

出國報告（出國類別：考察）

香港資產管理機構與保管機構暨
強制性公積金計劃管理局之考察

服務機關：公務人員退休撫卹基金
金監理委員會
姓名職稱：劉執行秘書籐
劉專門委員紫杏
李簡任稽核洪琳
陳專員金懋
李稽察員智民
派赴國家：香港
出國期間：2011/7/19~2011/7/22
報告日期：2011/10/7

摘要

由於分散風險與尋求較佳投資機會之觀念逐漸形成，機構投資人逐漸將投資組合由本國延伸至全球。公務人員退休撫卹基金自 2003 年辦理第一次國外委託業務至今不過 8 年，然而國外投資涉及複雜法律關係與專業知識，委託機構自應充實相關知識，以確保委託資產安全與追求最大收益。另一方面，香港地區素有世界金融中心之一的美譽，其低稅賦與自由貿易吸引許多國際知名金融機構以其為亞洲營運總部。

公務人員退休撫卹基金監理委員會本於上述之精神與任務，於 2011 年 7 月造訪富達國際香港分公司、花旗銀行集團香港分公司與主導強制性公積金計劃運作的強制性公積金計劃管理局。其中，富達國際資產管理公司為目前公務人員退休撫卹基金國外受託機構之一，而花旗銀行集團則為保管機構。此次參訪行程就受託機構之投資哲學與風險管理、保管機構之保管業務運作等，進行了解與交換意見。拜訪強制性公積金計劃管理局則為了解強積金之運作與監管，以為公務人員退休撫卹基金有關業務之借鏡。

目錄

壹、 參訪目的.....	3
貳、 行程安排.....	4
參、 參訪機構簡介.....	6
一、 富達國際.....	6
二、 花旗銀行集團.....	7
三、 強制性公積金計劃管理局.....	11
肆、 參訪主題重點整理.....	13
一、 富達國際—亞太投資綜觀與投資組合風險管理.....	13
二、 花旗銀行集團—全球保管業務發展、借券業務與經理人選任 最佳實務.....	17
三、 強制性公積金計劃管理局—強制性公積金制度介紹與強制性 公積金計劃受託人核准與監管.....	29
伍、 參訪心得與建議.....	40
陸、 參考資料.....	43
柒、 附錄.....	45

壹、參訪目的

王儷玲教授（2009）的研究中指出，為因應人口老化的世界性趨勢並減輕政府財政負擔，各先進國家紛紛著手改革該國公務人員退休金制度。例如美國為解決提撥不足的問題，修改退休金制度由原本的確定給付（**Defined Benefit**）制度轉變為確定提撥（**Defined Contribution**）制度。德國則是採用修改退休年齡條件，延緩與減少政府承諾的給付義務。基於相同的理由，為減輕政府財政負擔及提高公務人員退休生活的保障，我國公務人員退休金制度於 1995 年由「恩給制」改為「共同提撥制」，並成立公務人員退休撫卹基金（以下簡稱本基金），至今已 16 年有餘，基金規模已達約新台幣 5,000 億元，但高齡化的問題，使退休金成本提高，仍無可避免。因而健全基金財務狀況、降低退休金成本與增加收入來源，向為退休基金管理機構努力的方向。近年，政府先就支出面，類似於德國改革公務人員退休金制度的概念，由 75 制改為 85 制降低退撫給與之方式，作部分調整。但由於提撥率與退休金成本率差距大及基金運用績效等問題，對於基金財務狀況的改善，仍嫌不足。目前，尤其在收入方面，調高提撥率及提高投資績效，成為經營管理的一項重要任務。爰於 2011 年 7 月規劃參訪富達國際（**Fidelity International**）香港分公司、花旗銀行集團（**Citi Group Inc.**）香港分公司及香港強制性公積金計劃管理局（**Mandatory Provident Fund Schemes Authority**），分就資產管理、保管業務與確定提撥制度實施之經驗及其監管等相關議題，與參訪單位交換意見與蒐集相關資料以為日後參考。

貳、行程安排

本次參訪時間為 2011 年 7 月 19 日至 22 日，由公務人員退休撫卹基金監理委員會劉執行秘書籐率業務組劉專門委員紫杏與李稽察員智民及稽察組李簡任稽核洪琳與陳專員金懋共五人赴香港參訪，於四個工作日拜訪三個機構，相關日期時間、地點、議題及主講人員彙整，如表 1。

表 1、參訪行程安排彙整表

參訪機構與日期時間	地點	議題	主講人員
富達國際 2011/7/20 15:00 PM~ 17:00 PM	Level 21, Two Pacific Place, Admiralty, Hong Kong	<ul style="list-style-type: none"> • 亞太地區股票投資總覽 • 富達國際風險管理架構綜觀 • 風險管理系統現場示範 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mark Talbot, Managing Director, Asia ex-Japan ▪ Tim Orchard, Head of Equities, Asia ex-Japan ▪ Ian Van der Feltz, Head of Portfolio Analytics Group
花旗銀行集團 2011/7/21 09:00 AM~ 12:00 AM	Meeting Room No. 2 on 50/F, Citibank Tower, Citibank Plaza 3 Garden Road, Central, Hong Kong	<ul style="list-style-type: none"> • 全球保管業務、績效衡量與分析之發展 • 借券業務的新趨勢 • 經理人選任最佳實務 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ David Russell, Head of Securities & Fund Services, Asia Pacific ▪ Harle Mossman, Regional Head of Investor Client Sales Management, Asia Pacific ▪ David Bone,

參訪機構與 日期時間	地點	議題	主講人員
			<p>Head of Global Custody, Asia Pacific</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Zhanying Li, Head of Yieldbook, Hong Kong ▪ Martin Corral, Head of Security Lending, Asia Pacific ▪ Richard Straus, Head of Family Office and Institution Business
<p>香港強制性公積金計劃管理局 2011/7/21 15:00 PM~ 16:30 PM</p>	<p>MPFA, 23/F, Nexus Building, 41 Connaught Road Central, Hong Kong</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 強制性公積金制度介紹 • 強制性公積金計劃受託人核准 • 監管核准受託人 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 許執行董事慧儀 ▪ 陳高級經理綺華 ▪ 翁高級經理士新

參、參訪機構簡介

一、富達國際

富達國際（Fidelity International）成立於 1969 年，提供歐洲及亞洲投資大眾與機構法人客戶各項投資商品與服務，目前於英國、法國、德國、奧地利、比利時、愛爾蘭、義大利、西班牙、荷蘭、瑞典、瑞士、澳洲、百慕達、盧森堡、台灣、中國、日本、新加坡、香港、印度、南韓、突尼西亞、以及阿拉伯聯合大公國等地皆設有據點，為逾 7 百萬名客戶所管理的總資產超過 2,555 億美元，提供超過 750 檔基金產品，是全球最大的資產管理公司之一。

富達國際在亞太地區投資主要區分為日本及亞太其他地區。其香港分公司成立於 1981 年，是亞太地區（日本除外）重要投資中心，其他據點則有雪梨（2003）、孟買（2004）、首爾（2004）及新加坡（2005）。目前亞太地區（日本除外）共有 83 名員工，包含 18 名基金經理人及 31 名分析師，Mark Talbot 為現任執行董事，Timothy Orchard 為投資長。此次參訪即由投資長為主要講演人。由圖一顯示，富達國際在亞太地區（日本除外）資產管理規模隨著 MSCI 亞太指數（日本除外）¹ 的成長而逐漸擴大，截至本（2011）年 6 月 11 日已達 563 億美元。

在台灣方面，1986 年富達國際在台灣成立富達投顧，2000 年積極成立富達投信，2002 年元月初，又獲得台灣證期會核准成立富達證券股份有限公司，目前提供國內投資人完整的基金產品線，包括了富達投信系列台幣計價基金、富達系列境外基金等。

¹ 有關 MSCI 亞太指數（日本除外）定義及相關資訊，請參考網頁（<http://www.msci.com/>）。

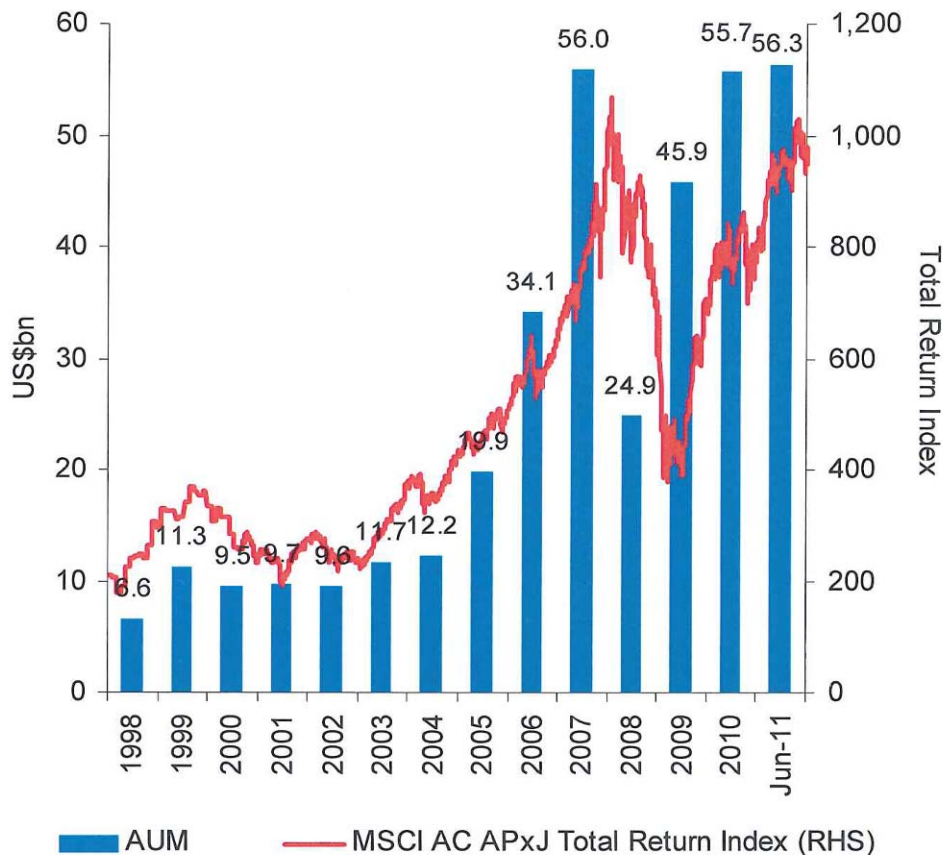


圖 1、富達國際亞太地區資產管理規模與 MSCI 亞太（日本除外）指數趨勢
資料來源：富達國際

二、花旗銀行集團

花旗銀行集團為一跨國金融服務企業，其總部設於美國紐約。該集團目前之組織型態係透過金融史上最大的併購案之一而完成，於 1998 年 10 月 8 日與金融巨擘旅行家集團（Travelers Group）合併而存續成目前之花旗銀行集團²。根據美國國家資訊中心³（National Information Center）的資料，截至 2011 年 6 月 30 日止，就總資產規模而言，花旗銀行集團擁有約 1.96 兆美元資產，為美國第三大銀行，僅次於美國銀行（Bank of American Corporation）及摩根大通銀行（JP Morgan Chase & Co.）。該集團目前全球員工總數約有 26 萬人，在超過

