

# OECD 國家與我國機構投資者之 發展現況分析與比較

## 摘 要

機構投資者主要包括保險公司、退休基金及集合投資工具 (collective investment vehicles) 三種。其中，集合投資工具又包括共同基金、避險基金等。機構投資者募集儲蓄者與資金供給者之資金，將之轉存銀行或對借款者進行放款，或參與金融市場，投資有價證券，扮演不同於銀行金融中介的角色。從國內外經驗可知，機構投資者管理的資金規模逐漸擴大，對資本市場之發展扮演日益重要的角色。以下為本文分析的主要結論與建議：

### 一、機構投資者在 OECD 國家之發展現況

#### (一) 資產規模呈快速成長

就全體 OECD 國家言，機構投資者管理之資產規模相對 GDP 比率已由 1990 年之 77.6% 大幅上升至 2003 年之 157.2%。

#### (二) 各國機構投資者結構存在明顯差異

就全體 OECD 國家言，保險公司、退休基金與共同基金等三大機構投資者管理之資產相對 GDP 比率大致接近，約在 45% 至 50% 之間；但個別國家情形存在明顯差異，在日本、德國及英國等保險公司佔有舉足輕重的角色；在法國與義大利，共同基金具有關鍵地位；在荷蘭，退休基金則為主要機構投資者。

#### (三) 各類機構投資者之資產配置明顯不同

就全體 OECD 國家言，保險公司持有債券比重最高，其次為股票；退休基金以股票投資為主，近年的另類投資 (alternative investments) 已有增加趨勢；共同基金方面，已開發國家的股票型基金規模遠大於債券型基金，許多新興市場則恰好相反。

#### (四) 近年 OECD 國家機構投資者之投資方向

包括：1. 以私募股權 (private equity) 及避險基金 (hedge funds) 為主之另類投資增加；2. 採取被動式管理，選擇指數股票型基金及

指數型基金商品；3. 本國投資比重下降，而國外投資比重提高。

## 二、機構投資者在我國之發展現況

### （一）資金規模快速增加

我國全體機構投資者之資金規模由 2001 年底之 5.6 兆增加至 2005 年底之 9.3 兆，增幅達 66.6%，同期間資金規模相對 GDP 比率由 2001 年底之 56.7%，上升至 2005 年底之 83.5%。

### （二）保險公司資金規模最大

全體保險業資金總額於 2005 年底已逾 6 兆元，相對 GDP 比率已達 55% 以上，較 OECD 國家之平均水準為高。

### （三）退休基金規模持續增加

退休基金的規模於 2006 年 9 月底已突破 1.2 兆，相對 GDP 比率由 2001 年底之 9.4%，提高至 2005 年底之 10.5%。

### （四）境內共同基金規模已逼近 2 兆

國內募集之共同基金規模相對 GDP 比率早已超過 17%，不過與美國之近 70% 與歐洲國家的超過 40% 相較，仍有一段差距。

## 三、我國各類機構投資者之發展現況

### （一）保險公司

1. 全體保險業資金主要來自壽險公司，高達 97.3%。
2. 保險公司的自有資本除以風險資本之比率未達 200%，則保險監理機構可要求該公司增資或由保險公司自行調整資產配置因應。
3. 保險法規定保險業投資國內公開發行公司股票、公司債及受益憑證合計占資金總額之上限為 40%，國外投資上限為 35%。
4. 壽險業在資金運用上，投資國內公司債、國內股票及受益憑證合計比重僅約 10% 左右，與 40% 上限相差甚遠；而國外投資金額已突破 2 兆（占資金總額的 30% 左右），主要係因政府放寬國外投資限制以及國外有價證券的投資報酬率較國內投資為高所致。

### （二）退休基金

1. 我國退休基金規模自 2001 年以來呈現穩定成長，其中，退撫基金與舊制勞退基金規模穩定增加，新制勞退基金雖然起步最晚，規

模最小，惟增加最為快速，而勞保基金雖然目前規模最大，然而基金規模已呈縮減狀態。

2. 若將我國三大退休基金依確定給付制與確定提撥制區分，則以 2006 年 9 月底為例，確定給付制基金規模所占比重高達 92%，確定提撥制比重則為 8%。

3. 三大退休基金全體規模相對 GDP 比率自 2001 年底的 9.4% 緩增至 2005 年底之 10.5%。

4. 在投資比率限制方面，除舊制勞退基金投資於國內股市訂定法定上限 40% 外，新制勞退基金、退撫及勞保基金皆未對股市投資予以設限。另外，舊制勞退基金與勞保基金的海外投資比率上限分別為 20% 及 35%。

5. 在資產配置方面，除退撫基金的銀行存款比重較低之外，其餘退休基金之銀行存款比重皆超過 40%；三大退休基金投入債市與股市之比重相對偏低，顯示投資策略似顯保守。近年國外投資比重雖有提高，但退休基金仍以本國投資為主。

6. 在資產配置趨勢方面，2001 年以來三大退休基金投資的共同特點為銀行存款比重持續下降、國外投資比重逐漸上升、股票投資比重高於債券投資比重，以及委託經營比重逐漸提高。

### （三）境內共同基金

1. 拜低利率之賜，國內債券型基金規模成長快速，導致公開募集之共同基金規模在 2001 年底至 2003 年底期間增加近 1 兆元，近年受利率開始走升及政府對國內債券型基金作價加強管理之影響，2006 年 9 月底公開募集之共同基金規模已降至 1.9 兆。

2. 債券型基金仍為我國共同基金市場的主流，全盛時期所占比重逾 8 成，雖然最近兩年規模下降，但比重仍高達 6 成，與新興市場國家以債券型基金為主的型態類似。

3. 至 2006 年 9 月底止，組合型基金規模約為 1,500 億元，與 2003 年底相較，成長 11.5 倍。指數股票型基金近年大致維持在 400 億元上下之水準，而近 2 年隨資產證券化商品陸續推出，資產證券化型基

金已達 300 億元左右之規模。貨幣市場基金充其量僅能作為投資者資金暫時停泊站，目前僅 2 家投信公司發行全球貨幣市場基金，總額約 110 億元。

4. 投信公司之私募基金規模由 2005 年年初之 9 億元迅速增加至 2006 年 9 月底之 540 億元以上，成長相當迅速。

#### **四、我國與 OECD 國家機構投資者發展現況之異同**

##### **(一) 相同點**

##### **1. 全體機構投資者**

- (1) 機構投資者的資金規模均呈快速成長；
- (2) 機構投資者均以本國投資為主，惟國外投資比重均提高。

##### **2. 保險公司**

(1) 保險公司同時採用風險資本額制度以及對資產訂定投資比率限制；

(2) 保險公司的本國債券投資比重明顯高於本國股票投資比重。

##### **3. 退休基金**

(1) 退休基金均以確定給付制為主，惟確定提撥制所占比重逐漸提高；

(2) 現行我國三大退休基金，除舊制勞退基金投資國內股市比率訂定 40% 上限，退撫基金與勞保基金並未對股票投資設限，與 OECD 多數國家作法一致；

(3) 我國三大退休基金均未單獨對債券投資比例訂定上限，與大多數 OECD 國家作法相同；

(4) 我國退休基金的股票投資比重高於債券投資比重，與 OECD 國家相同。

##### **(二) 相異點**

##### **1. 全體機構投資者**

(1) 我國機構投資者之中，保險公司資金規模一枝獨秀，與日本、德國情況類似，但全體 OECD 國家總括而言，保險公司、退休基金與共同基金三大機構投資者呈三足鼎立；

(2) 我國機構投資者之中，除投信私募基金可投資境外避險基金以及保險公司可投資經政府核定之創投事業（投資比重極低）外，其他機構投資者不得投資私募股權、創投事業及避險基金，而近年 OECD 國家機構投資者從事私募股權、創投事業及避險基金等另類投資則逐漸增加；

(3) 我國機構投資者(尤其退休基金)的銀行存款比重偏高，而 OECD 國家機構投資者銀行存款比重較低；

## **2. 保險公司**

(1) 我國保險公司的國外投資比重相對較高，而 OECD 國家保險公司的國外投資比重較低；

## **3. 退休基金**

(1) 我國的退休基金對銀行存款投資並未訂定上限，而部分 OECD 國家則有；

(2) 我國退休基金甚少投資指數股票型基金及指數型基金商品，而 OECD 國家的退休基金則大多採取被動式資產管理，將指數股票型基金及指數型基金商品納入投資組合；

(3) 我國的退休基金投入國內債市與股市之比重較低，而 OECD 國家則相對較高；

## **4. 共同基金**

(1) 我國共同基金係以債券型基金為主，而 OECD 的已開發國家主要以股票型基金為主。

## **五、對我國機構投資者發展之建議**

針對我國保險公司與三大退休基金的運用與管理建議如下：1. 金融主管當局應加強瞭解機構投資者之資產配置、群聚行為與風險管理策略，以維持金融穩定；2. 鼓勵保險公司與三大退休基金積極參與投資國內股市與債市；3. 持續提高退休基金的委外經營額度；4. 適度調高退休基金之國外投資比重；5. 強化退休基金的資產負債管理；6. 加強勞退基金財務資訊之透明化；7. 開放參與勞退新制的勞工可自行選擇投資標的；8. 深化勞工投資理財教育。



## 目次

壹、前言.....	1
貳、OECD國家機構投資者之角色及其重要性.....	2
一、機構投資產業之概況.....	2
二、OECD國家機構投資者之資金規模呈快速成長.....	5
三、OECD國家機構投資者之資產配置.....	6
(一) 保險公司.....	7
(二) 退休基金.....	7
(三) 共同基金.....	8
四、OECD國家機構投資者之資產配置及投資法令限制.....	9
(一) 保險公司.....	10
(二) 退休基金.....	11
五、近年OECD國家機構投資者之投資方向.....	12
(一) 近年另類投資逐漸增加.....	12
(二) 指數股票型基金及指數型基金納入投資組合.....	13
(三) 本國投資比重下降，國外投資比重提高.....	13
參、我國機構投資者之角色及其重要性.....	14
一、我國機構投資者之資金規模呈穩定增加.....	14
二、我國保險公司之資金規模、投資限制與資產配置.....	17
(一) 保險業之資金規模.....	17
(二) 保險業之資金運用與投資比率限制.....	18
(三) 保險業資金之資產配置.....	20
三、我國退休基金之資金規模、投資限制與資產配置.....	24
(一) 退休基金之規模.....	24
(二) 退休基金之資金運用與投資比率限制.....	25
(三) 退休基金之資產配置.....	29
(四) 三大退休基金資產配置之變化.....	32
四、境內共同基金之資金規模與發展.....	34
(一) 共同基金之分類.....	34
(二) 共同基金之投資比率限制.....	37
(三) 公開募集共同基金之規模及資產配置.....	39
(四) 私募基金之規模.....	42
肆、我國與OECD國家機構投資者發展現況之異同.....	43
一、相同點.....	43

二、相異點 .....	44
伍、結論與建議 .....	45
參考文獻.....	51
附錄一：我國退休金制度之沿革 .....	54
附錄二：我國三大退休基金委託經營現況 .....	56
圖 1：機構投資者之金融中介角色 .....	1
表 1：機構投資產業之概況 .....	3
表 2：OECD國家機構投資者之資產規模 .....	5
表 3：OECD主要國家機構投資者之資產配置 .....	6
表 4：OECD國家機構投資者之資產配置 .....	7
表 5：主要經濟體之共同基金規模 .....	9
表 6：我國機構投資者資產管理之法源依據及基金操作 .....	15
表 7：我國機構投資者之資金規模 .....	16
表 8：我國保險業資金規模 .....	18
表 9：我國保險業之投資比率限制 .....	20
表 10：我國壽險業資金運用表 .....	21
表 11：我國產險業資金運用表 .....	23
表 12：我國勞退基金舊制與新制之投資比率限制 .....	27
表 13：我國勞保基金之投資比率限制 .....	28
表 14：退撫基金之資產配置 .....	30
表 15：舊制勞退基金之資產配置 .....	31
表 16：勞保基金之資產配置 .....	32
表 17：公開募集之共同基金與私募基金之比較 .....	35
表 18：我國公開募集之共同基金投資比率限制 .....	39
表 19：投信公司國內公開募集之共同基金規模 .....	40
表 20：投信公司國內募集之私募基金 .....	43



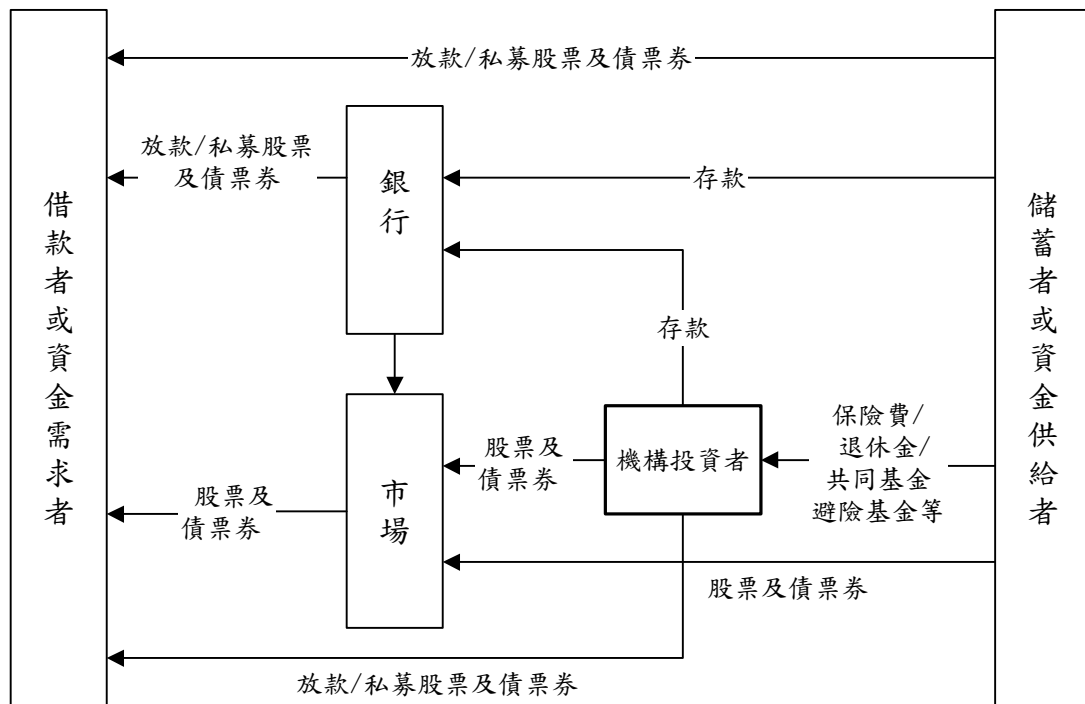
# OECD 國家與我國機構投資者之 發展現況分析與比較

經濟研究處/國際經濟科/廖俊男/96.1

## 壹、前言

依據BIS (2003)的分類，機構投資者 (institutional investors) 主要包括保險公司、退休基金及集合投資工具 (collective investment vehicles) 三種<sup>1</sup>。其中，集合投資工具又包括共同基金、避險基金 (hedge funds)、私募投資合夥 (private investment partnerships)。機構投資者募集儲蓄者與資金供給者之資金，將之存入銀行或對借款者放款或參與金融市場，投資有價證券，扮演不同於銀行金融中介的角色 (見圖 1)。根據IMF (2003) 之「全球金融穩定報告」 (Global Financial Stability Report, GFSR) 指出，機構投資者結構的改變，已影響新興

圖 1：機構投資者之金融中介角色



←代表(儲蓄者)資金流向(借款者)

<sup>1</sup> 此處不包括來自境外的外資機構投資者。

市場資本移動的波動性及金融危機傳染的程度，尤其是銀行的參與程度降低<sup>2</sup>，而非銀行機構投資者角色的重要性相對提高。

機構投資者可以集合個別投資人資金，提供最終投資者（如要保人、退休金受益人與共同基金投資人等）多樣化投資機會，追求投資報酬，加上具有優秀的資訊蒐集及處理能力，因此對最終投資者較為有利。另一方面，機構投資者能提供更佳的風險管理及降低交易成本，同時也能對資訊透明化及公司治理作出貢獻，有助於長期證券市場的穩定發展、市場基礎設施的改善及金融創新商品的加強運用。

本文主要目的在於分析 OECD 國家與我國機構投資者之發展現況，並比較其異同。首先，介紹 OECD 國家機構投資者之角色及重要性，內容包括機構投資產業的概況、機構投資者之相對規模、不同機構投資者的資金運用、資產配置與投資法令限制以及近年 OECD 國家機構投資者之投資方向等等。其次，說明我國機構投資者的重要性，依序探討我國三大機構投資者之資金規模、資金運用與投資比率之法令限制及資產配置，接著分析比較 OECD 國家與我國機構投資者發展現況之異同，最後為本文結論與建議。

