

# 目次

中華民國九十七年十月 第五十六期  
October 2008 NO.56

## 考銓季刊

1 蕭副總統萬長主持考試院暨所屬部會首長聯合交接典禮監交致詞

4 考試院暨所屬部會首長聯合交接典禮伍代理院長錦霖致詞

9 公務人員退休撫卹基金運用之探討

／張哲琛

24 美國退休基金從事特定經濟目標性投資之探討

／翁清坤

49 退撫基金運用之我見

／柯輝芳

發行人／林水吉  
社長／李繼玄  
社務委員／黃炳煌 陳德禹、張世賢、柯三吉、翁興利、  
張瑞濱、陳春生、蔡志方、林明鏘、李惠宗、  
劉宗德、湯德宗、董保城、黃俊杰、王麗玉、  
洪貴參、陳荔彤、陳新民、陳慈陽、周志宏  
總編輯／吳福輝  
編輯／林金蓮  
發行所／考試院  
地址／台北市文山區試院路1號  
電話／02-8236-6245  
傳真／02-8236-6246

印刷廠：京美印刷企業股份有限公司  
地址：台北縣中和市立德街148巷50號4樓  
電話：02-3234-4589  
行政院新聞局出版事業登記證／局版北市字第11號  
中華郵政北台字第5237號執照登記為雜誌交寄  
國內零售：新台幣120元，全年480元  
郵政劃撥：18495321（依國庫法施行細則第22條第1項第2款  
規定，本院自94年5月1日起不另掣發收據，請自  
行保管繳款收據備用。）  
戶名：考銓季刊  
網址：<http://www.exam.gov.tw>  
版權所有，非經同意不得轉載  
本刊所載言論不代表任何機關

# 蕭副總統萬長主持考試院暨所屬部會首長 聯合交接典禮監交致詞



卸任姚院長、吳副院長、新任伍代理院長、第十一屆考試委員、新任楊部長、張部長、張主任委員、考試院各位同仁、各位貴賓、各位媒體朋友，大家好：

今天奉派擔任考試院卸、新任院長交接典禮的監交人，內心深感榮幸。謹先向新任的伍代理院長、考試委員及部會首長表達祝賀之意；同時，也要向姚院長及考試院暨所屬部會全體同仁的工作績效表示肯定與敬佩。

卸任的姚院長，在這六年任期內，協同吳副院長及第十屆考試委員，推動律師定額錄取率及司法官等三合一考試；重視性別平權、原住民族，以及身心障礙人士服公職機會和權益；提昇退撫基金管理資訊之透明度，健全公務人員保障及訓練進修法制等，確保文官制度的穩定性，政績卓著，貢獻良多。

新任考試院院長尚未產生，院務將由伍副院長代理，伍副院長學有專精、歷練豐富，為人誠懇、處事圓融，又熟悉考銓業務及考試院議事運作，相信在代理院長期間，一定能協同第十一屆考試委員，順利處理各項院務，維持考試院的正常運作。新任院長到任後，有伍副院長的輔佐，也必能革新人事制度，再創考銓新猷。

現代化的民主國家，在建立各種法制規範，確保政治競爭公平進行之同時，也要培養一群廉潔、勤奮、能幹的公務員，建立一個穩固而成熟的文官體系，以維繫政府的正常運作。這個文官體系所秉持的信念，就是對國家忠誠的堅持，對專業能力的要求，對清廉自持的貫徹。這樣，政府才不會隨著政黨輪替或長官異動，而影響其正常運作。

憲法規定，考試院為國家最高考試機關，掌理文官制度，對公務人員的專業、廉能及能否快速適應環境變遷，充分回應民眾需求，具有關鍵性的影響力。再者，公務人員與教育人員人事制度分途以來，制度間尚存有人才引進、薪給等結構性問題，須繼續尋求配套解決方案。此外，配合推動政府落實證照制度，專門職業及技術人員考試制度，須能衡鑑社會所需人才並提昇其專業水準，使其能力與國際接軌，以取得各國之認證。

因此，現代化政府能否確立的關鍵，即在於考試院是否發揮考試權，透過人事、考銓、保訓等機制的運作，為國家養成公務員，建立文官體系。人民對考試院的期許甚高，興革事項又是經緯萬端，從今天起這副重擔，就在伍代院長、各位考試委員、部會首長的肩頭了。

最後，祝福各位健康如意、心想事成，謝謝大家！

# 考試院暨所屬部會首長聯合交接典禮 伍代理院長錦霖致詞



監交人蕭副總統、卸任姚院長、吳副院長、各位貴賓、各位考試委員、新任的部會首長及代理部會首長、各位同仁、各位媒體朋友，大家好：

今天非常感謝蕭副總統在百忙當中，特別撥冗蒞臨來監交，剛才他也對考試院作了很多的期勉和關切，特別謝謝副總統。卸任的姚院長、吳副院長，剛才監交人已有很多肯定。姚院長、吳副院長在任期內偕同第十屆考試委員及部會首長、同仁，非常辛苦，且也做出非常多的貢獻，在這裡特別表示敬佩。今天很多貴賓、親友在這麼大熱天，遠從全國各地趕來蒞臨觀禮、指導，錦霖特別表示最大的謝意。

今天的交接有兩點比較特別：一是考試院幾十年來第一次辦

理院長及部會首長的聯合交接；也是第一次由副院長以代理院長的身分辦理交接。所以對<sup>錦霖</sup>來說，擔任副院長本來就誠惶誠恐，再代理院長真的覺得壓力和責任都加重，不過基於職責所在，<sup>錦霖</sup>一定會負起責任，盡心盡力。我在這裡也特別拜託第十一屆的考試委員、部會首長和全體同仁，大家共同努力，來實踐「好的開始就是成功的一半」這一句話的哲理，讓我們第十一屆，從一開始就把規劃的工作做好、把基礎工程打好，使業務的推動都能順利的進展。如此，六年以後，我們第十一屆畢業典禮的時候，應該可以拿出一張非常亮麗的成績單。

今後考試院的院務，將遵依憲法明定獨立超然及合議制的精神；秉持穩健及改革並重之原則來推動。當然官制官規有它穩健的一面，但是我們必須隨時革新求進步，該改革的、不切合實際需要的、沒有辦法因應內外環境變遷的，一定要大力改革；另一方面，面對國際化、全球化、數位化的時代，我們必須以更創新、更宏觀及更具前瞻性的方式，才能有效調適因應實際需求。

考試院的院務近期內馬上要推動的有幾個重點：第一個是施政綱領的擬訂；再來就是立法院的決議事項和建議事項的催辦及研處；當然整體的官制官規、人事法令、考銓法規之整建興革，也是經常性要務；考試院是公務人員的家，公務員的心聲必須重

視並即時回應，民情的反映亦須及時處理。

由於今天的時間非常有限，所以就向各位簡單報告考銓業務我個人的看法。當然就憲法的規定，我們是五權分立而平行，但是就整體國家機能的運作，五權應該環環相扣。我常常在想，要培植、造就一個最優秀、最傑出的公務人員，必須要「教、考、訓、用」合一：教育、考試、訓練、任用之配套都要很完整。

在教育方面：一定要發揮功能，教育出的人才一定要具有正確的價值觀和道德觀。所有的公務人員都要走正路、辦正事，首長更要走大路、做大事，絕對不能走歪路、辦壞事。在廉的部分，因為人性真的有弱點，權力使人腐化、金錢使人墮落，古今中外皆然。所以要用廉政倫理規範來讓全體公務人員做到「四不貪」：**不想貪**，要教育公務人員，體認絕對不能有貪瀆念頭，不能作違法失德的事情；**不願貪**，必須使得公務人員在社會上，有起碼的尊榮感和社會地位，使其以擔任公務人員為榮，不願做違法貪瀆之事；**不必貪**，我們一定要讓公務人員的待遇俸給足以養家過活，沒有必要做貪贓枉法情事。新加坡政府是實施「高薪養廉」政策，但這必須配以教育功能完善、道德觀念普及暨法治制度健全始能奏效；**不敢貪**，政府一定要立法嚴謹周全、執法嚴厲有效、肅貪機關機制要健全，功能要彰顯，使得公務員畏懼而不敢

貪。剛才監交人也特別提到道德的重要，現在全國最重視，也是全世界最重視的「廉能政治」，是整體國家機能運作發揮到極致、提升國家競爭力的不二法門。

在考試方面：必須以最公正、務實有效及符合機關特質方式，做為吸納進用最優秀的公務人員標準。在此面對全球化、數位化及知識經濟時代的挑戰，考試院考選行政自須與時俱進，不斷革新。除加強規劃國家人力發展工作外，並應繼續改革各項考選法制，維護人民基本考試權；精進命題技術與考試方法，選拔適任人才；改進試務流程，以提昇整體考試效能，俾確實甄拔優秀人才，提昇國家人力素質。

在訓練方面：健全公務人員培訓法制，落實教、考、訓、用合一理念，有效整併及運用國內訓練資源，整合及強化訓練功能。策動企業團體投入，開創多元、活力的培訓機制，讓全國公務人員及公司企業人員均能及時且適時充電，以培育具有現代化理念與知能的優質人員，更能勝任工作。

在任用方面：公務員經任用後，包括銓敘、考績、俸給、陞遷、褒獎、保險、退休、撫卹等之法制事項，必須有合理、務實的法制運作，更應有健全的配套機制相輔助。期能建構前瞻性



、高效能之人事任用法制，充分發揮文官制度功能，提昇國家競爭力。

另外，在健全公務人員退休撫卹基金制度上，配合國家財政金融政策，推動資產管理業務，朝穩健經營目標發展，妥善規劃基金資產配置內容，持續檢討改進委託經營相關作業程序及監控稽核機制，建立更健全之經營管理與監理制度。

因為時間有限，無法做太多的報告，考試院預定在九月四日，第十一屆第一次院會後，有一個正式的記者會，由<sup>錦霖</sup>和各部會首長共同主持，那個時候會有比較完整、比較多的說明報告，歡迎媒體朋友屆時參加並指導。

最後再一次感謝蕭副總統、各位貴賓、各位媒體朋友的蒞臨指導，並敬祝大家健康、平安、成功，謝謝。

# 公務人員退休撫卹基金運用之探討



張哲琛\*

## 摘要

歷經多年研究規劃，自民國84年7月1日起，我國軍公教人員退撫制度從國家恩給制改採由政府與參加基金人員共同撥繳費用之共同提撥制，並成立公務人員退休撫卹基金管理委員會，負責公務人員退休撫卹基金之收支、管理及運用。隨著基金規模持續不斷成長，其運用日益重要，基金未來工作的重點，將在兼顧安全性及收益性情況下，朝自行經營與委託經營並重、國內投資與國外投資兼顧以及固定收益與資本利得平衡的投資策略積極努力。本文主要探討基金運用之現況與運用，以作為日後改進的參考依據。

關鍵詞：退撫基金、共同提撥制、確定給付制

---

\*銓敘部部長、公務人員退休撫卹基金管理委員會主任委員

# A Study of Public Service Pension Fund Operations

Chang Che-shen

## Abstract

After years of study, the public service pension system was changed as of July 1 of 1995 from the totally government-financed system to the contributory plan that is to be contributed by the government as well as the participants. The Management Board of Public Service Pension Fund was set up to be in charge of the collection/payment, management and investment of the Public Service Pension Fund. With the Fund size continuously grows, its investment has become increasingly important. Future efforts will be made for the Fund toward the strategies of equal emphasis on the external and in-house management, equal consideration to the domestic and overseas investment and the balance between fixed-income and equities by placing equal importance on its security and profitability. This article mainly focuses on the study of the updated status and the management of the Fund and aims as a solid reference for further improvement.

