

行政院及所屬各機關出國報告

( 出國類別：考察 )

## 退休基金資產管理考察報告

服務機關：中央信託局信託處  
出國人職稱：經理 科長  
姓名：黃美琴 黃上真  
出國地區：新加坡 香港  
出國期間：民國 90 年 10 月 14 日至  
民國 90 年 10 月 21 日  
報告日期：民國 90 年 12 月 31 日

D1 / 09007613

行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：退休基金資產管理考察報告

頁數：31 含附件： 是  否

出國計畫主辦機關/聯絡人/電話

出國人員姓名/服務機關/單位/職稱/電話

姓名：黃美琴 黃上真

職稱：經理 科長

服務機關：中央信託局 電話：2311-1511 轉 5676;2688

單位：信託處

出國類別：1 考察 2 進修 3 研究 4 實習 5 其他

出國期間：90.10.14-90.10.21 出國地區：新加坡 香港

報告日期：90年12月31日

分類號/目

關鍵詞：

內同摘要：(二百至三百字)

本局目前由於係為勞工退休基金運作之執行單位，不但應能支應廣大勞工之退休需求，更應以為全體勞工謀取最大福利為目標。在基金運用方面，應首重穩健，並以中長期投資為原則，因此有必要藉由投資標的的多元化以降低風險，並應於適時藉由避險工具的搭配以控制風險。

而此行最大收穫不僅在於參訪新加坡及香港的退休基金制度，更藉由訪問其他國際型的資產管理公司瞭解其進行全球型資產配置時應考量之要素，蓋本基金未來為分散風險，在獲得勞工退休基金監理委員會及行政院之核可後，即將進行海外基金之投資，深信在能確實掌握投資風險後，對於本基金資產配置的效率可望更加提昇。

而未來雖說勞工退休基金委外操作無可避免，但在本局亦只有在更加提昇自我資產管理能力之同時，才能在 WTO 開放後，與本土及其他國際型資產管理公司一較長短。

## 目次

壹、 考察動機	1
貳、 考察對象	2
參、 新加坡中央公積金制度及香港強制性 公積金制度	3
肆、 退休基金資產管理運作程序之重點	9
伍、 退休基金資產配置策略規劃原則	15
陸、 退休基金績效評比與監督	21
柒、 目前本基金資產配置之種類與特性	24

捌、 保管銀行挑選之重點	26
玖、 新加坡及香港資產管理公司之特點	27
壹拾、 結論	29

## 壹、 考察動機

依據目前「勞工退休基金收支保管及運用辦法」第三條第一項規定，本局係負責勞工退休基金之收支、保管及運用。雖按第三條之規定中，另有規範其他金融機構亦可負責收支，保管之業務，唯實務上就目前運用之層面，尚集中於本局統籌規劃。而未來隨著政府對於退休基金制度之變革，如何更為有效地進行基金運用層面之管理，亦是身為勞工退休基金運用保管單位最應積極研究之課題。

而參酌鄰近國家制度中，東南亞國家裏係以新加坡及香港之退休基金制度規劃得最為完善，而當地的資產管理公司(即為台灣大家所了解的投信公司)如何針對其所屬之退休基金制度實際運作，也就成為本局最應借鏡及學習之處。蓋本局目前在全國勞工退休基金制度裏，亦扮演著類似資產管理公司的角色，故本次參訪，除以主管新加坡中央公積金( Centralized Provident Fund ; 簡稱 CPF ) 之新加坡政府投資公司( Government of Singapore Investment Corporation; 簡稱 GIC )及香港強制性公積金計劃管理局( Mandatory Provident Fund Schemes Authority; 簡稱 MPFA ) 為參訪重點外，亦同時拜訪多家資產管理公司，不僅對

於新加坡及香港退休基金制度建立了基本的認識，對於進行以資產管理運作時之投資決策流程，如何進行以發揮更有效率的機制控管亦多有啟發。

## 貳、考察對象

本次考察行程共計八天，由九十年十月十四日至十月二十一日，由於行程緊湊，謹將參訪對象整理如後：

### 一、新加坡部分

1. 新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corporation, GIC）
2. 新加坡華僑銀行（OCBC）
3. 新加坡法國巴黎銀行資產管理公司（BNP Paribas Asset Management, Singapore）
4. 大東方人壽保險公司（Great Eastern Life Insurance Company）