## 貳、OECD 國家機構投資者之角色及其重要性

### 一、機構投資產業之概況

機構投資者之中（見表 1），保險公司逐漸從以往重視傳統的承保收益轉為積極追求投資收益，因為適度的保險資金運用及獲利可彌補業務上的虧損，增加保險公司的償付能力，也是現代保險業生存與發展的重要支柱。保險產品之給付取決於保險人之資產組合及保險內容而定。保險負債屬於類似固定收益型之給付結構，此可解釋雖然多數國家保險業在 1990 年代的股權證券投資比重上升，但仍以固定收

---

<sup>2</sup> 依據IMF (2004a)，成熟市場的銀行機構投資者之資產規模相對GDP比率由 1993 年之 24.6%降至 2001 年之 17.8%；新興市場的銀行機構投資者之資產規模相對GDP比率由 1993 年之 15.5%略降至 2001 年之 14.4%。

益型投資為主。多數保險公司的資產運用係自行經營，非委託外部資產管理人操作。

表 1：機構投資產業之概況

投資者型態	受益人	管理		監督及績效評估	風險承擔
		自有資金	第三人資金		
保險公司	保險公司	內部或外部資產管理人	內部資產管理人	保險公司、投資顧問	保險公司、保單持有人
退休基金(確定給付制)	計畫贊助者	內部或外部資產管理人		受託管理人、投資顧問	計畫贊助者、家計單位
退休基金(確定提撥制)	家計單位	內部或外部資產管理人		受託管理人、投資顧問	家計單位
共同基金	家計單位、企業、慈善基金會、機構投資者		內部資產管理人	投資人、基金評等機構	家計單位、企業、慈善基金會、機構投資者

資料來源：參考BIS (2003)之Figure 1及國內現況整理而成。

就退休基金而言，近年由於全球人口出生率不斷下降及老年人口比率持續上升，各種不同類型之退休基金應運而生，退休基金挾帶龐大資金投入全球之證券市場，儼然成為全球主要證券市場積極且重要之機構投資者。

退休基金的資金來源係來自計畫贊助者（政府、企業雇主）及/或受益人提撥之退休準備金，再進行投資，以提供受益人未來退休之用，其可分為確定給付（defined benefit, DB）制與確定提撥（defined contribution, DC）制兩大類，兩者對計畫贊助者與受益人的投資風險分配明顯不同。確定給付制下，一般退休基金係由計畫贊助者依據員工的年資與退休前薪資計算退休金，投資風險由退休金計畫贊助者承擔，因此就受益人而言，不用承擔通膨風險，其面臨的風險僅限於贊助者倒帳風險；就確定提撥制來說，雇主提撥一定比例薪資至勞工的個人退休金帳戶，退休金支付多寡由過去投資累積的績效而定，投資風險及通膨風險完全由家計單位自行負擔。在確定提撥制下，退休基

金一般為多重基金型態或直接開放由金融機構提供多種基金或退休商品供其運用<sup>3</sup>。

依據OECD(2006)分析，確定給付制仍是退休市場主流，以OECD國家2004年職業退休金統計為例，包括德國、芬蘭及挪威等國，確定給付制計畫占該國退休金總資產比重為100%，日本為99%、瑞典達95%、加拿大亦達93%，荷蘭為91%，連確定提撥制的發源地—美國，確定給付計畫占該國退休金總資產比重亦達65%。確定提撥制比較發達的國家，如愛爾蘭之確定提撥制計畫所占比重已達98%，西班牙與丹麥皆為97%。近年來世界各國在退休金制度的規畫上，尤其是職業退休金部分，已有逐漸從確定給付制改為個人帳戶型態的確定提撥制之趨勢。亞洲新興國家汲取先進國家經驗，紛紛加入確定提撥制之行列，如我國的勞工退休金制度除原先採行之確定給付制外，已於2005年7月開始針對新進員工實施確定提撥制；南韓則是2005年12月開始實施確定提撥制。至於退休基金的管理可能為自行操作或委請獨立外部資產管理人經營<sup>4</sup>。

集合投資工具係投資公司<sup>5</sup>集合多數投資人的資金進行投資，透過更多樣化、更有效率之資訊蒐集及處理，利用規模優勢獲取更佳交易條件，以降低平均成本以及獲取可觀的報酬。藉由擴大金融市場參與及協助個別投資者達成投資目的，集合投資工具在扮演投資與儲蓄中介的角色上，具有重要的地位。

集合投資工具目前仍以共同基金為主流，它不僅是機構投資者，也是一項投資工具，它與保險公司及退休基金不同點在於保險公司及退休基金係投資其自有資金，而集合投資工具係代替一般投資人投資，因此，所有獲利與損失皆由最終投資人承擔。集合投資工具的投資人可

---

<sup>3</sup> 有關各國之退休金制度及基金管理（包括美國、英國、德國、日本、瑞典、新加坡、香港等），詳見經建會（2006）。

<sup>4</sup> 近年委外經營比例已有上升之勢，如英國退休金有8成以上採委外操作，日本亦高達5成以上，請參閱經建會（2006）。

<sup>5</sup> 國內為證券投資信託公司代客操作。

能是零售市場的個人、企業或批發市場的企業<sup>6</sup>、慈善基金會或保險公司、退休基金等機構投資者，對許多國家而言，共同基金已成為個別投資者投資有價證券的主要工具。

## 二、OECD 國家機構投資者之資金規模呈快速成長

根據IMF (2005)之分析，2003年OECD國家的機構投資者所管理的資產<sup>7</sup>為1990年代初期的3.4倍，其中共同基金約較1990年代初期增加5.2倍左右<sup>8</sup>，避險基金的重要性亦提高，自2000年以來明顯增加，2004年約達1兆美元。機構投資者管理之資產規模相對GDP比率已由1990年之77.6%，上升至2003年之157.2%（見表2）。

表2：OECD 國家機構投資者之資產規模

類 型	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004
	資產規模 <sup>1</sup> (單位：兆美元)						
全體機構投資者	13.8	23.5	39.0	39.4	36.2	46.8	---
保險公司	4.9	9.1	10.1	11.5	10.2	13.5	14.5
退休基金	3.8	6.7	13.5	12.7	11.4	15.0	15.3
共同基金	2.6	5.5	11.9	11.7	11.3	14.0	16.2
避險基金	0.03	0.10	0.41	0.56	0.59	0.80	0.93
其他	2.4	2.2	3.1	3.0	2.7	3.4	---
類 型	相對GDP <sup>2</sup> 比率(單位：%)						
全體機構投資者	77.6	97.8	152.1	155.3	136.4	157.2	---
保險公司	27.8	37.8	39.4	45.3	38.4	45.4	44.0
退休基金	21.2	27.8	52.6	50.1	42.9	50.4	46.4
共同基金	14.8	22.7	46.3	45.9	42.7	47.2	49.0
避險基金	0.1	0.4	1.6	2.2	2.2	2.7	2.8
其他	13.6	9.1	12.3	11.7	10.1	11.5	---

註：1. 資料可能反映重複計算的問題，如退休基金投資共同基金，在兩方均列入統計。

2. 使用OECD國家之GDP。

資料來源：IMF(2005)之Tab 3.1。

<sup>6</sup> 國內企業亦可為共同基金批發市場的投資人，如投資投信公司發行之私募基金。

<sup>7</sup> 統計機構投資者管理之資產規模，會產生重複計算的問題，如保險公司與退休基金資產配置可能包含共同基金，但三者皆已列入各自資金規模統計。此情況在進行國內外資料分析時均同。

<sup>8</sup> 近年集合投資工具成長的主要因素包括：確定提撥制退休基金之重要性提高，導致對共同基金的投資需求增加，另外，避險基金的蓬勃發展以及近年各類型共同基金陸續推出，提供投資人多樣化投資機會，加上專業的資產管理服務均為促使其成長的重要因素。

由表 2 可知，保險公司、退休基金與共同基金等三大機構投資者管理之資產相對 GDP 比率大致接近，約在 45% 至 50% 之間。就美國而言，機構投資者間之資產亦大致呈平均分配，但其他工業國家則存在明顯差異，如在日本、德國及英國等保險公司佔有舉足輕重的角色；在法國與義大利共同基金具有關鍵地位；在荷蘭退休基金則為主要機構投資者。

### 三、OECD 國家機構投資者之資產配置

OECD 國家機構投資者的資產多配置於股票與債券，惟各國全體機構投資者之資產配置可能不同（見表 3），如日本、法國及德國的債券投資比重大於股票投資比重，而美國與英國恰好相反。另一方面，雖然近年機構投資者某程度跨足國外投資且投資比重有上升趨勢，但整體而言，OECD 國家仍偏好本國投資（home bias）。由於不同機構投資者對股票與債券的偏好程度未必一致，因此，以下將就 OECD 國家三大機構投資者的資產配置提出說明。

表 3：OECD 主要國家機構投資者之資產配置

單位：%

項 目	美國		日本		英國		法國		德國	
	1997	2003	1997	2003	1997	2003	1997	2003	1997	2003
本國股票	41	37	14	15	51	31	23	30	17	18
外國股票	9	9	3	4	17	18	7	4	5	17
本國債券	38	39	38	46	18	25	39	25	69	48
外國債券	2	2	8	12	2	3	9	17	4	9
房地產	1	1	0	0	2	1	0	0	0	1
其他 <sup>1</sup>	9	12	37	23	10	22	22	24	5	7
合 計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

註：1. 包括放款、衍生性金融商品、短期投資、私募股權基金、避險基金及其他資產等。

資料來源：IMF(2005)之Figure 3.2。

## (一) 保險公司

OECD 國家的保險公司持有固定收益資產比重最高，1997 年持有本國與外國合計之債券及股票比重分別為 24% 與 55%，2003 年分別為 25% 與 58% (見表 4)，其中本國債券投資比重在 1997 年及 2003 年均高於本國股票投資比重。另一方面，雖然國外投資 (國外有價證券，包括外國股票與外國債券) 比重相對較本國投資 (本國股票與本國債券合計) 為低，惟國外投資比重已由 1997 年之 8% 提高至 2003 年之 14%。

表 4：OECD 國家機構投資者之資產配置

單位：%

項 目	保險公司		退休基金		共同基金	
	1997	2003	1997	2003	1997	2003
本國股票	21	20	44	37	39	37
外國股票	3	5	11	11	9	10
本國債券	50	49	33	27	38	38
外國債券	5	9	3	6	3	5
現金	---	---	3	1	---	---
房地產	---	---	2	3	---	---
其他 <sup>1</sup>	21	17	4	15	11	10
合 計	100	100	100	100	100	100

註：1. 包括放款、衍生性金融商品、短期投資、私募股權基金、避險基金及其他資產等。

資料來源：IMF(2005)之Figure 3.1。

## (二) 退休基金

OECD 國家之退休基金係以股票投資為主，2003 年股票投資比重達 48%，債券約占 33%，不動產投資占 3%，而其他投資占 15%，其中包括另類投資 (alternative investments)、放款、短期投資以及衍生性金融商品等。另類投資主要包括私募股權 (private equity)<sup>9</sup> 與避

<sup>9</sup> 私募股權不一定是基金的型態，也許是以投資公司或有限合夥企業呈現。一般而言，私募股權

險基金等。根據估計，退休基金的私募股權投資約占全部私募股權基金資本的 30%<sup>10</sup>。若以本國投資與國外投資區分，顯示國外投資比重自 1997 年之 14% 升至 2003 年之 17%。

多數退休基金著眼於長期投資報酬，造成其證券週轉率較其他市場參與者為低，加上其資產配置策略亦採取偏重於股市的作法，故有助於提振市場信心與降低市場波動性，成為穩定證券市場秩序之重要推手。針對退休基金配置於股市比重偏高，可能招致整體資產風險提高之疑慮，除了應提升全權委託外部專業機構經營之比例，及注重投資標的公司之公司治理評鑑外，退休基金管理機構亦應自行強化內部運作模式，以利降低營運風險。

### （三）共同基金

共同基金持有的資產組合較為平衡，1997 年與 2003 年債券投資比重分別為 41% 及 43%，股票投資比重分別為 48% 與 47%（見表 4）。共同基金資產之持有係反映家計單位、企業、基金會及保險公司、退休基金等機構投資者資產配置後的結果。由表 5 可知，共同基金在美國已屬於成熟型產業，近年共同基金規模相對 GDP 比率約穩定在 65%-70% 左右，歐洲的平均規模較美國為小，至於日本及新興市場經濟體則因共同基金規模仍小，未來將最具發展潛力。

IMF (2004 a) 研究發現，新興市場經濟體的共同基金規模成長極為快速，在 1997 年底至 2003 年 6 月間成長 96%，相對 GDP 比率由 8% 上升至 15%（見表 5）。已開發國家的股票型基金規模遠大於債券型基金（尤其是日本、英國、美國等），許多新興市場經濟體（如墨西哥、南韓、巴西等）恰好相反，反映已開發國家與新興市場經濟

---

基金大致可區分為創業投資（venture capital）基金、併購（buyout）基金以及不介入公司經營的私募基金。創業投資基金可能在公司的不同階段介入經營，但多半係針對未上市及創立初期的公司。併購基金則多針對成熟型企業，可能購入企業或介入經營重整後再伺機脫售。有關私募基金的定義亦可參考蔡惠美、高超陽（2006）之說明。

<sup>10</sup> 詳見IMF（2005）第 79 頁。



體發展本國證券市場的差異性。許多新興市場經濟體政府債券市場的流通性遠優於股票市場，此外，1990年代後期以來，因名目利率持續走低，個別投資人為獲取更高報酬，紛紛將銀行存款轉向債券型基金藉以投資長期政府公債及公司債，亦是造成新興市場經濟體偏重於債券型基金的主要原因之一。

表 5：主要經濟體之共同基金規模

國家(區域)別	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	基金規模(單位：億美元)						
美國	55,252	68,463	69,647	69,750	63,904	74,144	81,069
日本	3,765	5,028	4,320	3,439	3,032	3,491	3,995
歐洲	27,407	31,993	32,903	31,607	34,400	46,412	55,720
新興市場國家							
亞洲 <sup>1</sup>	3,053	4,269	3,849	3,920	4,316	5,358	7,033
拉丁美洲 <sup>2</sup>	1,407	1,488	1,804	1,915	1,386	2,188	2,737
歐洲 <sup>3</sup>	26	41	57	73	192	706	888
國家(區域)別	相對GDP比率(單位：%)						
美國	63.2	73.9	70.9	68.9	60.9	67.4	69.1
日本	9.5	11.2	9.1	8.3	7.6	8.1	8.6
歐洲	30.5	35.6	39.5	37.8	37.6	41.9	43.8
新興市場國家							
亞洲 <sup>1</sup>	13.2	16.4	13.7	13.8	13.8	15.6	18.0
拉丁美洲 <sup>2</sup>	8.6	10.5	11.2	12.4	9.6	14.5	16.0
歐洲 <sup>3</sup>	0.4	0.8	1.0	1.1	2.1	6.1	6.1

註：1.包括中國、香港、印度、南韓、馬來西亞、菲律賓、台灣、泰國及巴基斯坦。

2.包括阿根廷、巴西、智利、哥斯達黎加、墨西哥、秘魯、委內瑞拉。

3.包括捷克、匈牙利、拉脫維亞、波蘭、羅馬尼亞、蘇聯、斯洛伐克及土耳其。

資料來源：IMF(2005)之Tab 3.3。

#### 四、OECD 國家機構投資者之資產配置及投資法令限制

影響機構投資者資產配置的因素很多，包括投資法令限制（含相關監理制度）、投資工具多寡、資產預期報酬率的高低、金融市場的深度及廣度、投資顧問機構、評等機構、稅制、會計及財務申報準則等等。其中投資法令限制與相關監理制度可能間接影響機構投資者的資產配置，且對機構投資者的風險管理有密切的影響。

## （一）保險公司

保險公司經營的健全性及保險業的金融穩定取決於政府監理及民間業者自律。管理及監督的架構以保護要保人為主要考量，藉由適當的保險準備金及資本額以及相對安全及流動性的投資組合，以促使保險公司按時給付保險金。一般來說，保險公司的經營受負債面的資金成本及資產面的投資報酬兩大因素影響，故其投資策略或資產配置應以追求資產報酬率與資金成本差距極大化為目標，惟實務上投資法令限制與相關監理制度亦可能間接影響保險公司的資產配置。

OECD國家的保險業清償能力的監理制度<sup>11</sup>可能間接影響保險公司的資產配置。保險監理機關可以根據經營風險（包括保險負債及投資資產）訂定資本要求（capital requirements）。目前的作法包括兩種不同型式，一為風險資本額（risk-based capital, RBC）制度，二為清償邊際要求<sup>12</sup>（solvency margin requirement）管理。

美國、日本、澳洲與加拿大等國對保險業的資產及相關保險風險（insurance risk）實施風險資本額制度。此機制考量保險業的經營規模及各項風險組合以決定其最低資本額要求，目的在於監控保險公司的財務狀況，保障保險公司不致因各類風險的突然惡化，陷入無法清償之危險。根據IMF（2004b）分析指出，雖然美國與日本的RBC制度結構相似，但針對不同投資風險訂定不同的風險資本權重。對大多數的資產言，美國風險資本權重相對較高，因此美國的保險公司對不同資產類別的相對風險權重更為敏感。由於美國的股票風險權重相對較公司債為高，因此，促使其持有相對較高的公司債比重。