**Keywords:**Public Service Pension Fund, contributory plan, defined benefit plans

## 壹、前言

我國公務人員退休制度自民國32年建制以來，係以國家恩給的精神設計，採政府全額編列預算支付退撫經費之「確定給付機制」。長期實施以來，由於必須按年編列龐大預算來支付日益沉重的公務人員退撫經費，不免逐漸形成各級政府沉重之財政負擔。隨著社會環境的變遷，傳統恩給制的觀念逐漸式微，世界各主要國家退休金財源籌措方式漸從國家恩給，轉為政府與公務人員共同提撥費用，政府爰參考世界先進國家作法，自民國62年開始推動退撫制度之改革，歷經政府20餘年之研究規劃，參酌歐美先進國家公務人員退撫經費籌措方式，據以研修公務人員退休法及撫卹法，自民國84年7月1日起將退撫制度改採由政府與參加基金人員共同撥繳費用之「共同提撥制」，並成立公務人員退休撫卹基金管理委員會（以下簡稱基金管理會）負責公務人員退休撫卹基金（以下簡稱退撫基金）之收支、管理及運用。隨後，公立學校教職員、軍職人員及政務人員部分均修改其適用之法律，分別於民國85年2月、86年1月及政務人員追溯自85年5月起比照公務人員實施，惟政務人員自93年1月1日起，依政務人員退職撫卹條例規定，不再參加

退撫基金。基金收支及運用均一併納入退撫基金管理，但依身分別、政府別分戶設帳，以及依出資比例分配運用收益，財務各自獨立，分別以收支平衡為原則。各分戶不足支付時，基金管理會應依基金財務精算結果，建議上述各類人員之退撫主管機關分別調整提撥率或由政府撥款補助，並由政府負最後支付責任。

退撫基金實施初期，為免制度變動幅度過大，立即造成各級政府及公務人員大幅撥繳退休基金的負擔，爰儘量採行溫和漸進之小幅改草原則，先按最低提撥費率8%撥繳退休基金。然而在制度建立、觀念形成之後，並未適時調整提撥費率，其間雖逐年調整提撥費率至12%，惟根據基金管理會委託專業精算公司於96年8月完成的第3次精算報告顯示，在資產報酬率及提撥費率分別假設為4%及12%之前提下，軍公教3類參加基金人員之正常成本費率分別為36.3%、31.1%及33.1%，與目前實際採行12%之提撥費率確實存有相當差距，不符退撫基金自給自足之設計原則。隨著退休人數遞增及基金規模持續不斷成長，在無法反映正常成本逐步調整提撥費率及因應時代變遷修正退休條件的情況下，負責基金管理運用之基金管理會的責任日益加重，為妥善運用此大筆資金，使基

金能永續經營，如何依據資產的特性及退撫基金本身之需求，規劃出理想之資產配置，一直是基金管理會的重要課題。

## 貳、現行退撫給付制度之簡介

退休基金計畫依其財源之不同可分為三種類型，第一：雇主提供的退休金，第二：國家提供的退休金，第三：本人自行儲蓄的退休金。國家提供的退休金又稱為公共退休金制度，如美國社會安全制度；個人自行儲蓄的退休金係為彌補職業退休金及公共退休金之不足，依個人之所得及負擔並參照稅法規定提撥以確保老年經濟之安全無虞；而雇主提供的退休基金依責任及提撥型態又分為以下兩類型：

### 一、確定給付退休金計畫 (Defined Benefit Plans, DB)

所謂確定給付制係指雇主承諾員工於退休時，按約定退休辦法支付定額之退休金或分期支付一定數額之退休俸，至於雇主與員工提撥之基金與退休給付之金額並無必然之關係，退休金數額之決定與薪資水準及服務年資有關，此種辦法對雇主而言，性質屬於長期給付承諾，且退休金之精算成本為估計值，較不確定，因此雇主易遭實質的財務風

險。

### 二、確定提撥退休金計畫 (Defined Contribution Plans, DC)

所謂確定提撥制係指雇主或員工依退休辦法每年(月)提撥一定數額之退休基金，交付信託人保管運用，於員工退休時將員工與雇主共同提撥之資金和運用孳息給付予退休之員工。此種辦法，員工所能領取之退休金決定於提撥之多寡及退休基金孳息之大小，雇主無法保證退休金給付之數額。就雇主而言，此制無須複雜之精算技術，可節省管理費用，但員工卻須承擔通貨膨脹致使實質退休所得下降之風險。

近年來隨著醫學技術的精進，人類平均壽命顯著增長，以及傳統社會價值觀改變而導致的生育率下降，人口高齡化問題逐漸被各國政府重視，綜觀世界各先進國家退休制度之發展趨勢，世界潮流已從確定給付制逐漸轉向確定提撥制或兼採確定給付與確定提撥的雙層制。確定提撥制之所以為各國採行，在於雇主只須依退休辦法每年(月)提撥一定數額之退休基金，而不保證退休金給付之數額，如此一來，將能有效解決隨人口老化而來的龐大財政負擔。

我國軍公教人員退休制度自建制以來，

均維持確定給付制之設計，公務人員退休撫卹基金管理條例（以下簡稱基金管理條例）第八條後段規定：「如基金不足支付時，應由基金檢討調整繳費費率，或由政府撥款補助，並由政府負最後支付責任。」及同條例施行細則（以下簡稱基金管理條例施行細則）第二十條後段規定：「基金各分戶不足支付時，應依第十七條規定之精算結果，由基金管理會建議，分別檢討調整費率或由政府撥款補助。」

誠如前述，由於確定給付制屬於長期給付承諾，因此，其資產配置與單純追求投資報酬的確定提撥制及共同基金不同，不能單就資產面分析，以資產價值最大化為管理目標，而必須考量資產與負債的關聯性，進行資產負債管理，且由於目前參加基金人員新制年資較短，提撥收入大於退休金的支付，使得基金規模持續擴大，故現階段流動性需求較低，且短期資金並無短缺之問題，基金正處於成長階段，所以會採取較為積極的投資策略。此外，為了確保退休基金的資產價值，以使提撥收入與運用收益能夠維持正常之退休給付，退撫基金訂有基金操作最低收益率之要求，依基金管理條例第五條第三項規定：「本基金之運用，其三年內平均最低年收益不得低於台灣銀行二年期定期存款利

率計算之收益。如運用所得未達規定之最低收益者，由國庫補足其差額。」

## 參、基金運用之法令規範

退撫基金之資產配置係訂定於基金年度運用計畫中，茲將相關法源依據整理如下：

### 一、基金管理條例

（一）第五條第一項：退撫基金之運用範圍如下：

1. 購買公債、庫券、短期票券、受益憑證、公司債、上市公司股票。
2. 存放於基金管理會所指定之銀行。
3. 與基金管理條例第一條所定人員福利有關設施之投資及貸款。
4. 以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或投資。
5. 經公務人員退休撫卹基金監理委員會（以下簡稱基金監理會）審定通過，並報請考試、行政兩院核准有利於退撫基金收益之投資項目。

（二）第五條第二項：退撫基金之運用及委託經營，由基金管理會擬訂年度計畫，經基金監理會審定後行之，並由政府負擔保責任。

(三) 第六條第三項第一款：基金管理會年度開始前應訂定運用方針編製收支預算，提基金監理會覆核。

## 二、基金管理條例施行細則

(一) 第十四條：退撫基金依基金管理條例第五條規定之運用項目，應由基金管理會，就不同項目，每年規定其適當比例，並經基金監理會審定之。

(二) 第十八條：基金管理條例第六條第三項第一款規定，基金管理會應於年度開始前六個月擬訂年度運用方針及編製收支預算，報請基金監理會覆核。

## 肆、基金運用之沿革與趨勢

### 一、初期資產配置情形

退撫基金成立初期，基於安全性、收益性與需達法定最低收益目標要求的考量，採取較保守型的投資策略，投資工具較偏重固定收益型之定期存款，採自行運用方式，且投資地區以國內為主，茲因銀行定期存款具有低風險（特別是公營行庫）穩定報酬之特性，遂成為退撫基金運作伊始、累積經驗及建立制度過程中的重要運用工具，因此，有8成以上的資產集中在定期存款，雖然86年度將定期存款之中心配置比例規劃調降為

40%，但仍以傳統固定收益證券為投資主軸，且偏重自行經營與國內投資，茲將86至88年度退撫基金組合規劃比較如下表：

86 至 88 年度退撫基金運用組合規劃比較表

單位：%

分類方式	運用類型	86 年度	87 年度	88 年度
收益型態	固定收益型(%)	70.0	55.0	45.0
	資本利得型(%)	30.0	45.0	55.0
投資地區	國內投資(%)	100.0	100.0	100.0
	國外投資(%)	0.0	0.0	0.0
經營方式	自行經營(%)	80.0	75.0	70.0
	委託經營(%)	20.0	25.0	30.0

### 二、資產配置之演進

(一) 提高資本利得型投資，獲取較高之長期投資報酬

綜觀英美等先進國家之退休基金，均以投資股票、債券及各類型基金為主，而在股票部分，為了獲取較高之長期報酬率，其股票投資比例多介於資產的4成至6成之間，足見退休基金以股票為投資運用標的應有其必要性。再者，基金運用於銀行定期存款比例愈高，意味著基金運用效率較低與僵化，使基金創造較高收益之可能性亦隨之降低，是以，退撫基金於規

劃86年度運用計畫時即秉此理念，將定期存款之中心配置比例規劃調降為40%，且隨著台灣低利率時代的來臨，定期存款的投資績效日益褪色，退撫基金乃採漸進方式持續降低定期存款之比例，97年度基金運用計畫中定期存款之中心配置比例已調整至11%（台幣部分6%，外幣部分5%），並調高債券、股票之比例，以期兼顧權益證券的高報酬以及固定收益證券的穩定收益，88年度資本利得型運用項目之配置比例首次突破50%，從86年度的30%大幅調升至55%，之後均為維持在50%左右。

- （二）結合外部專業管理，提昇基金運用效益
- 將若干比例之退休基金額度委託民間專業經理機構經營，乃世界先進國家管理退休基金方式之一，退撫基金參酌世界各大退休基金之經驗，基於專業分工、分散風險的考量，以及基金快速累積而基金管理會相關投資研究員額、資源有限情況下，在資產配置中委託經營部分一向訂有一定之配置比例，期藉由委託經營，使基金能夠達到降低風險、專業管理、提昇效率及增加投資績效等多重經營目標

。86年度委託經營之配置比例僅為20%，不過隨著基金管理會辦理多次國內委託經營業務，並於92年12月15日首次辦理國外委託經營業務後，鑒於投資多元化、國際化為現今各國退休基金運用之主要趨勢，93年度委託經營配置比例已逐步調升至35%，之後均維持在40%上下。截至97年7月底止退撫基金透過公開評選方式，已辦理7次國內委託經營及3次國外委託經營業務，在衡量委託經營業務之辦理情形後，97年度此項目之配置比例訂為45%（國內部分20%，國外部分25%）。

- （三）積極從事國外投資，增進基金收益及分散風險

台灣地區屬於淺碟形經濟，金融市場波動大，退撫基金除從事國內投資業務外，並投資於與台灣地區相關程度較低或負相關之地區，期望能藉由區域性投資之分散，降低基金之投資風險及提升基金之整體收益，故基金之投資組合逐步朝向國際化發展。惟國外投資應注意各國經濟成長、匯率、利率變化及國際股市趨勢，以掌握獲利契機。退撫基金國外投資之配



置比例於86年度為0%，於90年9月開始辦理國外投資，配置比例僅為5%，在逐年增加國外投資比例之運用方針下，至96年度國外投資之配置比例為45.9%（含外幣定存、國外債券、國外上市公司股票及指數股票型基金、國外受益憑證及國外委託經營），之後均維持約45%的配置比例。

#### （四）近年基金運用組合規劃

近年來，基金管理會參照世界先進國家退休基金的資產配置，採行「固定收益與資本利得平衡」、「自行運用與委託經營並重」及「國內投資與國外投資兼顧」的投資策略，其中95至97年度退撫基金運用之組合規劃如下表：

95 至 97 年度退撫基金運用組合規劃比較表

單位：%

分類方式	運用類型	95 年度	96 年度	97 年度
收益型態	固定收益型(%)	43.0	44.5	40.0
	資本利得型(%)	57.0	55.5	60.0
投資地區	國內投資(%)	64.0	54.1	53.2
	國外投資(%)	36.0	45.9	46.8
經營方式	自行經營(%)	65.0	55.0	55.0
	委託經營(%)	35.0	45.0	45.0

### 三、增列運用項目

近年來金融市場投資工具日新月異，基金管理條例第五條第一項第一至第四款列示之運用範圍，實難完整涵蓋不斷推陳出新之新型金融商品，基金管理會為因應金融市場發展之趨勢，爰循基金管理條例第五條第一項第五款規定程序，報請考試、行政兩院核准有利於本基金收益之投資項目如下：

- （一）國內外上櫃公司股票。
- （二）國內外經核准上市或上櫃辦理承銷中之公司股票。
- （三）本基金管理條例第五條第一項第一款規定投資項目之國外投資。
- （四）國內外有價證券出借業務。
- （五）以避險為目的之股價指數期貨、遠期外匯及其他相關衍生性金融商品。
- （六）資產證券化商品。
- （七）銀行業募集之共同信託基金。
- （八）以增加投資效益為目的之衍生性金融商品。

