，退休基金的使命、政策、及策略，到退休基金投資管理形式，都會影響到退休基金的管理績效。本文僅就投資管理的相關層面加以分析探討，或可供退休基金在制定投資政策及執行投資決策上的參考。

貳、退休基金的投資目標

退休基金的首要目標是確保基金利害關係人 (stakeholders) 的利益或投資報酬。以勞保基金而言，這些利害關係人包括受益人 (勞工朋友) 與納稅人；受益人於退休時，勞保基金要能如期地支付老年給付，同時並力求降低納稅人對勞保基金經營的負擔。退休基金的另一個目標是以可接受的成本來經營退休基金。

在第一個目標中，有二個互相衝突的子目標，首先，為了受益人的利益著想，勞保基金應試圖降低提撥率，或追求較高的投資報酬，因此，基金的投資勢必採取風險較高的投資組合。但另一方面，高風險的投資策略，可能會帶來較大的投資損失，造成勞保基金資產與負債間的缺口，政府可能必須以稅收或提高提撥率來彌補基金的缺口。

退休基金在這兩個互相衝突的子目標取得妥協，及在政府願意承擔多少成本 (稅收的傾注) 的考量下，制定退休基金的投資目標：可接受的預期報酬區間與可容忍的投資風險區間。

參、資產配置決策

在確立基金的投資目標之同時，資產配置決策也接著可以確定，所謂資產配置就是決定各資產種類的投資比率，在進行資產配置決策之前，必須先決定資產種類的數目，一個基本原則是資產種類少優於多，另一個考量因素是資產種類間的相關性不宜太高，否則，應去除掉相關性高的其中一項資產種類。

資產種類可以分為傳統資產種類與非傳統資產種類 (又稱為另類資產種類) 兩大類。傳統資產種類具有一定程度的市場流動性，包括上市上櫃交易的權益證券與債務證券。權益證券種類又可以分為國內權益證券與國外權益證券；而國外權益證券又可細分為已開發市場的權益證券及新興市場的權益證券。同樣地，債務證券可以分為國內與國外債務證券。

非傳統資產種類的市場流動性較差，包括絕對報酬 (即對沖基金)、實物資產、與私募權益證券，絕對報酬策略利用市場效率性低的特性，建構套利投資部位，而此投資部位與



傳統權益證券及債務證券間的報酬相關性極低或沒有任何相關性。

實物資產種類包括房地產與各類金屬商品；基本上，這些資產種類的市場流動性比傳統資產種類差。近期受到投資大眾熱愛的REITs則是具有較佳的市場流動性。

最後，私募權益證券主要是新創事業公司籌募資金的重要管道，投資私募權益證券須長期持有，等待新創事業公司上市上櫃後，獲取投資利益，創投基金專長於此項投資業務。

退休基金考量基金可接受的期望報酬及可容忍的投資風險目標後，據以決定基金的資產配置比率。而在同時，退休基金也會參考同儕的資產配置比率，以降低基金的同儕風險 (peer risk)，換句話說，基金本身的資產配置比率不要與其它退休基金的配置比率有太大的差異性。

(一) 先進國家的退休基金之資產配置

Brinson, Hood 與 Beebower(1986)指出資產配置決策可以解釋各退休基金間的報酬差異性達90%以上。換句話說，選股策略與擇時策略合計起來只能解釋不到10%的退休基金間的報酬率差異性。這項研究結果指出資產配置決策的重要性。

先進國家退休金制度的發展大抵均先於開發中國家，因此先進國家退休基金的資產配置，也可供國內退休基金制定資產配置上之參考。(表一)列出一些先進國家退休基金的

(表一) 主要退休金管理國家之資產配置 (百分比, %)

國家	本國股票	國外股票	本國債券	國外債券	現金	不動產	其他
澳洲	31	22	17	5	6	12	7
日本	27	17	32	13	5	1	5
荷蘭	7	36	8	32	4	5	8
瑞典	21	16	29	26	2	6	0
瑞士	12	13	30	16	10	15	4
英國	39	28	12	3	3	6	9
加拿大	28	28	37	1	2	2	2
美國	46	17	26	1	1	4	5

資料來源：UBS “Pension Fund Indicators 2004”
JPMorgan “New Sources of Return Survey 2005”
JPMorgan “Evolving Trends of Canadian Pension Plans Survey 2005”

資產配置統計資料，這些資料的截止期間是西元2003年底（美國與加拿大的截止期間是2004年底）。在當時，日本、瑞士、及加拿大三國均設定退休基金投資國外的上限比率為30%，其他國家則未加任何比率限制。在2005年，日本與加拿大取消了國外投資的上限比率限制。

雖然，其他國家對於國外投資未加以設限，但表一的統計資料顯示出，這些先進國家的資產配置著重在國內資本市場上。換句話說，本國股票與本國債券的整體配置比率均高於國外股票與國外債券的總和配置比率，唯一例外的國家是荷蘭。在1995年以前，荷蘭政府對於退休基金的資產配置有嚴格限制，造成退休基金的資產配置集中在政府公債與房地產上，但在1995年中，荷蘭政府取消了所有退休基金的投資限制，形成荷蘭退休基金配置較高比率的資金在國外市場上。