另一方面，英國及德國等歐盟（European Union, EU）國家則採用EU產險與壽險的保險指令（Insurance Directives），訂定最低清償

---

<sup>11</sup> 本節說明主要參考IMF（2004 b）、Swiss Re（2006）及黃芳文（2006）的內容。

<sup>12</sup> 針對產險與壽險分別訂定應提清償邊際（required solvency margin）金額，相關內容請參閱Swiss Re（2006）第5頁之說明。

標準，藉由強化產險業與壽險業的清償邊際要求來保護保險受益人。部分歐洲國家如丹麥、荷蘭等則結合 EU 指令與風險資本額制度。

由於清償能力管理無法處理資產風險的問題，因此，EU 另外訂定投資準則（investment guidelines），規範保險業準備金用於資產投資的最高比率限制，且目前 EU 會員國可自由實施較嚴格的投資限制。例如，EU 指令要求購入單一發行者之證券應不得逾保險準備金之 5%；德國則針對保險公司的股權投資訂定限制，1992 年以前訂為總資產的 25%，1992 年至 2002 年提高至 30%，2003 年以後進一步提高為總資產之 35%<sup>13</sup>。

目前僅有少數 EU 會員國實施 RBC 制度，預期草擬中的 Solvency II，未來將取代清償邊際要求。EU 擬實施 Basel II 的三大支柱架構，以及在第一支柱訂定風險資本要求的保險準備金標準。Solvency II 的基本原則係建立一套以風險為考量的監理制度，實質上它已涵蓋公司治理、監理執行、財報揭露及保險會計等不同層面的範疇，預料對保險公司的資產負債管理及風險管理制度將有實質助益。

## （二）退休基金

OECD（2005）調查發現，各國退休基金資產投資標的種類甚多，包括股票、債券、共同基金、避險基金、放款、銀行存款與不動產等。為了提高投資彈性，在善盡管理人職責、避免利益衝突、分散投資風險等原則下，退休基金管理機構內部的投資決策委員會會參酌當時的市場情勢，自行調整投資組合，故不少 OECD 國家的法令並未明文限制投資上限，如英國、美國、澳洲、日本、愛爾蘭、盧森堡及紐西蘭等國。

但仍有一部分國家針對不同資產訂定投資法令限制，包括對權益證

---

<sup>13</sup> 另外，針對衍生性金融商品的投資限制包括：對以增加投資收益為目的之利率與貨幣交換限制在總資產的 7.5%；滿足短期現金流量所必需且 1 年之內（1 年以上）之衍生性金融商品契約投資限制為總資產的 7.5%（5%）等。

券訂定投資上限，如德國（上市公司股票 35%、未上市公司股票 10%）、奧地利（50%）、芬蘭（上市公司股票 50%，但未上市公司股票以 10% 為限）、挪威（35%）、瑞士（股票總上限 50%，本國股票上限 30% 及外國股票上限 25%）、韓國及比利時（上市股票無限制，但未上市股票以 10% 為限）及土耳其（76%）等國<sup>14</sup>。

另外，僅少數 OECD 國家對債券投資比例訂定限制，如德國（50%）、挪威（公司債 30%）、墨西哥（AA 級公司債 35%、A 級公司債 5%）、冰島（金融機構 50%、地方政府 50%、未上市公司 10%）等。對投資共同基金訂定投資上限者，如德國（股票型基金 35%、避險基金 5%）、芬蘭（債券型基金未設限、股票型基金 50%、避險基金 5%）、挪威（30%）、波蘭（開放型基金 15%、封閉型基金 10%）及義大利（封閉型基金 20%）等。至於銀行存款投資比例訂定上限者，包括德國（50%）、奧地利（10%）、捷克（10%）、義大利（20%，包括短期票券）、波蘭（20%）及土耳其（10%）等國。

## 五、近年 OECD 國家機構投資者之投資方向

### （一）隨資產投資範圍擴大，另類投資逐漸增加

近年許多機構投資者調整其投資策略，轉向另類投資。主要因 2000 年以來，低利率、低通膨環境，資金轉趨浮濫，機構投資者積極尋求更多元化投資，加上外界更關注於投資的資產種類、相對績效、相關性及波動性等，因而影響機構投資者的投資策略。由於機構投資者的投資偏好改變及多角化投資的興趣提高，因而債市及股市的部分資金轉向從事私募股權、避險基金等另類投資，促成另類投資蓬勃發展。

---

<sup>14</sup> 詳見 OECD (2005)。

## （二）指數股票型基金及指數型基金納入投資組合

由於不少退休基金之操作績效係以相對報酬，而非絕對報酬衡量，故會以特定類股或大盤指數報酬為標竿（benchmark）進行投資。為追求與指數相同之報酬率，退休基金大多採取被動式資產管理（passive asset management），因此其資產配置多數選擇具備管理及交易成本相對低廉、投資風險分散及追蹤誤差（tracking error）小等特點之指數股票型基金<sup>15</sup>（exchange-traded funds, ETFs）及指數型基金<sup>16</sup>（index funds）商品。

## （三）本國投資比重下降，國外投資比重提高

幾乎 OECD 會員國機構投資者的本國投資均減少，造成本國投資比重減少的主因係來自本國投資報酬率下降、國外投資限制取消、全球報酬標竿的運用以及愈來愈強調調整風險報酬（risk-adjusted return）之重要性。OECD 國家的國外投資比重在 1997 年至 2003 年間平均已達 12%，如日本共同基金、英國與歐洲的退休基金皆提高國外投資比重。預期未來機構投資者的本國投資趨勢仍將呈遞減態勢，主要是因國外投資潛在獲利可觀，日本即為一例。

不過，仍有一些現象值得留意。例如，因資本市場跨國整合，已使得某些資產受金融衝擊後將有跨國傳遞的效果，這樣的衝擊可能使得機構投資者減少持有國外資產，另外，若本國幣值波動過大，亦可能減少資金的跨境流出，使本國投資增加。

---

<sup>15</sup> 在基金管理方式上面，ETF管理的方式屬於被動式管理，ETF經理人不會主動選股，指數的成份股就是ETF這檔基金之選股內容，ETF操作的重點不是在打敗指數、而是在追蹤指數。一檔成功的ETF是能夠儘可能與標的指數走勢一模一樣，亦即能複製指數，使投資人安心穩定地賺取指數之報酬率。傳統股票型基金的管理方式則屬於主動式管理，基金經理人透過積極選股達到報酬率擊敗大盤指數的目的。ETF的交易方式如同股票，在證券交易所直接向證券商營業員下單買賣，可同時作多及作空。

<sup>16</sup> 「指數型基金」與「指數股票型基金」兩者概念相似，都屬於被動式管理及追蹤指數的產品，兩者持股內容儘量貼近指數，追求和指數相同的投資報酬，但交易策略實際上卻不盡相同。指數型基金，如一般認知的共同基金，投資人須向基金公司依淨值申購及賣出。

## 參、我國機構投資者之角色及其重要性

### 一、我國機構投資者之資金規模呈穩定增加

我國機構投資者<sup>17</sup>主要包括保險公司、退休基金與境內共同基金。保險公司<sup>18</sup>包含壽險公司與產險公司。退休基金包括下列三種，分別是（1）公務人員退休撫卹基金（以下簡稱退撫基金）；（2）勞工退休基金（以下簡稱勞退基金）；（3）勞工保險基金（以下簡稱勞保基金<sup>19</sup>）。至於境內共同基金可依境內募集方式之不同，分為公開募集的共同基金與私募基金。

有關我國三大機構投資者的中央主管機關、資產管理之法源依據、基金操作方式、監督審議機關及年度計畫擬定之比較，歸納如表 6，後面的章節將作進一步之說明。

---

<sup>17</sup> 此處我國機構投資者不含一般所謂四大基金之一的郵政儲金。因為郵政儲金的資金來源為大眾的存款，它的資金運用包括轉存央行或其他金融機構、投資債券、股票及短期票券等，角色類似銀行金融中介，且與一般習稱的機構投資者不同，故不在本文討論之列。另外，本文也不探討境外基金，因其性質與境內基金不同。境外基金為國外基金管理公司在國外募集，投資人多為非居民，與本文探討之境內共同基金係由國內投信公司在國內募集完全不同。

<sup>18</sup> 再保險公司不在本文討論之列。

<sup>19</sup> 勞保基金之老年給付約占勞保給付的 8 成左右，因此將其列為退休基金之一。以 2005 年為例，全部勞保給付為 1,878 億元，其中 1,496 億元用於支付老年給付，占全部支出的 79.6%。

表 6：我國機構投資者資產管理之法源依據及基金操作

機構投資者	中央 主管機關	資金運用之 法源依據	基金操作	監督審議 機關	年度計畫 擬定
保險公司	金管會 保險局	1. 保險法 2. 保險業辦理國 外投資範圍及內 容準則 3. 保險業資金專 案運用及公共投 資審核辦法	自行運用 為主	金管會 保險局	---
退撫基金	考試院	公務人員退休撫 卹基金管理條例	退撫基金管 理委員會自 行運用及委 託經營	公務人員退 休撫卹基金 監理委員會	有 (對外公布)
勞退基金 (舊制)	勞工委員會	勞工退休基金收 支保管及運用辦 法	由中信局負 責操作及委 託經營	勞工退休 基金監理 委員會 <sup>1</sup>	有 (未對外公布)
勞退基金 (新制)	勞工委員會	勞工退休金條例 退休基金管理運 用及盈虧分配辦 法	勞工退休基 金監理委員 會及委託經 營 <sup>2</sup>	勞工退休 基金監理 委員會 <sup>3</sup>	根據法規應 提報 <sup>3</sup>
勞保基金	勞工委員會	勞工保險基金管 理及運用辦法	由勞保局負 責操作及委 託經營	勞工保險監 理委員會	有 (未對外公布)
境內共同基 金	金管會 證期局	1. 證券投資信託 及顧問法 2. 證券投資信託 基金管理辦法	投信公司代 為操作	金管會 證期局	無

註：1. 依勞工退休金條例第4條規定，新制之監理委員會成立後，舊制監理業務應歸入新制監理委員會統籌辦理。

2. 尚未成立，基金暫存銀行。

3. 目前新制監理委員會組織法尚未立法通過，因此無法擬具年度投資運用計畫，送請主管機關備查。

資料來源：本研究整理。

根據統計，我國機構投資者之資金規模由 2001 年底之 5 兆 5,890 億元增加至 2005 年底之 9 兆 3,097 億元，增幅達 66.6%，同期間資金規模相對 GDP 比率由 2001 年底之 56.7%，上升至 2005 年底之 83.5%，另根據 2006 年 9 月底（保險公司為 2006 年 8 月底數字）之資料，資金規模已進一步提高至 10 兆 870 億元，相對 GDP 比率升至

87.5% (見表 7)。

表 7：我國機構投資者之資金規模

單位：新台幣億元/%

類 型	2001	2002	2003	2004	2005	2006(f) <sup>3</sup>
(1) 保險公司	29,040	34,313	45,453	52,869	61,415	68,348
壽險公司	27,399	32,731	43,774	51,126	59,628	66,528
產險公司	1,641	1,582	1,679	1,744	1,787	1,820
相對GDP比率(%)=(1)/(5)	29.4	33.7	44.0	49.1	55.1	59.3
(2) 退休基金	9,282	9,522	10,163	10,806	11,709	12,746
退撫基金	1,653	1,873	2,395	2,611	3,018	3,398
勞退基金(舊制)	2,427	2,677	3,150	3,598	3,929	4,108
勞退基金(新制)	0	0	0	0	483	1,018
勞保基金	5,201	4,972	4,619	4,597	4,279	4,223
相對GDP比率(%)=(2)/(5)	9.4	9.3	9.8	10.0	10.5	11.1
(3) 境內共同基金	17,568	21,680	26,529	24,736	19,973	19,776
公募之共同基金	17,568	21,680	26,529	24,736	19,536	19,230
私募基金	0	0	0	0	437	546
相對GDP比率(%)=(3)/(5)	17.8	21.3	25.7	23.0	17.9	17.2
(4) 合計= (1)+(2)+(3)	55,890	65,516	82,145	88,412	93,097	100,870
(5) GDP <sup>2</sup>	98,622	101,943	103,186	107,704	111,468	115,288
機構投資者資金規模相對 GDP比率(%)=(4)/(5)	56.7	64.3	79.6	82.1	83.5	87.5

註：1. 各機構投資者對外公布之資金規模表示如下：保險公司為資金總額；退撫基金為總資產；勞退基金（含新舊制）、勞保基金為淨值（=總資產減總負債）；境內共同基金為基金淨值。  
2. 2006年GDP數字係採用2006年11月主計處的最新預估值。  
3. 2006年保險公司資金總額係2006年8月之數字；退休基金及境內共同基金則為2006年9月之統計數字。綜言之，2006年底機構投資者之總資金規模實際數應較本表數字為高。  
資料來源：財團法人保險事業發展中心；公務人員退休撫卹基金管理委員會；勞工退休基金監理委員會；勞工保險局；中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站。

我國機構投資者之中，以保險公司資金規模最大，2005 年底已逾 6 兆元，相對 GDP 比率已達 55% 以上，較 2004 年全體 OECD 國家的 44% 為高。其次，境內共同基金（包括公開募集之共同基金及投信私募基金）規模在 2005 年底亦逼近 2 兆，相對 GDP 比率超過 17%，不過與美國的近 70% 及歐洲國家超過 40% 相較，仍有一段差距。另外，退休基金亦是我國相當重要的機構投資者，基金規模由 2001 年底之 9,282 億元，持續上升至 2005 年底的 1 兆 1,709 億元，相對 GDP



比率已由 2001 年底之 9.4%，提高至 2005 年底之 10.5%。

## 二、我國保險公司之資金規模、投資限制與資產配置

依據保險特性，壽險公司以發行人壽保單來籌措生利資產，產險公司則販售預防財產損失的保單，如火險、車險、航空險及海上保險等。至 2006 年 9 月止，國內壽險公司計有 29 家，產險公司 24 家。根據金管會保險局統計，以我國保費收入相對 GDP 比率衡量之「保險滲透度」（insurance penetration）指標由 1995 年之 5.5% 大幅攀升至 2005 年之 14.2%。

### （一）保險業之資金規模

保險業資金總額定義為業主權益加上各項責任準備金<sup>20</sup>，而責任準備金等於「保單給付現值」減去「未來可收取保費之現值」。依據金管會保險局統計，全體保險業資金總額由 2000 年底之 2 兆 6,092 億元，擴增至 2006 年 8 月底之 6 兆 8,348 億元，大幅成長 1.6 倍（見表 8）。其中產險公司資金總額由 1,628 億元小增至 1,820 億元，而壽險公司資金總額則由 2 兆 4,464 億元，大幅增加至 6 兆 6,528 億元，增幅達 1.7 倍。以 2006 年 8 月底為例，壽險公司資金總額占全體保險業資金總額之 97.3%。若進一步分析，可知最近 5 年保險業資金總額的大幅增加主要來自保險業所提列之各項責任準備金的規模擴大，這是因為最近幾年新契約保費收入持續增加，而責任準備金預定利率由過去 6% 以上，2001 年首度調降至 4.875%，2002 年底進一步調降至 4%，2005 年底更降至 2%<sup>21</sup>，使得責任準備金提存激增，加上

<sup>20</sup> 各項責任準備金包括責任準備金、未滿期保費準備金、特別準備金及賠款準備金。資金總額類似「總資產」概念，因「總資產」等於「業主權益」加「總負債」，而各項責任準備金包括在總負債內，故保險公司的總資產大於其資金總額。若保險公司的資金運用產生投資收益，將反映在業主權益上。

<sup>21</sup> 2006 年 1 月開始壽險業新契約責任準備金利率採用新制，首先依繳費期間區分為 6 年（含）以上與 6 年以下，再依 4 組不同負債存續期間訂定不同責任準備金利率。繳費期間 6 年（含）以上者，新契約責任準備金利率介於 2%-2.75%；繳費期間 6 年以下者，責任準備金利率則介於 1.75%-2.5%。

以往有效契約保單的責任準備金每年亦會持續增加<sup>22</sup>，均造成近幾年責任準備金攀升。

表 8：我國保險業資金規模

單位：新台幣億元

年	業主權益			各項責任準備金			資金總額 <sup>1</sup>		
	合計	產險業	壽險業	合計	產險業	壽險業	合計	產險業	壽險業
2000	2,610	806	1,804	23,482	821	22,661	26,092	1,628	24,464
2001	2,609	805	1,804	26,431	836	25,595	29,040	1,641	27,399
2002	2,451	730	1,721	31,863	852	31,010	34,313	1,582	32,731
2003	3,100	781	2,319	42,353	899	41,454	45,453	1,679	43,774
2004	3,252	771	2,481	49,618	973	48,645	52,869	1,744	51,126
2005	3,469	772	2,697	57,945	1,015	56,931	61,415	1,787	59,628
2006/8	5,073	792	4,281	63,275	1,028	62,247	68,348	1,820	66,528