## 伍、基金運用之探討

### 一、收支概況

退撫基金自84年7月1日起正式運作，截至97年7月底止，參加基金機關學校總數7,853個，參加基金人數共計60萬4,287人，歷年來基金總收入（含基金運用收益）累計

為新台幣（以下同）5,413億5千5百萬元，退撫總支出累計為1,618億7千1百萬元，基金收支淨額為3,794億8千4百萬元，連同長期部位權益調整數（係股票及受益憑證未實現利益扣除未實現損失）-30億7百萬元，整體基金淨值為3,764億7千7百萬元，參加基金各類人員退撫收支情形詳如附表1。

## 二、實際運用情形

截至97年7月底止，退撫基金實際可運用資金結餘數為3,725億2千4百萬元，主要係運用於國外委託經營（20.22%）、國內委託經營（20.11%）、國內股票（16.20%）、外幣定期存款（11.00%）及國內債券（7.25%）等項目，有關各投資項目運用概況詳如附表2。

## 三、經營績效

### （一）整體收益部分

按退撫基金成立13年來（自84年7月至97年7月止），基金整體之累計已實現收益數為1,005億4千4百萬元，平均已實現收益率為4.302%，較基金管理條例第5條第3項規定台灣銀行二年期定期存款利率計算之收益率2.789%，高出1.513個百分點。如扣除未實現損失504億4百萬元後，則淨

收益數為501億4千萬元，列計未實現損失後之收益率為2.145%。

至於97年度部分，截至7月底止，累計已實現損失數為24億1千8百萬元，已實現之年收益率為-1.039%，較台灣銀行二年期定期存款利率計算之收益率2.741%，低3.780個百分點。如加計未實現損失300億3千9百萬元後，則損失數為324億5千7百萬元，列計未實現損失後之年收益率為-13.947%。

退撫基金成立迄今13年來，並未發生因運用收益未達法定最低收益，而需由國庫填補損失之情事，退撫基金歷年已實現收益情形詳如附表3。

（二）前項97年度收益，茲再細分為自行經營及委託經營二部分加以說明：

### 1.自行經營部分

97年度截至7月底止，基金管理會自行經營之累計已實現收益數為73億5千7百萬元，已實現年收益率為5.529%，較台灣銀行二年期定期存款利率2.741%，高出2.788個百分點。如扣除未實現損失151億7千9百萬元後，損失數為78億2千2百萬元，列計未實現損失後之年收

益率為-5.878%。

## 2. 委託經營部分

(1) 國內委託經營：目前已辦理7次國內委託經營，委託投資總金額為844億元，截至97年7月底止，委託資產總淨值約761億6千4百萬元。

(2) 國外委託經營：目前已辦理3次國外委託經營，委託投資總金額為26億9百萬美元，截至97年7月底止，委託資產總淨值約24億7千萬美元。

## 四、目前資產配置之原則

基金為達合理之資產配置，除參考歐美先進國家間退休基金的資產配置比例外，並考量國內外整體投資環境，審慎地採行積極性的投資策略，除自行運用投資外，併用委託經營方式，由外部資產管理機構代為投資，以因應基金長期可能收支不足的困境，基金目前資產配置之原則說明如次：

(一) 為兼顧基金報酬率至少要達到台灣銀行2年期定期存款利率及達成長期收支平衡等投資目標之要求，固定收益型及資本利得型之投資標的，依各佔50%之原則配置，並考量國內外整體

投資環境，適度調整因應。

(二) 定期存款之投資風險雖然很低，但近年來利率持續低迷，使得其長期收益率亦較低，加上大額定期存款並不受金融機構歡迎，利率往往不及一般存款的牌告利率，是以，基金適度調降定期存款之配置比例，以有效提升投資績效。

(三) 短期票券及庫券具相對較低風險性及流動性較高之特性，基金管理會為儲備資金以應短期可預見之其他支出或退撫給付需求，減少利差之損失，將繼續選擇短天期票券（以利率高於往來銀行活期儲蓄存款最高利率為原則）作為過渡性資金之運用工具。

(四) 基於債券投資具有收益穩定、安全性較佳之好處，對於沒有短期變現需求，投資期間較長之投資人而言，不失為一理想之投資工具，考量基金規模成長情形以及國內外利率水準走勢，且配合基金長期報酬率之期望值，維持一定之債券配置比例，俾能穩健提昇基金運用之收益。

(五) 除前述固定收益型投資標的之配置外，基金管理會在安全性及收益性兼顧之考量下，對於風險性資產加以評估

，並配合整體經濟發展情勢，對基金之投資組合做一適當配置。惟各運用項目資金之分配比例，應併同委託經營運用項目之規劃，以訂定運用比例之上下限，藉以達到分散風險之目的。

- (六) 再者，鑑於投資多元化、國際化為現今各國退休基金運用之主要趨勢，期能藉由區域性投資之分散，降低基金之投資風險及提升基金之整體收益，故基於安定性及收益性考量，將配置一定比例於國外投資運用項目。

## 五、當前運用相關問題之檢討

由於基金規模日益龐大，涉及實務面運用之事項也日益增多，爰就下列四項予以檢討說明如下：

### (一) 投資研究人員不足

為有效提昇基金投資收益，基金管理會積極爭取增加投資研究人員，成立投資研究團隊，深入研究台灣股票市場及國、內外總體經濟情勢，並充分運用各證券商研究資源，吸取證券商研究團隊經驗，且加強基金管理會投資研究團隊人員之專業訓練，以期掌握大盤中長期波段方向與轉折，

獲取中長期波段漲幅之利益，惟基金管理會囿於公務體系制度上之規範與限制，人員進用並無法隨著基金淨值之遞增而增加。為解決基金人力不足之問題，對於基金運用項目中屬於風險性及專業性較高之資產，則將繼續採行委託經營策略。

### (二) 人員訓練及資訊源經費短缺

在科技與金融環境急遽變遷的現行投資理財市場上，金融商品不斷創新及理財智識專業化，精確的投資決策與判斷往往是致勝的關鍵，但基金管理會近年來由於行政經費短缺，無論在人員訓練及財經資訊源，均無法配合日益擴增的投資業務需要。目前基金管理會僅能藉由至委託經營受託機構實地受訓，獲取實務經驗，以提高基金管理會辦理本項業務之規劃與執行能力，俾汲取相關投資經驗。

### (三) 國外市場之地理區隔

國外股票之投資，除了香港、韓國及日本等地區之外，歐、美等國家股票市場營業時間，因時差因素均與台灣相差甚多，而地理位置的隔離，也會造成對當地市場不熟悉，以及資訊取得較慢，所以直接投資國外股票

，基金管理會人力無法管理，也不符經濟效益。因此，退撫基金自行經營國外股票投資，除以直接投資於被動式的指數型基金(ETF)為主外，另也藉由購買國外共同基金以間接方式投資國外股票。

#### (四) 報酬與風險之平衡

長久以來，資產配置一直被認為是影響投資報酬率和資產組合整體風險最重要的因素，依投資組合理論，高報酬通常伴隨著高風險，資產配置在高風險高報酬與低風險低報酬之間存在難以取捨的情況。基金管理會基於資本的安全性、適當之收益性、投資之分散性及保持必要之流通性等考量，訂有基金運用組合規劃表以建構最佳投資組合及加強風險控管機制，期能取得在預定收益率與風險之間的均衡關係，且各運用項目的績效評估指標係以其所承受系統風險而訂定不

同指標，例如新台幣定期存款採用央行「五大銀行平均存款利率」；國內股票則採用台股加權股價指數報酬率。

## 陸、結論與建議

根據許多國內外經濟預測機構表示，由於美國次貸後續效應導致全球成長趨緩，以及國際原油及原物料價格居高不下等不確定因素，對全球經濟發展將形成嚴峻挑戰，因此，退撫基金的投資運用將更形重要，在國際金融情勢瞬息萬變與金融工具不斷推陳出新之際，面對不同於以往的投資環境，基金管理會將依全球景氣變化，適時調整投資比重，並嚴格執行風險分散策略，以建構具有收益性且兼顧安全性之最適投資組合，期使有效提升基金財務健全度，進而達成永續經營之目標及落實照顧廣大軍公教人員退休生活之最終目的。

附表1

公務人員退休撫卹基金各類參加人員退撫收支概況表  
(含基金運用收益)  
自84年7月1日至97年7月31日止

單位：新台幣億元，%

項目	基金繳費收入		基金運用收益 (盈餘分配)	基金總收入	基金支出 (退撫支出及 離職退費)		基金支出 占基金繳費 收入比率	基金支出 占基金總 收入比率
	金額(A)	百分比 (%)	金額 (B)	金額 (C=A+B)	金額 (D)	百分比 (%)	百分比(%) (D/A)	百分比(%) (D/C)
公務人員	2,370.89	48.31	282.42	2,653.31	512.33	31.65	21.61	19.31
教育人員	1,820.83	37.10	179.31	2,000.14	649.66	40.14	35.68	32.48
軍職人員	716.14	14.59	43.96	760.10	456.72	28.21	63.77	60.09
合計	4,907.86	100.00	505.69	5,413.55	1,618.71	100.00	32.98	29.90

註1：基金總收入5,413.55億元，扣除基金支出1,618.71億元後，基金收支淨額為3,794.84億元。

註2：基金運用收益(B)係包括已實現、未實現損益及非運用收益4.3億元(主要為補繳年資孳息)，但不包含股票、受益憑證等長期部位權益調整數-30.07億元。至於運用收益之分配，係按季辦理分配。

註3：如包含股票、受益憑證等長期部位權益調整數，整體基金淨值為3,764.77億元。

註4：以上基金支出占基金總收入之比率，以軍職人員60.09%最高，其次為教育人員32.48%，公務人員19.31%為最低。

附表2

退撫基金97年7月底止各項投資運用概況表

單位：新台幣億元，%

運用項目	金額（億元）	比例（%）
新台幣定期存款	262.14	7.04
外幣定期存款	409.64	11.00
國內短期票券	193.91	5.20
國內債券	270.06	7.25
國外債券	214.82	5.77
國內股票	603.47	16.20
國外上市公司股票及 ETF	40.77	1.09
國內受益憑證	41.70	1.12
國外受益憑證	149.72	4.02
國內委託經營	749.32	20.11
國外委託經營	753.20	20.22
信託財產	1.25	0.03
其他存款	35.29	0.95
合計	3,725.29	100.00

附表3

## 退撫基金歷年已實現收益情形

單位：新台幣億元，%

年度	已實現 收益數 (億元) (A)	已實現 年收益率 (%) (B)	台銀二年定 存平均利率 (%) (C)	已實現年收益率 減台銀二年定存 平均利率(%) (B-C)
85	4.84	7.784	6.93	0.854
86	34.66	12.42	6.292	6.128
87	52.86	9.119	6.313	2.806
88	73.97	8.181	5.846	2.335
89	196.92	9.973	5.142	4.831
90	67.13	4.72	4.016	0.704
91	45.44	2.594	2.246	0.348
92	39.50	1.946	1.567	0.379
93	63.32	2.628	1.496	1.132
94	99.14	3.661	1.812	1.849
95	140.96	4.446	2.175	2.271
96	210.88	5.617	2.473	3.144
97(7)月	-24.18	-1.039	2.741	-3.780
合計	1,005.44	4.302	2.789	1.513

註：本表累計平均已實現年收益率(4.302%)及台銀2年定存累計平均利率(2.789%)均採加權平均計算。



# 美國退休基金從事特定經濟目標性投資之探討



翁清坤\*

## 摘要

退休基金的資金規模堪稱係許多國家最大的金庫，在金融市場舉足輕重，歷來不乏將其視為各種經濟、社會發展的潛在重要資金來源者。尤其，許多財政拮据的政府更易聚焦於退休基金之上，冀能左右退休基金資產的運用，以利政策的推行。對此，美國許多州提供誘因或強制要求退休基金投資州內產業（如投資基金資產一定比例於州內企業股票），以繁榮地方經濟。對於配合政策而為特定取向的投資，稱為「特定經濟目標性投資」，亦有稱為「政策性投資」者。

退休基金的宗旨，在於支付退休金計畫參加人或受益人的退休福利，故退休基金配合政策而從事「特定經濟目標性投資」時，如何兼顧資產的收益與安全，乃重要課題。據此，本文將針對退休基金從事「特定經濟目標性投資」所涉及的適法性及正當性等問題加以探討。

關鍵詞：特定經濟目標性投資、退休基金、信託、受託人、受益人、  
受託義務、謹慎、受僱人退休所得保障法、政治壓力

---

\*輔仁大學財經法律系專任助理教授

# An Analysis of Economically Targeted Investments by Pension Funds in the United States

Ueng Ching-kuen

## Abstract

In many countries, the assets of pension funds are likely the greatest reservoir of capital and able to wield significant power in financial market. They have been recognized as potential sources of funds for economic or social developments. In particular, those governments in fiscal difficulties have looked to pension funds with growing interests to influence the use of their assets in a way that promotes economic, social, and political goals. Consequently, as a means to stimulate economic development, many states have adopted policies to provide incentives for, or require, pension funds to invest in in-state ventures. For example, such a policy is likely to require the trustees of a pension fund plan to invest a certain percentage of a fund's assets in the stocks of in-state corporations. In compliance with government requirements, a preference for investments that stimulate local economic development are generally categorized as "economically targeted investments" or sometimes referred to as "politically targeted investments."