### 二、香港部分

1. 香港法國巴黎銀行資產管理公司（BNP Paribas Asset

Management, Hong Kong )

2. 香港花旗銀行 ( CITIBANK, HK )
3. 香港寶來證券股份有限公司 ( Polaris Securities, HK )
4. 香港寶源投資管理公司 ( Schroders Investment Management, HK )
5. 香港匯豐銀行資產管理公司 ( HSBC Asset Management, HK )

### 三、共同參加香港退休基金研討會之其他機構

1. 香港強制公積金局 ( Mandatory Provident Fund Schemes Authority )
2. 美國道富銀行 ( State Street bank )
3. 匯富投資管理有限公司 ( Kingsway Investment Management )
4. 華信惠悅顧問公司 ( Watson Wyatt, HK )

### 參、新加坡中央公積金制度及香港強制性公積金制度

新加坡中央公積金制度( Central Provident Fund ; 簡稱 CPF)

及香港強制性公積金制度( Mandatory Provident Fund ; 簡



稱 MPF ) 目前皆屬於確定提撥制( Defined Contribution Plan; 簡稱 DC plan ) 之範圍，均由僱主及員工每月共同參與提撥，以自籌財源為主之社會保險制度，主要目的在保障勞動人口退休後生活所需。謹將其各自之特點介紹如后：

## 一、新加坡中央公積金制度

### 1. 制度之起源：

新加坡中央公積金係依據中央公積金法於 1955 年成立，創立初期之目的主要係為受僱員工預作退休準備，經過多年的調整，中央公積金已由一個簡單的養老儲蓄計劃演變成包含儲蓄及保險計劃的社會福利，以提供參加者在退休 ( Retirement )、醫療 ( Health Care )、住宅 ( Home Ownership )、家庭保障 ( Family Protection ) 及資產強化 ( Asset Enhancement ) 等各方面為主之計劃。而政府之角色則是在於給予公積金提撥時稅賦上的減免及對中央公積金的儲金提領時予以保證。

### 2. 新加坡中央公積金制度之特性：

由於中央公積金制度是屬於強制性、公營且確定提撥制的公共

退休基金制度，故每一受雇人皆是公積金制度下之成員。每一成員各自擁有自己的統一編號以開立個人的退休基金帳戶。每月雇主與員工分別依據成員薪資水準提撥至成員的個人帳戶中，且不論成員未來是否轉業，除非成員移民或是離開工作職場，否則該帳戶永遠跟隨著參加者。

### 3. 中央公積金之提撥率：

在公積金的提撥制度上，雇主與員工提撥率則每年由政府公告，而且鼓勵提撥。提撥部份可以免稅，但有提撥上限。在每位員工的個人帳戶中，由於資金用途不同，其不同帳戶亦有不同之提撥率，目前可使用之帳戶用途如下

- (1)一般帳戶：主要用於購置房屋、子女教育、提高父母退休金給付之用。
- (2)特別帳戶：特別針對老年生活及特殊狀況而提存。
- (3)醫療帳戶：負擔參加中央公積金成員及其家屬在政府認可的醫療院所所支付醫療費用的帳戶。

### 4. 提領年齡限制：

在提領年齡方面，隨著人民平均年齡的延長，中央公

積金可提領年齡亦隨之而提高，在 1955 年以前，只要年滿 55 歲之員工即可提領，到 1999 年以後，則延長至 62 歲才可提領。

#### 5. 中央公積金之保證收益：

中央公積金制度法案保證每年發放一般帳戶利息之利率不低於 2.5%，且利率水準須視市場利率（依據新加坡四大銀行 12 月期定期存款及月底儲蓄利率之平均值）調整，而特別帳戶之利率則外加 1.5%（即至少 4%）。

#### 6. 主管單位：

在投資方面，中央公積金制度主要係由新加坡貨幣局（Monetary Authority of Singapore）及新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corporation, GIC）所管理。

GIC 除特別帳戶之外，亦將部份之資金在國際股市方面交由新加坡的基金經理公司（即台灣之證券投資信託公司）管理，新加坡政府為因應外匯儲備之快速成長，並為了吸引像 J. P. Morgan、BNP 等國際著名之資產管理公司在新加坡發展，促進新加坡成為全球資產管理中心，已透過 GIC 提撥一大筆投資資金給願意在