註：1. 資金總額包括業主權益及各項責任準備金。

資料來源：財團法人保險事業發展中心。

## （二）保險業之資金運用與投資比率限制

### 1. 擴大保險業投資範圍

國內利率在 2000 年 6 月至 2004 年 9 月間持續走低，保險業面臨嚴重利差損的經營困境，為協助保險業者提高投資收益率，政府陸續擴大保險業的投資範圍，包括受益證券及資產擔保證券之投資、金融債券與公司債之附買回交易、私募基金投資<sup>23</sup>、國內外有價證券之出借業務等。另外，政府持續提高保險業國外投資比重亦是相當重要的措施。目前保險業投資工具主要包括銀行存款、放款（含不動產擔保放款及壽險保單質借放款）、金融債券、金融資產受益證券（資產擔保證券）、不動產受益證券、短期票券、國內外股票、國內外債券、衍生性金融商品、不動產投資以及專案運用與公共投資等。其中保險業資金辦理專案運用部分，可投資經政府核定之新興重要策略性事業

<sup>22</sup> 因有效契約保單隨時間經過，保險給付現值將提高，且未來可收取保費現值將減少，保險公司自然應增加提存責任準備金。

<sup>23</sup> 此處係指參加授信公司之私募（private placement），目前保險業不可投資私募股權基金。

或創業投資事業、從事無自用住宅購屋放款及其他配合政府政策之資金運用。

## **2. 實施保險業風險資本額制度，強化風險管理**

為實際反映保險公司真正的經營風險，我國於 2003 年 7 月正式實施保險業風險資本額（RBC）制度。藉由 RBC 制度，保險監理機構可衡量保險公司經營險種、投資標的等各項資產面與負債面風險，以瞭解保險業清償能力水準，並採取相應的監理措施。根據保險法第 143 之 4 條規定，保險業的資本適足率（即自有資本除以風險資本比率）不得低於 200%，若未達 200%，不得分配盈餘，主管機關應視情節輕重，要求業者限期改善或採取其他監管行動。

RBC 制度各項資產與負債風險係數的決定，都會對保險公司的經營與投資策略產生影響。由於投資風險較大的資產會要求較大資本額，故為了符合 RBC 制度要求，業者的投資策略也可能因此改變。若保險公司的自有資本除以風險資本比率未達 200%，則保險監理機構可要求該公司提高自有資本（增資）或由保險公司自行調整資產配置來因應。

## **3. 保險業資金的投資比率限制**

為加強保險業資金運用管理，同時兼顧流動性、安全性與獲利性目標，保險法另針對保險業資金的投資比率訂定一些限制，如依據保險法第 146 之 1 條規定，保險業投資國內公開發行公司股票、公司債及受益憑證之上限合計為 40%（公司股票及公司債合計為 35%，受益憑證為 5%）；另依據保險法第 146 之 4 條規定，國外投資上限為保險業資金之 35%（見表 9）。另外，「保險業資金專案運用及公共投資審核辦法」則規定保險業辦理專案運用及公共投資之總額，不得超過該保險業資金 10%。對於同一對象之專案運用或公共投資之總額合計不得超過該保險業資金 5%（見表 9）。

表 9：我國保險業之投資比率限制

項次	國內投資	國外投資
1	公司股票及公司債合計投資總額不得超過保險資金的35%；經依法核准公開發行之證券投資信託基金及共同信託基金受益憑證，其投資總額不得超過該保險業資金之5%。	保險業之資金得辦理國外投資；主管機關視其經營情況，得逐年予以適度調整，惟不得超過該保險業資金之35%。
2	存放於每一金融機構之存款，不得超過該保險業資金之10%。	
3	不動產之投資總額，除自用不動產外，不得超過該保險業資金之30%。	
4	金融債券、可轉讓定期存單、銀行承兌匯票、金融機構保證商業本票及其他經主管機關核准保險業購買之有價證券總額，不得超過該保險業資金之35%。	
5	對每一公司股票及公司債之投資與該公司發行之股票及公司債為質之放款，合併計算不得超過該保險業資金之10%。	
6	保險業辦理專案運用及公共投資之總額，不得超過該保險業資金之10%。對於同一對象之專案運用或公共投資之總額合計不得超過該保險業資金之5%。	
7	放款總額，不得超過該保險業資金之35%。	

資料來源：保險法。

### (三) 保險業資金之資產配置

#### 1. 壽險業

就壽險業資金運用而言，表 10 顯示 2001 年底至 2006 年 8 月底資料，呈現以下幾個相當有趣的結果。

表 10：我國壽險業資金運用表

單位：新台幣億元

項目	2001		2002		2003		2004		2005		2006/8	
	金額	比重 %	金額	比重 %	金額	比重 %	金額	比重 %	金額	比重 %	金額	比重 %
資金運用總額 (1)	26,439	96.5	31,891	97.4	42,175	96.4	49,722	97.3	58,382	97.9	65,847	99.0
銀行存款	3,348	12.2	2,652	8.1	1,808	4.1	2,000	3.9	1,908	3.2	2,599	3.9
證券投資	8,681	31.7	12,579	38.4	17,431	39.8	22,515	44.0	26,481	44.4	29,715	44.7
短期投資 <sup>1</sup>	862	3.1	1,201	3.7	2,106	4.8	4,115	8.0	5,843	9.8	6,456	9.7
公債及庫券 <sup>2</sup>	4,665	17.0	7,518	23.0	10,313	23.6	13,230	25.9	14,690	24.6	16,313	24.5
股票	1,247	4.6	1,719	5.3	2,736	6.3	3,179	6.2	3,765	6.3	4,189	6.3
公司債	976	3.6	955	2.9	881	2.0	1,187	2.3	1,488	2.5	1,939	2.9
受益憑證	930	3.4	1,186	3.6	1,394	3.2	804	1.6	695	1.2	818	1.2
不動產投資	1,775	6.5	1,939	5.9	2,218	5.1	2,303	4.5	2,430	4.1	2,980	4.5
壽險貸款	3,649	13.3	3,839	11.7	4,304	9.8	4,297	8.4	4,478	7.5	4,720	7.1
擔保放款	4,754	17.3	4,723	14.4	4,400	10.1	4,320	8.4	4,521	7.6	4,927	7.4
國外投資	3,295	12.0	5,238	16.0	11,110	25.4	13,480	26.4	17,830	29.9	20,229	30.4
專案運用及 公共投資	937	3.4	921	2.8	905	2.1	808	1.6	732	1.2	677	1.0
非投資性資產 (2)	960	3.5	840	2.6	1,598	3.6	1,403	2.7	1,246	2.1	681	1.0
資金總額 <sup>3</sup> (3)=(1)+(2)	27,399	100.0	32,731	100.0	43,773	100.0	51,126	100.0	59,628	100.0	66,528	100.0

註：1. 包括金融債券、可轉讓定期存單、銀行承兌匯票、金融機構保證之商業本票、附買回條件債券、不動產受益證券、金融資產受益證券(含資產擔保證券)、ETF等。

2. 包括公債、國庫券及儲蓄券。

3. 資金總額等於業主權益加各項責任準備金(來源面)，亦等於資金運用總額加上非投資性資產(用途面)。

資料來源：財團法人保險事業發展中心。

第一、壽險業在資金運用上，相當偏愛投資國外有價證券<sup>24</sup>。國外投資的絕對金額(該金額占資金總額比重)，自 2001 年底起呈現攀升走勢，由 2001 年底的 3,295 億元(12%)，大幅提高至 2006 年 8 月底之 2 兆 229 億元(30.4%)，此增加主要係因政府鬆綁國外投資比率限制，加上近年國內利率偏低，而國外有價證券因獲利較高，壽險公司為提高獲利機會，紛紛提高國外投資比重所致。不過，由於我國保險公司整體國外投資比重已接近 35% 的投資上限，部分大型壽險公司的國外投資比率已達滿水位狀態，故積極要求政府能再度放寬國外投資比重至 50%。

第二、國內公司債、國內股票及受益憑證三者的投資比重偏低，2001 年底三者合計僅 11.6%，2006 年 8 月底更降至 10.4%，與規定

<sup>24</sup> 保險業國外投資主要以固定收益型投資為主，包括公司債、金融資產受益證券、資產擔保證券及公債等。

上限 40%相差甚遠，其中國內股票（含受益憑證）投資在 2006 年 8 月底僅 7.5%，顯示保險業似認為國內股市投資報酬率不高，加上投資風險較高，股價波動性大，在資金成本考量下而不願增加國內股市投資。

第三、本國債券投資（包括政府債券及公司債）比重明顯高於本國股票（含受益憑證）投資比重，以 2006 年 8 月底資料為例，前者達 27.4%，而後者僅為 7.5%<sup>25</sup>。分析其原因，其中之一似可能與保險業實施 RBC 監理制度有關<sup>26</sup>，因為計算風險性資本所使用的國內債券風險係數遠小於國內股票風險係數<sup>27</sup>，加上壽險業資金總額較大，以致資金配置在本國債券比重高於本國股票比重。

第四、傳統固定收益型投資方面，受利率下跌影響，公債及國庫券投資占資金總額比重由 2001 年底之 17% 上升至 2003 年底之 23.6%，2006 年 8 月底為 24.5%，而銀行存款則由 2001 年底之 12.2% 降至 2003 年底之 4.1%，其後維持在 4% 左右，至 2006 年 8 月底為 3.9%。另一方面，根據表 10，可知短期投資占資金總額比重由 2001 年底之 3.1%，逐年上升，至 2006 年 8 月底為 9.7%。不過，經查短期投資涵蓋的資產內容相當廣泛，包括金融債券、可轉讓定期存單、銀行承兌匯票、銀行保證之商業本票、附買回條件債券、不動產受益證券、金融資產受益證券以及 ETF 等，與短期投資原意名不副實，故進行資料分析時應當謹慎為之。實際上，此項資產比重提高，主要應係反映政府近幾年逐步放寬保險業投資範圍，壽險業開始積極從事多元化投資，故對金融債券以及新種金融商品，如不動產受益證券、金融資產受益證券（含資產擔保證券）等投資需求增加。

<sup>25</sup> 因取得之資料未能將金融債券及資產證券化商品（如資產擔保證券）資料再細分出來及重新歸併，否則本國債券投資比重將會更高。

<sup>26</sup> 2001 年底壽險業的本國債券投資比重為 20.6%，我國自 2003 年 7 月實施 RBC 制度後，該年底本國債券投資比重升至 25.6%，2006 年 8 月底續升至 27.4%。

<sup>27</sup> 以關係人資產風險為例，對具有控制與從屬關係之關係人投資股票之風險係數可達 0.44，而投資債券之風險係數僅 0.01；對不具有控制與從屬關係之關係人投資股票之風險係數最高達 0.39，而投資債券之風險係數亦僅 0.01。

第五、專案運用與公共投資占資金總額比重由 2001 年底之 3.4%，降至 2005 年底之 1.2%，2006 年 8 月底進一步降至 1%。2005 年底的各家壽險公司資金運用資料顯示，大多數從事創業投資的壽險公司其創業投資金額占各該公司資金總額比重皆未達 1%，說明壽險公司基於風險考量，對於風險性較高的創業投資採取較為保守的投資策略。

## 2. 產險業

就 2006 年 8 月底數據觀察，產險業資金的配置以股票（含受益憑證）比重最高，達 18.1%<sup>28</sup>，其餘資產如銀行存款（占 15.6%）、短期投資（占 14.8%）、債券（含公債、國庫券及公司債）（占 13.7%）以及國外投資（占 13.5%）等大致呈現均勻的分布（見表 11）。

表 11：我國產險業資金運用表

單位：新台幣億元

項目	2001		2002		2003		2004		2005		2006/8	
	金額	比重 %	金額	比重 %	金額	比重 %	金額	比重 %	金額	比重 %	金額	比重 %
資金運用總額 (1)	1,299	79.2	1,147	72.5	1,291	76.9	1,545	88.6	1,584	88.7	1,735	95.3
銀行存款	477	29.1	465	29.4	411	24.5	414	23.8	293	16.4	283	15.6
證券投資	632	38.5	479	30.3	587	34.9	878	50.3	796	44.6	848	46.6
短期投資 <sup>1</sup>	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	269	14.8
公債及庫券 <sup>2</sup>	323	19.7	223	14.1	195	11.6	260	14.9	296	16.6	199	10.9
股票	253	15.4	222	14.0	174	10.4	277	15.9	268	15.0	266	14.6
公司債	55	3.4	35	2.2	67	4.0	192	11.0	82	4.6	50	2.8
受益憑證(含其他)	---	---	---	---	151	9.0	149	8.5	150	8.4	64	3.5
不動產投資	143	8.7	149	9.4	175	10.4	162	9.3	152	8.5	236	13.0
擔保放款	48	2.9	54	3.4	57	3.4	55	3.2	50	2.8	58	3.2
國外投資	---	---	---	---	---	---	---	---	227	12.7	245	13.5
專案運用及公共投資	---	---	---	---	61	3.6	36	2.1	67	3.8	65	3.5
非投資性資產 (2)	342	20.8	435	27.5	388	23.1	199	11.4	202	11.3	85	4.7
資金總額 <sup>3</sup> (3)=(1)+(2)	1,641	100.0	1,582	100.0	1,679	100.0	1,744	100.0	1,787	100.0	1,820	100.0

註：1. 包括金融債券、可轉讓定期存單、銀行承兌匯票、金融機構保證之商業本票、附買回債券、不動產受益證券、金融資產受益證券(含資產擔保證券)、ETF等。2005年(含)以前係歸併在受益憑證(含其他)項內。

2. 包括公債、國庫券及儲蓄券。

3. 資金總額等於業主權益加各項責任準備金(來源面)，亦等於資金運用總額加上非投資性資產(用途面)。

資料來源：財團法人保險事業發展中心。

<sup>28</sup> 事實上，如果將金融債券及資產證券化商品（如資產擔保證券）納入本國債券投資比重的計算，則本國債券投資比重應高於本國股票投資比重。

根據保險法規定，以 2006 年 8 月底保險業資金規模而言，國內保險業可投入國內股市（包括公司債、股票及受益憑證）的金額為 2 兆 7,339 億元，至 2006 年 8 月底止已投資 7,326 億元(占可投資國內股市金額之 26.8%)，尚可投資金額高達 2 兆元左右。另一方面，依據保險法規定，2006 年 8 月底國外投資金額可達 2 兆 3,921 億元，而已投資金額高達 2 兆 474 億元(占可投資國外金額之 85.6%)，顯示尚可投資額度為 3,447 億元。其中，產險業之國外投資僅 245 億元，規模甚小，惟壽險業國外投資金額卻高達 2 兆 229 億元(占壽險業可投資國外金額之 86.9%)，相較於其投入國內股市之 6,946 億元(占壽險業可投資國內股市金額之 26.1%)，顯示其相當偏愛國外投資。

### 三、我國退休基金之資金規模、投資限制與資產配置

#### (一) 退休基金之規模

我國三大退休基金(有關我國退休金制度之沿革，請參閱附錄一)的規模自 2001 年以來呈現穩定成長，但各基金的規模卻有不同的發展。退撫基金與舊制勞退基金規模呈穩定增加，新制勞退基金雖然起步最晚，規模也最小，但自 2005 年 7 月 1 日開辦，至 2006 年 9 月已突破 1,000 億元，達 1,017.6 億元(其中雇主與勞工提撥金額約各占 9 成與 1 成<sup>29</sup>)，因其採取確定提撥制，預計基金規模未來將增加最為快速，10 年內基金規模可達上兆元，成長潛力十足，而勞保基金雖然目前規模最大，但基金規模已呈縮減狀態。若將三大退休基金依確定給付制與確定提撥制區分，則我國確定給付制基金規模所占比重高達 92%，確定提撥制比重則為 8%。

根據表 7，若將 2006 年 9 月底與 2005 年底基金規模做一比較，可以發現三大退休基金增加 1,037 億元，其中以新制勞退基金增加 535

<sup>29</sup> 勞工自願提繳部分雖然可以自當年度個人綜合所得稅中全數扣除，但因勞工自願提撥非屬強迫性質，加上自行提撥比率低於雇主提撥比率，故勞退新制中勞工自提退休基金僅占 1 成左右。



億元最高，其次為退撫基金增加 380 億元，舊制勞退基金增加 179 億元，勞保基金則反向減少 56 億元。實際上，勞保基金的規模已自 2001 年之 5,201 億元逐年下降至 2006 年 9 月之 4,223 億元，約減少近 1,000 億元，其中 2003 年實施就業保險，勞保基金提撥 383 億元專款至就業保險基金，加上 2005 年 4 月勞保基金撥款 100 億元作為職業災害勞工保護專款，使得勞保基金大幅減少。另外，近年申請老年給付條件放寬，勞保支出較以往增加，以及自 2003 年開始，因應就業保險開辦，勞工保險費率的 1% 轉撥至就業保險基金，均使得勞保基金規模縮減。未來如果勞工保險費率無法調高<sup>30</sup>或基金的投資績效不佳以及勞保給付條件持續放寬，均可能使得勞保基金規模持續縮減。