其次，就股票配置比率來看，英國、美國的股票市場規模均相對較大，造成這兩個國家的退休基金配置高達40%左右的資金在國內股票上。但英國與美國的國外股票配置比率也有28%與17%之多；日本、加拿大與澳洲的國內股票市場規模也不算小，因此該國退休基金的國內股票配置也較高，分別為27%，28%與31%，但同時這些國家退休基金的國外股票配置也不低，分別為17%，28%與22%；最後，荷蘭、瑞典、與瑞士的國內股市規模相對較小，因此，這些國家的國外股票配置比率（分別為36%、16%、13%）與國內股票配置比率（分別為7%、21%、12%）相較就不算低。荷蘭與瑞士的國外股票配置比率甚至超越國內股票配置比率。

另外，就債券配置比率而言，除了荷蘭與瑞典兩國退休基金配置較多資金在國外債券（配置比率分別為32%與26%）外，其他國家退休基金的國外債券配置比率均較低，英國、

美國、加拿大與澳洲等四國退休基金的國外債券配置比率均甚低，介於5%與1%之間。這些國外債券配置比率表面上看起來差異性蠻大，但進一步探究之後得到的結論是這些國家的外幣債券配置比率均很低，因為荷蘭與瑞典的國外債券大多是投資在歐元地區的債券，因此，若以本國幣別與外國幣別來分析這些國家的債券配置比率，我們可以看出這些國家退休基金的外幣債券配置比率均甚低。

為何外幣債券的配置比率甚低呢？外幣債券所提供的收益率或許高出本國債券收益率甚多，例如：目前美國政府公債與我國政府公債利差在3%之上，但美金與台幣間的匯率避險成本也達3%以上，因此，扣除避險成本之後，投資外幣債券的報酬率與投資國內債券的報酬率並沒有多大差異。另外，國外債券對於國內經濟變化的價格反應是不容易預測，例如：國外經濟發生通貨緊縮（通貨膨脹）時，國內經濟是否也發生通貨緊縮（通貨膨脹）呢？國外央行調升市場利率，國內央行是否也採取相同的步驟呢？若不是的話，那麼我們就很難判斷國外債券對於國內經濟變化的價格反應，而國外債券的風險分散功用也就大大地降低了！

最後，另類資產種類的配置比率，包括房地產與其他這兩個項目，介於4%到19%之間。其他項目包括絕對報酬策略與私募權益證券，這些統計資料顯示出有些退休基金已配置不少的資金比率在這兩個項目上。

（二）國外退休基金資產配置的啟示

1. 權益證券的配置

美國、英國與日本的國內股票市場規模分居全世界各國股票市場規模的第一位至第三位，而在這三個國家股票市場上掛牌交易的有來自世界各國知名公司，因此，這三個國家退休基金經由國內股票市場就可以從事部分的國外公司股票的投資，例如：CalPERS經由美國本地交易所買進美國存託憑證（ADRs），就可以進行國外股票投資，造成這些國家退休基金的國外投資比率低於其國內股票投資。

荷蘭、瑞典、瑞士、及加拿大等國的國內股票市場規模相對較小，且在該國股票市場上市買賣的公司大多數是本國企業，因此，這些國家的退休基金為了達到投資風險分散的最大果效，其國外股票的配置比率與國內股票的配置比率間的差距會較小，例如：瑞典與加拿大，而荷蘭與瑞士的國外股票配置比率則大於其國內股票的配置比率。

台灣國內股票市場規模小於美國、英國與日本等國的股票市場規模，而在國內股票市場上市買賣的股票，大抵是國內企業所發行；因此，台灣退休基金所面臨的情況類似於加拿大，瑞典、荷蘭、及瑞士等國退休基金所面臨的情境。為了追求較大的投資風險分散的效果，台灣退休基金有必要調整國內股票與國外股票投資至相當的配置比率。甚至國外股票的配置比率可以高出國內股票配置比率。

2. 債券證券的配置

若以本國幣別與外國幣別來劃分債券的配置比率，除了日本與瑞士兩國配置較高的比率在國外債券外，其他國家的外幣債券配置比率均在5%或低於5%；投資者配置資金在債券上，尤其是政府公債，是看重債券的保險功能或它的風險分散作用，所以，投資者願意犧牲權益證券的較高報酬，以換取此項保險功能；當股票市場出現市場危機之時，例如：在1997年的亞洲金融風暴期間，投資者會將資金從股市抽離，投入安全性較高的政府公債。(表一)內各國退休基金均會配置相當比率資金在本國幣別債券上。而有國外投資上限規定的三個國家(日本、瑞士、加拿大三國的國外投資上限為30%)，它們的本國債券配置比率高達30%或30%以上。這些結果顯示出，退休基金追求債券的保險功能，以本國幣別債券為主要工具。