新加坡成立基金經理公司之外商公司操作管理。截至 2000 年年底，星政府已提撥 190 億新幣（約 3800 億新台幣）委託經營操作股票，地產及其他風險性投資項目。

GIC 內部本身為網羅第一流之人才，亦係採取策略性薪資 (Strategic Rewards) 制度，不僅於實質上增加員工之待遇，更可為提升員工對工作的認同而為組織創造更高之績效。如投資方面人才之薪資，據 GIC 主管宋誠之博士表示，係依照美國華爾街之行情禮聘，而 GIC 投資部門員工之績效獎金最高可達年薪之 2.5 倍，會計及管理部門員工則可達年薪之 1 倍。

## 二、香港強制性公積金制度介紹

在 2000 年之前，一些大型企業如英商怡和集團，太古集團、匯豐銀行等，本來就已經有了一些很好的內部退休計劃，交由著名之國際型投資管理顧問公司管理，但是這些退休金計劃並不是強制執行，大部分規模較小之公司仍大都未為其員工規劃其退休基金之安排。

緣此在公元 2000 年 12 月 1 日起，香港政府正式成立了香港

強制性公積金計劃管理局( Mandatory Provident Fund Schemes Authority; 簡稱 MPFA )，建立強制公積金制度，目的是強制所有註冊的香港公司成立公積金，使得員工未來有一筆金額可預作退休之用。這個計劃之特點主要就是具有強制性，以企業為單位，強制性的提撥(企業僱主 5%，員工 5%，有每年最高\$12000及最低 \$2400 元港幣提撥金額之限制)。截至 2001 年 3 月底止，香港整體就業人士中已有 82%的人受此退休基金之保障。而提撥金額中係由私營機構管理，專設之公積金局則負責嚴謹的監督及控管，並就強制性之提撥予以稅賦減免。由於制度本身之設計在投資方面靈活度很高，員工可以依照自己的經濟狀況、投資目標、風險偏好設立自己的投資組合，唯在投資報酬方面，則由員工自行負擔盈虧，政府不用做任何保證。

這個計劃另一個特點是獲批准的 20 家基金公司所提供給公司員工投資的 299 個成份基金( Constituent Fund )中，必須要至少提供一個保本型基金( Capital Preservation Fund )，以提供較不瞭解金融市場運作之員工的另一種選擇，確保其淨投資報酬率至少與銀行儲蓄利率相當。故該投資報酬率依目前規定係收到強制基金管理局之監管，其報酬率若未達到 MPFA 每半個月所公佈之

標準時，不可以向投資人收取管理費。此外，員工在離職或轉換工作時，前雇主提撥之金額，可以保留並屬於員工所有，也就是一種個人可攜帶型（ Portable ）的個人帳戶制（ Individual Retirement Account ）。

目前香港強制公積金第一年約提撥 100 億港幣（約新台幣 430 億），30 年後所累積之資產約為 10 兆港元（43 兆新台幣），大約可佔香港生產市場市值 60%。

#### 肆、退休基金資產管理運作程序之重點：

由於本次考察重點係在退休基金資產管理之運作，謹就參訪 GIC 及其他資產管理公司後，將其經驗及心得整理如後：

##### 一、釐定明確的投資政策：

基金投資政策（ Investment Policy ）是退休基金管理的核心，也是退休基金運作管理的依據，一般而言，退休基金的投資政策必須包含以下幾個方面：

##### （一）退休基金欲達到的目的

1. 退休基金計劃運作時程：即估計退休計劃實施的期間，以及估算現金流量發生的時點。
2. 投資報酬率的目標：須估算退休基金長期應有的報酬率，投資方式是以保本或增值為重。

3. 投資風險的考量：退休金計劃對風險的看法為何？

可容忍風險程度為多少？是否應採取避險措施等。

(二) 投資標的之限制

包括退休基金可投資標的及其投資上下限之規範。

(三) 退休基金績效考核

包括多久結算一次投資報酬、績效評估的基準指標為何等。

## 二、設計資產配置策略：

根據一些研究資料顯示，資產配置策略對於退休基金投資績效影響達到 90%，雖然其確切數字尚有爭議，但資產配置策略對退休基金績效的影響比基金經理人的操作來的大，確是普遍接受的想法，因為基金經理人必須是在投資政策下資產配置比重限制下運作以降低個別基金經理人的表現影響度，換言之，在好的資產配置策略下，可以避免基金經理人過度涉入風險，但是不好的資產配置策略，確可能使基金經理人再如何努力，仍無法獲得亮麗的表現。