All pension funds are established for the benefit of the pension plan participants and beneficiaries. In this connection, it is critical task to ensure market returns and security of pension funds' assets in the event of economically targeted investments made by funds' trustees as required or encouraged by governments. Thus, this paper is mainly designed to analyze the legality and legitimacy with respect to economically targeted investments.

**Keywords:** economically targeted investments, pension funds, trust, trustees, beneficiaries, fiduciary obligations, prudence, Employee Retirement Income Security Act of 1974, political pressure

## 壹、前言

歷來，各國對於「退休基金」(pension funds)的運用狀況，端視資本市場的發展程度及退休基金業務發展歷史的長短，而有所差異。資本市場發展越成熟、退休基金業務淵源越久遠的國家，關於退休基金的運用也越活潑且多元化。一般而言，傳統上可供退休基金投資運用的標的，包括銀行存款、信託資金、政府公債、公司債、短期票券、股票、共同信託基金、衍生性金融商品、房地產等<sup>1</sup>。退休基金的用途，除投資於本國市場的標的外，也常見進軍海外市場者。

私人與公共退休基金(private and public pension funds)<sup>2</sup>所持有的資金規模堪稱係許多國家最大的金庫，甚至超過銀行資產之總和

，在金融市場扮演著舉足輕重的角色，長期以來不乏將其視為各種經濟發展政策或社會福利計畫的潛在重要資金來源<sup>3</sup>。因此，各種勞工、政治或社會團體無不施壓退休基金，冀望能投入資金，以促成特定的經濟、社會及政治目標<sup>4</sup>。因退休基金資金規模龐大，如2007年的美國退休基金總資產為17.6兆美金之多<sup>5</sup>，不少促進經濟發展方案的催化劑等同掌控於退休基金操盤人之手，以求資金缺口(capital gaps)<sup>6</sup>能填補。尤其，許多財政拮据的政府很自然地將目光放在退休基金可觀資產之上，希望能影響資產的運用方向，以利某些政策的落實<sup>7</sup>。對此，美國許多州乃採行政策，提供誘因或強制要求退休基金（尤其係「公共退休基金」）投資州內(in-state)產業。例如，某項政策可能要求公

<sup>1</sup> 參見符寶玲，「退休基金制度與管理」，華泰文化事業股份有限公司，2005年1月，頁92。

<sup>2</sup> 退休金計畫(pension plans)因發起人、提供人或贊助人(sponsor)的不同，可區分為私人退休金計畫(private pension plans)與公共退休金計畫(public pension plans)。私人退休金計畫的發起人、提供人或贊助人為雇主、團體或個人，公共退休金計畫則為政府。因此，退休基金自然也可區分為私人退休基金與公共退休基金二種。See Frederic S. Mishkin and Stanly G. Eakins, *Financial Markets and Institutions* 485, 中國人民大學出版社, fifth edition (2007).

<sup>3</sup> See Brian R. Talcott, *Economically targeted investments: Using public pension fund dollars to close capital gaps in Oregon*, 74 *Or. L. Rev.* 1031, 1031 (Fall 1995).

<sup>4</sup> See Patrick S. Cross, *Economically targeted investments: Can public pension plans do good and do well?*, 68 *Ind. L.J.* 931, 934 (Summer, 1993).

<sup>5</sup> See Tessa Hebb and Larry Beeferman, *US pension funds' labour-friendly investments*, available at [http://web.mit.edu/is08/pdf/Hebb\\_Beeferman.PDF](http://web.mit.edu/is08/pdf/Hebb_Beeferman.PDF) (last visited August 31, 2008).

<sup>6</sup> See Alec Sauchik, *Beyond economically targeted investments: Redefining the legal framework of pension fund investments in low-to-moderate income residential real estate*, 28 *Fordham Urb. L.J.* 1923, 1923-1924 (August, 2001).

<sup>7</sup> 符寶玲，同註1，頁129。

共退休基金之受託人(fiduciaries or trustees)必須投資百分之十五的基金資產於州內企業股票，此舉無異鼓勵受託人展現對於優先造福州內經濟的投資偏好<sup>8</sup>。對於上開配合政府政策的投資偏好或要求如何加以歸類定性，雖然尚無完全共識，但一般稱其為「特定經濟目標性投資」(economically targeted investments, ETIs)，惟亦有稱其為「社會性投資」(social investments or social investing)<sup>9</sup>或「政策性投資」、「特定政治目標性投資」(politically targeted investments, PTIs)者<sup>10</sup>。

退休基金的主要宗旨，係用以支付退休金計畫參加人(plan participant)或受益人(beneficiaries)<sup>11</sup>的退休金、撫恤金或其他相關福利，據此，在善用退休基金以創造收益之餘，保護退休基金的安全亦屬極其重要的課題，故退休基金受託人在配合政府<sup>12</sup>擬定的各種經濟發展方案而投入所需資金的同時

，在制度上，如何設計出一套得同時兼顧退休基金資產安全與收益性之機制，雖非易事，卻屬重要之舉。特別地，當美國國會努力要縮小聯邦政府的規模，刪減聯邦預算而形成「預算緊縮」(budgetary retrenchment)之際，推動基礎建設、社會計畫或經濟發展的財政重擔將由聯邦政府移轉至各州與地方層級，於是，退休基金受託人從事投資時，將面臨更大壓力。許多學者與退休金計畫參加人(或受益人)不免憂心，倘退休基金受託人迫於壓力而配合政策的需求，將基金資產投注於未經審慎評估的(imprudent)「特定經濟目標性投資」，則退休基金的安全與收益將會受到不利影響<sup>13</sup>。此等憂心適足以反應：促進經濟發展的動機與用意或許值得稱許，然而經由退休基金配合政策而從事「特定經濟目標性投資」之手段或方法所牽涉的適法性、正當性問題(如是否構成退休基金資產的浪費或違反受託人之受託義務【fiduciary

<sup>8</sup> See Cross, supra note 4, at 932-933.

<sup>9</sup> 惟有認為「特定經濟目標性投資」與「社會性投資」二者的內涵，並不完全一致，詳如後述。

<sup>10</sup> 該種配合政策所為之投資，對於投資專業圈而言，其將被視為「社會性投資」；行政部門則將其稱為「特定經濟目標性投資」；但某些論者則傾向於稱其為「政策性投資」或「特定政治目標性投資」。See JEC Briefing, Joint Economic Committee, Congress of the United States (June 15, 1995), available at <http://www.house.gov/jec/cost-gov/regs/eti/eti-brf.htm> (last visited August 13, 2008).

<sup>11</sup> 所謂「參加人」，係指退休金計畫成員本身；而所謂「受益人」，係指受雇人死亡時，將取得受雇人利益之人，於多數情形下，將是受雇人之配偶或家庭成員。惟有時，受益人泛指參加人。See Cross, supra note 4, at 945.

<sup>12</sup> 一般而言，政府係公共退休基金的發起人、提供人或贊助人(sponsor)，故對於公共退休基金資產的管理與運用方向有較大的影響力。

<sup>13</sup> See Cross, supra note 4, at 932.

obligations】)，則引起正反不同意見的激烈爭辯，實有進一步探討與釐清之必要。

本文係以美國退休基金配合政策需求而從事「特定經濟目標性投資」之經驗為討論主題，在結構上，首先對於「特定經濟目標性投資」之意涵加以界定，其次對於退休基金受託人從事「特定經濟目標性投資」所牽涉的法律問題將以分析，再其次將對於退休基金從事「特定經濟目標性投資」之利弊得失不同見解加以探究，最後則為結語部分。

## 貳、何謂「特定經濟目標性投資」？

從1970年代開始，美國許多州開始實施「特定經濟目標性投資」之計畫，現今已超過半數的州有所謂「州內策略性投資政策」(in-state strategic investment policies)。一般而言，所謂「特定經濟目標性投資」，係指某些投資足以促使某特定地理區域成為業務經營的優良地點、協助兼具公共經濟發展目標之私人開發計畫、開發公共設施、融資予公

眾相關經濟發展方案、維持或擴大一個地區經濟基礎。「特定經濟目標性投資」提倡者之立論基礎，即州內導向的投資策略可以為州內社區及其居民帶來間接的經濟利益回饋。間接的經濟利益主要來自於「特定經濟目標性投資」所促成的經濟成長<sup>14</sup>，例如：增加就業機會及刺激州內經濟的復甦。

另從退休基金的運用角度言，「特定經濟目標性投資」係指於適當風險程度下追求一定的市場報酬率，且同時兼顧特定公共政策目標的達成之投資<sup>15</sup>。又按管理績效卓著且資金規模全美名列前茅的「加州公務人員退休體系」(California Public Employees' Retirement System【CalPERS】)<sup>16</sup>之界定，「特定經濟目標性投資」係報酬率依市場風險變化而調整的投資(risk-adjusted market rate investments)，且兼具用以協助增進加州及其地方、居民經濟福祉為附帶利益(collateral benefit)<sup>17</sup>。再者，依美國勞工部(the Department of Labor)的解釋<sup>18</sup>，「特定經濟

<sup>14</sup> See id. at 941-942.

<sup>15</sup> See Sharon Reece & Mary Beth Navin, Regulating public pension fund investments: The role of federal legislation, 6 BYU J. Pub. L. 101, 103 (1992).

<sup>16</sup> See David Hess, Protecting and politicizing public pension fund assets: Empirical evidence on the effects of governance structures and practices, 39 U.C. Davis L. Rev. 187, 188 (November 2005).

<sup>17</sup> See id. at 206.

<sup>18</sup> See Tessa Hebb & David Mackenzie, Canadian labour-sponsored investment funds: A model for U.S. economically targeted investments. In Fung, Archon, Hebb, Tessa & Rogers, Joel (Eds.), Working capital: The power of labor's pensions (pp. 128-157). Ithaca, NY: Cornell University Press (2001).

目標性投資」之特點有三：（1）其報酬率至少將依市場風險變化而調整之投資機會；（2）乃以市場無效率所造成的資金缺口為標的之投資機會；（3）將產生可資辨識的附帶利益之投資機會。

事實上，「特定經濟目標性投資」之內涵時常與「社會性投資」混淆不清，有將「特定經濟目標性投資」視為「社會性投資」之一環者<sup>19</sup>；惟一般均認為二者仍有所不同，有別於「社會性投資」將投資報酬極大化的重要性置於社會目標的達成之下，「特定經濟目標性投資」之優先順序則不同，附帶經濟或社會利益的追求不得以犧牲投資報酬為代價<sup>20</sup>，且「特定經濟目標性投資」所帶來的經濟利益遠較「社會性投資」更易於量化<sup>21</sup>，此外，「社會性投資」有時基於某些考量（如人權、健康、科技、環保）<sup>22</sup>而立法要求退休基金不得投資於特定公司（如從事菸草製造或與人權紀錄不佳的國家【如緬甸】有業務往來者）。

為造福地方經濟，以退休基金所得從事

「特定經濟目標性投資」之管道眾多，主要可區分為住宅(housing)及工商業務(business)二大類型<sup>23</sup>：（一）住宅：住宅乃人類基本需求且係家戶預算最大宗的支出，住宅的興建與投資更是對經濟有著直接或間接的衝擊。過去五十年間，已投入為數眾多的公共資源於住宅相關領域，但仍然有許多重大的市場需求未獲得完全滿足。是故，住宅在「特定經濟目標性投資」計畫中，亦佔有重要的一席之地，因為其能提供持續性的投資收益且又能滿足社會的重大需要。根據美國主計處(the Government Accounting Office)的統計，約有三分之一的公共退休基金「特定經濟目標性投資」計畫之重心乃放在自用住宅，且這些計畫幾乎占了所有「特定經濟目標性投資」金額的三分之二。住宅相關的「特定經濟目標性投資」計畫得以許多種方式進行之，例如：投資用以支持開發中低收入者負擔得起住宅之債券、直接融資予購屋之退休金計畫參加人、融資予新住宅開發商。（二）工商業務：為了增加就業機會，以退休基

<sup>19</sup> See Cross, supra note 4, at 934.