目前，台灣退休基金投資美國市場債券，雖然，可以獲取較高收益率，但扣除避險成本後的報酬率，與國內債券的收益率並沒有多大差異。因此，台灣退休基金似乎也宜由本國債券來擔任債券分散風險的角色，而國外債券則只擔任配搭角色。但考量國內債券市場規模較小，國外債券配置比率可以稍稍提高。

3. 另類資產的配置

(表一)的資料顯示出，退休基金在另類資產(不動產與其他)的配置從5%到15%不等的配置比率。退休基金已慢慢地將絕對報酬策略(對沖基金)納入作為一項資產種類，絕對報酬策略的報酬與股票市場的報酬之間的相關性低，而絕對報酬策略的風險大抵與債券風險相等，但它的報酬則介於股票報酬與債券報酬之間。絕對報酬策略的這些特性相當符合退休基金的投資需求，因此，越來越多的退休基金會將其納為一項資產種類。

台灣退休基金也可以考慮將絕對報酬策略視為一項資產種類，然而，大多數的對沖基金或對沖基金的基金(Funds of Hedge Funds)都在外國設立登記，因此，台灣退休基金在投資對沖基金之前的查核工作(Due Diligence)就顯得相當重要。另一方面，台灣退休基金可經由降低少許國內股票或國內債券配置比率，將其轉移投資到絕對報酬策略，以獲取較多的投資風險分散效果。

肆、資產配置政策的執行

退休基金一旦制定了資產配置政策後，就要將它付之執行，而資產配置政策的執行涉及下面三個層面的決策：

(一) 主動性投資管理或被動性投資管理

對於各項資產種類的投資管理，退休基金應採取主動型態管理或被動型態管理，抑或混合這兩種管理型態呢？這個問題的答案端視所要投資的資產市場效率性、退休基金投資管理人員專業知識、及退休基金所能動用的資源而定。當市場效率性越高、投資管理人員的素質較弱、而退休基金所能動用的資源越少時，退休基金宜著重在被動式的投資管理型態；相反地，市場效率性越低，人員素質較高，而資源越豐富時，則可以採取較多的主動性管理。





一般而言，已開發國家的資本市場效率性較高，尤其是在這些市場上交易的大型公司股票及政府公債，它們的市場效率性均甚高，因此，針對這些產品的投資宜偏向被動性投資管理；相反地，新興市場或已開發國家的小型股市場效率性較低，則可以採取部份的主動性投資。

另外，大部分的另類資產種類只適合主動性的投資管理，例如：對沖基金與私募權益證券的投資，可視為是投資在單一公司或單一產品上，投資者暴露在較高的單一公司的獨特風險，因此，針對這些公司必須採取積極性管理，隨時監控以確保投資利益。

（二）委外投資或自行投資

若退休基金投資人員素質較弱，且所能動用資源較少時，投資管理宜偏向委外投資。此時，自行投資宜偏重在市場效率性程度較高的政府公債與大型股公司股票，且採取被動性的投資管理策略。

另外，前一節提及對沖基金與私募權益證券投資較適合主動性的投資管理，退休基金若受限於人員素質與資源等因素，無法直接投資於這些另類資產種類時，或許可以考慮採取委外投資方式，透過對沖基金的基金或私募基金等投資工具，間接地投資在另類資產種類上。

（三）平衡型經理或專業型經理

退休基金委外經營應委任平衡型經理或專業型經理，視退休基金管理人員的專業與退休基金的資源而定；當管理人員專業程度較高，而可動用資源較豐富時，可以偏向委任專業型經理；反之，則偏向委任平衡型經理。

退休基金委任平衡型經理，意味著將一部份的資產配置決策，授予委任經理人來決定；另外，平衡型經理的管理費通常會低於兩個各別專業型經理（債券型與權益證券型）的平均管理費。因此，退休基金從事委任類型挑選之時，應將上述兩個因素納入考量。

伍、總結

本文探討退休基金的投資管理相關課題，包括投資目標設定、資產配置決策、及資產配置決策的執行。退休基金的投資目標：預期報酬區間與投資風險區間，乃是透過治理委員會辯證一些具有衝突性的管理目標後，所得到的妥協結果。因此，一個強而有力的治理委員會是退休基金管理成功的重要因素之一。在資產配置決策課題上，我們檢視了一些先進國家退休基金的資產配置比率。這些統計資料顯示退休基金大抵會配置相當比率的資金在國外權益證券上，也會配置一小部分資金比率在絕對報酬策略上。這些投資配置的動機是為了追求風險分散目標與較高的預期報酬；退休基金藉由分散資金在各種資產種類上，可以在原先所承受的投資風險水平上，享受較高的預期報酬，這就是所謂白吃的午餐（Free Lunch）。

政府對於退休基金的投資限制，已朝向鬆綁的方向前進。一些針對退休基金所設定的限制與管理，將會陸陸續續地解除，國內退休基金應預作準備，提高國外權益證券與另類資產種類的配置比率，因為這兩大項資產種類可為退休基金帶來較大的投資風險分散效果與預期報酬的提昇。

（本文作者 勞委會勞工保險局副總經理）