² 有關花旗銀行集團之歷史研革，請參考該公司網頁（<http://www.citibank.com/citi/corporate/history/citibank.htm>）。

³ 國家資訊中心為美國聯邦儲備系統（Federal Reserve System）下之金融資料與機構特徵儲存機構，請參考該中心網址（<http://www.ffiec.gov/nicpubweb/nicweb/NicHome.aspx>）。

160 個國家服務約兩億客戶（Citi Group Inc.,2011）。依圖 2 花旗銀行組織結構所示，花旗銀行集團透過花旗銀行（Citicorp）以及花旗控股（Citi Holdings）二個營運事業體，為消費者、企業、政府及其他機構客戶提供各種金融產品和服務。業務範圍在消費金融方面，包含零售銀行、品牌信用卡及消費金融；在企業金融方面，包含全球保管、基金服務、投資管理服務、另類投資服務及債券業務。

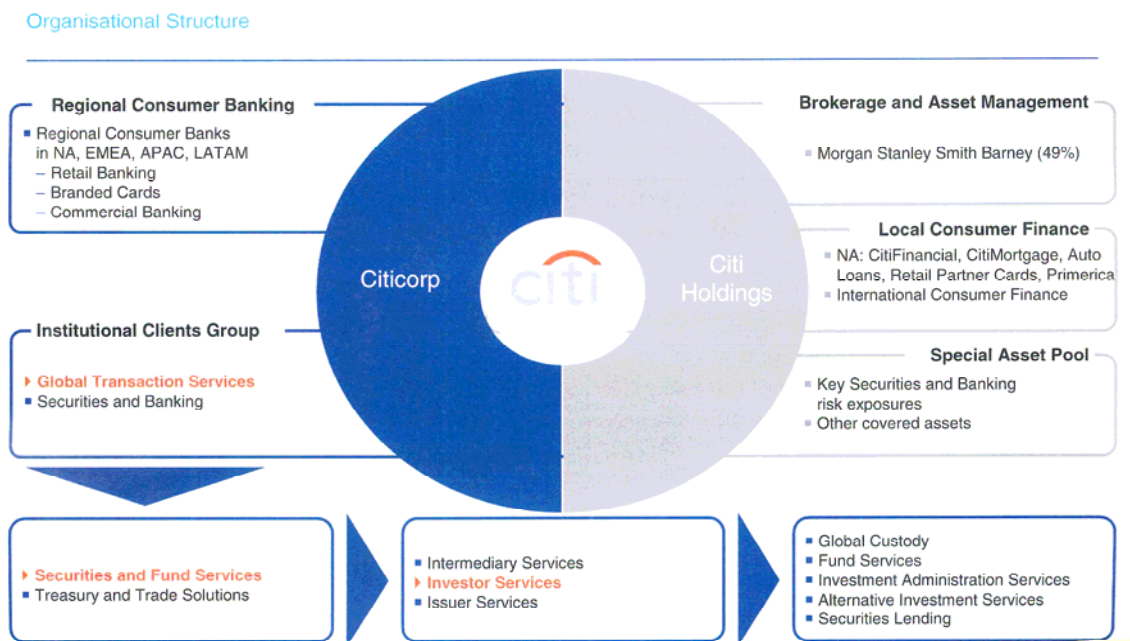


圖 2、花旗銀行集團組織結構

資料來源：花旗集團

花旗銀行集團與公務人員退休撫卹基金之業務往來，主要為受託保管本基金國外委託經營資產，表 1 之十大全球保管銀行資料顯示，該集團在 2010 年保管資產規模達 113 億美元，市占率達 12%，跨國保管資產規模則達 77 億美元，占該公司全部保管業務規模之 68%，不論就整體保管規模或跨國保管業務規模，該公司可謂業界翹楚。

表 1、十大全球保管銀行

Top 10 Global Custodians (2010 USD \$ million)					
Custodian	AUC	Market Share	Cross-Border AUC	Cross-Border Rank	Cross-Border/ Total AUC
BNY Mellon	21,800	23%	8,300	1	38%
J.P. Morgan	14,900	16%	6,500	3	44%
State Street	14,000	15%	3,000	5	21%
Citi	11,300	12%	7,700	2	68%
BNP Paribas	5,793	6%	3,186	4	55%
HSBC	4,384	5%	2,465	6	56%
Northern Trust	3,551	4%	1,869	7	53%
RBC Dexia	2,427	3%	1,379	9	57%
BBH	2,297	2%	1,638	8	71%

資料來源：花旗集團

在台灣方面，根據花旗（台灣）銀行（2011）資料，花旗（台灣）商業銀行股份有限公司成立於 2007 年 9 月 11 日，其前身為美商花旗銀行 (Citibank N.A.) 在台分行，並於 2009 年 7 月經由美商花旗銀行分割其在台分行之業務、作業、資產及負債予花旗（台灣）銀行承受，花旗（台灣）銀行發行普通股予美商花旗銀行作為對價。花旗（台灣）商業銀行另於 2007 年以現金購併華僑銀行，使得該公司在台據點增加至 65 家分行，員工人數也增加至約 4,800 人，邁入在台發展的新階段。該公司目前的業務範圍包括，企業金融、個人金融、外匯、信用卡、金融交易、財富管理和信託等。在企業及機構客戶業務部分，主

要的業務範圍包括外匯交易、承銷、融資、環球金融交易服務、全方位財務顧問等。花旗（台灣）銀行組織系統如圖 3。



圖 3、花旗（台灣）銀行組織系統圖

資料來源：花旗（台灣）銀行

三、 強制性公積金計劃管理局

根據強制性公積金計劃管理局周年報告（2009/10），強制性公積金計劃管理局（以下簡稱積金局）係於 1998 年依「強制性公積金計劃條例」⁴（以下簡稱強積金條例）成立的法定組織，專責規管和監督強制性公積金計劃。積金局屬法人機構設有董事會，除董事會外，該局另設有強制性公積金計劃諮詢委員會及強制性公積金行業計劃委員會。諮詢委員會負責就強積金條例的實施及積金局施政的效益向積金局提出建議，該諮詢委員會係由一名積金局指派的執行董事及另外十名由香港特區行政長官委任的成員組成。另一方面，行業計劃委員會則負責監察行業計劃的效能，以及就改善行業計劃管理及運作的方法提供意見，該行業計劃委員會成員包括由香港財政司司長委任之主席、行業計劃核准受託人代表及其他人士，與積金局指定之一名執行董事所組成。董事會是積金局的管治組織，負責制定主要機構事務策略和政策、核准積金局的機構事務計劃和財政預算及確保積金局的業務運作得到妥善策劃、授權及監察。現有 11 名非執行董事和 5 名執行董事，全部由香港特別行政區行政長官委任。董事會主席為非執行董事，而行政總監則為執行董事為強積金局之最高行政人員，直接負責監察強積金局的日常運作。行政總監之下設有多個部門，即監理部、成員保障部、業務系統發展課、規管及政策部、對外事務部、行政部、聯繫課及風險管理課等，負責監察、管理和實施強積金局在執法、監管、規管與政策、對外關係與傳媒聯絡、機構事務和風險管理方面的工作。積金局認為人力資源是其最重要的資源，因此該局特別重視員工的聘用、培訓及發展，截至 2010 年 3 月 31 日，積金局的核准員工人數為 672 人，本次參訪時約有 700 人。其組織架構圖如圖 4：

⁴強積金條例全部條文內容可自積金局網站下載，
(http://www.legislation.gov.hk/blis_ind.nsf/WebView?OpenAgent&vwpg=CurAllChinDoc*397*100*485#485)