## （二）退休基金之資金運用與投資比率限制

有關退休基金的基金管理與運用目前分別規定在「公務人員退休撫卹基金管理條例」、「勞工退休基金收支保管及運用辦法」（舊制）、「勞工退休金條例退休基金管理運用及盈虧分配辦法」（新制）與「勞工保險基金管理及運用辦法」。隨金融商品之不斷創新及金融全球化之發展，為適應金融情勢的轉變、增加基金投資收益、精確掌握投資的時機以及讓基金的運用更具彈性，三大退休基金的資金管理及運用已歷經數次修正，並朝投資多元化方向發展。

目前資金運用範圍已逐漸放寬，呈多角化經營，除存放金融機構外，亦可投資短期票券（包括商業本票、銀行承兌匯票等）、債券（包括公債、公司債、金融債券及抵押債券、不動產投資信託或資產信託受益證券等證券化商品）、權益證券（含股票及受益憑證）、國外有價證券（如國外的股票、債券、指數股票型基金、境外基金等）、外幣存款以及衍生性金融商品<sup>31</sup>（如期貨保證金等）以及其他有利於基

<sup>30</sup> 根據經濟日報於 2006 年 11 月 1 日之報導，政府為改善勞保財務結構以及因應預計於 2009 年開辦的勞保年金制，正研擬調高勞保薪資總費率，由目前之 6.5%（其中 1% 轉撥至就業保險基金）提高至 7%（其中 0.5% 轉撥至就業保險基金）。

<sup>31</sup> 自行經營部分大多限於避險交易，但委託經營部分則未限制。

金收入之投資等。另外，由於退休基金對有價證券之持有屬於長期性，故為增加基金收益，三大退休基金亦可從事有價證券之出借交易。特別的是，三大退休基金均可對政府或公營事業從事與經濟建設或投資有關之經建放款，或針對特定基金受益人進行放款（如退撫基金用於與公務人員福利有關設施之投資與貸款、新制勞退基金提供金融機構承作勞工住宅貸款、勞保基金對被保險人之紓困貸款等）。不動產投資方面，勞保基金可用於國內土地、房屋及其開發與建設，而新制勞退基金可用於投資國內外不動產。

## 1. 退撫基金

就基金的投資限制而言，「公務人員退休撫卹基金管理條例」並未明文規範退撫基金的各投資項目比率限制，其資產配置原則上係由退撫基金的內部投資決策委員會決定。

退撫基金管理委員會在每年度開始前 6 個月，會先審度國內外經濟金融情勢與基金收支預估，在衡量各項投資標的之市場風險承受度與最低法定收益率之要求下，擬定年度運用方針與收益目標，並規劃各項標的之組合。因此，就其法規架構及基金運用投資之實務作法，尚與國際接軌。根據 2006 年度退撫基金運用計畫，國內外存款與短期票券占基金規模的 31%，國內股票、國內受益憑證及國內債券投資比重將各占 15%、1%及 6%，而國外債券與國外受益憑證之投資比重分別占 10%與 4%，國內與國外委託經營合計占 30%<sup>32</sup>。

## 2. 勞退基金

根據「勞工退休基金收支保管及運用辦法」（舊制）相關規定，勞退基金投資於國內上市（櫃）公司股票、受益憑證及認購上市（櫃）

---

<sup>32</sup> 退撫基金 2007 年度基金運用方針及運用計畫已於 2006 年 8 月 11 日經提報退撫基金監理委員會會議審議通過，2007 年將大幅調高國內外委託經營合計比重至 45%，同時大幅調降國內外存款與短期票券比重至 18.5%。

公司之現金增資股票及初次上市（櫃）公司之承銷股票，合計上限為40%；投資外幣存款、國外有價證券以及衍生性金融商品總額不得超過該基金淨額之20%（見表12）。至於新制勞工退休金則限制購入單一權益證券、債務證券或基金之總成本，不得超過投資當時該基金淨值的1%；投資於任一權益證券、債務證券之總額，不得超過各該證券發行總額10%；投資於任一基金之總額，不得超過該基金已發行受益權單位數之10%（見表12）。

表 12：我國勞退基金舊制與新制之投資比率限制

種類	項次	國內投資	國外投資
舊制	1	國內公司股票及受益憑證不得超過基金淨額之40%。	投資外幣存款、國外有價證券及衍生性金融商品合計不得超過基金淨額之20%。
	2		存放同一銀行之外幣存款不得超過基金淨額之1%。
	3		購入單一國外股票、債券、交易所買賣基金或境外基金之總成本，不得超過投資當時本基金淨額之1%。
	4		投資於任一國外股票、債券之總額，不得超過各該發行總額之10%。
	5		投資於任一交易所買賣基金或境外基金，不得超過該基金已發行受益憑證之10%。
新制	1	購入單一權益證券、債務證券或基金之總成本，不得超過投資當時基金淨值之2%。	
	2	投資於任一權益證券、債務證券之總額，不得超過各該證券發行總額之10%。	
	3	投資於任一基金之總額，不得超過該基金已發行受益權單位數之10%。	
	4		存放同一銀行之外幣存款金額，不得超過本基金淨值之1%。但國外委託經營部分不列入該金額計算。

資料來源：1. 勞工退休基金收支保管及運用辦法。

2. 勞工退休金條例退休基金管理運用及盈虧分配辦法。

### 3. 勞保基金

勞保基金方面，考量近幾年利率仍處在低檔，為提高整體基金收益性，2006年3月新修訂之基金管理與運用辦法刪除固定收益的定期存款與債券投資不得低於基金總額的50%之限制，另考量提高報酬

暨分散區域風險，訂定海外投資不得高於基金總額的 35%，亦即國外債務證券、外幣存款、國外權益證券、境外基金、國外資產證券化商品以及國外衍生性金融商品之投資總額，不得超過基金總額的 35%。另外，雖未對基金投資於國內股市總額予以設限，但取而代之的是針對單一權益證券、債務證券及單一國內基金投資之總成本訂定投資上限等（見表 13）。

表 13：我國勞保基金之投資比率限制

項次	國內投資	國外投資
1	投資於單一權益證券之總成本，不得超過投資當時基金總額之5%；單一債務證券或單一國內基金之總成本，亦同。	投資於單一權益證券之總成本，不得超過投資當時基金總額之5%；單一債務證券及單一境外基金之總成本，亦同。
2	投資於單一債務證券累計總額，公司債不得超過投資當時發行公司淨值之10%；金融債券不得超過投資當時發行金融機構淨值之20%。	每一委託經營投資於單一國外權益證券及單一債務證券之金額，均不得超過各委任金額之10%。
3	投資於單一權益證券之總額，不得超過各該證券發行總額之10%。	存放於同一銀行之外幣存款金額，不得超過基金總額之3%。但存放於保管銀行部分，不在此限。
4	投資於單一國內基金之總額，不得超過該基金已發行受益權單位數之10%。	國外債務證券、外幣存款、國外權益證券、境外基金、國外資產證券化商品及國外衍生性金融商品之投資，合計不得超過基金總額之35%。

資料來源：勞工保險基金管理及運用辦法。

值得一提的是，三大退休基金之中，退撫基金與新舊制勞退基金皆訂定最低保證收益率，如退撫基金 3 年內平均最低年收益率不得低於台灣銀行 2 年期定期存款利率，如運用所得未達規定最低收益時，由國庫補足差額。針對舊制勞退基金之運用，其亦規定每年決算分配之最低收益，不得低於依當地銀行 2 年期定期存款利率計算之收益；舊制勞退基金運用所得若超過當地銀行 2 年期定期存款利率計算之收益時，超過部分應先提列半數作為累積賸餘。但提列累積賸餘之總額，應不超過當年 12 月底基金淨額之 6%；累積賸餘如有超過而再分配時，應於每年度決算後 3 個月內完成分配；若基金運用收益未達當

地銀行 2 年期定期存款利率計算之收益時，不足部分應先以累積賸餘補足之，如有不足，得留待翌年之累積賸餘補足，並以 2 年為限，如仍無法補足時，應經主管機關核准由國庫補足其差額。至於新制勞工退休金運用收益，亦不得低於當地銀行 2 年期定期存款利率，如有不足由國庫補足，作法為勞工請領退休金時，退休金收益之計算，係以提繳期間基金操作的每年平均收益，與銀行 2 年期平均定存利率比較，以較高者為勞工實際分配的盈餘。

由上述說明可知，政府負擔退撫基金與新舊制勞退基金之投資收益保證責任，若這些基金投資收益低於 2 年期定期存款利率，政府有責任補足，差別在於計算最低保證收益期間不同，退撫基金為 3 年，舊制勞退基金為 1 年，新制勞退基金則拉長為提繳日至領取退休金日止。根據經建會（2006）分析指出，政府提供最低保證收益，雖有助於基金之永續經營，但因欠缺對應的激勵措施與避險管理，使得退休基金偏向保守的資產配置，對政府財政亦造成一大負擔，若能重新檢討與修改退休基金的保證收益設計，除可改善退休基金過於重視短期績效的缺失，促使其提高投資國內股市的可能性之外，亦可減輕政府財政負擔，對退休基金的長期累積將具有正面的效用。

### （三）退休基金之資產配置

#### 1. 退撫基金

根據統計，2006 年 9 月底退撫基金總資產規模已達 3,398 億元（扣除負債 31 億元，基金淨值為 3,367 億元），由 2006 年 9 月底之投資明細（見表 14），可知自行經營的銀行存款與短期票券合計占 32.8%、國內股票（含受益憑證）占 16%、國外投資占 9.7%，國內外委託經營合計為 33.4%，故就其投資結構言，可知退撫基金投資組合與原先計畫相差不遠。

表 14：退撫基金之資產配置

單位：%

項目	2001		2002		2003		2004		2005		2006/9	
	自營	委託	自營	委託	自營	委託	自營	委託	自營	委託	自營	委託
銀行存款 <sup>1</sup>	38.8		33.3	0.5	20.5	5.8	31.5	0.7	23.0	0.5	18.2	5.3
放款	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
證券投資	50.0	10.5	51.1	13.7	40.5	21.2	42.6	13.4	45.7	17.2	38.0	16.2
短期票券 <sup>2</sup>	22.7	---	29.7	3.5	19.5	6.8	18.0	4.5	21.6	4.8	14.6	3.9
債券 <sup>3</sup>	5.1	---	3.8	---	2.4	4.9	6.4	3.5	7.7	5.0	7.3	4.2
股票	21.2	10.5	17.3	10.2	18.2	9.6	18.2	5.4	16.4	7.5	15.8	8.0
受益憑證	1.0	---	0.3	---	0.4	---	---	---	---	---	0.2	---
衍生性金融商品 <sup>4</sup>	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	0.1
國外投資	0.4	0.0	1.0	0.0	5.7	4.6	5.3	6.0	6.2	5.7	9.7	11.1
短期票券	---	---	---	---	---	---	---	---	0.1	---	---	---
債券	0.4	---	0.8	---	4.3	0.8	3.8	1.1	3.6	1.2	5.8	2.8
抵押債券	---	---	---	---	---	---	---	---	0.7	---	1.7	---
股票	---	---	---	---	---	3.8	---	4.9	1.8	4.5	0.3	8.1
受益憑證	---	---	0.3	---	1.5	---	1.4	---	---	---	1.9	0.1
其他 <sup>5</sup>	0.3	---	0.4	---	0.2	1.4	0.3	0.1	0.9	0.9	0.7	0.8
小計	89.5	10.5	85.8	14.2	67.0	33.0	79.7	20.3	75.8	24.2	66.6	33.4
合計	100		100		100		100		100		100	

註：1. 銀行存款含定儲、活儲、支存及外幣存款。

2. 包括商業本票及銀行承兌匯票。

3. 包括政府公債、國庫券、金融債券、(可轉換)公司債等。

4. 主要為期貨保證金。

5. 其他包括信託財產、應收及預付款等其他資產。

資料來源：公務人員退休撫卹基金管理委員會。

## 2. 勞退基金

2006年9月底舊制勞退基金規模已達4,108億元，觀察其投資明細(表15)可知，自營與委託經營合計之銀行存款比重為47.8%，放款<sup>33</sup>占4%，短期票券占15%，國內債券占10.2%，國內股市投資(含受益憑證)比重占19.3%，而國外投資僅占3.1%，因此，就舊制勞退基金投資組合而言，投資策略似顯保守，近半數存放在金融機構，國內股市投資比重明顯遠低於40%投資上限。至於新制勞退基金至2006年9月底止已累計超過1,000億元，因監理委員會組織法未通過，目前基金全數以定期存款存放於銀行。

<sup>33</sup> 包括對政府及公營事業之放款，及承做附賣回債票券投資等。

表 15：舊制勞退基金之資產配置

單位：%

項目 <sup>1</sup>	2001	2002 <sup>2</sup>	2003 <sup>2</sup>	2004			2005			2006/9		
				合計	自營	委託	合計	自營	委託	合計	自營	委託
銀行存款	45.7	45.3	44.8	51.4	50.6	0.8	49.3	49.1	0.2	47.8	47.8	0.0
放款	23.3	18.2	11.4	7.4	7.4	0.0	5.5	5.5	0.0	4.0	4.0	0.0
證券投資	28.5	35.4	43.1	40.7	35.3	5.3	43.2	39.0	4.2	44.5	34.5	10.1
短期票券 <sup>3</sup>	5.7	11.9	15.0	15.2	12.2	3.0	15.5	13.6	1.9	15.0	10.9	4.2
債券 <sup>4</sup>	0.1	0.7	1.5	3.5	3.5	0.0	10.8	10.8	0.0	10.2	10.2	0.0
股票	22.5	22.6	19.0	21.7	19.4	2.3	16.9	14.6	2.3	18.8	12.9	5.9
受益憑證	0.2	0.2	7.7	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	0.0
國外投資	---	---	---	---	---	---	1.0	1.0	0.0	3.1	3.1	0.0
債券	---	---	---	---	---	---	0.8	0.8	---	2.3	2.3	---
受益憑證	---	---	---	---	---	---	0.2	0.2	---	0.8	0.8	---
其他	2.5	1.2	0.7	0.5	0.6	-0.2	1.0	0.8	0.2	0.6	0.6	0.0
合計	100	100	100	100	94.0	6.0	100	95.4	4.6	100	89.9	10.1

註：1. 本表有價證券不扣除備抵跌價損失，以基金規模（以淨值表示）計算其資產配置，故備抵跌價損失、其他應收（付）款與負債均反映於其他項。

2. 勞退基金自2002年6月開始委託經營，但因2002-2003年可取得之資料已將自營與委託經營之投資項目資料合併計算，故無法在表中單獨列示。

3. 包括商業本票及銀行承兌匯票。

4. 包括政府公債、國庫券、金融債券、公司債及證券化商品等。

資料來源：勞工退休基金監理委員會。

### 3. 勞保基金

2006年9月底勞保基金規模為4,223億元，觀察2006年9月底勞保基金之資產配置（表16），顯示仍以銀行存款為主，占40.4%，股票與債券投資比重分占17.1%及13%，國內外委託經營合計為17.3%。

表 16：勞保基金之資產配置

單位：%

項目	2001	2002	2003	2004	2005	2006/9
<b>自營(1)</b>	<b>97.1</b>	<b>94.4</b>	<b>96.9</b>	<b>94.9</b>	<b>90.9</b>	<b>82.7</b>
銀行存款	65.2	61.7	57.5	54.6	46.6	40.4
放款	9.4	8.0	9.0	8.7	2.9	3.0
經建貸款	8.1	7.4	5.9	4.9	0.1	0.1
農保貸款	1.3	0.6	0.3	0.9	1.2	0.5
紓困貸款	0.0	0.0	2.8	3.0	1.6	2.4
短期票券	1.7	1.1	1.9	2.7	5.1	3.3
債券	3.0	5.3	8.4	10.1	13.5	13.0
公債	0.4	0.5	0.5	1.4	2.0	1.2
公司債	0.9	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
金融債券	1.7	4.3	7.3	8.4	11.1	11.5
股票 (含受益憑證)	17.5	17.9	19.6	17.5	18.4	17.1
房屋及土地	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
國外有價證券	---	---	0.1	0.8	3.6	3.9
外幣存款	---	---	---	---	0.3	1.3
境外基金	---	---	---	---	---	0.2
<b>委託經營(2)</b>	<b>2.9</b>	<b>5.6</b>	<b>3.0</b>	<b>5.0</b>	<b>9.1</b>	<b>17.3</b>
國內	2.9	5.6	3.0	5.0	6.1	13.9
國外	---	---	---	---	3.1	3.4
合計(3)=(1)+(2)	100	100	100	100	100	100