在資產配置策略上在本次訪談的多家資產管理公司中多認為應該包括以下三個層面：

### 1. 擬定資產配置政策( Policy Asset Allocation )

為投資政策的基礎，在做法上是針對可投資的資產就其風險報酬特性進行分析，決定可投資比率，最基本的目的在於進行風險控制。一般而言，在具有效率的市場中，投資工具在風險與報酬的特性上具有互抵的特性，因此在投資標的尚須就計劃本身的報酬需求、風險容忍度以及資產配置策略可分成戰略型資產配置策略( Strategic Asset Allocation, SAA )與戰術型資產配置策略( Tactical Asset Allocation, TAA )，前者在資產配置策略上較為保守，資金多長期投資在某個市場，後者較為積極，經理人常將資產在股市與債市上積極買賣轉移。

### 2. 擬定風險分散策略( Policy Diversification )

雖然資產配置策略在風險控制上提供了基本的保障，但由於各項金融商品在風險呈現型態以及發生特性上有所不同，因此除了須在投資比率上做出規範外，亦須就



各投資的報酬相關性( Correlation )做分析，以作為調整投資比重的參考。

### 3. 投資組合保險( Portfolio Insurance )

基金投資策略中建立投資組合保險的目的在於確保退休基金的基本報酬率，在做法上可能必須透過購買衍生性金融商品或透過動態避險( Dynamic Hedging )調整各個投資工具的部位比重。

## 三、基金經理人的徵選

由於退休基金性質特殊，且金額龐大，因此依但決定退休基金將委託外部經營，將會面臨到基金經理人的遴選工作。

在評估作業上，有以下幾個評估重點：

### (一)要求基金經理人陳述自己操作理念與特質

在選擇基金經理人之前，首先必須對基金經理人的特質加以瞭解，一般而言，針對股票與債券基金經理人，在投資性格尚可分成以下幾類：

## 基金經理人投資類型

證券類型	經理人類型	敘述
投資股票基金經理人	價值取向型	著重價格低估，本益比較低股票。
	成長取向型	選擇具成長潛力，高本益比股票。
	收益取向型	選擇成熟性，高獲利、高配股的股票。
	核心取向型	一部份資金採取價值取向、一部份採取成長取向。
投資固定收益證券基金經理人	著重短期型	注重較短期固定收益證券之操作。
	著重中期型	注重中期固定收益證券之操作。
	著重長期型	注重長期固定收益證券之操作。

### (二) 評斷基金經理人決策過程

基金經理人的決策程序，對於基金操作也有影響，尤其在操作區間長短上，也必須與退休金的特性做配合。一般基金經理人的決策模式有以下幾項：

#### 基金經理人決策

決策模式	做法
由上而下型	先觀察整體市場環境，再選股，較注重長期投資。
由下而上型	較注重於選股，投資期間相較前者較短。
小型股型	專門投資小型具成長潛力股票。
冷門股型	專門挑選為一般投資者忽略的股票。
短打型	注重短期獲利了結。
消極型	選擇與大盤連動性高的股票，或喜好投資指數型基金。

### (三) 評估基金經理人過去績效

在基金操作中，並無永遠的常勝軍，不過卻可透過基金

經理人的長期績效表現，對於基金經理人的管理能力、穩定性及操作性格等得到瞭解。由於退休基金牽涉到許多退休人員的權益，因此在經理人的選擇上應該選擇在業界具有長期操作經驗的經理人，因其具有長期績效表現得以參考，並對其市場評價有較多的瞭解。

#### (四)基金經理人的管理費用

一般而言，基金經理人多依據所操作的基金規模以及委託期間長短來收取管理費用，即規模越大、委託期間越久，收取管理費用亦越低。除了規模因素之外，基金操作的困難度與風險亦與管理費高低有關，因此再徵選基金管理者時，不能單以管理費用高低作為評判標準，而須做綜合考量。就退休基金管理者而言，因為退休基金規模龐大，擅用規模優勢來壓低管理費用，以及如何在管理費用與滿足資產配置需求取得平衡，將相當重要。此外，委託期間長短亦應注意，經常性更換基金經理人往往亦造成費用的增加，以智利企業退休金的經驗看來，由於更換退休基金經理人的決定權在於員工本身，因此員工經常更換基金經理人，導致管理費用相對於其他退休金來的高。