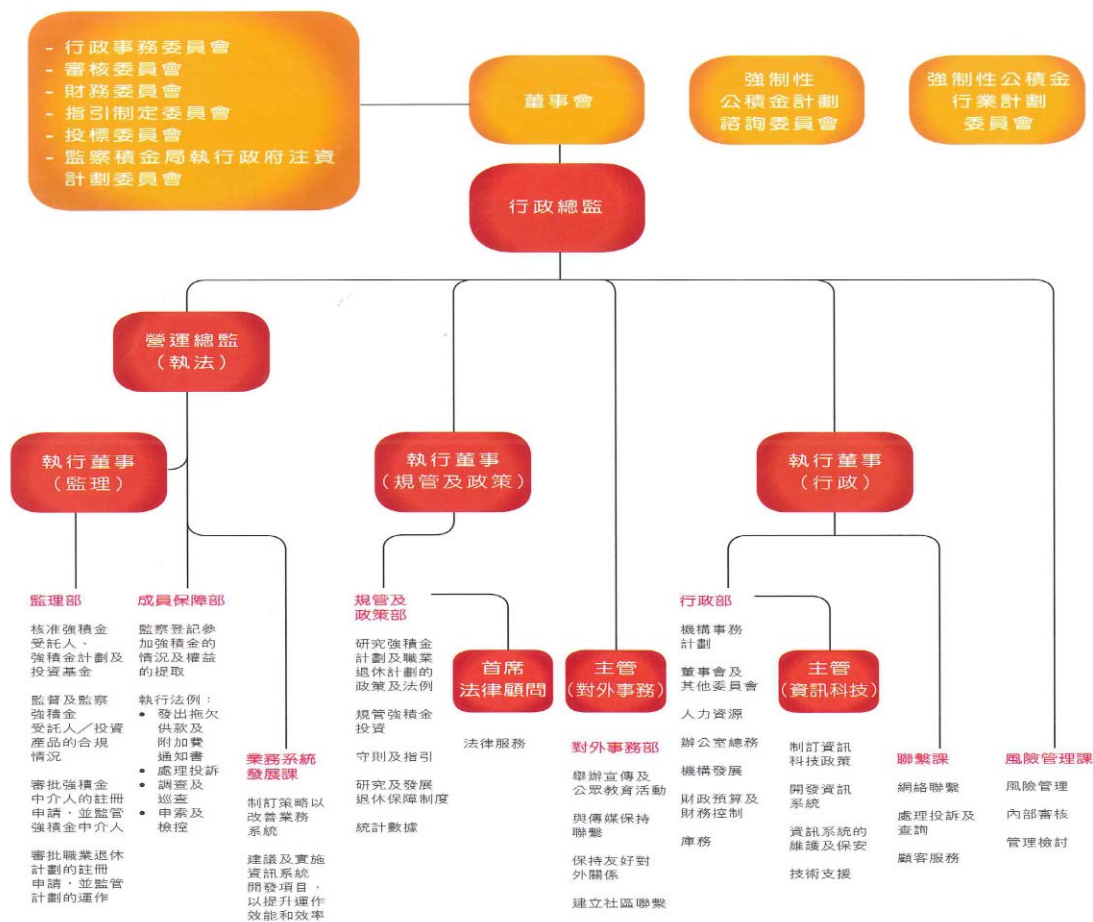


圖 4、強制性公積金計劃管理局組織架構

資料來源：強積金計劃管理局 2009/10 周年報告

肆、參訪主題重點整理

一、富達國際—亞太地區投資綜觀與投資組合風險管理⁵

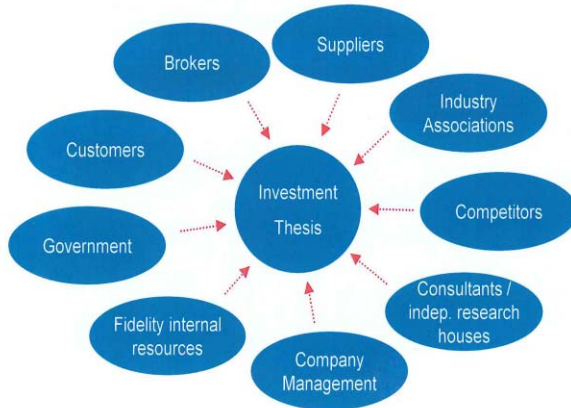
亞太地區投資綜觀

富達國際之投資哲學包含基本面分析與有效的風險管理兩個層面。從第一個層面來說，該公司認為穩健的投資奠基於基本面的研究，背後的投資思惟包含：（a）獨立且涵蓋面廣的研究能夠提供更多的投資機會與降低風險；（b）有效的結合地區與區域性的研究資源；（c）妥善運用該公司深廣的全球研究平台與設施。從第二個風險管理的層面來說，該公司強調紀律嚴謹的風險管理，並專注於投資過程、投資績效與投資團隊的一致性，充分結合理論與實務經驗，其具體內容包含：（a）在證券、產業與國家建立一系列充分分散風險的投資組合；（b）由實務經驗豐富的基金經理人管理操作投資組合，經理人在產業的經驗平均為 19 年，在富達國際平均達 14 年。

如圖 5 所示，該公司採用的投資哲學是從基本面及由下而上（Bottom-up）的方法。投資主題相關資訊擷取自多方管道包含，公司管理階層、獨立研究機構、競爭者、產業協會、供應商、仲介人、客戶、政府及富達國際內部資源。目前亞太區（日本除外）有 31 名分析師，全球股票及固定收益分析專業人員有 521 名，每年參訪多於 4 仟家的公司，並以電腦技術將全球研究內容串聯分享。在分析師研究方面，採取基本面與相對價值法（relative value）分析投資標的，此外，每位分析師跨足 1 至 2 個產業，深入研究 20 至 50 家公司及 25 檔至 35 檔的股票。目前投資標的涵蓋 MSCI 亞太指數（日本除外）成分股約達指數市場資本之 85%。

⁵ 本段內容主要係摘譯自參訪富達國際簡報，Timothy Orchard, *Presentation to PSPF, Fidelity in the Asia Pacific Region*, 2011 July。本報告後附該簡報全部內容。

Asia Pacific ex-Japan – Research Approach



Evaluate:

- 25–35 actively covered stocks per analyst
- 20–50 companies followed per analyst in addition
- 1–2 industries per analyst
- Fundamental and relative value
- ≈ 85% of market cap covered (MSCI Asia Pacific ex Japan Index)

Research Platform:

- 31-member equity research team
 - Career path
 - 9 years average industry experience
- Leverage global equity & fixed income analysts
 - 521 research professionals* worldwide
- Access to management
 - 4,000+ management visits per year
- Technology focus
 - Desktop technology linking global research
- Team environment
 - Provides independent, relative value perspective

Fundamental, Bottom-up Research is the Foundation to Fidelity's Investment Process

Source: FIL Limited, 30 June 2011 (Data is un-audited)
* Research Professionals include both analysts and associates, data as of 31 March 2011

圖 5、富達國際亞太地區（日本除外）研究方法

投資組合監控

表 2 為富達國際投資組合監控流程，該公司採取的方式為，每日針對股票、產業與國家類別提供深入的報導與旗下持有基金的經理人，以便經理人了解其投資組合與指標成分的差異。每週則透過同儕（Peer Group）討論，檢視個人持有之部位與近日所作之買賣，以便分享投資理念。每月檢討風險衡量方法與風險分散程度，以便提報投資風險監控會議（Investment Risk Oversight Committee），最後，每季執行績效歸屬分析、同儕績效比較、BARRA 風險要素分析、持有部位之流動性風險分析與投資組合於不同產業類別間之組成成分合理性分析等，以便檢討投資組合之績效與其變動。

表 2、富達國際投資組合監控流程

Organisational Approach to Portfolio Monitoring			
	Frequency	Objectives	Discussion
Portfolio Review	Quarterly	<ul style="list-style-type: none"> Historical review of portfolio composition and performance 	<ul style="list-style-type: none"> Performance attribution analysis Peer group performance comparison BARRA risk factor analysis Liquidity risk of holdings Portfolio composition in terms of relative positioning of sectors and holdings
	Monthly	<ul style="list-style-type: none"> Investment Risk Oversight Committee 	<ul style="list-style-type: none"> Review risk measures and dispersion
Idea Sharing	Weekly	<ul style="list-style-type: none"> To share investment ideas by reviewing current portfolio holdings and recent trading activities 	<ul style="list-style-type: none"> Peer group fund holdings Recent buys and sells Current positioning of individual holdings
Portfolio Monitoring	Daily, etc.	<ul style="list-style-type: none"> To provide portfolio and index positioning in order to facilitate portfolio management 	<ul style="list-style-type: none"> In-depth reporting for all funds Stock, industry, sector, country level detail

Balance of Risk and Return

Source: FIL Limited

交易對手風險（Counterparty Risk）研究

所謂交易對手風險係指在某個合約交易中，交易對方無法履行合約義務的風險，在大部分的金融交易情況，也可稱為違約風險（Default Risk）⁶。此次參訪富達國際，特別了解到該公司設有交易對手風險研究團隊，此團隊的設立肇因於 1995 年的霸菱事件⁷，目前該團隊共有 19 位研究人員分散於美國波士頓、英國倫敦及香港三個據點，執行與該公司有關的全球交易對手風險研究。目的不外保障投資人免於因交易對手違約而造成損失。

投資組合風險管理

富達國際定義投資組合風險（Portfolio Risk）為投資組合與追縱指標報酬偏離程度與影響該偏離結果之個別或結合性因素。因此，在受託操作前，必須充

⁶ 此處定義係來自INVESTOPEDIA，請參考網址

（<http://www.investopedia.com/#axzz1YepXpWTZ>），資料日期：2011 年 9 月 23 日。

⁷ 1995 年 2 月 26 日老字號的霸菱銀行宣布破產，主因為 28 歲的交易員李森（Nicholas Leeson）操作衍生性金融商品損失高達 13 億美元。該員主要為其公司交易日經指數期貨，由於 1995 年前二個月日經指數大跌 15%，致使該銀行約 70 億美元的期貨部位蒙受巨大損失，最後導致宣布破產，此事件後來廣泛成為公司風險控管教材。請參考 Jorion（2000）。

分溝通投資管理協會（IMA）⁸所公佈之投資方針與其規範之投資限制，並導入遵循監控系統、預測投資規模及初期投資佈局。在受託操作過程中，必須確保對投資組合潛在風險有合理的了解與遵守客戶投資方針。受託操作結束後，則全面檢視個別與整體之投資組合風險。該公司採用所謂全面投資組合風險分析（Comprehensive Analysis of Portfolio Risk）如圖 6，從過去、現在與未來三個時間切面進行考量，進一步說明如下：

- 過去：報酬率、波動性、事後追縱誤差與資訊比率、風險調整後績效、績效歸屬分析與週轉情況
- 現在：多角化程度、現金活動性、產業分析、風格分析、流動性及外匯及市場風險分析
- 未來：事前追縱誤差、主動風險貢獻程度及投資組合模型建立

Comprehensive Analysis of Portfolio Risk



- Significant technology & data requirements
- Specialised skill & expertise is needed to support the analysis
- Requires a significant investment in resources as this is an ongoing process & often leads to additional questions requiring further investigation

Source: FIL Limited, February 2011

圖 6、富達國際全面投資組合風險分析

⁸ 該協會為英國資產管理業者所組成的協會，目的為提昇資產管理績效，請參考網頁（<http://www.investmentfunds.org.uk/>）。

此外，除了上述的整合性分析，該公司實際執行投資組合風險監管的内容則包括，每日方面，透過 IMPACT 系統即時進行投資組合監管、參考專業服務機構與市場瞭望探提供的報告及每日對持有部位及交易時間進行測試與遵循監控。每週方面，投資遵循小組出具持有部位報告與經理人，同時亦提供注意名單（Watchlist）與投資長及提出衍生性與避險商品報告。每月方面，舉行每月之投資風險監控會議。每季方面，投資長進行季投資組合與風險檢討。

本次參訪富達國際資產管理公司，了解該公司之投資哲學、風險管理與經理人選任等有關受託機構管理委託人資產的議題，該公司特別在風險控管上著墨良多，尤其是交易對手風險方面的監控，以避免委託客戶蒙受不當損失，令人印象深刻，另外，有關基金經理人的選任，該公司多半由分析師團隊中挑選具經理人特質的人才轉任而非從產業中挑選，顯示該公司對經理人的選取相當謹慎。

二、花旗銀行集團—全球保管業務發展、借券業務與經理人選任最佳實務⁹

全球保管業務發展

如同第三章參訪機構簡介提及，花旗銀行集團與公務人員退休撫卹基金之業務往來，主要為受託保管本基金國外自營及委託經營資產。所謂保管業務，根據 Chan et al. (2007)，本質上係以第三方立場持有有價證券，故其根源帶有實體安全保管有價證券的意涵。過去有價證券以紙本代表時，投資人需要一個安全處所保管這些有價證券，而通常銀行的金庫可以提供此項功能，保管業務由是而生。隨著時代的演變，目前保管銀行除了提供前述安全保管的業務外，額外的服務以交割（Settlement）及資產服務（Asset Servicing）業務二類為主。其中交割業務係指有價證券買賣時，保管銀行負責其買賣結算的事務；資產服務則提供有關投資人之投資組合衍生之股利或利息及權利義務事項。其他詳細的業務內容尚有：（a）代為處理跨國買賣有價證券相關扣繳稅額與退稅申請；

⁹本段內容主要係摘譯自參訪花旗集團簡報，包含：David Russell and Harle Mossman, *Welcome and Opening*, David Bone, Zhanying Li, and Massimo Zannella, *Development of Global Custody Performance and Analytics*, Martin Corral, *Security Lending*, and Richard Straus, *Best practices on Manager Selection*, 2011 July。本報告後附該簡報全部內容。

(b) 管理企業自願性與非自願性行動，例如股票分割、發放股利、企業合併及公司債收回等；(c) 提供委託人有關發行股票公司股東大會及股東權利行使之資訊；(d) 執行外匯交易；(e) 現金帳戶提取之帳簿記錄等。下面進一步說明花旗銀行集團經營之全球保管業務之特色：

- 交割 (Settlement)