資料來源：勞工保險局。

#### (四) 三大退休基金資產配置之趨勢

分析 2001 年以來三大退休基金投資項目別比重的變化，可發現其共同的特點為銀行存款比重持續下降、國外投資比重逐漸上升、股票投資比重高於債券投資比重以及委託經營比重逐漸提高。

##### 1. 銀行存款比重持續下降

自 2004 年以來，退撫基金、舊制勞退基金與勞保基金的銀行存款比重均呈現下降趨勢。若就資產配置來看，除退撫基金的銀行存款比重稍低之外，其餘退休基金的銀行存款比重皆仍超過 40% 以上。以往在高利率時代，退休基金以存放銀行定期存款為主，自有其道理，但目前面臨低利率環境，未來應考慮再適度調降銀行存款比重。



## **2. 國外投資比重雖相對偏低，惟已逐漸提高中**

近年國外投資比重雖有提高，但至 2006 年 9 月底，除退撫基金自營加上委託經營之國外投資合計達 20% 外，其餘退休基金均不到 5%，顯示退休基金仍以本國投資為主，未來欲提高基金整體績效及分散風險似可考慮增加國外有價證券投資，同時提高國外委託經營比重。

## **3. 股票投資比重高於債券投資比重**

退撫基金的債券投資（包括自營、委託經營與國外投資）比重自 2001 年底之 5.5% 上升至 2006 年 9 月底之 20.1%，而股票投資（包括自營、委託經營與國外投資）比重穩定於 3 成上下；舊制勞退基金的債券投資（包括自營、委託經營與國外投資）比重雖然明顯增加，但 2006 年 9 月底僅為 12.5%，而股票（含受益憑證）比重反呈下降，自 2001 年底之 22.7% 降至 2006 年 9 月底的 20% 左右，但仍高於債券投資比重。若依據「勞工退休基金收支保管及運用辦法」之規定，勞退基金尚有高達 848 億元額度可供投資股票（含受益憑證），顯示其投資心態相當保守，長期資金大半運用在走勢穩定、收益率偏低的銀行定存及短期票券；另就勞保基金來說，自營部分的債券投資比重雖然呈現明顯上升，惟 2006 年 9 月底比重僅 13% 左右，股票投資比重變化不大，平均持穩於 18% 附近。因此，綜合來說，三大退休基金的股票投資比重均高於債券投資比重。

## **4. 退休基金之委託經營比重逐漸提高**

根據統計，三大退休基金之中，以退撫基金委託經營（含國內委託與國外委託）比重最大，增加也最為快速，由 2001 年底之 10.5% 提升至 2006 年 9 月底之 33.4%，其次為勞保基金，由 2001 年底之 2.9% 提高至 2006 年 9 月底之 17.3%，而舊制勞退基金增加幅度最小（有關我國三大退休基金委託經營現況，請參閱附錄二）。

2006年9月底退休基金國內委託有效契約金額達1,492.7億元，分別為退撫基金607.7億元、舊制勞退基金385億元與勞保基金500億元，合計約占我國全權委託投資業務有效契約總金額5,638.9億元之26.5%。退休基金國外委託經營方面，截至2006年9月底止，退撫基金已進行兩次委託，分別是第1次5億美元及第2次的6億美元，而勞保基金已委託1次，金額為4億美元。著眼於其他退休基金國外委託經營績效頗佳，舊制勞退基金計畫將於2007年首度釋出8億美元投資海外市場。

#### 四、境內共同基金之資金規模與發展

共同基金又稱為證券投資信託基金，係指在證券投資信託制度之下，由專業的證券投資信託公司（簡稱為投信公司）以發行受益憑證的方式<sup>34</sup>，募集多數人的資金，交由專業的基金經理人運用投資。

##### （一）共同基金之分類

依不同應募對象及募集方式，境內共同基金（見表17）進一步區分為公開募集之共同基金與私募基金（private placement funds），前者係公開募集且對不特定大眾募集，並無人數限制，後者為非公開募集且只對特定人募集（如法人機構<sup>35</sup>或自然人<sup>36</sup>、法人或基金），人數限制在2至35人，其優點在於投資標的採負面表列，限制較少，除公開募集基金可投資之標的外，尚可投資未上市（櫃）有價證券、私募之有價證券及境外基金（含未經核准或申報生效的境外基金<sup>37</sup>，

<sup>34</sup> 依據「證券投資信託及顧問法」第3條第1項規定，無論公開募集或私募基金，皆為證券投資信託行為，必須由證券投資信託事業始得為之。

<sup>35</sup> 包括銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、金融控股公司或其他經主管機關核准之法人或機構。

<sup>36</sup> 根據規定，目前國內可投資私募基金的自然人資格為本人淨資產超過1,000萬元或本人與配偶淨資產合計超過1,500萬元，或最近兩個年度，本人年度平均所得超過150萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新台幣200萬元。另外，境外華僑及外國人亦得投資投信私募基金。

<sup>37</sup> 金管會對私募基金投資的境外基金，仍有一些限制，包括不能投資黃金、商品現貨；其次，境外基金投資大陸地區有價證券或香港紅籌股的比率，不能超過金管會的規定，也就是投資大陸有價證券不能超過基金淨值的0.4%，而投資香港紅籌股不能超過淨值的10%。

如避險基金)，惟仍不得投資創投公司、創投基金、私募股權及其他投信私募之基金。

表 17：公開募集之共同基金與私募基金之比較

項目	公募之共同基金	私募基金
應募對象	不特定大眾	符合資格之特定人，包括機構法人、自然人、法人或基金
成立方式	公開募集	非公開招募
客戶數	無限制	2~35人
投資標的限制	較多	較少
最低投資金額	單筆：10,000元起 定期定額：3,000元起	依信託契約規定
特性及優點	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 投資門檻低，小額即可投資(定期定額)</li> <li>2. 共享投資利潤與風險</li> <li>3. 資金獨立安全性高</li> <li>4. 專業基金經理人操作</li> <li>5. 變現性高，買賣容易</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 採事後報備制，進場操作較具時效性</li> <li>2. 投資標的採負面表列，除公募基金可投資之標的外，尚可投資未上市櫃有價證券、境外避險基金及私募之有價證券等</li> <li>3. 操作更具彈性，可採取多空操作、保本、可轉債套利及避險操作等</li> <li>4. 資金獨立安全性高</li> <li>5. 專業基金經理人操作</li> <li>6. 變現性高，買賣容易</li> </ol>
缺點	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 採申請核准制，申請核准募集過程較冗長，較難掌握進場時效</li> <li>2. 持股比例有限制，操作較僵化</li> <li>3. 投資標的採正面表列規範，限制較多</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 應募人有資格限制</li> <li>2. 根據「最低稅負制」規定，私募基金的獲利也要併入個人所得稅中</li> </ol>
相關費用	申購手續費 經理費 保管費	依信託契約規定，可視基金類型收取績效經理費

資料來源：本研究整理。

一般而言，私募基金的操作彈性較大，主要特性包括：1. 採取事後報備制，進場操作較具時效性；2. 資產配置不受公開募集基金投資任一上市（櫃）公司股票、公司債或金融債券訂有投資比率上限

之規範；3. 得辦理證券信用交易；4. 可從事非避險證券相關商品交易；5. 不受委託單一券商買賣股票 30%之額度限制等等。投信公司在招募及銷售私募基金時，不能有一般性的廣告或其他公開招募行為，甚至在基金成立後，也不用對外公布淨值、操作績效及投資內容。因此，對一般投資人而言，私募基金像是披上一層神秘面紗，外人無法窺其面貌。

另外，私募基金強調追求絕對報酬，與公開募集基金之績效多以相對報酬衡量明顯不同，私募基金的缺點為應募人有資格限制，以及2005年底通過的「最低稅負制」規定，私募基金的獲利也要併入個人所得中，亦即總所得超過600萬元免稅額以上，就得課20%所得稅，對擁有龐大資金的富有者具有抑制投資的作用。

至於公開募集的共同基金類型可分為股票型、平衡型、債券型及其他型四種。

其中，股票型又分為封閉式<sup>38</sup>（close-end）、開放式<sup>39</sup>（open-end）及國際股票型三大類。

債券型又分為1. 投資國內；2. 投資國外；3. 國內債券—固定收益型；4. 國內債券—類貨幣市場型（quasi money market funds）。依據2004年10月30日新公布之「證券投資信託基金管理辦法」第27條，債券型基金不得投資股票、可轉換公司債、附認股權公司債及結構式利率商品等，以及第29條，債券型基金資產組合之加權平均存續期間應在1年以上，因此，為健全管理債券型基金，金管會於2005年10月公布債券型基金分流方案，現有「投資國內」之債券型基金

---

<sup>38</sup> 封閉式基金發行單位數固定，發行期滿、基金募集達到預計規模後，即不再接受投資人買進或賣出，故稱為封閉式基金。基金成立後在證交所掛牌，之後投資人所有買賣交易皆須透過集中市場撮合，交易流程與買賣股票相同，須透過證券經紀商買賣。買賣的價格、成交量皆由市場供需決定。

<sup>39</sup> 開放式基金投資人可以隨時依據基金淨值（Net Asset Value, NAV）報價，直接向基金公司買進、贖回或轉換，不須透過集中市場撮合交易。開放式基金每天只有一個淨值報價，沒有折、溢價的情形。金融市場收盤後，基金公司即會開始計算當日淨值。

已漸分流<sup>40</sup>轉型成為：（1）固定收益型基金：指持有債券比率至少在 50% 以上，不能投資於結構債商品，買回價款支付日則為T+2 日。由於債券評價係真實反映市場價格，故淨資產價值波動性較大；（2）類貨幣市場型基金：即持有債券比率在 30% 以下，且債券部位須持有到期，其債券存續期間須低於 3 年，非經核准不得賣出，其餘的 70% 資金則須投資國庫券、銀行存款、票券等流動性較高的投資工具，價款可在T+1 日交付。目前投資國內的債券型基金將在 2006 年底前全部轉為類貨幣市場型基金或固定收益型基金兩大類，因此，自 2007 年起債券型基金將分為投資國外、固定收益型基金以及類貨幣市場型基金三大類。根據金管會的最新規定，2007 年起投信公司不得新設類貨幣市場基金，且 2009 年底前原有類貨幣市場基金必須再轉型為貨幣市場基金<sup>41</sup>。

其他類型共同基金的範圍更廣，包括 2003 年開始成立之組合型基金（funds of funds）、指數股票型基金、保本型基金（principal guaranteed funds），2004 年成立之指數型基金與 2005 年成立之資產證券型基金<sup>42</sup>與貨幣市場基金<sup>43</sup>等。

## （二）共同基金之投資比率限制

依據「證券投資信託基金管理辦法」第 10 條之規定，國內公開募集之共同基金不得投資於未上市、未上櫃股票或私募之有價證券；不得為放款或提供擔保；不得從事證券信用交易；不得投資於結構式利率商品；不得投資於投信公司或與投信公司有利害關係之公司所發

<sup>40</sup> 因基金分流後，投資策略與投資內容可能改變，故分流方式必須經過受益人大會同意。

<sup>41</sup> 或許債券型基金在 2010 年進一步分流之後，將不再是我國共同基金的主流。

<sup>42</sup> 包括投信公司募集之不動產投資信託基金（REITS）及金融資產化基金（含抵押貸款債券化基金）等。

<sup>43</sup> 貨幣市場基金與類貨幣市場基金主要差異包括：（1）前者投資標的（如公債、A級以上公司債等）的平均存續期間不得大於 180 天，而後者投資債券的平均存續期間不得大於 3 年；（2）前者債券持有比率為 1 成以下（依據證券投資信託基金管理辦法第 48 條第 1 項第 5 款），而後者為 3 成以下。

行之證券；不得運用基金買入本基金之受益憑證等。私募基金則不得投資證券交易法第 6 條<sup>44</sup>規定以外之有價證券、不得從事放款，亦不得從事證券相關商品以外之交易，以及不得運用基金買入該私募基金之受益憑證等。

不同類型的共同基金，除各基金投資項目的投資比率應符合其規定<sup>45</sup>外，也針對投信公司公開募集的個別基金及所有基金投資任一上市(櫃)公司股票或公司債或金融債券之總金額訂定投資比率限制(見表 18)，例如每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票及公司債或金融債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之 10%；每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之 10%；所經理之全部基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之 10%；每一基金投資於任一公司所發行無擔保公司債之總額，不得超過該公司所發行無擔保公司債總額之 10% 等等。

至於私募基金方面，僅規定私募基金自成立屆滿 3 個月之日起，其資金存放於銀行、向票券商買入短期票券及其他經主管機關規定之投資總額不得逾基金規模的 50%。

---

<sup>44</sup> 證交法第 6 條定義有價證券為政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。

<sup>45</sup> 如股票型基金投資股票總額應達基金淨資產價值的 70% 以上；平衡型基金投資於股票金額應介於基金淨資產價值的 30% 至 70% 之間。

表 18：我國公開募集之共同基金投資比率限制

項次	內容*
1	每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票及公司債或金融債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之10%。
2	每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之10%；所經理之全部基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之10%。
3	每一基金投資於基金受益憑證之總金額，不得超過本基金淨資產價值之10%；所經理之全部基金投資於任一基金之受益權單位總數，不得超過被投資基金已發行受益權單位總數之10%。但組合型基金，不在此限。
4	每一基金投資於任一公司所發行無擔保公司債之總額，不得超過該公司所發行無擔保公司債總額之10%。
5	每一基金委託單一證券商買賣股票金額，不得超過本基金當月份買賣股票總金額之30%。
6	每一基金投資於同一票券商保證之票券總金額，不得超過本基金淨資產價值之10%，並不得超過新台幣5億元。
7	每一基金投資於任一經本會核准於我國境內募集發行之國際金融組織所發行之國際金融組織債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之10%，亦不得超過該國際金融組織於我國境內所發行國際金融組織債券總額之10%。
8	每一基金投資於任一受託機構或特殊目的公司發行之受益證券或資產基礎證券之總額，不得超過該受託機構或特殊目的公司該次(如有分券指分券後)發行之受益證券或資產基礎證券總額之10%；亦不得超過本基金淨資產價值之10%。
9	每一基金投資於任一創始機構發行之股票、公司債、金融債券及將金融資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司發行之受益證券或資產基礎證券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之10%。
10	每一基金投資於任一受託機構發行之不動產投資信託基金之受益權單位總數，不得超過該不動產投資信託基金已發行受益權單位總數之10%。
11	每一基金投資於任一受託機構發行之不動產資產信託受益證券之總額，不得超過該受託機構該次(如有分券指分券後)發行之不動產資產信託受益證券總額之10%。
12	每一基金投資於任一受託機構發行之不動產投資信託基金受益證券及不動產資產信託受益證券之總金額，不得超過該基金淨資產價值之10%。
13	每一基金投資於任一委託人將不動產資產信託與受託機構發行之不動產資產信託受益證券、將金融資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司發行之受益證券或資產基礎證券，及其所發行之股票、公司債、金融債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之10%。
14	每一基金投資任一公司所發行次順位公司債或次順位金融債券之總額，不得超過該公司該次(如有分券指分券後)所發行次順位公司債或次順位金融債券總額之10%。

\*：依據規定，公開募集之共同基金不得投資於未上市、未上櫃股票或私募之有價證券；不得為放款或提供擔保；不得從事證券信用交易；不得投資於結構式利率商品等。

資料來源：證券投資信託基金管理辦法。

### (三) 公開募集共同基金之規模及資產配置

拜低利率之賜，國內債券型基金規模成長快速，導致公開募集之共同基金規模，由 2001 年底之 1 兆 7,568 億元上升至 2003 年底之 2 兆 6,529 億元，增加近 1 兆元，隨後受利率開始走升及政府對國內債券型基金作價加強管理之影響，2006 年 9 月底已降至 1 兆 9,230 億元

(見表 19)。

表 19：投信公司國內公開募集之共同基金規模

單位：新台幣億元

類型	種類 <sup>1</sup>	2001		2002		2003		2004		2005		2006/9	
		基金數	金額	基金數	金額	基金數	金額	基金數	金額	基金數	金額	基金數	金額
股票型	1.封閉式(投資國內)	5	163	3	69	3	82	3	83	1	53	1	52
	2.開放式(投資國內)	173	2,263	178	2,097	181	2,401	183	2,304	180	2,381	177	2,215
	3.國際股票型	34	578	49	670	54	802	57	827	63	1,214	71	1,845
	小計	212	3,004	230	2,835	238	3,285	243	3,215	244	3,648	249	4,112
平衡型	4.債券股票平衡型	28	303	36	341	59	1,227	85	1,765	93	979	86	994
	小計	28	303	36	341	59	1,227	85	1,765	93	979	86	994
債券型	5.投資國內	76	14,247	86	18,470	90	21,076	92	18,833	89	13,029	36	4,170
	6.投資國外	1	14	2	33	15	380	18	132	16	262	12	178
	7.國內債券-固定收益型	0	0	0	0	0	0	0	0	1	55	5	41
	8.國內債券-類貨幣市場型	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	43	7,348
	小計	77	14,260	88	18,503	105	21,456	110	18,965	106	13,346	96	11,738
其他	9.組复合型	0	0	0	0	6	120	21	307	43	812	57	1,499
	10.指數股票型	0	0	0	0	1	394	1	420	1	366	3	415
	11.保本型	0	0	0	0	2	47	2	41	8	114	4	56
	12.指數型	0	0	0	0	0	0	1	24	1	8	1	5
	13.資產證券化型 <sup>2</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0	4	263	7	304
	14.貨幣市場型 <sup>3</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	110
	小計	0	0	0	0	9	561	25	791	57	1,563	74	2,387
合計		317	17,568	354	21,680	411	26,529	463	24,736	500	19,536	505	19,230