## (五)基金管理合約的簽訂

在決定基金管理公司後，即須與管理公司簽訂合約，以作為雙方權利義務的依循。一般而言，在管理合約中至少須有以下幾項條款：

1. 投資政策。
2. 授權條款：在某些情況下提供經理人裁量權。
3. 承諾條款：經理人承諾將盡善良管理人之責，以盡力達成管理委員會之目標。
4. 報告條款：按多久期間像管理委員會報告績效狀況。
5. 收費標準：基金經理人的收費標準。
6. 賠償條款：規範當經理人發生違規、違法之行為時，必須對基金加以賠償。
7. 終止條款：提前終止合約之條件。
8. 保密條款：規範基金經理人不得洩漏有關退休基金操作所有之資訊。

## 伍、退休基金資產配置策略規劃原則

資產配置策略，是退休基金規劃問題的重心，以下謹就退休基金

資產配置策略，是退休基金規劃問題的重心，以下謹就退休基金在策略設計上應注意的幾項議題加以探討：

### 一、資產配置策略之理論基礎

在探討退休基金為何必要進行資產配置策略，其原因及效益可透過馬可維茲( Makowitz )博士所提的投資組合理論加以說明。該理論提到以下幾個觀念，對退休基金為何須進行資產配置提出良好的說明：

#### (一) 投資組合分散風險效益

根據投資組合理論，只要在投資組合裡加入非正式完全相關資產將可降低投資組合風險，而且相關性越低，投資風險分散效益越大。換言之，就退休基金管理者而言，不僅要瞭解不應把所有資產投資在同一個籃子裡，而且要選擇變動方向差異大的資產投資組合，這項概念不僅侷限在股票市場裡選擇變動關聯性低的證券，亦可將此觀念延伸至其他金融產品或其他地區市場，來降低投資組合風險。

#### (二) 分離理論

在投資組合理論中認為，一個理性的風險趨避者，在相同的

報酬下將會選擇較低風險的投資組合，透過分散投資將個別資產風險分散之後，將可獲得一系列的效率投資組合，即所謂的效率前緣(Efficient Frontier)。此時，若加入無風險資產(通常由國庫券為代表)，將可形成最有效率市場投資組合，投資人可依據自己風險偏好，於資本市場線上在無風險資產與風險市場組合間做搭配組合投資，或是透過借貸擴大自己風險資產投資。在無風險資產與風險資產間作資產配置，即所謂的分離理論( Separation Theorem )。這項概念，對基金管理者如何進行資產配置影響甚大，在此理論下，基金管理者對於風險性資產投資應致力分散其個別投資風險，然後依據基金參與者的特性及市場狀況，在風險與無風險資產做分配，而這也是目前資產配置的基本邏輯架構。

## 二、退休基金資產配置策略之考量因素

在設計退休基金資產配置策略上，除需考慮前述制度參與者、雇主、政府以及基金經理人對退休金制度的影響外，就針對基金配置策略本身，可從以下幾個方面探討在設計退休基金資產配置策略時所應考慮的因素：

### 一、 資產投資期間

退休基金與一般個人投資在資產配置策略上最大的不同是資產投資期間 (Time Horizon) 的差別。由於退休基金參與者是期望於退休後領取退休給付的工作者，因此其資產投資期間就較長。此外，由於參加者結構的差異，每個人距離退休的時間長短並不相同，所以在從事資產配置策略時，透過精算估算出投資存續期間 (Duration) 便相當重要，這項工作對於確定給付制 (Defined Benefit Plan; DB Plan) 計畫更是重要。以美國退休基金一般概況，退休基金的平均存續期間 (Average Duration) 約是 10 – 15 年，如何選擇適當資產來配合此投資期間要求相當重要。

## 二、投資資產報酬考量

退休基金投資報酬率，主要可從資產報酬安全性以及績效衡量指標來看。首先在資產報酬的追求上，由於退休基金牽涉到參加者在退休後的生活保障因此其安全性訴求就比起一般共同基金來得高，然而過度投資於高安全性資產又容易造成投資報酬率偏低的情況，所以如何在追求報酬與安全之間求取平衡，將是退休金資產配置策略在報酬議題上首應考量的重點。在績效衡量指標方面，除了選定績效指標以評估資產配置策略