業界最高之當日交割比率 (STP)¹⁰、合約交割或實際交割會計紀錄、失敗交割監管、整體交割日前與交割日後報導、支援當日沖銷 (turn-around) 與附買回交易 (Repos)。

- 資產服務

合約收益、投票代理 (Proxy Voting)、實質股東報告與經紀人費用退回。

- 稅務服務

提供客戶最有利之稅額計算選擇、減免稅申請與退稅申請服務、線上稅法與跨國租稅協定資訊及透過各國營業據點與該國稅務機構保持良好連繫。

- 加值服務

外匯需求、流動性管理、市場洞察、績效歸屬、風險分析與資訊管理決策。

此外，該公司根據以往為委託人保管資產之經驗，了解到跨國界投資逐漸增加，而由於匯率的變動常常使得委託客戶曝露在貨幣風險下，進而影響委託客戶之投資獲利、委託金額之價值，甚而影響其國外投資之意願，該公司最新推出所謂外匯被動式避險 (FX Passive Hedge)，此避險模式背後的思維有下面二點，

- 從 β 角度考量：貨幣波動幅度通常高於固定收益工具，但低於或接近股票投資工具，貨幣的轉換可能對投資組合帶來相當之風險。

¹⁰ STP 為 Straight Through Processing 縮寫，根據 INVESTOPEDIA 的解釋，該機制係金融業為加快交割程序的速度而開發出來的機制，其特色為一方經電子輸入的資料即時轉入他方，而不需要人工處理，通常在此機制下，交割可在一日內完成。

- 從 α 角度考量：外匯的持有並不只是增加風險，它也能夠成爲獲利的來源，有技巧的管理避險比率（Hedge Ratio）¹¹可以顯著增加投資組合的超額報酬（ α ）。

前述被動式避險模式具有下面三點特色：

- 高效率作業與風險降低：無縫整合保管作業與外匯系統以便提供完整之當日交割程序，此被動式避險模式根據事先決定之避險策略自動計算外匯需求，一方面消除第三方交割風險，另一方面，線上保留完整之審計軌跡。
- 保留提供客製化避險策略之彈性：適用各類資產、委託人可針對自己的需要設訂避險比率、採用浮動或固定價差透明化指標（Transparent Benchmark）利率—每日調整 20 次以上、合約期間可從一週至一年、合理之外匯兌換比率。
- 透明度：透過被動式避險模式，委託人可了解委託資產之經營績效，並進而降低因匯率波動造成之績效缺口。

借券業務

有關本基金之運用在公務人員退休撫卹基金管理條例第 5 條第 1 項第 1 至 5 款有明確規定，其中第 5 款內容爲，經本基金監理委員會審定通過，並報請考試、行政兩院核准有利於本基金收益之投資項目。前開投資項目中，國內外有價證券之出借業務即爲其中一項。由於本基金成立以來，國外委託業務，尚未實際從事此類有價證券出借業務，本次參訪花旗集團，本參訪團即希望能夠了解該業務實務上的運作及其利弊得失。根據Falkner（2005）的解釋，借券業務係指由一方暫時將有價證券借與另一方，借入方有義務在借出方的要求或合約的條件下歸還借入之有價證券標的物，在借貸期間，借入方應提供合約約定之資產作爲擔保（Collateral）。借券業務尚有幾項特徵：

- 借出有價證券及擔保品資產實際名義由雙方互換。

¹¹ 避險部位除以整體部位的比率，花旗集團認爲就外匯避險而言，固定收益證券的適當避險比率爲 70%至 100%，權益證券方面則爲 50%，新興市場證券通常不作避險。

- 與所有權有關的有價證券經濟利益，例如股利或利息，實際上透過借券費用的形式移轉回借出方。
- 借出方讓與借入方出借有價證券的所有權，例如股東投票權移轉至借入方，但借出方如欲行使投票權，則可引用合約規定要求借入方歸還相等有價證券。

如圖 7 借券業務及其法律關係所示，借券業務係由出借人、借券人及透過第三方中介之促成而完成交易。通常出借人包括各國中央銀行、主權基金、保險公司、共同基金、退休基金、金融機構及企業等。而借券人則有證券經紀公司、銀行或避險基金（Hedge Fund，或譯對沖基金）。第三方中介則由保管銀行或其他仲介機構擔任。此外，借券業務尚有下列幾個特點：

- 出借人保留出借有價證券之經濟利益，惟獨投票代理移轉至借券人。
- 出借人享有召回（Recall）出借有價證券之權利以便行使投票權。
- 出借人可在任何時間賣出有價證券。
- 在第三方中介借券協議安排情況下，出借人在借券人違約時可獲得補償。

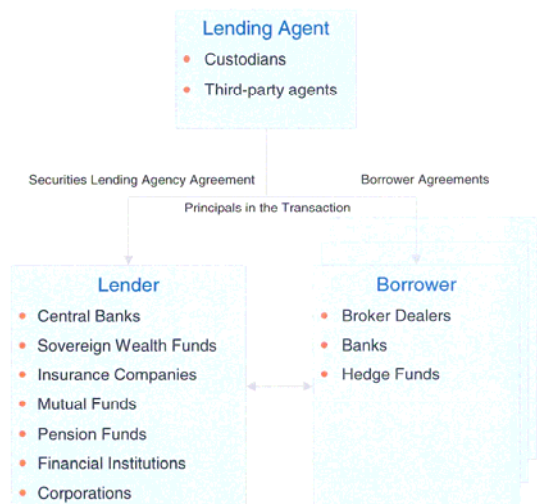
花旗集團認為借券業務對出借人有幾點利益，包括投資組合收益的增加、現金收益流入模式風險分散、降低作業費用、有價證券存貨的有效利用等。而就借券人來看，該公司認為借券人運用借券業務的理由有避免交割失敗、涵蓋空頭交易部位與支援避險策略、衍生性金融商品策略及套利策略的運用等。借券業務對意圖放空（Short Selling）¹²有價證券的投資人相形重要，借券人借入有價證券是希望察覺空頭市場來臨時，立即進行所謂的融券交易，以便後來以較低的價格買回有價證券而獲利。

¹²此段文字係參考INVESTOPEDIA，請參考網址（<http://www.investopedia.com/#axzz1YepXpWTZ>），資料日期：2011年9月23日。

What is Securities Lending?

The temporary transfer of securities from a lender to a borrower against collateral (securities or cash).

Legal Framework



Key Points

- Borrower posts collateral equal to 100–105% of market value of securities
- Collateral can take the form of cash or other securities, as per client guidelines and regulatory restrictions
- The Lender retains economic benefits of the security, however, proxy voting is transferred from lender to borrower
- Lender has the right and the ability to recall securities from loan in order to vote proxy
- In an Agency Lending arrangement, the Lender enjoys the indemnity against borrower default
- Lender can sell securities at any time

圖 7、借券業務及其法律關係

資料來源：花旗集團

借券業務如從降低風險之角度著眼時，花旗集團根據以往經驗針對交易對手、擔保品、作業及合約／法律四方面切入，找出這四方面之影響因子進而降低出借人風險，表 3-1 及表 3-2 說明該公司為客戶控管借券風險的考量因子如下：

- (一) 交易對手方面：出借人可從該公司內部核准借券人名單選取交易對手、交易對手出現特定狀況時預警機制啟動之建立、出借有價證券可隨時召回且由該公司返還相同之有價證券及線上即時報告。
- (二) 擔保品方面：有下列幾項，
 - 由出借人決定擔保品內容，如前述擔保品可以是美元現金、經濟合作開發組織國家（OECD）現金貨幣、美國政府有價證券、經濟合作開發組織國家有價證券、套裝有價證券或股票等。

- 擔保品價值，如果出借人選擇美國政府有價證券或經濟合作開發組織國家有價證券，則擔保品之價值可達標的有價證券之 100%加上應計利息；如為美國公司債則可達標的有價證券之 102%加上應計利息；如為美國公司股票則可達標的有價證券之 102%；如為非美國股票則可達標的有價證券之 105%。
 - 即時報價，該公司每日市場報價隨時維持最低擔保品價值。
 - 補償機制，花旗集團確保借券人違約時補償。
- (三) 運作方面：一旦借券程式設定完成後，該公司全程處理有關借券之運作與管理程序；不論借券人有無支付相關利息，該公司會於支付日支付該款項；出借人可於股東大會前召回出借有價證券以便行使股票權益；有關出借及召回的流程與截止時間由出借人於合約之服務層面協議中確立。
- (四) 合約／法律方面：借券中介人之責任與義務需符合有價證券借券協定內容；法律文件中標明擔保品、方針及截止時間；違約事件明確定義等。

表 3-1、花旗集團借券業務風險控管考量

Risk Mitigation - Agent Lending

Customised lending program according to the lender's requirements and risk guidelines...

Risks Monitored	Mitigating Factors
Counterparty	<ul style="list-style-type: none"> • Lenders can select approved counterparties from list of borrowers approved within Citi's internal program framework • Trigger limits can be established to alert lenders to any specific counterparty issue. • Securities can be recalled anytime. Citi will return the same securities to lenders • Online reporting and transparency
Collateral	<ul style="list-style-type: none"> • Collateral guidelines determined by lenders • Collateral: Cash (USD / OECD currencies) or Non-cash (OECD / US Government securities, DBVs, Equities). To be determined by lenders. • Collateral <ul style="list-style-type: none"> – US or OECD Government Securities: 100% plus accrued interest – US Corporate Debt Securities: 102% plus accrued interest – US Equity Securities: 102% – International Equities: 105% • Citi ensures minimum collateral maintained at all times • Daily mark-to-market process • Indemnity on borrower default from Citibank N.A.

12



表 3-2、花旗集團借券業務風險控管考量 (續)

Risk Mitigation - Agent Lending (Con't)

Customised lending program according to the lender's requirements and risk guidelines...

Risks Monitored	Mitigating Factors
Operational	<ul style="list-style-type: none"> • Once lending program is established, Citi will handle all operational and administrative aspects of the loans. • Corporate Actions: The lender is entitled to all corporate actions. Citi will pay on payme date regardless whether the borrower has paid. • Proxy Voting: Lenders can recall for voting at General Meetings. • Lending and recall process flows, and cut-off times agreed with lenders in Service Level Agreement. • Indemnity from Citibank.
Contractual/Legal	<ul style="list-style-type: none"> • Global Securities Lending Agency Agreement between Lender and Citi (Responsibilities obligations of Lending Agent defined). • Legal document specifies accepted collateral, guidelines and cut-off times. • Events of default clearly identified. • Standard Market Side agreements signed by Citi as Agent (MSLA, OSLA, GMSLA) -> no need for Lender to sign agreements directly with Borrowers

資料來源：花旗集團

借券業務視借券種類之不同而報酬即有所不同，表 4 資料就不同借券種類區分目前市場規模、借券利用率及借券費用率。由該表可知，截至 2011 年 6 月，可供借出有價證券約 13.41 兆美元，現金擔保品借出餘額為 1.08 兆美元，非現金擔保品借出餘額為 0.97 兆美元，整體借出餘額為 2.05 兆美元，利用率 12.12%，借券費用約 48.05 個基本點。此外，該表也透露出目前借券業務利用仍不太高及出借人對現金與非現金擔保品之偏好約各占一半。

表 4、借券業務市場規模

Securities Lending Market

June 2011 Data Explorer data of global Securities Lending market by assets class. Total lendable assets is \$13.41 Trillion.