註：1. 本表不含境外基金、投信之私募基金及投信在國外募集投資國內之共同基金。

2. 不含銀行受託募集之不動產投資信託 (REITS)。

3. 不含台新銀行及復華銀行發行之貨幣市場共同信託基金。因其不屬於投信公司發行，故不在本表統計之列。

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站。

## 1. 股票型基金

股票型基金之中，封閉式基金僅剩 1 支，開放式股票基金規模自 2001 年以來，大致維持在 2,100 億元至 2,400 億元左右。為滿足國人對國外證券之投資需求，政府不斷放寬投信公司國內募集投資國外有價證券之額度，由 2000 年開放時之新台幣 600 億元，2002 年進一步



放寬至 1,600 億元，至 2003 年 8 月已取消該項額度限制，因此造成國際股票型基金穩定成長，已自 2001 年之 578 億元增加至 2006 年 9 月底之 1,845 億元。

## 2. 債券股票平衡型基金

2001 年底的基金數與基金規模分別為 28 支與 303 億元，2004 年底增加至 85 支與 1,765 億元，2006 年 9 月底基金數仍高達 86 支，惟基金規模已縮減至 994 億元。

## 3. 債券型基金

由於過去的債券型基金結合貨幣型的高流動性以及高於定存收益率之雙重優勢，加上無課稅疑慮以及近幾年來低利率環境、投信公司作價使得基金淨值持續上升，均使得債券型基金具有擋不住的投資魅力，長久以來一直為共同基金的主流。依據投信投顧公會資料顯示，債券型基金規模在 1999 年底為 6,330 億元，2003 年底高達 2 兆 1,450 億元左右，短短 4 年成長 2.4 倍，2003 年底規模占當年公開募集共同基金規模的 80.9%。隨後，債券型基金在 2004 年 5 月底達 2 兆 4,359 億元歷史最高水準，然後因利率逐漸走升，又爆發聯合投信贖回事件<sup>46</sup>以及上市公司博達案地雷債問題，債券型基金規模自高點反轉直下，同年 9 月滑落至 2 兆元以下。隨金管會要求投信公司應於 2005 年底前將結構債處理完畢，投資人擔心發生損失，陸續贖回債券型基金，加上 2006 年初正式實施債券型基金的分流方案，因此，投資國內之債券型基金由 2004 年底之 1 兆 8,833 億元一路下滑，至 2006 年 9 月底僅剩 4,170 億元。截至 2006 年 9 月底止，固定收益型基金有 5 支，基金合計為 41 億元，而類貨幣市場型基金已有 43 支，基金規模達 7,348 億元。

---

<sup>46</sup> 聯合投信一次大量處分可轉換公司債、反浮動公司債，使得旗下債券型基金淨值單日下滑 3%，引發贖回潮。

## 4. 其他型基金

其他型基金之中，組合型基金自 2003 年底之 120 億元增加至 2006 年 9 月底之 1,499 億元，成長 11.5 倍，幅度相當驚人。指數股票型近年大致維持在 400 億元上下之水準，而近 2 年隨資產證券化商品陸續推出，資產證券化型基金<sup>47</sup>亦達 300 億元左右之規模。至於貨幣市場基金因投資報酬率不高，充其量僅能作為投資者資金暫時的停泊站，故投信公司發行貨幣市場型基金的意願不高，截至 2006 年 9 月底止，尚無投信公司發行國內貨幣市場型基金，僅 2 家投信公司發行全球貨幣市場型基金，總額為 110 億元<sup>48</sup>。

### （四）私募基金之規模

私募基金方面，自 2004 年 10 月底立法通過投信公司可以私募基金之後，基金規模由 2005 年 1 月的 3 支基金 9 億元開始增加至 2005 年 11 月的 132 支基金 512 億元，但因受政府於 2005 年底通過「最低稅負制」，規定私募基金的獲利也要併入個人所得之影響，該年 12 月基金規模一度回降至 437 億元，惟因後續效應並未擴大，基金規模再度緩增，至 2006 年 9 月底基金數已達 168 支，合計基金規模已擴大至 546 億元，成長相當迅速（見表 20）。至於全體私募基金的資產配置、個別投信公司私募基金規模及資產配置的資訊揭露方面，因涉及投信公司自身的業務機密，投信投顧公會皆未對外公布資料。

---

<sup>47</sup> 此處包括全球不動產化基金、全球金融資產化基金、亞太地產基金、全球抵押貸款債權化基金等，但不包括國內銀行受託募集並在集中交易市場買賣（封閉型）之不動產投資信託（REITS）。

<sup>48</sup> 2006 年 4 月大華投信發行第 1 檔以美元計價之美元貨幣市場基金。

表 20：投信公司國內募集之私募基金

單位：新台幣億元

年/月底	基金數			基金規模
	當月新增	當月清算	現存數量	
2005/1	3	0	3	9
2005/2	6	0	9	30
2005/3	4	0	13	62
2005/4	9	0	22	97
2005/5	11	1	32	130
2005/6	26	0	58	190
2005/7	27	0	85	264
2005/8	18	0	103	349
2005/9	19	1	121	437
2005/10	7	1	127	458
2005/11	12	7	132	512
2005/12	10	10	132	437
2006/1	12	4	139	449
2006/2	4	4	140	455
2006/3	10	9	141	460
2006/4	6	1	146	472
2006/5	9	7	148	488
2006/6	10	2	156	494
2006/7	6	1	161	524
2006/8	7	3	165	539
2006/9	4	1	168	546

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站。

## 肆、我國與 OECD 國家機構投資者發展現況之異同

### 一、相同點

#### (一) 全體機構投資者

1. 機構投資者的資金規模均呈快速成長；
2. 機構投資者均以本國投資為主，惟國外投資比重有提高趨勢。

#### (二) 保險公司

1. 保險公司同時採用風險資本額制度以及對資產訂定投資比率限制；

2. 保險公司的本國債券投資比重明顯高於本國股票投資比重<sup>49</sup>。

### (三) 退休基金

1. 退休基金均以確定給付制為主，惟確定提撥制所占比重逐漸提高；

2. 現行我國三大退休基金，除舊制勞退基金投資國內股市比率訂定 40% 上限，新制勞退基金、退撫基金與勞保基金並未對股票投資設限，與 OECD 多數國家作法一致；

3. 我國三大退休基金均未單獨對債券投資比例訂定上限，與大多數 OECD 國家作法相同；

4. 我國退休基金的股票投資比重高於債券投資比重，與 OECD 國家相同。

## 二、相異點

### (一) 全體機構投資者

1. 我國機構投資者之中，保險公司資金規模一枝獨秀，與日本、德國情況類似，但全體 OECD 國家總括而言，保險公司、退休基金與共同基金等三大機構投資者呈三足鼎立；

2. 我國機構投資者之中，除投信私募基金可投資境外避險基金以及保險公司可投資經政府核定之創投事業（投資比重極低）外，其他機構投資者不得投資私募股權、創投事業及避險基金，而近年 OECD 國家機構投資者從事私募股權、創投事業及避險基金等另類投資則逐漸增加；

3. 我國機構投資者（尤其退休基金）的銀行存款比重偏高，而 OECD 國家機構投資者銀行存款比重較低；

---

<sup>49</sup> 雖然產險公司的本國股票投資比重高於本國債券投資比重，但因其資金規模僅占全體保險業之 2.7%，加上壽險公司的本國債券投資比重明顯高於本國股票投資比重，因此全體保險公司的本國債券投資比重高於本國股票投資比重。以 2006 年 8 月底為例，全體保險公司本國債券投資比重為 27.1%，而本國股票投資比重僅 7.8%。

## （二）保險公司

1. 我國保險公司的國外投資比重相對較高，而 OECD 國家保險公司的國外投資比重較低；

## （三）退休基金

1. 我國的退休基金對銀行存款投資並未訂定上限，而部分 OECD 國家則有；

2. 我國退休基金甚少投資指數股票型基金及指數型基金商品，而 OECD 國家的退休基金則大多採取被動式資產管理，將指數股票型基金及指數型基金商品納入投資組合；

3. 我國的退休基金投入本國債市與股市之比重較低，而 OECD 國家則相對較高；

## （四）共同基金

1. 我國共同基金係以債券型基金為主，而 OECD 的已開發國家主要以股票型基金為主。

## 伍、結論與建議

由國內外經驗可知，機構投資者的資金規模逐漸擴大，對資本市場之發展扮演日益重要的角色。機構投資者的資產配置與風險管理策略均可能影響證券市場、貨幣市場及外匯市場之發展，更重要的是退休基金與共同基金的管理及資金運用效益，涉及龐大的受雇者退休金權益及眾多投資人的投資收益，已為國際間關注的重要課題。

### 一、機構投資者在我國之發展現況

#### （一）資金規模快速增加

根據統計，我國全體機構投資者之資金規模在 2001 年底至 2005 年底增幅達 66.6%，同期間資金規模相對 GDP 比率由 2001 年底之

56.7%，上升至 2005 年底之 83.5%。其中，以保險公司資金規模最大，2005 年底之資金總額逾 6 兆元，相對 GDP 比率已逾 55%，較 2004 年 OECD 國家之 44% 為高。其次，國內募集之共同基金規模已逼近 2 兆，相對 GDP 比率雖超過 17%，不過與美國之近 70% 與歐洲國家的超過 40% 相較，仍有一段差距。另外，退休基金的規模於 2005 年底突破 1.1 兆，相對 GDP 比率已由 2001 年之 9.4%，上升至 2005 年底之 10.5%，惟遠遜於 2004 年 OECD 國家的 46.4%。

## （二）我國個別機構投資者之發展現況

### 1. 保險公司

保險業資金以壽險公司占絕大多數，高達 97.3%。為加強保險業資金運用管理，同時兼顧流動性、安全性與獲利性目標，保險法針對保險業投資國內公開發行公司股票、公司債及受益憑證占保險業資金比重訂定 40% 上限，國外投資上限為 35%。壽險業在資金運用上，2006 年 8 月底投資國內公司債、國內股票及受益憑證合計比重僅約 10% 左右，與上限 40% 相差甚遠；另外，國外投資比重較高，主要係因政府放寬國外投資限制以及國外有價證券投資的報酬率較國內投資為高所致。

### 2. 退休基金

我國退休基金的規模自 2001 年以來呈現穩定成長，其中，退撫基金與舊制勞退基金規模呈穩定增加，新制勞退基金雖然起步最晚，規模最小，惟增加最為快速，而勞保基金雖然目前規模最大，然而已呈縮減狀態。

國內三大退休基金，除舊制勞退基金投資於國內股市比率訂定法定上限 40% 外，其餘新制勞退基金、退撫基金與勞保基金皆未對股市投資予以設限（退撫基金的資產配置原則係由年度運用方針決定），與國際作法尚稱相符。另外，舊制勞退基金與勞保基金分別限制國外

投資不得高於基金淨額與基金總額的 20% 與 35%。

觀察 2001 年以來三大退休基金資產配置變化，可發現其共同的特點為銀行存款比重持續下降、國外投資比重逐漸上升、股票投資比重高於債券投資比重以及委託經營比重亦逐漸提高。

### 3. 境內共同基金

拜低利率之賜，在 2001 年底至 2003 年底期間國內債券型基金規模成長快速，導致公開募集之共同基金規模增加近 1 兆元，近年受利率開始走升及政府對國內債券型基金作價加強管理之影響，2006 年 9 月底共同基金規模已降至 1.9 兆。為滿足國人對國外證券之投資需求，政府不斷放寬投信公司國內募集投資國外有價證券之額度，至 2003 年 8 月已取消該項額度限制，促使國際股票型基金穩定成長，2001 年底至 2006 年 9 月底增加 2.2 倍。債券型基金仍為我國共同基金市場的主流，全盛時期所占比重逾 8 成，雖然最近兩年規模下降，但仍達 6 成比重，與新興市場國家以債券型基金為主的型態類似。另外，組合型基金規模至 2006 年 9 月底已達 1,500 億元左右，較 2003 年底成長 11.5 倍；指數股票型基金近年大致維持在 400 億元上下之水準，而近兩年隨資產證券化商品陸續推出，資產證券化型基金亦達 300 億元左右之規模。私募基金規模則由 2005 年年初之 9 億元迅速增加至 2005 年 11 月之 512 億元，但因受 2005 年底政府通過「最低稅負制」影響，基金規模一度回降至 437 億元，惟因後續效應並未擴大，基金規模再度增至 540 億元以上，成長相當迅速。

## 二、對我國機構投資者發展之建議

我國機構投資者中，投信公司代為操作之共同基金資產係反映家計單位、企業、基金會以及保險公司、退休基金等機構投資者對資產組合偏好的結果，加上政府已對債券型基金加強管理以及各種公開募集基金的資訊揭露已透明化與制度化，有關資金的管理與運用較無太

多爭議，而保險公司與三大退休基金的運用及管理實際上仍有許多可以改善的空間，茲建議如下：

### **（一）金融主管當局應加強瞭解機構投資者之資產配置、群聚行為與風險管理策略，以維持金融穩定**

由於機構投資者的資金規模漸增，其資產配置情況與風險管理策略不僅與全球金融穩定的關係密切，並且對於國內金融市場之穩定扮演重要的角色。金融主管當局未來應持續關注機構投資者之資產配置、群聚行為（herding behavior）、與其他交易者之互動，以及瞭解機構投資者日益複雜的風險管理策略，以維持金融市場穩定。

### **（二）鼓勵保險公司與三大退休基金積極參與投資國內股市與債市**

保險公司與三大退休基金對國內股市與債市的投資比重皆不高，未來應協調這些機構投資者的主管機關，鼓勵其積極參與國內資本市場。其次，未來宜合理改善股市鉅額交易制度，允許配對交易以及發展多元化金融商品，提供更多的避險管道，讓機構投資者可以增加國內資本市場之投資比重及提高對企業公司治理之影響程度。

### **（三）持續提高退休基金的委外經營額度**

現行國內三大退休基金或可參考國外退休基金作法，增加全權委託外部專業投資機構代為操作管理額度，或可有利於基金長期績效之提升。由於資產管理公司具有優勢資訊及專業分析與經驗判斷的能力，一般來說，操作績效不俗，因此增加委外經營額度將可突破現有組織編制及專業能力不足之限制，有助於風險的分散、效率及收益的提昇。



#### （四）適度調高退休基金之國外投資比重

由於國內金融工具報酬率不高，加上資本帳開放，資金流出不再受到嚴格限制，國外投資雖然有外匯風險（包括匯率風險、國內外利率變動風險等），但因報酬率較高，可以進行全球化的風險分散投資，故仍受到機構投資者喜愛。目前除壽險公司與退撫基金的國外投資比重分別已達 30% 及 20% 外，其餘退休基金的國外投資比重仍低，未來宜增加委託資產管理公司經營，藉助其專業研究團隊，提高國外投資比重，同時也應重視避險需求，以提升基金績效，強化退休基金的資產規模與給付能力。

#### （五）強化退休基金的資產負債管理

不論是確定給付制或確定提撥制，退休基金資產負債管理（asset-liability management, ALM）的重要性不言而喻。在確定給付制下，計畫贊助者保證支付退休金，但若退休金提存不足<sup>50</sup>或投資報酬太低，使得退休金資產無法補足負債，將可能產生未來退休資金缺口的問題。因此，確定給付制的計畫贊助者除應留意退休金提存不足而可能需要增加提撥外，亦應確保金融資產與其負債搭配，使其風險極小化，以強化退休基金的給付能力；在確定提撥制下，雖不必太留意退休金提存不足的問題，但退休金給付與退休金投資組合關係密切，為保障勞工退休後的生活，因此合宜的投資策略為在已知風險下提高基金的操作績效。無論如何，定期績效評估及基金經理人的評選對經營績效的提升都是相當重要的。

---

<sup>50</sup> 針對退休基金提存不足問題，一般係以增加員工提撥比率、提高費率或鼓勵員工延後退休等方式因應。如根據經建會（2006）委託研究計畫指出，在現行勞保費率及基金投資年報酬率設定為 3.5%（或 5%）情況下，經精算之後，勞保基金可能在 2016 年（或 2017 年）發生資金缺口問題，故可能必須提高勞保費率，勞保基金才可永續經營。