績效良窳外，並可從績效衡量指標的表現與特性作為資產配置的參考。例如 Russel 3000 與 S&P500 指數皆是代表美國股市指標，但 S&P500 多是規模較大公司，在表現穩定度上優於 Russel 3000，因此選擇 S&P500 作為資產配置參考指標可能就優於 Russel 3000。

### 三、資產風險的考量

關於資產風險對於退休基金的影響與重要性，由於之前已經提及，因此不再贅述。然而資產風險如何應用於退休基金資產的配置策略，首先必須確定退休基金本身風險容忍程度（Risk Endurance Level），即該退休基金在一段投資期間內對於資產規模變動的容忍程度。由於每個退休基金成立時間長短、提撥制度差異、政府規範與參加者背景不同，因此對風險容忍程度亦不一樣。例如退休基金參加者中年輕工作者較多，則在投資資產選擇上，風險較高的資產比重可以較高。至於如何將風險因素納入資產配置策略考量中，一般作法是將取得各目標資產的歷史報酬機率分佈圖（或求出其標準差），確認各項資產資產風險程度，然後估算各項資產在各種不同資產配置策略下所可能出現的報酬機率分佈，然後依據計畫本身風險容



忍程度來選擇適當的資產配置策略。

#### 四、目標資產選擇的多寡與限制

在目前國際金融市場整合程度日高，金融投資商品日益創新的情況下，退休基金投資標的不足的情況已大為改善。較大的問題反而是因為法令或投資政策上對於退休基金資產配置的限制，以及退休基金管理者對於資產選擇資訊與管理能力的不足，是造成資產配置策略無法充分發揮效率的主要原因。

#### 五、退休基金資產配置調整

由於經濟情勢以及市場行情的詭異多變，資產價格以及特性也不斷面臨調整，因此既有資產配置策略的適當性也經常面臨挑戰。以我國為例，在股市多頭時就多有人提出增加股市投資比重，而股市下跌時又有人對退休基金投資股市加以質疑。因此在實務上，就有人提出動態調整（Dynamic Adjustment）概念，依據一套原則，透過電腦程式隨時調整各項資產比重，一方面確保退休基金的穩當，以避免過度的風險暴露，並獲取較高的資產報酬。但此作法往往容易造成因為資產買賣頻繁導致交易成本提高，以及擴大金融市場波動的後果。因此，在退

休基金資產配置策略的調整上，目前採用動態調整的情況並不多見，多以定期檢討者較多。

## 陸、退休基金績效評比與監督

### 一、退休基金報酬之計算

由於退休基金管理牽涉到基金經常性的撥入或撥出，加上市場行情波動，使得退休基金規模不斷地變動，因此在計算退休基金報酬率時就不能以傳統報酬率計算方式來評量退休基金績效。一般而言退休基金有金額加權報酬率(Dollar-weighted rate of return)與時間加權報酬率法(Time-weighted rate of return)，前者主要運用內部報酬率的計算概念，以基金規模大小加權計算報酬率。後者主要著重於以各項金額所持有時間長短為基礎。

基本上，就單一投資者而言，金額加權法最能客觀衡量其投資期間的實際報酬。但由於不同經理人所管理退休基金現金流入(出)時間不一及規模大小不同，因此選用時間加權法較為客觀，但若各基金兼規模大小差不多，且現金流出、流入時間差不多，則金額加權法的評估方式則較時間加權法來得實際。

## 二、退休基金績效評比

一般在判斷退休基金經理人的表現，除了是否履行退休金合約的基本要求外，還須比較其績效表現以及績效表現的穩定度。由於證券市場風險高，經理人在多頭市場有獲利並不一定就是表現好，而空頭市場發生虧損亦非必然代表經理人表現欠佳。以下介紹一般常用三個衡量基金經理人表現的方法：

### 1. 與相關指數做比較

依據基金經理人所操作的特性，選擇適切指標來評量基金經理人績效，例如經理人主要資金部位在我國集中市場，則選擇加權股價指數來比較，若經理人操作海外市場，則可以選擇海外市場指數衡量。

### 2. 與同類經理人做比較

就各操作同類基金的經理人，將其績效做排序，看其表現是否超過中位數之上。

### 3. 財務指標評估法

包括一般常用的 Treynor 指標法( Treynor Index )、Sharpe 指標法( Sharpe Index )及 Jensen 指標法( Jensen's  $\alpha$  Index )來評量。