Security Type	Lendable Assets (M)	Balance vs Cash (M)	Balance vs Non Cash (M)	Total Balance (M)	Utilisation (%)	SL Fee (Bp)
All Securities	13,414,408	1,082,760	970,467	2,053,227	12.12	48.05
All Bonds	5,804,177	589,030	599,950	1,188,980	18.44	12.57
Corporate Bonds	2,944,485	124,063	91,273	215,336	6.41	20.83
Emerging Market Bonds	97,018	6,248	2,493	8,741	8.06	13.86
Government Bonds	2,762,675	458,719	506,184	964,903	31.64	10.71
All Equities	7,590,375	493,717	370,112	863,829	7.3	96.91
Depository Receipts	220,962	27,839	5,835	33,675	9.32	101.7
Equities	7,268,273	424,743	354,345	779,088	7.14	99.99
Americas Equities	4,239,721	308,484	81,331	389,815	6.5	47.63
Asian Equities	931,461	36,644	65,389	102,033	7.21	77.07
European Equities	2,015,457	77,466	203,770	281,237	8.61	180.98
Other Equities	81,634	2,148	3,855	6,003	3.41	95.27
Exchange Traded Funds	101,141	41,135	9,932	51,067	14.71	46.71
Liquid Assets	19,856	13	405	418	2.10	3.66

資料來源：花旗集團

經理人選任最佳實務

目前金融界最熱門的話題之一即為避險基金（Hedge Fund），根據Hedge Funds Review¹³機構之資料，避險基金之規模在 2011 年第 1 季已達約 2 兆美

¹³ 該電子刊物提供有關另類投資（Alternative Investment）產業的新聞、分析及最新的發展，請參考網址，（<http://www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-review/news/2044782/hedge-fund-aum-tops-usd2-trillion>），資料日期：2011 年 9 月 23 日。

元。另根據花旗集團公佈的資料¹⁴顯示，機構投資人配置於避險基金之金額約達 1.1 兆美元，也就是說，避險基金管理之資產有一半以上是來自機構投資人。避險基金目前雖然尚未列入本基金之運用項目，但由於投資避險基金漸為機構投資人所接受，本次參訪花旗集團，亦希望多了解避險基金之相關議題，以備將來或有可能列入本基金投資運用選項。

避險基金因其性質特殊，目前並無統一的說法，Lhabitant（2002）一書列有五個避險基金的定義，其中之一為高盛證券（Goldman Sachs & Co.）所作的解釋。它的內容是，避險基金共同的特色為運用投資與風險管理的技巧，以便在不同市場狀況下，尋求正面報酬的投資組合。表 5 為彭德明（2007）根據 Garbaravicius and Dierick（2005）論文內容摘譯成中文說明避險基金之特色，從該表中可知避險基金有追求高報酬、投資門檻高及法律上較不受監管規範等不同於傳統共同基金之差異。

表 5、 避險基金特色

報酬目標	正的絕對報酬、沒有特定的基準報酬、通常基金經理人也參與投資。
投資策略	在許多市場中進行部位操作、自由運用各種策略，包括放空、槓桿與衍生性金融商品操作。
誘因結構	收取 1~2% 管理費與 15~25% 績效費，但後者通常是以經理人績效超越過去特定水準或超越特定門檻報酬率為準，以避免經理人不當地追求高報酬。
承購與退出	特定日期或以月、季為單位承購或贖回，須經一年或以上的閉鎖期，某些基金擁有在特殊情況下中止贖回的權力。
營運地	多設於境外低稅負與低規範的金融中心，但也有一部分基金設於境內。
法律結構	有限的私人投資合夥性質，具有合夥的稅負優惠，即投資所得或損失可反映在個人所得稅負上的租稅轉嫁，以避免雙重課稅，亦採主從架構(master-feeder structure)，亦即基金公司可將不同的從基金賣給不同需求的投資者，並將所得的資金投資至單一的主基金。
基金經理人	不一定在金融監理機構註冊並接受監理，經理人在基金中的角色為一般合夥人。
投資者	非常富有的個人或機構投資者，基金最低投資額的門檻很高，一般大眾無法承購，證券發行係以私募為之。
法律規範	由於基金多設於境外或境內監理機構採取輕微的監理原則，因此一般而言，受到規範的程度相當低或完全不受規範。
訊息揭露	與一般在監理機構註冊的基金比較，避險基金多採自願性或非常有限的訊息揭露。

資料來源：中央銀行季刊

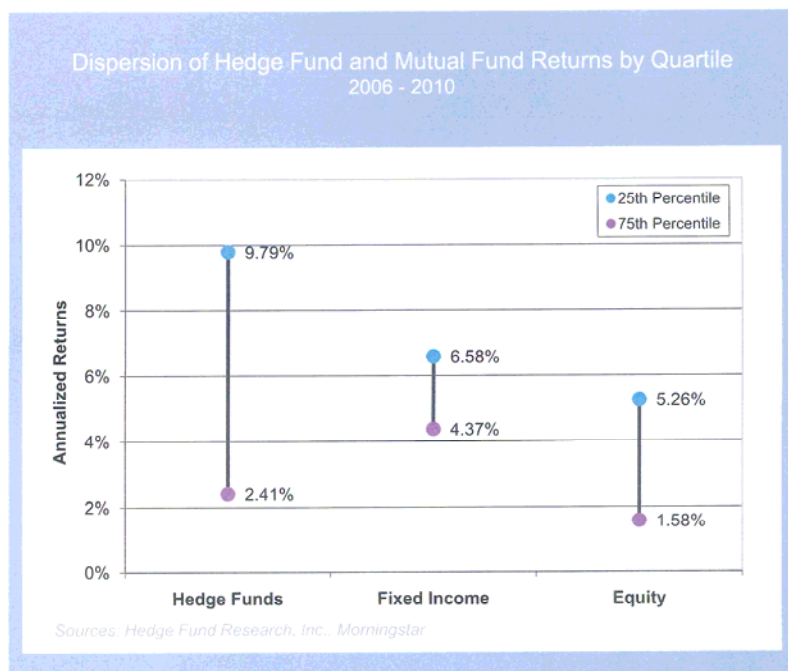
¹⁴ 請參考網址，
 (http://www.citi.com/icg/sa/flip_book/GrowthImpactDirectInvesting/#/7/zoomed)，資料日期：
 2011 年 9 月 23 日。

受訪單位花旗集團目前亦針對機構投資人及頂端富有客戶提供客製化避險基金服務，該公司避險基金團隊由據有多年避險基金實務經驗的 30 餘名專家組成，據點主要為紐約、倫敦及香港。圖 8 係該公司比較 2006 年至 2010 年間避險基金與共同基金之報酬散佈情形，由該圖歸納之數個結論可了解選任適當避險基金經理人之重要性，進一步說明如下：

- 避險基金相對於股票或固定收益基金報酬散佈為大，避險基金之下四分位（25th percentile）為 2.41%，上四分位（75th percentile）為 9.79%，兩者差距為 7.38%，相較之下，股票基金差距為 3.68%，而固定收益基金為 2.21%。
- 形成避險基金散佈較大的原因部分是因為其使用之投資工具及其本質上較不受投資規範。
- 基於上面理由，由於避險基金被賦與較高之風險調整後報酬目標，選任有潛力達成此目標之適當經理人實質上會影響投資人報酬。

Manager Selection is Crucial to Hedge Fund Investing

- Statistically, the “spread” or dispersion of returns among hedge funds is much wider than that of other managed investments, such as equity and fixed income mutual funds.
- Such dispersion is driven in part by the investment techniques utilized by hedge funds and the unconstrained nature of their activities.
- Accordingly, the ability to identify hedge fund managers offering the potential for enhanced risk-adjusted performance can materially impact an investors overall returns.



Data is as of December, 2010. Past performance does not indicate future results.

圖 8、避險基金與共同基金年化報酬率散佈

資料來源：花旗集團

由於花旗集團認為選任適當避險基金經理人相形重要，因此該公司透過圖 9 中的四個選任階段審慎評估避險基金方案，各階段內容說明如下：

- 第一階段：（a）分析師團隊負責開發具潛力經理人；（b）經理人來源包含現任經理人、花旗集團機構客戶、學院、主要經紀人、分析師人脈、討論會及資料庫研究等；（c）經蒐集後之人力資料則存放入資料庫內。
- 第二階段：（a）分析師團隊提出投資主題報告以便找出該避險基金之“獨特性”；（b）如果進一步的研究獲得核准，特別團隊會形成以便檢驗該基金之“獨特性”（characteristics of uniqueness）；（c）如果該基金未獲研究部門執行董事之核准，即在此階段終止。
- 第三階段：（a）投資主題報告經核准後，目的避險基金之相關投資議題與作業上應予注意之事項進一步研究與建立；（b）分析師團隊對整個研究團隊提出投資概要作深入討論，以便達成整個研究團隊之共識。
- 第四階段：（a）避險基金方案提交投資委員會作核准；（b）投資委員會核准該方案後，提交花旗集團私人銀行新產品委員會作最後核准，該新產品委員會是由稅務、風險與法務背景的專業成員所組成。

經由上述經理人選任四個階段之程序，花旗集團截止 2011 年 6 月止，大約與避險基金經理人進行過 550 次會議、分析師團隊提交了 37 份投資主題報告、26 個避險基金已完成第三階段及最後 23 個基金被核准。

本次參訪花旗集團，了解該公司經營業務相當廣泛，凡客戶有所需求，皆能回應其需要進行研究開發，然後推出相關產品，充分發揮服務業的本質。例如該公司在目前與本基金業務往來的保管業務中，希望再開發外匯被動式避險業務，除了增加委託人的投資效益外，也可增加該公司業務收入之一項內容。相同地，借券業務多少具有類似性質，本基金目前國外委託經營雖未實際從事借券業務，但 2008 年爆發的金融海嘯導致美國政府必須挹注約 1,500 億美元資

金以援助美國保險集團（AIG）的事件¹⁵，是有意從事借券業務的單位應引以為鑑的例子。綜觀現今世界金融情勢詭譎多變，借券業務可能產生的風險必須在事前加以考量。總地來說，保管銀行提供之保管業務服務主要是提供委託人資產的安全性及買賣股票的便利性，由保管業務衍生之其他業務如果脫離上述二個屬性，就必須適當考量其可能帶來的風險。



圖 9、花旗集團避險基金經理人選任四階段

資料來源：花旗集團

¹⁵ 根據 Ng and Pleven(2009)的報導，一般保險業者為了支應未來的保險理賠，通常會將從保戶收來的保費投資及持有長期債券或其他有價證券，但他們也可以利用借券業務將這些有價證券以交換現金擔保品的形式借給銀行或證券商，然後將取得之現金投資於固定收益金融商品，例如政府公債或公司債券，以便從這些交易中擠出一些利潤。雖然這樣的安排下，額外的利潤不過幾個基本點（Basis Point），但當借券的價值是幾百億美元時，它們也相可觀。AIG 將這些交換來的現金擔保品投資於次貸債券及其他投資收益較高的資產，當次貸危機爆發時，這些轉投資資產價值大幅縮水，更加惡化原本就因為流動性的問題已向美國政府取得 850 億美元援助的公司。