<sup>20</sup> See Talcott, supra note 3, at 1050-1051.

<sup>21</sup> See Cross, supra note 4, at 942.

<sup>22</sup> See Sauchik, supra note 6, at 1947-1948.

<sup>23</sup> See Doug Hoffer, A survey of economically targeted investments: Opportunities for Public Pension Funds, A report for the Vermont State Treasurer And the State Retirement Boards (February 16, 2004), available at <http://www.highroadvermont.org/articles/1/ETI%20report%20v.711.pdf> (last visited August 14, 2008).

金所從事「特定經濟目標性投資」計畫亦得以多種方式進行之。例如：直接融資予州內工商業、投資州內中小型新創事業的股票。

藉由填補資金的缺口，以退休基金從事「特定經濟目標性投資」所增進的附帶經濟效益，可能係針對特定地理區域、一群居民或經濟部門<sup>24</sup>，包括創造就業、增加儲蓄、增加民眾負擔得起的住宅之供給量、基礎建設(如道路、教育設施、健康保險)的改善、科技研究的創新<sup>25</sup>、環境保護。「特定經濟目標性投資」的例子，如加州投入三億七千五百萬美元於單親家庭以增加其自有住宅比例及創造就業機會、康乃狄克州投資二千五百萬美金於一家當地公司以挽救一千個就業機會、賓州對於自用住宅提供低利貸款<sup>26</sup>。由於，「特定經濟目標性投資」對於經濟發展的影響不容小覷，按2002年的統計，約有百分之五十五的美國公共退休基金從事「特定經濟目標性投資」，其投資額約為四百三十六億美元之多<sup>27</sup>。因此，於從事「特定經濟目標性投資」時，退休基金的受託人所應

納入考慮的因素，不單僅是潛在的投資報酬率，也包括對於特定地方可能產生的附帶經濟效益<sup>28</sup>。除此之外，退休基金的受託人以退休基金資產從事「特定經濟目標性投資」前，對於其適法性問題亦應先加以釐清。

### 參、退休基金從事「特定經濟目標性投資」之適法性問題

如前揭，「特定經濟目標性投資」除考量一定的投資報酬外，並同時追求特定公共政策目標之達成，與退休金計畫參加人或受益人利益未必有直接關聯。因此，對於將退休基金資金配合政策投入「特定經濟目標性投資」，退休基金受託人不無疑慮，主要係因該等投資是否符合退休基金受託人對於退休基金參加人或受益人所應盡的受託義務(fiduciary obligations)? 謹就退休基金從事「特定經濟目標性投資」是否符合相關法令之要求，分析如后：

#### 一、美國「受僱人退休所得保障法」及其他相關規定

<sup>24</sup> See Sauchik, *supra* note 6, at 1923.

<sup>25</sup> See Hoffer, *supra* note 23.

<sup>26</sup> See Hess, *supra* note 16, at 206.

<sup>27</sup> See Chris Gabrieli, Economically targeted investments key success factors, available at [http://www.community-wealth.org/\\_pdfs/articles-publications/state-local/article-gabrieli.pdf](http://www.community-wealth.org/_pdfs/articles-publications/state-local/article-gabrieli.pdf) (last visited August 14, 2008).

<sup>28</sup> See Hess, *supra* note 16, at 206.

於1974年9月2日勞動節，受僱人退休所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974, ERISA)經福特總統正式簽署為法案。該法涵蓋所有私人企業的受僱人(員工)福利計畫，舉凡退休金、健康、殘障與獲利的分配皆包括在內。除內地稅法 (Internal Revenue Code)或Taft-Hartley法案與退休金計畫相關的條款外，受僱人退休所得保障法排除所有與私人福利計畫相關的州法，故退休基金關於受託義務主要係適用受僱人退休所得保障法之規定。受僱人退休所得保障法涉及退休基金的條款，包括報告與揭露要求、計畫參與人資格要件等。由於受僱人退休所得保障法係聯邦法規<sup>29</sup>，故涉及該法的民事案件，聯邦地方法院具有專屬管轄權。再者，退休金福利擔保公司(Pension

Benefit Guarantee Corporation)亦因受僱人退休所得保障法而設立<sup>30</sup>，扮演類似於聯邦存款保險公司(FDIC)的功能，於退休基金破產或無法履行義務時，在一定額度內擔保退休金福利的給付。

受僱人退休所得保障法通過後，私人退休基金資產的管理應受該法第404(a)(1)條<sup>31</sup>關於受託(fiduciary)標準的限制，主要包括「排他性目的」(exclusive purpose)、「謹慎」(prudence)、「分散化」(diversification)原則<sup>32</sup>。由於受僱人退休所得保障法對於「受託人」(fiduciaries)的定義相當廣泛，因此，凡對於退休金計畫的管理具有控制或裁量權限、得提供投資建議、基金行政上有裁量權之個人皆在適用之列<sup>33</sup>，據此，計畫受託人(plan trustees)、計畫管理人(plan administr-

<sup>29</sup> See Paul J. Wessel, Job creation for Union members through pension fund investment, 35 Buff. L. Rev. 323,334-335 (Winter, 1986).

<sup>30</sup> See Frederic S. Mishkin and Stanly G. Eakins, supra note 2, at 485.

<sup>31</sup> “(a) (1) Subject to sections 1103 (c) and (d), 1342, and 1344 of this title, a fiduciary shall discharge his duties with respect to a plan solely in the interest of the participants and beneficiaries and— (A) for the exclusive purpose of: (i) providing benefits to participants and their beneficiaries; and (ii) defraying reasonable expenses of administering the plan; (B) with the care, skill, prudence, and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character and with like aims; (C) by diversifying the investments of the plan so as to minimize the risk of large losses, unless under the circumstances it is clearly prudent not to do so; and (D) in accordance with the documents and instruments governing the plan insofar as such documents and instruments are consistent with the provisions of this subchapter and subchapter III of this chapter.” Employee Retirement Income Security Act of 1974, §404(a)(1), 29 U.S.C. 29 U.S.C. § 1104 (1999), available at [http://www4.law.cornell.edu/uscode/29/usc\\_sec\\_29\\_00001104----000-.html](http://www4.law.cornell.edu/uscode/29/usc_sec_29_00001104----000-.html) (last visited August 14, 2008).

<sup>32</sup> See Hoffer, supra note 23.

<sup>33</sup> 參見余雪明，「比較退休基金法」，元照出版公司，2001年8月，頁53。



ators)、計畫管理委員會委員(members of a plan's investment committee) 皆屬之<sup>34</sup>。按「排他利益條款」(exclusive benefit rule)，受託人之主要任務，即對於退休金計畫之管理，應僅以退休金計畫參加人或受益人為考量，而提供予計畫參加人或受益人利益(benefit)及支付計畫管理之合理費用為其唯一、排他的(exclusive)目的。再者，受託人對於退休金計畫之管理應以「謹慎之人」(prudent man)身分為之，即受託人應使用注意、技能、謹慎與勤勉(with the care, skill, prudence, and diligence)，以符合在當時情形、一個在相同地位且熟識該等事務的謹慎之人從事性質及目的相同事業之作為；因此，解釋上，受託人為任何投資決定前，必須先經過調查<sup>35</sup>。受託人並應藉由投資標的分散化，以降

低大規模損失之風險，且對於退休基金的管理應遵守相關規定<sup>36</sup>。此外，受僱人退休所得保障法第406(b)條<sup>37</sup>明文禁止受託人從事某些特定交易(如與利害關係人之交易、自我【self-dealing】交易)，以防止退休金計畫參加人、受益人之利益因此受損<sup>38</sup>。退休基金受託人亦不得以基金資產遂行與退休金計畫參加人或受益人利益無關之投資或目的<sup>39</sup>。

受僱人退休所得保障法係藉由督促退休基金財務的健全性，以保障退休福利計畫參加人與受益人利益之美國唯一完整性立法。惟該法僅適用於私人退休金計畫，隸屬於政府(如州、市鎮)的退休體系並不在適用之列。一般言之，政府部門的退休基金仍受到各州實定法及關於信託(trust)的普通法規範<sup>40</sup>，故相關案例法對於退休基金受託人受託義務

<sup>34</sup> Fiduciary responsibilities, interpreted by the U.S. Department of Labor, available at <http://www.dol.gov/dol/topic/health-plans/fiduciaryresp.htm> (last visited August 31, 2008)。

<sup>35</sup> See Talcott, supra note 3, at 1047.

<sup>36</sup> See Wessel, supra note 29, at 334-335.

<sup>37</sup> “(b) A fiduciary with respect to a plan shall not— (1) deal with the assets of the plan in his own interest or for his own account, (2) in his individual or in any other capacity act in any transaction involving the plan on behalf of a party (or represent a party) whose interests are adverse to the interests of the plan or the interests of its participants or beneficiaries, or (3) receive any consideration for his own personal account from any party dealing with such plan in connection with a transaction involving the assets of the plan.” Employee Retirement Income Security Act of 1974, §406(b), 29 U.S.C. 29 U.S.C. § 1106 (1999), available at [http://www4.law.cornell.edu/uscode/29/uscode\\_sec\\_29\\_00001104----000-.html](http://www4.law.cornell.edu/uscode/29/uscode_sec_29_00001104----000-.html) (last visited August 14, 2008).

<sup>38</sup> See Robert J. Lynn, INVESTING PENSION FUNDS FOR SOCIAL GOALS REQUIRES CHANGING THE LAW, 53 U. Colo. L. Rev. 101, 104-105 (Fall, 1981).

<sup>39</sup> See Sauchik, supra note 6, at 1951.

<sup>40</sup> See Cassandra Chrones Moore, Whose pension is it anyway?: Economically targeted investments and the Pension Funds, Cato Policy Analysis No. 236 (September 1, 1995), available at <http://www.cato.org/pubs/pas/pa-236.html> (September 1, 2008).

內容的界定也具有拘束力。以政府退休基金從事「特定經濟目標性投資」時，受託人所應履行的受託義務，包括普通法的「忠實」(loyalty)與「謹慎」(prudence)義務及遵守相關實定法或信託法令之義務。有鑑於此，許多州（如加州、佛羅里達州、阿肯色州、科羅拉多州、密西根州、紐約州、奧瑞岡州、威斯康辛州）已將上列普通法標準納入規範政府退休基金的實定法中。有幾個州（如麻州、佛羅里達州）則立法明列政府退休基金得從事之交易類型。再者，雖然受僱人退休所得保障法並不直接適用於政府退休基金體系，受僱人退休所得保障法仍是政府退休基金受託人的重要法律指南，且得作為各州（如加州<sup>41</sup>）制定<sup>42</sup>或解釋<sup>43</sup>政府退休基金相關規範之參考範本。整體而言，關於政府退休基金的管理，各州的標準與制度仍有不少歧異，乃有統一制定法規之呼聲。

## 二、退休基金從事「特定經濟目標性投資」之適法性分析

涉及退休基金管理的法制略述如上，倘退休基金受託人配合政策而以退休基金資金

從事「特定經濟目標性投資」是否符合上開法令之規定不無爭議，見解各有不同，茲分述如下：

### （一）「特定經濟目標性投資」不違反退休基金受託人所應負受託義務

「特定經濟目標性投資」除尋求市場投資的報酬外，並因鎖定特定經濟部門加以投資，以期整體社會因經濟發展受刺激而獲得附帶的利益。所以，美國前總統克林頓任內，曾大力支持退休基金受託人從事「特定經濟目標性投資」。然對於「特定經濟目標性投資」適法性問題，受僱人退休所得保障法並未明規定，於是，該法主管機關—勞工部—乃陸續發布解釋令函，鼓勵受到受僱人退休所得保障法規範的私人退休基金的受託人得考慮從事「特定經濟目標性投資」，以消除私人退休基金受託人認為「特定經濟目標性投資將會與基金受託人對於基金成員與受益人受託義務實不相容」之誤解<sup>44</sup>。例如，按有關受僱人退休所得保障法之「謹慎之人規則」

<sup>41</sup> See Talcott, supra note 3, at 1035.

<sup>42</sup> See Sauchik, supra note 6, at 1944-1946.

<sup>43</sup> See Talcott, supra note 3, at 1035.

<sup>44</sup> See id. at 1047-1048.