### 三、退休基金監管

政府在退休基金中扮演的最大功能即在於監督退休基金的運作，以確保企業員工利益不受損害。一般而言，政府機關在監理上有以下幾個重點：

#### 1. 確保雇主提存退休準備金

確保雇主確實提撥退休金，最理想的方式自然屬現金足額提撥，而非僅用記帳方式提列為之。

#### 2. 確保足額提撥

確保雇主所提撥退休金足夠保障員工退休生活。基本上，企業發生提撥不足有雇主意願低落、雇主財力不足、精算錯誤以及制度改變等。

#### 3. 訂出受託人資格及定期監理

包括訂出保管銀行、基金經理公司的經營資格及相關管理辦法，定期查核其業務狀況。

#### 4. 確保退休基金資產安全

理想退休基金運用方式應為專款專用，以確實保障員工權益。如何避免企業將退休基金用於為自己公司股價護盤，或為大股東所挪用。

### 柒、目前本基金資產配置之種類與特性：

根據勞工退休基金收支保管及運用辦法第六條規，我國勞工退休基金之運用範圍如下：

1. 存放於金融機構。
2. 以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或投資支出之用。
3. 購買上市、上櫃公司股票、證券投資信託基金之受益憑證，或認購上市、上櫃公司之現金增資股票及初資上市、上櫃公司之承銷股票。
4. 購買公債、金融債券或公司債。
5. 購買短期票券。
6. 其他經監理會審議通過，並報請行政院核准有利於本基金收益之運用項目。

根據馬可維茲的理論，在投資標的的選擇上有三項考慮要素，即報酬、風險以及資產報酬關連性。由於資產間關連性高低並無必然區分標準，以下謹針對本基金可投資之資產報酬與風險特性，透過表格方式加以分類探討：

勞工退休基金資產種類與特性

資產商品種類	資產特性	運用原則
<p>短期國庫券 定期票券 貨幣基金 債券 單基金</p>	<p>1. 短期信用 2. 間性高 3. 期與性報 4. 資價格低 投險變投低</p>	<p>但現退者提期 低變為之休者長現 益高作備退作時性收者數 收與常準應或暫但管部 有性此金因，之，故該 具全因現以用前位，制 於安，金，之資部低控 由高性基用領投金較量</p>
<p>政府公債 債券 債券 債券 債券</p>	<p>1. 從三 2. 可至 3. 期以不、匯變排影 4. 資年年率、勢金能。般有付續 (Duration) 愈愈</p>	<p>1. 收與強此債顧險成期增 2. 固酬有，酬時風率預應。於股票 3. 報具係報同之利，時資低為投 4. 言之間關高須後與動低投險作定。有、質合用 而券險換擇必背格變走券風，故外擇多固定資之 般證風抵選時其價向率債格，資選於間固投略 一益其烈在券慮因反利加價票投的由期付於策</p>
<p>股票 股票 股票 股票 股票</p>	<p>1. 大證券 2. 風權益 格影響 格影響 格影響</p>	<p>1. 變此進 2. 股因應 於動行行由高言進應來</p>
<p>放款</p>	<p>受授信對象信用影響</p>	<p>著重於事前的信用 評估及還款能力的 分析。</p>

## 捌、保管銀行之挑選

由於本次於香港參加退休基金研討會中，亦有洽請美國道富銀行，針對如何挑選保管銀行專題研討，僅在此先簡單介紹該銀行後再將其所述之重點摘錄如下：

一、美國道富銀行( State Street Bank and Trust Company)介紹  
道富銀行成立於一九七二年，目前是全球最大的保管銀行之一，其總部設於美國的波士頓，而分行則廣佈美國十四州及二十一個國家，因此全球員工高達一萬六千多人，目前為本局最主要之保管客戶。

### 二、保管銀行挑選之重點

退休基金操作除了要挑選好的基金經理人之外，也要找一家服務品質良好的保管機構配合。道富銀行( State Street Bank )對我們說明真正傑出的保管銀行，即是可貴在於可提供有別於傳統保管業務另外的加值服務。