三、強制性公積金計劃管理局—強制性公積金制度介紹與強制性公積金計劃受託人核准與監管¹⁶

強制性公積金制度介紹

(一) 背景

如同世界各國的趨勢，香港人口也面臨急劇老化的現象。根據積金局網站¹⁷資料顯示，在 2010 年，香港 65 歲以上的人口占總人口約 13%，但與其他已開發國家趨勢相同，由於出生率的降低及平均壽命變長，預計到 2039 年會攀升至 28%。從老年人口依賴比例（Old-Age Dependency Ratio）的觀點來看，由於香港人的平均壽命比全球平均數要長，目前女性的平均壽命超過 86 歲，男性則約為 80 歲，但預計到 2039 年，女性出生時平均預期壽命會增加到 90 歲，男性則約為 84 歲。目前一名 65 歲或以上的長者約由 6 名就業成人供養，到了 2039 年，大約兩名就業成人就要供養一名 65 歲或以上的長者。因此，人口老化的現象顯示日後的就業人口須為更多的退休人士負擔生活開支。

在上述人口結構變化的情況下，香港政府參考世界銀行（1994）於 1994 年發表「Averting the Old-Age Crisis:Policies to Protect the Old and Promote Growth」報告書，倡議退休保障的三大支柱方案。該三大支柱是：（a）由政府管理，以政府稅收挹注的社會安全網；（b）由公眾監管，但委由私人經營的強制性供款計劃；（c）個人自願儲蓄和保險。香港的強積金制度便是該退休保障方案的第二條支柱。是以，「強制性公積金計劃條例」於 1995 年制定，有關附屬法例亦於 1998 年、1999 年和 2000 年通過。強積金制度並於 2000 年 12 月開始推行。

在實施強積金制度前，香港已有為數不少之企業僱主自願為其僱用員工設立退休計劃，這些僱主自願推行的計劃受 1993 年 10 月通過之「職業退休計劃條例」所規管。為配合強積金制度的實施，前述計劃如屬符合強積金條例有關豁免規定要求的職業退休計劃，可在強積金制度推行前計劃受託人或僱主申請豁免遵守強積金規定¹⁸。獲強積金豁免的職業退休計劃的現有成員，以及在強

¹⁶本段內容主要係摘自參訪強制性積金計劃管理簡報，本報告後附該簡報全部內容。

¹⁷強制性公積金計劃管理局，請參考網址（<http://www.mpfa.org.hk/>）。

¹⁸參見強積金條例第 5 條。

積金制度實施之後合資格參加獲強積金豁免的職業退休計劃的新僱員，均獲一次機會選擇留在職業退休計劃或參加強積金計劃。如職業退休計劃未獲強積金豁免，則現有及新進僱員必須參加強積金計劃。至此，香港未來退休人員的保障更趨完備。根據積金局強制性公積金計劃統計摘要（2011）（以下簡稱統計摘要），如圖 10 所示，目前香港就業人口有 70%參加強積金計劃，15%參加其他退休計劃，12%為無須參加香港地區退休計劃人員，僅有 3%就業人口尚未加入強積金計劃保障範圍。

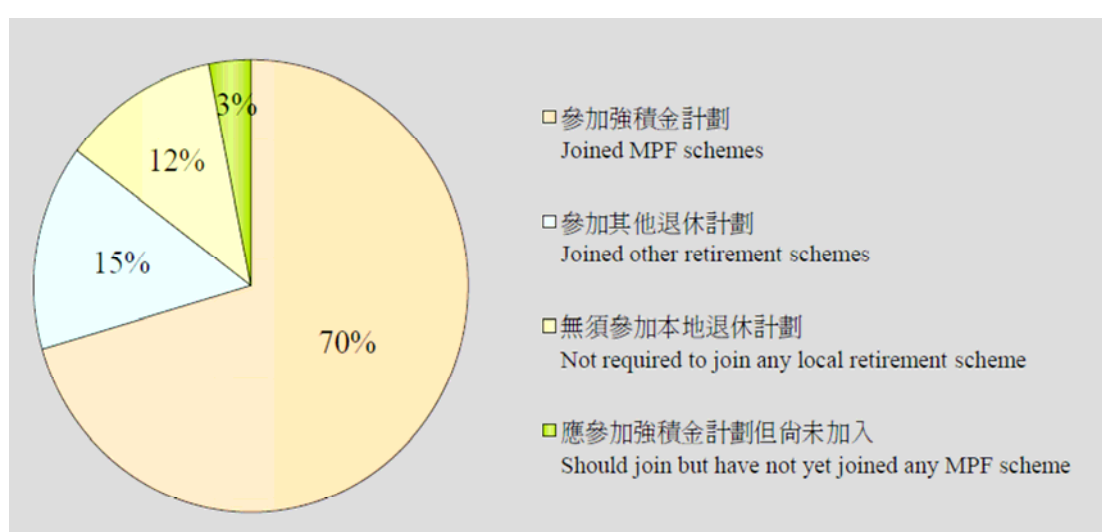


圖 10、香港地區按退休計劃種類劃分的就業人口

資料來源：統計摘要

（二）涵蓋範圍

除部分受強積基金條例或強積金規例獲得豁免的人士外，凡年滿 18 歲但未滿 65 歲且通常居住於香港地區之僱員或自僱人士，都必須參加強積金計劃。所謂僱員與自僱人士之界定如下：

1. 一般僱員：在僱傭合約下連續受僱不少於 60 日的全職或是兼職人員，均屬一般僱員。
2. 臨時僱員：從事飲食業或建造業，僱主按日聘用，或受僱期少於 60 日的人士，均屬臨時僱員。

3. 自僱人士：係指未受雇於人之獨資商號經營者或合夥組織合夥人。收入來源主要是靠提供貨品或勞務於他人來賺取。

根據統計摘要之資料，如表 6 所示，截至 2011 年 3 月底止，參與強積金之有關僱員成員數約 227 萬餘人，登記率 98%，自僱人士約 24 萬人參與，登記率 77%。

表 6、強積金參與成員數目及登記率

截至 As at	僱主 Employer		有關僱員 Relevant Employee		自僱人士 SEP		保留帳戶 數目 No. of Preserved Accounts (‘000)
	參與僱主 數目 ² Participating Employers ² (‘000)	登記率 Enrolment Rate (%)	參與成員 數目 ² Participating Members ² (‘000)	登記率 Enrolment Rate (%)	參與成員 數目 ² Participating Members ² (‘000)	登記率 Enrolment Rate (%)	
31.03.2010	239	100	2 207	100	236	74	3 366
30.06.2010	238	98	2 196	99	262	74	3 422
30.09.2010	241	97	2 229	99	261	78	3 501
31.12.2010	244	99	2 262	99	260	80	3 588
31.03.2011	246	100	2 272	98	241	77	3 662

資料來源：統計摘要

(三) 計劃種類

強積金計劃分成三類，說明如下：

1. 集成信託計劃：此類計劃係透過集合不同僱主、僱員以及自僱人士提供之供款進行投資之計劃，目前為最常見的強積金計劃。
2. 僱主營辦計劃：此類計劃只限於受僱於同一僱主或其關係企業的僱員參加，由於參加此類計劃的限制較為嚴格，故企業規模必須相當龐大才具有成本效益。
3. 行業計劃：此類計劃是針對流動性高的建築業及餐飲業設立，凡從事於建築業或餐飲業的員工，不論是一般僱員或臨時僱員都可參加。參加此計劃之僱員，只要前後僱主都參加此計劃，該員工更換工作時，便不需轉換行業計劃且申報手續相當簡便，為此計劃之特點。根據統

計摘要資料如表 7，目前強積金共有 38 個集成信託計劃，2 個行業計劃及 1 個僱主營辦計劃。

表 7、強積金按計劃種類劃分的註冊計劃數目

計劃種類 Scheme Type	數目 Number
集成信託計劃 Master Trust Schemes	38
行業計劃 Industry Schemes	2
僱主營辦計劃 Employer Sponsored Schemes	1
總計 TOTAL	41

資料來源：統計摘要

(四) 供款金額

供款金額的計算係以僱員入息的 5% 為基準，由僱員本身及僱主各自提撥 5% 作為強積金供款，自僱人士供款金額計算方式大致相同。但入息有最低與最高入息的限定，目前最高入息為每月 2 萬港幣（或每年 24 萬港幣），而最低入息為每月 5 仟港幣（或每年 6 萬港幣）¹⁹。如果僱員每月的入息未達 5 仟港幣時，僱員無須提撥供款，但僱主仍須按該僱員入息的 5% 供款；如果僱員每月入息超過 2 萬港幣時，僱主及僱員提撥金額皆以 1 仟港幣為限，但僱主及僱員皆可選擇作自願性額外供款。此外，所謂僱員入息是指僱主以金錢形式支付予僱員的任何工資、薪金、假期津貼、費用、佣金、花紅、獎金、合約酬金、賞錢或津貼(包括房屋津貼或其他房屋利益)等。

(五) 累算權益的提取

¹⁹ 根據強積金網站內容，最低入息將於 2011 年 11 月 1 日調整為 6,500 港幣（或每年 7 萬 8 仟港幣），最高入息尚待香港立法超通過。

依據「強積金條例」的規定，參加強積金的成員需到 65 歲的退休年齡才可提取累算權益。然而在下列情況下，強積金計劃成員可於未達 65 歲退休年齡之前先行提取已提撥的累算權益，這些情況包含：

1. 年屆 60 歲並提早退休。
2. 永久離開香港。
3. 完全喪失工作能力(須由醫生證明，而所喪失的工作能力，必須與之前所從事的最後一類工作有關)。
4. 死亡（強積金累算權益屬強制僱成員遺產的一部分，可由遺產代理人申請）。
5. 帳戶結存少於 5 仟港幣，且過去 12 個月沒有向計劃作出供款，並表明無意在可見的將來成為受僱或自僱人士。

根據統計摘要資料如表 8，截至 2011 年第 1 季止，強制金每季已收供款（包含強制性、自願性及特別自願性）金額已達 103 億港幣，已支付權益則每季約為 21 億港幣。

表 8、強積金計劃已收供及已支付權益 （百萬港元）
(HK\$ million)

季度 Quarter	已收供款 Contributions Received				已支付權益 Benefits Paid			
	強制性 Mandatory	自願性 Voluntary	特別 自願性 ¹ Special Voluntary ¹	總計* Total*	強制性 Mandatory	自願性 Voluntary	特別 自願性 ¹ Special Voluntary ¹	總計* Total*
Q1 2010 ²	8,051	1,243	184	9,478	1,345	490	106	1,941
Q2 2010 ²	7,806	1,211	174	9,191	1,353	464	100	1,917
Q3 2010 ²	7,917	1,228	218	9,363	1,373	567	141	2,082
Q4 2010 ²	8,208	1,312	240	9,760	1,415	642	194	2,251
Q1 2011	8,650	1,449	235	10,334	1,368	569	175	2,112