【 ERISA's Prudent Man Rule in ERISA Regulation No. 2550.404a-1<sup>45</sup> 】)解釋令函，倘受託人將「特定經濟目標性

投資」的附帶利益納入決策考量並不違反「謹慎之人規則」的相關規定，惟必須以受託人確實遵守程序<sup>46</sup>、善

<sup>45</sup> “(a) In general. Section 404(a)(1)(B) of the Employee Retirement Income Security Act of 1974 (the Act) provides, in part, that a fiduciary shall discharge his duties with respect to a plan with the care, skill, prudence, and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character and with like aims.

(b) Investment duties. (1) With regard to an investment or investment course of action taken by a fiduciary of an employee benefit plan pursuant to his investment duties, the requirements of section 404(a)(1)(B) of the Act set forth in subsection (a) of this section are satisfied if the fiduciary: (i) Has given appropriate consideration to those facts and circumstances that, given the scope of such fiduciary's investment duties, the fiduciary knows or should know are relevant to the particular investment or investment course of action involved, including the role the investment or investment course of action plays in that portion of the plan's investment portfolio with respect to which the fiduciary has investment duties; and (ii) Has acted accordingly. (2) For purposes of paragraph (b)(1) of this section, “appropriate consideration” shall include, but is not necessarily limited to, (i) A determination by the fiduciary that the particular investment or investment course of action is reasonably designed, as part of the portfolio (or, where applicable, that portion of the plan portfolio with respect to which the fiduciary has investment duties), to further the purposes of the plan, taking into consideration the risk of loss and the opportunity for gain (or other return) associated with the investment or investment course of action, and (ii) Consideration of the following factors as they relate to such portion of the portfolio: (A) The composition of the portfolio with regard to diversification; (B) The liquidity and current return of the portfolio relative to the anticipated cash flow requirements of the plan; and (C) The projected return of the portfolio relative to the funding objectives of the plan. (3) An investment manager appointed, pursuant to the provisions of section 402(c)(3) of the Act, to manage all or part of the assets of a plan, may, for purposes of compliance with the provisions of paragraphs (b)(1) and (2) of this section, rely on, and act upon the basis of, information pertaining to the plan provided by or at the direction of the appointing fiduciary, if--(i) Such information is provided for the stated purpose of assisting the manager in the performance of his investment duties, and (ii) The manager does not know and has no reason to know that the information is incorrect.

(c) Definitions. For purposes of this section: (1) The term investment duties means any duties imposed upon, or assumed or undertaken by, a person in connection with the investment of plan assets which make or will make such person a fiduciary of an employee benefit plan or which are performed by such person as a fiduciary of an employee benefit plan as defined in section 3(21)(A)(i) or (ii) of the Act. (2) The term investment course of action means any series or program of investments or actions related to a fiduciary's performance of his investment duties. (3) The term plan means an employee benefit plan to which title I of the Act applies.”, 29 CFR §2550.404a-1(1999), available at [http://www.dol.gov/DOL/allcfr/EBSA/Title\\_29/Part\\_2550/29CFR2550.404a-1.htm](http://www.dol.gov/DOL/allcfr/EBSA/Title_29/Part_2550/29CFR2550.404a-1.htm) (last visited September 1, 2008).

盡受託義務及確信「特定經濟目標性投資」報酬不低於類似投資為前提。另外，針對受僱人退休所得保障法第404(a)(1)條的「排他利益條款」是否禁止「主要目的及效果有利於退休金計畫參加人、附帶效果能促進經濟發展」之投資類型？美國勞工部特別解釋<sup>47</sup>，「排他利益條款」並不排斥以退休基金從事「特定經濟目標性投資」；且於選擇「特定經濟目標性投資」方案時，倘其風險與報酬之比率(risk-to-return ratio)並不比其他投資方案遜色者，則受僱人退休所得保障法容許得將退休基金投資績效以外之非金融因素納入決策之考量範圍。然而，一些法院的裁判<sup>48</sup>對於勞工部關於「排他利益條款」的解釋並不完全認同，但對於「特定經濟目標性投資」能提供附帶經濟利益的概念卻認為可接受的<sup>49</sup>。

(二)「特定經濟目標性投資」違反退休基金受託人所應負受託義務

反對以退休基金從事「特定經濟目標性投資」者之核心訴求，無非係其將違反退休基金受託人所應負的受託義務。學者 Roberta Romano 及 Richard Posner 曾批評<sup>50</sup>：意圖造福社會而從事某些投資，則退休基金管理人或受託人不免以犧牲投資報酬的極大化為代價，據此，將違反以信託為基礎<sup>51</sup>而退休基金受託人對於受益人所應負擔之忠實執行業務與謹慎注意義務。Roberta Romano 教授並以美國數個州的政府退休基金從事此類投資卻導致令人失望的投資績效為實例<sup>52</sup>，用以支持出於追求特定社會或經濟性目的之投資確實會導致較差報酬之論證。

具體言之，「特定經濟目標性投資」違反受僱人退休所得保障法第

<sup>46</sup> 聯邦法院主張受託人倘確實遵守受僱人退休所得保障法所要求的程序，則不論結果如何，應認為受託人已滿足「謹慎」原則的要求。See Hoffer, *supra* note 23.

<sup>47</sup> 29 C.F.R. § 2509.94-1 (1999)— Interpretive bulletin relating to the fiduciary standard under ERISA in considering economically targeted investments, available at [http://www.dol.gov/DOL/allcfr/EBSA/Title\\_29/Part\\_2509/29CFR2509.94-1.htm](http://www.dol.gov/DOL/allcfr/EBSA/Title_29/Part_2509/29CFR2509.94-1.htm) (last visited September 1, 2008).

<sup>48</sup> Leigh v. Engle, 858 F.2d 361, 368 (7th Cir. 1988).

<sup>49</sup> See Sauchik, *supra* note 6, at 1941-44.

<sup>50</sup> See Talcott, *supra* note 3, at 1031-1032.

<sup>51</sup> 參見余雪明，同註 33，頁 105。

<sup>52</sup> See Talcott, *supra* note 3, at 1031-1032.

404(a)(1)(A)(i)條「受託人對於退休金計畫之管理，應僅以退休金計畫參加人或受益人為考量，而提供計畫參加人或受益人利益為其唯一目的。」之規定。傳統上，「利益」的定義相當狹隘，指退休殘疾與死亡的給付方屬退休金計畫參加人或受益人的利益。因此，利益的界定不應擴張至計畫參加人的附帶利益。某些論者批評，勞工部對於利益的界定過於廣泛，導致社會所期待的附隨利益亦屬退休基金於選擇投資標的時得加以納入考慮的因素，事實上，勞工部對於利益的擴張解釋與受僱人退休所得保障法或其他規範退休基金投資的法令並不相符。再者，配合政策從事「特定經濟目標性投資」乃屬高風險的「不謹慎」行為，有違受僱人退休所得保障法規範，因為於效率不良市場所為之「特定經濟目標性投資」，其投資報酬率通常不易確定，其投資機會本為其他投資人所忽視而拒絕投資。因此，對

於配合政策所從事「特定經濟目標性投資」乃不乏將其視為不智、不謹慎、且違反受僱人退休所得保障法規定之批評聲浪<sup>53</sup>。

#### 肆、退休基金從事「特定經濟目標性投資」之正反意見

關於退休基金資金配合政策而從事「特定經濟目標性投資」，其適法性的爭議如上述，而就政策、經濟或社會層面而言，其利弊得失亦衍生不少爭議，茲闡述如下：

##### 一、支持以退休基金從事「特定經濟目標性投資」之理由

支持以退休基金從事「特定經濟目標性投資」的最主要論述，即為填補資金缺口 (capital gaps) 的問題。由於社會與經濟條件的限制導致資訊不對稱 (information asymmetries)<sup>54</sup>、嚴重交易成本 (severe transaction costs)、不完全風險管理 (inadequate risk management)<sup>55</sup> 等市場無效率 (market inefficiencies) 的現象出現在某些經濟部門，使得一般放款人不願將資金投入該經

<sup>53</sup> See Sauchik, supra note 6, at 1955.

<sup>54</sup> See id. at 1950.

<sup>55</sup> See Lisa A. Hagerman, Gordon L. Clark & Tessa Hebb, Investment intermediaries in economic development: Linking Public Pension Funds to urban revitalization, available at <http://www.frbsf.org/publications/community/review/062007/hagerman.pdf> (last visited August 30, 2008).

濟部門。其中，中型企業的資金缺口即為典型例子之一，傳統上，由於中型企業的集資方式主要依賴借款或私募資金，而非公開發行股票。資金融通方式，期間短、金額小的資金需求通常藉助於銀行，至於長期較大額的資金需求則以私募方式為之。過去二十年，銀行存款戶將資金轉入獲利較高的退休基金與共同資金，銀行放款金額與活動因而漸趨於緩和；同時期，銀行業務重心亦由工商業放款轉入不動產、信託服務與其他業務。由於可供中型企業成長與擴張使用的資金來源漸少，使得為數不少的工廠歇業及員工失業<sup>56</sup>。又如都市中低收入戶可負擔住宅的興建或一些新興創投業亦面臨資金短缺的問題。

學者Lawrence Litvak主張，以退休基金從事「特定經濟目標性投資」之最具正當性時機，即當市場無效率造成不合理、不正當的(unjustified)資金缺口的出現，此時，可藉由退休基金的挹注而填補資金缺口，促進經濟的發展<sup>57</sup>。事實上，退休基金處於一種相對合適、有利的位置，因其對於一些具有發展性的投資案，可以藉助投資

中介團體，排除投資障礙（如投資專業或資訊的欠缺）<sup>58</sup>，並有效率地辨識資金缺口，加以填補。此外，不像其他機構投資人，退休基金對於其退休金支付義務屬於高度可預測性，故其對於投資標的之資產流動要求比較不高。因此，在資本欠缺的經濟領域，退休基金可以找出資產流動性雖然較低的投資機會，但卻可兼顧經濟發展（如創造就業機會）又不至於妨礙應有退休福利的給付。而為了善盡對於基金參加人受託義務的要求<sup>59</sup>，退休基金受託人於從事「特定經濟目標性投資」前，除探知可能產生的附帶利益外，並對於可能進行投資計畫的所有經濟要素應審慎評估，以確保一定的投資報酬率。過去，有不少州善用「特定經濟目標性投資」之機制，填補資金缺口，達到特定經濟或社會目的，並且維持相當的投資報酬率。如紐約市員工退休體系所從事的「特定經濟目標性投資」，包括單親家庭可負擔住宅的興建及低收入戶的抵押品融資，該等投資項目的投資報酬率皆高於一般投資組合接近百分之三。又如，加州公務人員退休體系投入三

<sup>56</sup> See Hoffer, *supra* note 23.

<sup>57</sup> See Talcott, *supra* note 3, at 1050-1051.

<sup>58</sup> See Hagerman, Clark, and Hebb, *supra* note 55.

<sup>59</sup> See Sauchik, *supra* note 6, at 1951.

億七千五百萬美元於單親家庭可負擔住宅的興建，其報酬則有19.6%之多<sup>60</sup>。

## 二、反對以退休基金從事「特定經濟目標性投資」之理由

### (一)「特定經濟目標性投資」違反資本市場的效率運作

不少論者認為，從經濟的角度而言，配合政策而從事「特定經濟目標性投資」的運作並非健全無暇。有主張，「特定經濟目標性投資」顯然對「投資組合」(portfolio)的自由選擇上導入偏執扭曲，致投資組合的表現受到系統性的影響<sup>61</sup>。亦有主張，「特定經濟目標性投資」背離普遍被接受的資本市場效率(efficiency)概念，「特定經濟目標性投資」乃建立在「由於非市場本身因素導致某些特定具有競爭性的投資面臨資金短缺的問題」的謬誤論述上而行的<sup>62</sup>。

從效率觀點而言，在自由市場體系的社會，稀有性的資源應有效

率地加以運用。倘經由市場的正常運作機制，「特定經濟目標性投資」具有一定的投資報酬率，退休基金的管理人或受託人將會對相關計畫投入資金。倘某些計畫的投資機會實不具效益性，該等投資機會自然無市場吸引力，則投資於該等計畫之行為將有損於退休基金的參與人或受益人。又因「特定經濟目標性投資」定義述及「市場投資報酬率」問題，故對於所謂「市場投資報酬率」的評量方式應於具有效率的市場為之，較為適當。為了確保「特定經濟目標性投資」能確實提供具有競爭力的報酬，能妥善有效地運作的市場必須擁有充分明確的評量要素，允許對於投資表現做精確的評估。相反地，在功能失調的市場<sup>63</sup>，由於投資者規範的不足、資訊揭露的不完全及投資專業的不足，市場的投資報酬率將很可能遠低於普通的水準，自然無法吸引投資人投入資金。

<sup>60</sup> See id. at 1951.