(1)借券代理人—可以 24 小時運作，提高客戶因借券而獲得利益。

(2)外匯服務—透過它們的外匯單位可提供 24 小時外匯及存款運作。

(3)投資經理績效分析—可提供給客戶報酬率分析、比較以

及風險報告。

- (4)投資標的審查—利用先進的資訊系統，審查投資風險，包括政策、標的以及違規匯報等。

玖、新加坡及香港資產管理(投信)公司之特點：

#### 一、國際化

- (一)投資市場：大型資產管理公司在新、港兩地都從事國際市場的投資，而且除了股票市場之外，也包含債券以及衍生工具之運用。香港是一個典型的國際資產管理中心，隨著強制公積金之推行，香港的居民將可以選擇適合自己風險程度高低不同的基金，投資在國際市場；新加坡政府也在今年開始放寬僱員從中央公積金提款申購已核准之基金從事國際市場投資，展望未來，新、港兩地之投信公司將不斷推出國際型產品，以吸收更多資金進行全球投資。

- (二)業務方面：香港的投資資金除了來自於香港居民之外，也有國際資金的流入，因為香港沒有外匯管制，因此，香港的資產管理公司也吸收不少願意投資在亞太區的國外資金，近年來大中華地區的投資，形成大中華基金規模急速擴大。在衍生性商品方面，近年在香港流行



的保本及避險基金(hedge funds)更助長香港成為國際資產管理中心。在新加坡，政府也正為努力建立新加坡為亞洲資產管理中心而努力中，並把部分外匯存底委外操作，在2000年年底，已有53家資產管理公司在新加坡成立，提供不同的國際型投資服務。

## 二、專業化

新、港兩地資產管理公司在投資實務方面係採取專業分工，以香港寶源公司(Schroders)為例，它們的投資部門主管雖然負責國際型的資金操作，但是實務上主要仍是負責大中華地區市場方面的投資，歐洲及美國的投資則仍交由倫敦地區的主管負責，反過來說，該公司的倫敦客戶的資金若要投資在大中華地區則會交由香港主管負責操作。

## 三、產品多元化

香港可以說是資產管理公司最能自由發揮，推出新產品的地區，因此資產管理公司也能隨著市場的變化，推出新產品，迎合客戶之需求。今年以來，由於股票市場大幅下挫，香港的資產管理公司紛紛推出保本基金(Capital Guaranteed Fund)，從年初到現在，已募集了30億美元(約一千億台幣)，最近匯豐銀行推出一種HSBC107保本型基

金（三年後保證回報 107%）。大受歡迎，而寶源的保本基金因為反應好，更是一再延後截止申購日期。

在新加坡方面，很多資產管理公司也不斷在產品推陳出新，如華僑銀行(OCBC)，就有 38 種不同基金，涵蓋單一國家，平衡型、債券、環球、保本數型 Fund of funds 以及美元的產品。

#### 四、計量化 (Quantitative Analysis)

新、港兩地投信公司都設有嚴謹的投資決策過程，以規範經理人之操作。另外，他們也應用計量系統協助操作，以香港寶源公司為例，它們的計量分析單位是獨立的以提供服務給公司內部各種不同單位使用。

#### 拾、結論

本局目前由於係為勞工退休基金運作之執行單位，不但應能支應廣大勞工之退休需求，更應以為全體勞工謀取最大福利為目標。在基金運用方面，應首重穩健，並以中長期投資為原則，因此有必要藉由投資標的的多元化以降低風險，並應於適時藉由避險工具的搭配以控制風險。

而此行最大收穫不僅在於參訪新加坡及香港的退休基金制度，更藉由訪問其他國際型的資產管理公司瞭解其進

行全球型資產配置時應考量之要素，蓋本基金未來為分散風險，在獲得勞工退休基金監理委員會及行政院之核可後，即將進行海外基金之投資，深信在能確實掌握投資風險後，對於本基金資產配置的效率可望更加提昇。

而未來雖說勞工退休基金委外操作無可避免，但在本局亦只有在更加提昇自我資產管理能力之同時，才能在WTO開放後，與本土及其他國際型資產管理公司一較長短。

### 參考文獻

- 一、符寶玲，退休基金—制度與管理，華泰書局，民國八十八年二版。
- 二、專題報告—我國企業退休金制度之規劃，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國八十九年十二月。
- 三、林煜宗，投資學，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國八十九年修定二版。
- 四、李瑞珠、顏立志，考察新加坡及香港社會保險基金管理與運用實務作業，勞工保險局，民國九十年十二月
- 五、黃桂新，新加坡香港退休金觀摩，寶來證券，民國九十年十一月。