資料來源：統計摘要

（六）強積金制度運作之參與者及其有關權利、責任與利益

強積金制度之運作係以信託的模式，並由各方的參與者彼此互相配合，圖 11 為強制金制運作之參與者及其關係，以下就參與者之權利、責任及利益作進一步說明：

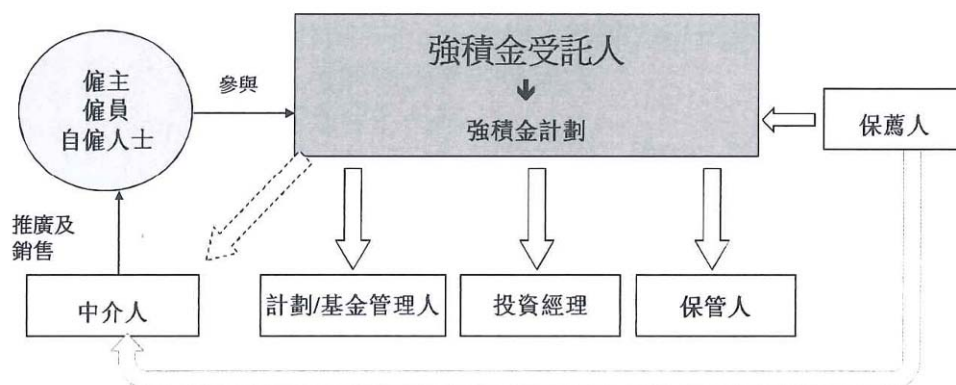


圖 11、強積金制度參與者

資料來源：積金局

1. 僱主：在僱主的責任方面，包含：（a）在市場上選取一個或多個強積金計劃並安排有關僱員參加這些計劃；（b）僱主必須就每段供款期為每名僱員計算其有關入息和供款金額，然後從僱員的入息中扣除強制性供款金額，並相對提撥僱主應負擔之供款金額，一併向受託人支付供款；（c）僱主在繳納強制性供款後的 7 個工作日內，按個別僱員每月有關入息和供款金額（包括僱主和僱員的供款額），提供每月供款紀錄；（d）當有僱員離職時，僱主可於次一供款日同時支付離職僱員的最後一次強積金供款與其他在職僱員的供款，並在付款結算書上註明離職僱員的離職日期，以通知受託人。在僱主的利益方面，僱主相對提撥之強積金供款可以扣除利得稅（所得稅），但其扣減額不得超過僱員總入息的 15%。
2. 受託人：所有的強積金計劃皆委由經積金局核准的受託人執行計劃之行政與管理工作，如圖 10 所示，經核准的受託人亦可將相關計劃執行之工作委任與其他服務提供者，例如保管人及投資經理等。受託人

的責任包含，（a）確保其委任的投資經理及其他服務提供者遵守強積金的各項規定、標準及指引；（b）確保受託人旗下所有強積金計劃必須以信託形式管理；（c）確保計劃之基金資產與受託人及其他服務提供者的資產分開保存；（d）確保計劃之資產投資於不同之資產類別，以降低投資風險；（e）向計劃成員提供有關資料，例如成員證明書、權益報表等；（f）收取供款及其相關追討。

強制性公積金計劃受託人核准與監管

（一）受託人的核准

前面強積金制度介紹時曾提及，受託人欲經營強積金計劃需事先向積金局申請核准。受託人可以是個人（自然人）或法人組織，如果是法人組織可以是於香港或海外註冊之信託公司。有關個人申請成為受託人的規定包含：（a）非公職人員；（b）非精神不健全及無能力照顧自己和處理其事務（無行為能力人）；（c）非未獲解除破產的破產人；（d）良好聲譽及品格；（e）具管理公積金計劃知識、經驗及資格；（f）通常居於香港；（g）提供履行職能擔保（認可財務機構或保險人承擔就計劃或計劃成員因該人沒有執行職責或違反受信責任而蒙受的損失作出彌償）。

法人組織申請成為受託人的規定有：（a）註冊信託公司；（b）中文名稱包括“信託”或“受託人”；（c）英文名稱包括“trust”或“trustee”；（d）只經營信託業務；（e）符合資本充裕程度規定²⁰；（f）在香港有足夠的規模及控制權²¹；（g）積金局信納申請人有能力管理註冊計劃。此外，申請人如果是海外公司尚須符合以下，（i）具有在國際間處理業務的經驗以及作為國際財務

²⁰強制性公積金計劃（一般）規例全部條文內容可自香港律政司網站下載，

（[http://www.legislation.gov.hk/blis_pdf.nsf/01790B2805F0CB5C4825755C00352E34/A15D45D1CA2F14E4482575EF000E53F5/\\$FILE/CAP_485A_c_b5.pdf](http://www.legislation.gov.hk/blis_pdf.nsf/01790B2805F0CB5C4825755C00352E34/A15D45D1CA2F14E4482575EF000E53F5/$FILE/CAP_485A_c_b5.pdf)），根該規例第 11 條規定，受託人公司需擁有所不少於 1 億 5 千萬港幣繳足款股本，且不少於相同款額的淨資產，以及不少於 1 千 5 百萬港幣的在香港持有的資產。受託人公司如為法團之聯屬公司，則需擁有所不少於 3 千萬港幣繳足款股本，且不少於相同款額的淨資產，以及不少於 1 千 5 百萬港幣的在香港持有的資產。

²¹強積金條例第 2 條釋義對控權人賦予定義，按其內容控權人係指公司董事、行政總裁及持有受託人公司達百分之十五以上之有表決權股份之個人或公司。另外關於申請受託人公司控權人尚須滿足下列條件，該公司至少應有 5 名董事（包含 1 名行政總裁及 1 名獨立董事）、控權人需具良好聲譽和品格、行政總裁（香港行政總裁）通常居住於香港及行政總裁（香港行政總裁）與過半數董事（包含 1 名獨立董事）均具備管理公積金計劃的知識及經驗。

機構的地位；(ii) 承諾申請人及其所有在香港進行的公積金計劃的管理有關的交易，均受香港法律管限。

除了上述法定消極條件外，積金局審核是否核准受託人時，尚考慮下列因素：

- 申請受託公司是否具有適當監察、運作程序及控制措施（包括內部審查制度、管控措施、處理客戶投訴的程序²²及解答公眾查詢的機制等）。
- 足夠的數據處理措施、經適當培訓的人力資源及其他資源。
- 委任合資格的投資經理和其他服務提供者及簽署符合規定的有效服務協議。
- 對服務提供者作出監察，確保他們遵守強積金法例和服務協議。
- 確保只由經註冊的強積金中介人銷售強積金計劃或就計劃提供意見。
- 呈交業務計劃和財務預測。
- 積金局查察申請人管理業務的處所。

經過前述審慎的審查程序，目前積金局核准的受託人共有 19 家，全部為於香港成立為法團的公司，其中 9 個附屬於銀行集團，10 個附屬於保險公司集團。目前沒有個人成為合法受託人。

（二）受託人監管

積金局組織架構前於第參節已有描述，有關積金局對受託人的監管業務目前由專責的監理部辦理。圖 12 為監理部組織架構，其下並設有行政組、受託人監理組及投訴組三組。專責對受託人作全方位持續監察，以確保其符合強積金法例下的法定要求及確保受託人對服務提供者切實地進行監督。基於成本效益的考量，該部採用風險為本的監管模式，為每名受託人擬備風險概況，用以辯識其運作風險，並特別關注於高風險的範疇。

²²積金局設有投訴專線，根據該局經驗，大部分投訴都是由計劃參加者提出，因而投訴機制向來是積金局監察與核准受託人表現的重要評估項目。此外，積金局認為投訴機制亦可有效地指出與強積金制度有關的問題。

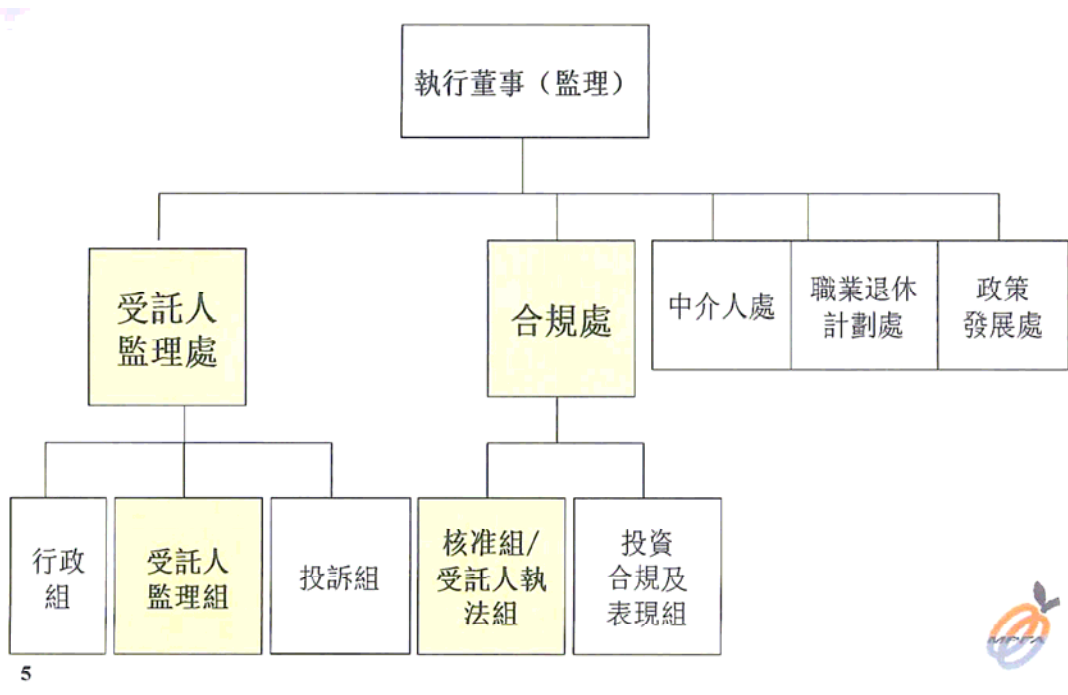


圖 12、積金局監理部組織架構

資料來源：積金局

積金局監理部對受託人監管的工作內容包括實地查訪及非實地監察二方面，進一步說明如下：

1. 實地查訪

定期實地查訪核准受託人，確保規管規定獲得遵守。查訪重點包含：(a) 查核受託人處理強積金供款的程序和制度；(b) 確保受託人的計劃行政符合強制金法例的規定；(c) 檢討投資合規的監察及投資組合的估值；(d) 查核保證基金的運作；(e) 評估合規標準²³的實施；(f) 查核受託人在施行強積金計劃的行政程序與制度的管控措施。實地查訪實際工作內容包括：(a) 與受託人的行政總裁及高級管理層開會；(b) 與受託人的管理層及各營運部門員工面談；(c) 查閱相關記錄和文件，例如程序手冊、合規守則；(d) 抽查受託人