<sup>61</sup> See Thomas A. Smith, *Institutions and Entrepreneurs in American Corporate Finance*, 85 Cal. L. Rev. 1, 32 (1997).

<sup>62</sup> See Sauchik, *supra* note 6, at 1953.

<sup>63</sup> See id. at 1953-1954.

此外，「特定經濟目標性投資」政策運作的結果，極可能將退休基金的資金從具有正當性且表現良好的投資導向轉入以政治動機為出發點的績效堪慮投資方案。尤其，與政府部門息息相關的公務人員退休基金體系，更具高風險性。倘投資表現不佳時，對於低報酬的投資結果，退休基金的管理人或受託人得以所參與的投資計畫所實現的附帶利益為正當化的託辭。因此，政府的政策主要應係用以解決資金市場效率不佳的問題，勝過於鼓勵退休基金的管理人或受託人競相將資金投入效率不佳的市場中；倘市場失靈的問題能有效被解決<sup>64</sup>，退休基金以外的投資人也將被吸引從事相關投資。

又美國有為數二、三十個州要求公共退休基金必須將資產一定比例投資於州內，以繁榮地方經濟。然而，其付出的代價經常係較低的投資報酬率，形同一種變相的補貼

(subsidy)。倘投資確能帶動地方經濟的欣欣向榮，則可能增進州民的長期利益，並改善地方及州政府的稅收財務狀況。惟短、中期而言，強制要求從事州內的投資，則不利於退休基金的自主運作與收益。尤其，投資過多資產於個別一州將使退休基金易受特定一個地方經濟蕭條的牽連。是故，倘投資的地域能分散化<sup>65</sup>，則因個別區域的經濟衰退而投資市值受影響的退休基金，也可能因經濟活動強勁的其他區域之良好投資績效，而得到抵銷。

#### (二) 易受政治壓力的干擾

退休基金配合政策而從事「特定經濟目標性投資」，運作上另一為人詬病之處，即易受政治壓力的干擾。尤其，政府所控制的公共退休基金最易屈從於政治力，因此配合政策而調整投資策略或影響所投資公司的股東權(如股東會投票行為)行使，以滿足地方的需求(如增加州內就業機會)。例如，公共退休基金管理人或受託

<sup>64</sup> See id.

<sup>65</sup> See Deborah J. Martin, The public piggy bank goes to market: public pension fund investment in common stock and fund trustees' social agenda, 29 San Diego L. Rev. 39, 61 (February/March, 1992).



人極易面臨來自公司經營階層的關閉當地工廠之威脅，而配合其輩進行特定取向的股東權行使<sup>66</sup>。因此，「特定經濟目標性投資」機制的創設<sup>67</sup>，無異為其投資決策或管理過程的泛政治化開了扇大門，讓不當的政治力得以堂而皇之介入，有害於退休基金投資收益的極大化。

從實證資料可知，加諸於退休基金投資行為與公司營運投票決定的政治壓力將會影響投資績效的表現<sup>68</sup>。由於，政府控制的公共退休基金為了配合政策而從事特定經濟或社會目的考量的投資，通常承擔較大的風險，投資報酬率卻比一般性投資來得低，甚至血本無歸，因此，有將「特定經濟目標性投資」批評為「特定政治目標性投資」(politically targeted investments)者<sup>69</sup>。例如，美國賓州為吸引福斯汽車赴該州設廠而承諾將予以融資，然而，州政府並無足夠資金，乃動到賓州公共退休基金的主意。

幾年之後，工廠關閉，為了有助於順利尋找到新買主，該退休基金只得將七千萬美金原始債務中的四千萬加以免除。又如，堪薩斯州公共退休基金將資金投入州內產業，卻因鋼鐵廠關閉、銀行倒閉而造成逾億美金的損失<sup>70</sup>。更嚴重者，政治壓力甚至限制公共退休基金從事一些被專業投資人士圈內視為毫無爭議性的投資。例如，掌管州級退休基金投資事宜的明尼蘇達州投資委員會為實踐將百分之十的投資組合投入國際市場而禮聘一位專精國際股權投資管理的經理人，卻引來勞工團體的抗議。為此，州政府只得通過「投資準則」，要求國際基金經理人投資時，必須符合一定的勞工、人權及環境保護標準。然而，上開投資準則實與追求投資組合價值的極大化而從事國際性投資以達投資分散化的原始目的無關。相對地，私人退休基金所進行的國際性投資早為時已久，卻無如此困擾<sup>71</sup>。配合政策而從

<sup>66</sup> See Roberta Romano, *The politics of public pension funds*, *Public Interest* (Spring, 1995), available at [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_m0377/is\\_n119/ai\\_17002010](http://findarticles.com/p/articles/mi_m0377/is_n119/ai_17002010) (last visited August 15, 2008).

<sup>67</sup> See Hess, *supra* note 16, at 259-260.

<sup>68</sup> See Romano, *supra* note 66.

<sup>69</sup> See Moore, *supra* note 40.

<sup>70</sup> See Talcott, *supra* note 3, at 1052.

<sup>71</sup> See Romano, *supra* note 66.

事「特定經濟目標性投資」將使退休人士深受低投資報酬率之害，倘退休基金的收支無法平衡，無法按時按量支付退休基金參加人或受益人應得之退休金，其資金缺口，最終將由全體納稅人買單，無異係隱藏性稅捐。

無庸置疑，實際上配合政策而從事「特定經濟目標性投資」者，絕大部分皆為政府所控制的公共退休基金。事實上，聯邦、州、郡或市政府擁有各種投資計畫，對政府官員而言，退休基金豐沛的資金庫藏無疑係一塊誘人的大餅，可能會被用來解決財政吃緊 (financial emergency) (如新剷雪車的緊急採購)<sup>72</sup>的窘境或其他資金缺口。此外，政府控制力所及之退休基金資產，甚至可能為政府官員用來遂行政治性目的。尤其，退休基金資金可能被投入某些較能滿足執政黨政治、經濟、社會利益偏好的投資項目或團體<sup>73</sup>，因此，所衍生的政治衝突、貪污等弊病恐難有效排除。

政府所控制的公共退休基金為何易於受到政治壓力的干擾？實與退休

基金管理委員會、受託人委員會或稱董事會(board of trustees<sup>74</sup>)成員的組成，大有關係。大體上，退休基金管理人或受託人的任命由下列三種方式為之：(1)由退休基金成員(參加人、受益人)選任之；(2)由擔任特定政府職務(ex officio)者(如州政府財政廳長)兼任之；或(3)由民選行政首長或決策機關(governing body，如立法機關)任命之。例如，加州公務人員退休體系(CalPERS)的管理委員會共有十三名成員，其中六名由退休基金成員選出、二名由州長任命、一名由州議會指派、及四名由擔任特定政府職務者兼任之。眾所周知，一般公司董事會的內部董事(inside director)或外部董事(outside director)(或獨立董事【independent director】)具有不同的決策基礎與誘因，類似地，退休基金管理人或受託人出任職務的方式亦將影響其決策思維模式，政治性任命的受託人(如首長或立法機關指派者或擔任特定政府職務而出任者)將較類似於內部董事，而由退休基金成員選舉

<sup>72</sup> See Moore, supra note 40.

<sup>73</sup> See id.

<sup>74</sup> 參見余雪明，同註 33，頁 177。

而出任之受託人將較類似於外部董事。根據涉及「代理理論」(agency theory)的公司治理文獻<sup>75</sup>，關於公司事務（如執行長的薪酬問題），內部董事易與公司管理階層較易站在同一陣線，而與股東利益有所衝突；至於，外部董事獨立性高，較能保障股東利益。

同樣地，政治性任命的受託人的決策並非以退休基金參加人或受益人利益為絕對依歸，而係以牟取其政治利益為最主要考量，例如，曾有一位因擔任特定政府職務而出任紐約市政府退休基金之受託人於其競選其他公職期間，將其受託人應有的基金管理角色予以泛政治化，以滿足其眼前短暫利益，卻犧牲退休基金參加人或受益人之長期利益。除了個人政治動機外，外來的（如州長或其他首長）政治壓力亦將影響政治性任命的受託人之決策品質，例如，為保留地方就業機會而屈從同政黨或握有任命權的政治人物之壓力。據此可知，政治性任命的退休基金受託人易屈從政治壓力

而從事一些未經周延性投資報酬與風險評估的「特定經濟目標性投資」，以滿足特定政治人物或地方的利益。此外，在退休基金投資顧問、經理人或其他實際操盤手的選擇上，政治性任命的受託人因政治壓力而影響其決策標準，可能挑選管理績效差且收費高、但與政府首長關係良好者。故有論者認為<sup>76</sup>，由於公共退休基金受託人亦受政治力干擾，其管理績效將遠比獨立於政治力之外的其他種類型之基金來得遜色。

相對而言，獨立受託人乃由退休基金參加人選出，且本身多半亦係退休基金參加人。獨立受託人的政治獨立性，使得其類似於公司的獨立或外部董事，較能以退休基金參加人或受益人利益為主要考量，不受外來政治力的不當干預。倘退休基金參加人選出的獨立受託人本身亦是退休基金參加人，則其自身退休福利與退休基金的投資績效更息息相關，更會以增進參加人或受益人利益為職志。例如，內華達州公務員已經固定支付所得的

<sup>75</sup> See Hess, *supra* note 16, at 195-196.

<sup>76</sup> See *id.* at 196-198.

9.75%提繳作為退休準備金，因為退休基金投資的損失，而被要求必須提高所得提繳比例。此外，獨立受託人亦得監督那些與政界具有較強關聯性的受託人決策行為。然而，獨立受託人亦可能有其本身追求的目標，尤其，那些與工會結合的獨立受託人更是如此。例如，加州公務人員退休體系(CalPERS)不僅受政治性任命受託人的控制<sup>77</sup>，也控制在退休基金參加人選出的獨立受託人手中而意圖利用基金資產從事福利措施的變革，卻輕忽退休基金財務健全的必要性。

## 伍、結語

由於，退休基金所持有的資金規模驚人，在資本市場扮演著舉足輕重的角色，長期以來不乏將其視為各種經濟發展或社會福利方案的潛在重要資金來源，許多財政拮据的政府自然也將目光放在退休基金之上。美國許多州乃創設「特定經濟目標性投資」之機制，提供誘因或強制要求退休基金配合其政策而從事一定投資行為，以促進地方發展。事實上，關於退休基金的管理，歷來一直存

在著二種不同觀點，其一，從退休基金參加人或受益人觀點出發，強調必須對於將退休基金投資行為泛政治化的誘因加以限制，以確保參加人或受益人應得退休福利之安全性；其二，從退休基金發起人、提供人或贊助人（如政府）觀點出發，則強調退休基金的投資必須以對社會最有利的方式為之，因此，不僅考慮參加人或受益人而已，也應考慮整體社會的經濟利益。據此，對於制度設計者而言，最關鍵性的工作乃在於決定哪一觀點應具有優先性<sup>78</sup>？以退休基金從事「特定經濟目標性投資」之宗旨，乃冀望於適當風險程度下追求一定的市場投資報酬，以確保退休金計畫參加人或受益人的應得利益，且透過該等投資兼顧一定公共政策目標達成所衍生之附帶利益。顯然地，「特定經濟目標性投資」之制度宗旨，既非以退休基金安全性為唯一考量因素，也非以社會最有利為主要決策依據，乃選擇欲使退休金計畫參加人（或受益人）個人利益與社會整體利益能兼容並蓄之折衷辦法。

從實證可知，以退休基金配合政策而從事「特定經濟目標性投資」，確能填補部分資金缺口，增進社會利益，惟其決策或運作

<sup>77</sup> See id. at 198.

<sup>78</sup> See Cross, supra note 4, at 966-967.