## （六）加強勞退基金財務資訊之透明化

三大退休基金之中，以退撫基金財務資訊最為透明，勞保基金次之，而勞退基金在財務資訊透明化方面仍有極大改善空間<sup>51</sup>，尤其新制勞退基金實施確定提撥制，因攸關大多數勞工權益，更應加強財務資訊的公開揭露。因此，建議未來勞工退休基金監理委員會成立之後，宜比照退撫基金成立專屬網站，每年定期公布次年營運計畫及資產配置比例等規劃，每個月定期在電子佈告欄公布基金規模、資產配置、投資收益、委託經營操作績效，讓勞工可知自己的權益，以發揮財務透明化等實質監督功能。長遠來看，三大退休基金應定期公布基金精算報告<sup>52</sup>以及建立相關退休基金財務資料庫供外界參考及分析。

## （七）開放參與勞退新制的勞工可自行選擇投資標的

目前新制勞退基金的管理型態為單一基金統一管理。長期而言，由於個人帳戶制之帳戶餘額與勞工領取退休金之金額直接相關，因此未來可考慮參考新加坡與美國 401 (k) 退休金計畫的作法，依勞工之需求與風險承受程度，規劃讓勞工自行選擇投資標的（包括股票、債券、儲蓄壽險保單、共同基金及黃金等）。

## （八）深化勞工投資理財教育

隨退休金確定提撥制愈來愈普及，猶如共同基金，投資風險將逐漸轉由基金受益人分擔，因此勞工的基金風險管理重要性提高。理論上勞工未來將逐漸成為自己老年生活財務的決策者，然而從實務來看，目前新制勞退基金勞工自願提撥僅占 1 成左右，顯示除了受新制勞退監理委員會組織法仍在立法院審議，目前資金全部存放在報酬率

---

<sup>51</sup> 國內投信公司代為操作的境內共同基金規模已近 2 兆，遠高於勞退基金(新制加舊制)的 5,000 億左右，且共同基金受益人數遠低於勞退基金受益人數的 356 萬人，國內投信公司被要求必須揭露各月基金持股前 5 名公司名稱及持股比例、每季公布投資個股內容及比例，因此，目前勞退基金無論是雇主或勞工所得到的資訊遠不如共同基金投資人。

<sup>52</sup> 截至目前為止，僅退撫基金在其網站上，對外公布精算報告書。

低的存款，導致勞工自行提撥意願不高<sup>53</sup>外，某種程度亦反映勞工的投資理財觀念及教育不足，再者，為因應未來可能開放讓勞工自行選擇投資標的，也必須從教育與宣導等方面著手，教導民眾正確理財與退休觀。

## 參考文獻

于建中（2006），「退休基金資產管理機構如何建置委託經營監控機制—以公務人員退休撫卹基金為例」，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 7 期，證券暨期貨管理雜誌社，頁 24-37。

中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站，

<http://www.sitca.org.tw>。

公務人員退休撫卹基金管理委員會（1995），「公務人員退休撫卹基金管理條例」。

公務人員退休撫卹基金管理委員會網站，<http://www.funds.gov.tw>。

行政院金融監督管理委員會網站，<http://www.sfb.gov.tw>。

行政院金融監督管理委員會保險局（2006），「保險法」。

行政院金融監督管理委員會證券期貨局（2004），「證券投資信託基金管理辦法」。

行政院勞工委員會（2004），「勞工退休金條例」。

\_\_\_\_\_（2005），「勞工退休金條例退休基金管理運用及盈虧分配辦法」。

\_\_\_\_\_（2006），「勞工退休基金收支保管及運用辦法」。

行政院勞工委員會勞工保險局（2006），「勞工保險基金管理及運用辦法」。

行政院勞工委員會勞工保險局全球資訊網網站，

<http://www.bli.gov.tw>。

<sup>53</sup> 事實上，提高基金的操作績效，必然能吸引勞工自願性加入提撥行列及提高自願提撥比率。

- 行政院勞工委員會網站，<http://www.cla.gov.tw>。
- 行政院經濟建設委員會（2006），「我國退休基金管理運用與資本市場發展之研究」，委託研究計畫，研究單位：中華民國退休基金協會。
- 周國端（2005），「2005 台灣保險業回顧與展望」，台灣金融財務季刊，第6輯第3期，台灣金融研訓院，頁65-80。
- 財團法人保險事業發展中心網站，<http://www.tii.org.tw>。
- 陳琬如（2006），「勞退新制及其影響與對策」，中央銀行經濟研究處。
- 黃芳文（2006），「歐盟Solvency II淺談」，風險與保險雜誌，第10期，中央再保險公司，頁35-38。
- 蔡惠美、高超陽（2006），「私募基金與私募權益基金」，中央銀行經濟研究處。
- 羅嘉宜（2006），「國外退休基金資產配置投資於股市之作法及法令限制」，證券暨期貨月刊，第24卷第7期，證券暨期貨管理雜誌社，頁4-10。
- Bank for International Settlements (2003), “Incentive Structures in Institutional Asset Management and Their Implications for Financial Markets,” Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System, March.
- Cowen, David, Ranil Salgado, Hemant Shah, Leslie Teo, and Alessandro Zanello (2006), “Financial Integration in Asia: Recent Developments and Next Steps,” *IMF working Paper*, August (WP/06/196)
- Fender, Ingo (2003), “Institutional Asset Managers: Industry Trends, Incentives and Implications for Market Efficiency,” *BIS Quarterly Review*, September.

- IMF (2003), “Volatility of Private Capital Flows to Emerging Markets,” *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys, September.
- \_\_\_\_\_ (2004 a) , “Institutional Investors in Emerging Markets,” *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys, April.
- \_\_\_\_\_ (2004 b), “Risk Transfer and the Insurance Industry,” *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys, April.
- \_\_\_\_\_ (2005), “Aspects of Global Asset Allocation,” *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys, September.
- \_\_\_\_\_ (2006), “Structural Changes in Emerging Sovereign Debt and Implications for Financial Stability,” *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys, April.
- OECD ( 2004 ) , “Global Pension Statistics Project : Measuring the Size of Private Pensions with An International Perspective,” *Financial Market Trends*, 87, October.
- \_\_\_\_\_ ( 2005 ) , Survey of Quantitative Investment Regulation of Pension Funds, May.
- \_\_\_\_\_ ( 2006 ) , Pension Markets in Focus, *Newsletter*, October.
- Swiss Re ( 2006 ) , ”Solvency II : An Integrated Risk Approach for European Insurers,” Report published by Economic Research & Consulting, Swiss Reinsurance Company, Sigma, 4.

## 附錄一：我國退休金制度之沿革

有關我國三大退休基金制度之法律依據、基金提撥方式、收支保管單位、年資計算、退休要件、退休金1個基數之內涵、退休金給付條件及標準等之差異，請參閱附表。

附表：我國退休金制度之比較

項目	退撫基金	勞退基金		勞保基金之老年給付
		舊制	新制	
中央主管機關	考試院	勞工委員會	勞工委員會	勞工委員會
法律依據	公務人員退休法	勞動基準法	勞工退休金條例	勞工保險條例
制度	確定給付制	確定給付制	確定提撥制：以個人帳戶制為主，年金保險制為輔。	確定給付制
提撥方式	按公務人員本俸2倍的8%至12%費率提撥。其中政府撥繳65%，公務人員繳付35%。撥繳滿35年後免再撥繳。	雇主提撥每月薪資總額之2%至15%，員工毋需提撥。	雇主提撥每月薪資之6%以上，勞工可在6%範圍內自願提撥，並可在當年度個人綜合所得總額中全數扣除。	視勞工身份而有不同負擔比率。一般勞工身份者，雇主、勞工與政府的負擔比例各占70%、20%以及10%。
收支保管單位	公務人員退休撫卹基金管理委員會	以事業單位勞工退休準備金名義，提存於中信局專戶	以個人名義，提存於勞保局專戶(個人帳戶制)。	勞保局
適用對象	依公務人員任用法律任用之現職人員	適用勞基法勞工	適用勞基法之本國勞工	本國籍及外國籍勞工
年資採計	工作年資採計不受限於同一政府單位	工作年資採計以同一事業單位為限	工作年資採計不受限於同一事業單位	工作年資採計不限同一雇主
退休要件	命令退休：任職5年以上，年滿65歲；自願退休：任職5年以上年滿60歲，或任職滿25年。領取一次退休金條件： (1)任職5年以上未滿15年者，給與一次退休金；(2)任職15年以上者，可選擇請領一次退休金或月退金。	勞工工作15年以上且年滿55歲，或工作25年以上者，得一次請領退休金。	勞工年滿60歲，且適用新制年資15年以上得請領月退休金；未滿15年者則應一次請領退休金。	當年齡、保險年資達到符合請領老年給付之條件者，得向勞保局申請一次發給(不能按月領取給付)。
退休金1個基數之內涵	以退休生效日在職同等級人員之本俸2倍為計算基數	退休前6個月平均薪資為計算基數	每月薪資(依提撥薪資分級表而定)	退休當月之前3年平均月投保薪資為基數
退休金給付條件與標準	一次退休金：每任職1年給與1.5個基數，最高35年給與53個基數；月退休金：每任職1年，照基數的2%給付，最高35年，給付以70%為限。	按工作年資，前15年每年給與2個基數，第16年起則每年給與1個基數，最高並以45個基數為限。	勞工依個人退休金專戶本金及累積收益，以平均餘命及利率等基礎計算所得之金額，按月或一次領取退休金。	前15年每年給與1個基數，第16年起則每年給與2個基數，併計最高為45個基數。

資料來源：參考陳琬如(2006)格式再納入退撫基金與勞保基金資料編製而成。

## 1. 退撫基金

我國公務人員退休撫卹制度始於 1943 年，早期完全由政府每年編列預算支應，採行隨收隨付制（pay-as-you-go），後因政治、經濟與社會環境變遷，1995 年退撫制度改為「儲金制」，由政府與軍公教人員（不含私立學校教職員）共同撥繳費用成立公務人員退休撫卹基金，基金目標為保障公務人員之退撫所得，照顧現職人員福利，在兼顧安全與收益性情況下，健全財務結構，建立制度及永續經營。目前退撫基金隸屬於考試院，1995 年 5 月成立之公務人員退休撫卹基金管理委員會負責退撫基金之收支、管理、運用事項，同時成立之公務人員退休撫卹基金監理委員會則掌理退撫基金之審議、監督及考核事項。

## 2. 勞工退休基金

勞工退休基金分舊制與新制兩大類，兩者之基金管理與運用法源依據不同，前者為 1986 年依據「勞動基準法」第 56 條第 3 項規定訂定之「勞工退休基金收支保管及運用辦法」；後者為 2005 年 7 月依「勞工退休金條例」第 33 條第 1 項規定訂定之「勞工退休金條例退休基金管理運用及盈虧分配辦法」。勞工退休基金舊制與新制最大的差別為前者為確定給付制，後者為確定提撥制，後者規定雇主必須按月提撥薪資的 6% 於勞工退休金個人專戶（勞工可在 6% 範圍內自願提撥），且帳戶為可攜式。另外，僱用勞工人數 200 人以上之事業單位經工會同意，事業單位無工會者，經二分之一以上勞工同意參加後，得為其勞工投保符合保險法規定之年金保險，並得不依規定提繳勞工退休基金，惟雇主每月負擔年金保險費之提繳率，不得低於勞工每月工資的 6%。勞退新制有效改善舊制中勞工領不到退休金之缺點，強化未來勞工退休所得的安全性。

目前新舊制的中央主管機關皆為勞工委員會，舊制勞工退休基金目前由中央信託局職掌基金之收支、保管及運用，並由勞工委員會、

財政部及其他有關機關會同設立之勞工退休基金監理委員會負責基金之審議、監督及考核事項。現行舊制監理委員會採取任務編組，無法有效監督基金之運作，勞退新制實施後，退休金將迅速累積，需專職人員辦理相關業務，因此，相關人員的編制未來將比照退撫基金方式另訂組織法規範，惟勞退新制的勞工退休基金監理委員會組織法草案仍在立法院審議，因在野黨針對草案所提之機關定位及委員組成等內容尚有重大歧見，亟需進一步整合，以致後續的年度投資運用計畫、新制勞退基金投資運用、資產配置比例規定、交易規定、作業處理程序等均無法順利擬訂執行。

### 3. 勞保基金

勞工保險為我國第一個社會保險制度，自 1950 年即開辦至今。勞工保險為廣大勞工朋友提供老年、生育、傷病、殘廢、死亡的現金給付及職災醫療給付，不但保障勞工生活、穩定勞工階層工作意願，更是維持社會安全的主要力量。

勞保基金是政府代管的基金，目前由勞保局負責保管及資金運用，並由勞工、雇主、政府及專家學者等四方代表組成的勞工保險監理委員會行使監督權，並設置勞工保險基金管理及運用諮詢委員會以對勞保基金的管理及運用提供諮詢及意見。勞保局每年必須訂定投資政策書，於新年度開始前先評估未來財務狀況、金融情勢、貨幣市場利率走向、景氣循環及產業前景等因素，擬定一個年度運用計劃及收支預算，並規劃適當的資產配置組合及預期目標收益率，提送勞工保險監理委員會審議通過。

### 附錄二：我國三大退休基金委託經營現況

由於整體投資環境變遷快速，退休基金受制於制度及專責人力的不足，自行在投資市場的操作往往比不上專業的資產管理公司，因此除自行經營外，若能撥出部分基金委託專業投資機構經營管理，將可突破現有組織編制及專業能力不足之限制，有助於風險的分散、基金



運用效率及收益的提昇。

國內三大退休基金之中，退撫基金首開風氣之先，於 2001 年 7 月起開始辦理國內委託經營業務，全權委託國內 9 家投信公司操作，隨後勞保基金於同年 12 月跟進，勞退基金則於 2002 年 6 月實施。至於國外委託經營方面，為增進基金收益並分散區域投資風險，退撫基金於 2003 年 12 月開辦國外委託經營業務，勞保基金則於 2005 年 12 月跟進，勞退基金預計 2007 年開辦此項業務。因此，勞退基金在國內與國外委託經營都是起步最晚的。至於委託期間來說，早期國內委託期間為 2 年，現多延長至 3 年；國外委託期間亦參考國外作法，由初期的 3 年延長至 4 年。

就委託投資項目類型來說，國內委託部分，退撫基金第 1 次是股票型，第 2 與第 4 次為股債平衡型投資，第 3 次由受託機構自行設計投資商品，惟以保本為原則；勞退基金則無硬性規定，惟以委託經營投資範圍（包括存放於金融機構、購買上市櫃公司股票、公債、金融債券、公司債、短期票券及投資外幣存款、國外有價證券及衍生性金融商品等）為限；勞保基金早期的國內委託經營皆以投資股票為主，惟亦授權投信公司可視股市情勢適度調整，將部分資金轉至短期票券或銀行存款，再伺機投資股市。

國外委託部分，退撫基金第 1 次是平衡型及指數型委任各半，第 2 次為股票及債券平衡型投資；勞保基金則為全球股票型委任及全球債券型委任各半。

有關三大退休基金委託經營項目之比例、金額及投資範圍均規定在各該基金年度基金運用計畫及收支預算中。至於受託管理機構該具備之條件，各基金規定並不一致，如退撫基金與勞保基金要求受託經營國外投資業者管理之資產不得少於 50 億美元或等值外幣，舊制勞退基金則要求國外委託經營業者管理的資產規模要高於 250 億美元。委託經營管理費方面，三大退休基金均規定應按委託資產淨值以

一定比率提撥，但得於受託機構實際經營績效超過或低於基金管理委員會所訂衡量標準時，設定級距彈性增減之。以退撫基金 95 年度國內委託經營為例，管理費係依實際撥存日起半年內採固定費率按日計算委任報酬，自第 7 個月起，其投資績效係在某一區間內，採分級費率按日計算委任報酬。

為鼓勵經營績效及風險控管良好且未違反相關法令及契約約定之受託機構，三大退休基金皆得不經評審與其續約，並得在原委託額度某一範圍內增加其委託經營額度，其中退撫基金與勞退基金規定在原委託額度 1 倍範圍內增加，勞保基金則拉高至 2 倍範圍內增加。

最低保證收益率方面，退撫基金委託經營管理辦法明定得與受託機構約定最低保證收益及損失賠償條款，但相關法令有禁止規定者，不在此限。目前此條款僅是備而不用，主要因現行「信託業法」第 31 條規定信託業不得承諾擔保本金或最低收益率，以及「證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法」第 19 條第 3 款亦規定投信及投顧公司不得與客戶為投資有價證券收益共享或損失分擔之約定。勞退基金與勞保基金的委外經營均無最低保證收益率規定，實務作法大多會考量整體經營環境，訂定某一收益率目標，要求受託機構努力達成。

受託機構懲罰及退場機制方面，針對操作績效欠佳之受託機構除扣減管理費外，亦會要求其限期改善。若在委託經營期間發現受託機構有足以構成委託契約中所訂之解約條件情事發生時，應依約終止其受託經營權，收回自行運用或委託其他受託機構繼續經營。至於收回運用方式，勞退基金採取現金回收，退撫基金與勞保基金則以款券移轉收回為主。