²³ 積金局於 2005 年 7 月發佈強積金核准受託人合規標準，內容主要係致力於促進核准受託人的良好機構管治、適當風險管理及嚴謹合規文化，共有 8 項標準，參見網址 (http://www.mpfa.org.hk/tc_chi/leg_reg/leg_reg_sta/files/compliance_standards_first_edition_c.pdf)。

提供有關其計劃運作的樣本；(e) 由受託人介紹及示範操作計劃管理電腦系統；(f) 巡視受託人的營業處，包括各相關營運部門；(g) 記錄觀察所發現的問題並搜集有關文件作證據及分析；(h) 發出實地查訪之結果 (Management Letter) 予受託人，就發現之問題提供改善建議，並持續監察受託人有否確切執行有關改善措施。實地查訪完成後，受託人須改正巡查期間所發現的違規事項及內部管控問題並報經積金局核准，如有足夠理由，積金局或會向有關受託人徵收罰款。

2. 非實地監察

非實地監察大部分的工作內容為書面審查，為確保核准受託人遵守法定規定和相關的管限規則，非實地監察工作內容包括：(a) 定期與受託人的高級管理層會面；(b) 核閱定期報表和報告（包含有關受託人和計劃財政狀況的審計報告及核數師對計劃的內部管控報告）；(c) 查閱受託人向積金局匯報之重大事件²⁴；(d) 調查由積金局接獲針對受託人的投訴（2010~2011 年度計 284 宗）；(e) 調查違規事項；(f) 審閱有關計劃的銷售推廣文件；(g) 批核及監察重大變更（例如重大的服務提供者變更等）；(h) 同意權之行使（受託人委任新董事或行政總裁，必須事先獲得積金局同意）。

本次參訪香港積金局，首先必須感謝積金局給予本國行政單位高度的尊重，如本報告所附積金局的簡報首頁，該局以歡迎「中華民國公務人員退休撫卹基金監理委員會」到訪的文字呈現，在目前的國際氛圍下，殊為可貴。有關參訪的內容方面，目前香港就業人口有高達 85% 的比例參加強積金或其他退休計劃，除了 12% 就業人口為不需參加強積金的豁免人士外，僅有 3% 的人員未獲得任何退休保障，顯示香港就業人員未來退休的保障已漸趨完備。強積金雖屬確定提撥性質的退休計劃，但其在監管受託人及其他服務提供者方面，除了法令相當完整外，也能本於超然獨立的立場，為強積金成員爭取最大利益。此

²⁴ 強制性公積金計劃（一般）規例第62條訂有核准受託人須將重要事件報告積金局事項，主要有二類：(a) 核准受託人違反強積金條例、計劃的管限規則等有關規定；(b) 核准受託人在以核准受託人身分行事方面重大改變。

外，積金局目前約有 700 名員工，相較於本基金而言，其組織相當龐大，充裕的人力資源或許是該局能有效發揮其功能的原因之一。

伍、參訪心得與建議

一、富達國際

富達國際資產管理公司之投資哲學包含基本面分析與有效的風險管理兩個層面。從第一個層面來說，該公司認為穩健的投資奠基於基本面的研究，並且採用由下而上（Bottom-up）的方法，由分析師對個別投資標的作深入的研究分析，因此投資哲學可說是相當重視經濟面與投資市場的基本分析。在風險管理方面，該公司採用的是全面投資組合風險分析（Comprehensive Analysis of Portfolio Risk），以有系統的方式辨識可能的風險因子，透過公司內部控制與管理機制，整體性的加以控管，並特別在交易對手風險方面加以監控，以避免蒙受巨大損失。另外，該公司多半由分析師團隊中挑選有潛力的基金經理人，此點亦為該公司之特色。

二、花旗集團

花旗集團經營業務相當廣泛，與本基金的業務往來目前以保管業務為主，由於該公司不論本國或跨國經營本項業務已有多年經驗，因此，該公司對本基金提供之保管業務不論是交割、稅務、帳務或績效衡量上的需求，皆能提供高水準的服務，以便最終達成保障委託人資產安全的目的。在增值服務方面，該公司目前新推出外匯被動式避險業務，似可增加委託人的投資效益。在借券業務方面，目前本基金國外委託經營未實際從事該業務，但如為增加投資收益擬於未來從事此業務時，相關風險宜於事前加以衡量，以免危及資產的安全。整體來說，本基金希望透過全球化的投資以達成分散風險的目的，進而跨國有價證券之買賣與保管必須倚重保管銀行提供之保管業務方能達成，因此，其保管業務是否能提供委託人資產的安全性及買賣股票的便利性，相形重要。

三、積金局

如前節所述，對於積金局給予本國行政單位高度的尊重，在此再次表達感謝之意。有關參訪的內容方面，強積金制度的引進對香港就業人口未來退休的保障有極深遠的影響，截至 2011 年第一季底止，僅有 3% 的就業人員未獲得任何退休保障，香港政府對於世界銀行提出的退休保障第二支柱已然付諸實現。為維持強積金制度的穩健與長久經營，積金局除了一方面針對法令的完備積極

修訂相關法令以順應退休金潮流與市場變動外，另一方面在監管受託人及其他服務提供者時，不論實地查訪或非實地監察，落實持續監管的功能，以確保強積金制度成員之信任。

四、 建議事項

- (一) 本基金辦理國外委託業務，係以業者提供之書面資料及簡報作為評估業者是否符合相關法令資格條件及具備足夠能力達成選定目標之依據，惟受託機構之投資哲學、投資組合管理、風險管理與內部控制等實際運作的細節，則需透過實地訪查方能較為深入了解。由於公務機關出國訪查需受諸多限制，於辦理國外委託之受託機構遴選時，在經費允許的情況下，建議或可委託國際著名財務顧問公司，以其專業意見評量推薦合格受託機構，並妥慎考量代理人風險後，作為遴選適任機構之參考。
- (二) 截至 2011 年 8 月底，本基金國外投資金額約新台幣 1,600 億元，占可運用資金數約 34%，其中美元資產約占整體國外投資 55%，歐元資產約 10%。目前歐洲因為南歐國家主權債務問題，使得歐元對美元匯率跌到近八個月的低點，據媒體報導，由於這些債務問題尚無法得到適當控制，歐洲區經濟很有可能陷入再次衰退。另外，近年來新台幣相對於美元及其他國際主要貨幣呈現升值，因而以美元計價之國外委託投資績效不如預期。是以，在匯率波動難以掌控的國際金融情勢下，建議強化本基金外匯風險管理機制，以確保國外資產安全及提升國外委託操作績效。
- (三) 由於 2008 年金融海嘯導致雷曼兄弟公司破產及美國政府出手挽救美國保險集團，借券業務部位龐大係導致該二家公司發生財務危機之主要原因之一。因此，在金融海嘯後，大部分借券業務的出借人會避免將現金擔保品再投資於高風險性資產，例如資產擔保證券（ABS），及縮短現金再投資到期期間至 50 天左右（Dive et al.,2011）。本基金若未來辦理國外委託資產相關借券業務，建議除考慮上述規避風險作法外，亦應適當評估交易對手風險，以避免因追求額外報酬，而損及委託資產價值。

(四) 充裕的人力資源對於退休基金有效管理或監理之達成顯得助益良多。本次參訪香港積金局時經了解該局目前約有 700 名員工，相較於本基金組織規模而言，可說相當龐大，充裕的人力資源或許為該局能有效發揮其監管功能及維持強積金穩健經營的原因之一。本基金之管理委員會及本會在人力資源上，相形不足，故建議適當充實本基金人力資源，不論在管理或監理基金之運作上，方能發揮應有的功能。

陸、參考資料

王儷玲（2009）。先進國家公務人員退撫制度之研究，銓敘部，98年12月。取自<http://www.mocs.gov.tw/FileUpload/551-1277%5CDocuments/20102394634.pdf>

花旗（台灣）銀行（2011）。花旗（台灣）銀行2010年報，2011年5月，台灣。

強制性公積金計劃管理局（2009/10）。強制性公積金計劃管理局（2009/10）周年報告—積金人生 決策審慎，2010年10月，香港。

強制性公積金計劃統計摘要（2011年3月）。取自

http://www.mpfa.org.hk/tc_chi/quicklinks/quicklinks_sta/files/Mar_2011_Issue.pdf

彭德明（2007）。避險基金的運作及其對系統性危機的涵義，中央銀行季刊，第二十九卷第四期，96年12月，頁50。取自

<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/83618592871.pdf>

Chan,D., F. Fontan F, S. Rosati, and D. Russo.(2007). The Securities Custody Industry Occasional Paper Series No.68. **European Central Bank**,August, p6,from <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp68.pdf>

City Group Inc.（2011），Citi 2010 Annual Report ,p.24,from

http://www.citigroup.com/citi/fin/data/ar10c_en.pdf?ieNocache=256

Dive,M., R. Hodge, C. Jones, and J. Purchase（2011）.Developments in the global securities lending market. **Bank of England** ,Quarter Bulletin, 2011Q3,p.228, from <http://www.bankofengland.co.uk/publications/quarterlybulletin/qb110303.pdf>

Falkner, M. C.（2005）, *An Introduction to Securities Lending 4th ed.*Spitalfields Advisors, June 2005, p.9,from

http://www.esecclending.com/pdfs/Data_Explorer_Intro_to_Sec_Lending.pdf

Garbaravicius,T. and F. Dierick(2005),Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability,Occasional Paper Series No.34.**European Central Bank**, August,p7,from <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp34.pdf>

Jorion, P.（2000）. *Value at Risk*（2nd Ed.）.Mcgraw-Hill Higher Education,p.36-38

Lhabitant,F.（2002）, *Hedge Funds*. Wiley & Sons.LTD,west Sussex,England,2002,p.14.

Ng, S. and Liam Plevin. An AIG Unit's Quest to Juice Profit --- Securities-Lending Business Made Risky Bets; They Backfired on Insurer. **The Wall Street Journal**, 5 Feb. 2009

Worldbank（1994），Averting the Old-Age Crisis:Policies to Protect the Old and

Promote Growth, Oxford University Press, p.238,from http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1994/09/01/000009265_3970311123336/Rendered/PDF/multi_page.pdf

柒、附錄

一、 與參訪機構人員合照



劉執行秘書與富達國際 (Fidelity International) Mark Talbot 合影



劉執行秘書與富達國際 (Fidelity International) Timothy Orchard 合影



劉執行秘書籐與花旗銀行集團 (Citi Group) David Russell 合影



參訪同仁與花旗銀行集團接待人員 Harle Mossman (左4) , David Russell (中) , 王靜雯 (右4) , 汪曉琪 (右2) 合影



劉執行秘書籐與強制性公積金計劃管理局許執行董事慧儀合影



參訪同仁與強積金接待人員許執行董事慧儀（右5），陳高級經理綺華（左1），張高級經理輝健（右1）合影

二、參訪簡報資料影本