過程易受外來政治壓力的干擾，導致弊病叢生，影響退休基金的投資績效，甚至連帶使得退休金計畫參加人（受益人）權益受損或最終將增加納稅人負擔。因此，為確保退休金計畫參加人（或受益人）利益及減少政治力不當干預退休基金從事「特定經濟目標性投資」之情事，應可從下列二層面著手：

#### 一、釐清退休基金受託人所應善盡的受託義務

由於退休基金（尤其係政府控制的公共退休基金）的管理，不免面對來自政治的壓力，解決之道並非完全排除可能為地方帶來附帶利益的所有投資，而係應確保退休基金受託人在評估、審核或決定某項「特定經濟目標性投資」之同時，能確實遵守應有的法令義務及程序<sup>79</sup>。眾所周知，不論私人或公共退休基金主要目的係用以支付退休金計畫參加人或受益人的退休金或其他退休福利<sup>80</sup>，因此，為確保退休基金的收益及安全性，負責管理退休基金的受託人必須確實履行受託義務。

事實上，各種規範退休基金受託人受託

義務的法規實源自「信託」相關的普通法，故受託人對於退休金計畫參加人或受益人應善盡忠實、謹慎等受託義務<sup>81</sup>。尤其，受僱人退休所得保障法通過後，私人退休基金的管理應受該法第404(a)(1)條受託標準處理，即受託人對於退休金計畫之管理應以「謹慎之人」身分為之，即受託人應使用注意、技能、謹慎與勤勉，以符合在當時情形、一個在相同地位且熟識該等事務的謹慎之人從事性質及目的相同事業之作為。至於，公共退休基金雖不直接適用受僱人退休所得保障法的規範，仍受到各州實定法及關於信託的普通法規範，因此，以公共退休基金從事「特定經濟目標性投資」時，受託人仍應善盡受託義務，以保障參加人或受益人之權益。倘有違反者<sup>82</sup>，受託人應負相關民、刑事責任。

由於，受僱人退休所得保障法等規範退休基金的實定法，並未明文述及「特定經濟目標性投資」，因此，關於退休基金從事「特定經濟目標性投資」的適法性容有爭辯，「特定經濟目標性投資」擁護者認為該投資符合受僱人退休所得保障法及信託法制之規

<sup>79</sup> See Talcott, *supra* note 3, at 1052-1053.

<sup>80</sup> See Moore, *supra* note 40.

<sup>81</sup> See Sauchik, *supra* note 6, at 1951.

<sup>82</sup> See *id.* at 1948.

定，惟反對者則認為受僱人退休所得保障法第404(a)(1)(A)(i)條所規定之「利益」定義相當狹隘，不應擴張適用至殘疾與死亡給付以外的其他附帶利益。雖法院曾指出，倘退休基金投資當時，乃經充分研究及整個投資組合能提供相當報酬，則不違反受僱人退休所得保障法的「謹慎」要求；惟同樣法理是否適用於「特定經濟目標性投資」類型<sup>83</sup>，則隱晦不明。

因退休基金從事「特定經濟目標性投資」的適法性欠缺明確的判斷標準，導致受託人對於該等投資不免心存疑慮，加上退休基金（尤其係公共退休基金）行政預算普遍不足而無法維持足夠的專業管理人士，使得退休基金的操作上顯得保守，許多投資方案在評估初期即遭駁回，以免有違反受託義務之虞<sup>84</sup>。因此，關於退休基金從事「特定經濟目標性投資」的適法性問題實有進一步澄清的必要，則因欠缺明確的判斷標準而有裁量空間的存在，使得退休基金的投資更易曝露於政治力的操弄，也可稍加減緩。又退休基金掌控大量資金卻僅聘有少數投資專業人士的弱點，則可藉由增加專業人士或善用投資中介機構（如將資金委外經營管理）的方式

，加以克服。

## 二、強化退休金計畫參加人的所有權意識

如前述，由於退休基金配合政策而從事「特定經濟目標性投資」的決策過程，易受政治壓力的干擾。退休基金資金可能被迫投入某些較能滿足執政黨政治、經濟、社會利益偏好的投資項目或團體<sup>85</sup>，因此，所衍生的政治衝突、貪污等弊病恐難有效排除。這也印證了第一個預測退休基金政治與經濟互動關係的學者Paul Harbrecht之理論，在其1960年出版的「退休基金與經濟權力」(Pension Funds and Economic Power)一書中提及：除非能有機制有效處理退休基金資產所有權外，隨著退休基金資產的增加，將會發生權力真空的現象。雖說退休基金的資產應歸參加人所有，且相關管理應其利益為最後依歸，因此，退休基金資產的運用方式應讓受僱人(參加人)有發聲管道。然而，實際運作的狀況，卻是沒有人真正擁有退休基金，退休基金資產的實際處分乃委由受託人或管理人為之，其結果，如學者Peter Drucker所言，退休基金終將導致難以抵抗政治運作過程中欲控制及使用退休基金資產以遂行政

<sup>83</sup> See id.

<sup>84</sup> See id.

<sup>85</sup> See Moore, *supra* note 40.

治目的的自然傾向，使得退休基金資產遭逢退休基金體系以外之人(如可能具有不可告人動機之政治人物或其他擁有權力之士)的大規模的不當挪用、掠奪(massive raids)。據此，Paul Harbrecht主張<sup>86</sup>，最佳的防禦措施，即是強化退休金計畫參加人對於退休基金資產的所有權意識(a sense of ownership)<sup>87</sup>。

其中，能強化退休金計畫參加人所有權意識又較能排除政治壓力不當干擾退休基金運作的建議<sup>88</sup>之一，即為變更退休金給付方式，由「確定給付制」(defined benefit plan)變更為「確定提撥制」(defined contribution plan)。確定給付制保證給付一定數額的退休金予員工，其金額的計算公式乃根據最後的薪資及工作年限等而定之，不受退休金計畫資產現值多寡的影響。相反地，確定提撥制的退休金，乃根據雇主及員工在工作期間累計提撥至員工個人帳戶之退休準備多寡而定。按確定給付制，即使退休基金資產投資績效欠佳而不足以支付員工退休金，雇主仍必

須支付承諾的退休金，由於，雇主承擔投資結果成敗的所有危險，因此，對於退休基金投資決策權的歸屬，雇主的爭取將較易取得正當化的基礎。而按確定提撥制，員工承擔投資結果成敗的所有危險，因此，主要應由員工而非雇主為退休基金投資的相關決策<sup>89</sup>。是故，藉由退休金計畫的私有化，將退休基金的投資納入參加人(或受益人)主控之下，使參加人(或受益人)有較大的誘因，積極參與退休基金受託人委員會的組成，並強化監督退休基金受託人委員會之管理行為，而減緩或極小化政治外力不當干擾之流弊。

## 參考書目

- 王正(2000)。我國公務員退撫基金採確定給付制或確定提撥制？。《公務人員月刊》，46，4-21。
- 呂淑芳(2005)。從勞工退休制度之變革評析公務人員退休金制度。《考銓季刊》，42，174-187。

<sup>86</sup> See Keith P. Ambachtsheer & D. Don Ezra, Pension fund excellence: Creating value for stakeholders 218-221 (1998).

<sup>87</sup> 關於退休基金所有權的歸屬，在「確定給付制」下，有認為如「確定提撥制」般係屬於退休金計畫參加人，因退休金乃參加人勞動的結果，並非雇主的恩給；也有認為退休基金所有權係屬於退休金計畫發起人、提供人或贊助人，因為其承擔一切投資風險。See Cross, supra note 4, at 962-966.

<sup>88</sup> See Romano, supra note 66.

<sup>89</sup> 關於「確定給付制」與「確定提撥制」之異同及利弊得失，國內文獻探討者眾，如可參見呂淑芳，「從勞工退休制度之變革評析公務人員退休金制度」，考銓季刊，第42期，2005年4月，頁174-187；陳登源，「從勞退改制探討退撫制度之未來發展」，考銓季刊，第42期，2005年4月，頁87-105；王正，「我國公務員退撫基金採確定給付制或確定提撥制？」，公務人員月刊，第46期，2000年4月，頁4-21。

- 余雪明(2001)。比較退休基金法。元照出版公司。
- 陳登源(2005)。從勞退改制探討退撫制度之未來發展。考銓季刊，42，87-105。
- 符寶玲(2005)。退休基金制度與管理。華泰文化事業股份有限公司。
- Ambachtsheer, Keith P., & Ezra, D. Don (1998). *Pension fund excellence: Creating value for stakeholders wiley*.
- Cross, Patrick S.(1993). Economically targeted investments:Can public pension plans do good and do well?. *Indiana Law Journal*, 68, 931-976.
- Gabrieli, Chris. Economically targeted investments key success factors. Retrieved August 14, 2008, from [http://www.community-wealth.org/\\_pdfs/articles-publications/state-local/article-gabrieli.pdf](http://www.community-wealth.org/_pdfs/articles-publications/state-local/article-gabrieli.pdf).
- Hagerman, Lisa A., Clark, Gordon L. & Hebb, Tessa(2007). Investment intermediaries in economic development: Linking public pension funds to urban revitalization. Retrieved August 30, 2008, from <http://www.rbsf.org/publications/community/review/062007/hagerman.pdf>.
- Hebb, Tessa, & Mackenzie, David(2001). Canadian labour sponsored investment funds: A model for U.S. economically targeted investments. In Fung Archon, Tessa Hebb & Joel Rogers (Eds.), *Working capital: The power of labor's pensions*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Hebb, Tessa & Beferman, Larry(2008). US Pension Funds' labour-friendly investments. Retrieved August 31, 2008, from [http://web.mit.edu/is08/pdf/Hebb\\_Beferman.PDF](http://web.mit.edu/is08/pdf/Hebb_Beferman.PDF).
- Hess, David(2005). Protecting and politicizing public pension fund assets: Empirical evidence on the effects of governance structures and practices, *U.C. Davis L. Rev*, 39, 187-227.
- Hoffer, Doug (February 16, 2004). A survey of economically targeted investments: Opportunities for public pension funds, A report for the Vermont State Treasurer and the State Retirement Boards. Retrieved August 14, 2008, from <http://www.highroadvermont.org/articles/1/ETI%20report%20v.711.pdf>.
- JEC Briefing, Joint Economic Committee, Congress of the United States (June 15, 1995). Retrieved August 13, 2008, from <http://www.house.gov/jec/cost-gov/regs/eti/eti-brf.htm>.



- Lynn, Robert J.(1981). Investing pension funds for social goals requires changing the law, *U. Colo. L. Rev.*, 53(1).
- Martin, Deborah J.(1992). The Public Piggy Bank goes to market: Public pension fund investment in common stock and fund trustees' social Agenda, *San Diego L. Rev.*, 29,39.
- Mishkin, Frederic S., and Eakins, Stanly G.(2007). *Financial markets and institutions*, (5th. Ed.). 中國人民大學出版社.
- Moore, Cassandra Chrones(1995). Whose pension is it anyway?: Economically targeted investments and the pension funds, Cato Policy Analysis No. 236 (September 1,1995), Retrieved September 1, 2008, <http://www.cato.org/pubs/pas/pa-236.html>.
- Reece, Sharon, Morrisey, Richard & Navin, Mary Beth(1992). Regulating public pension fund investments: The role Of Federal Legislation, *BYU J. Pub. L.* 6(1), 101-126.
- Romano, Roberta(1995). The politics of public pension funds. *Public Interest*, Spring, 7. Retrieved August 15,2008, from [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_m0377/is\\_n119/ai\\_17002010](http://findarticles.com/p/articles/mi_m0377/is_n119/ai_17002010).
- Sauchik, Alec.(2001). Beyond economically targeted investments: Redefining the legal framework Of pension fund investments in low-to-moderate in-come residential real estate, *Fordham Urb. L.J.* ,28, 1923-1966.
- Smith, Thomas A(1997). Institutions and entrepreneurs in American corporate finance, *Cal. L. Rev.* 85(1), 1-78.
- Talcott, Brian R.(1995). Economically targeted investments: Using public pension fund dollars to close capital gaps in Oregon, *Or. L. Rev.* , 74.
- Wessel, Paul J.(1986). Job creation for union members through pension fund investment, *Buff. L. Rev.*, 35.

# 退撫基金運用之我見



柯輝芳\*

## 摘要

退撫基金自民國84年7月1日成立，迄至民國97年6月底止，累計基金運用投資報酬率為4.34%，基金運用績效尚稱良好。不過，因退撫基金屬國內四大基金之一，其投資動向備受各界關注。本文參考國內外退休基金運作的經驗與個人見解，重申退撫基金資產與負債平衡管理模式的重要性，透過「盈餘管理(surplus management)」有效舒解退休基金給付不足風險，利用退休基金「已提撥比率」(funding ratio)作為指標，可參採不同的基金風險管理重點。至於，現行退撫基金的資產管理與負債管理問題，本研究提出3點建議供作改進參考：一為基金管理會應作為「基金經理人的經理人(Manager of Managers)」角色；次為進行基金資產負債管理研究設定一定期間，欲改善基金已提撥比率之目標；三為採用退休基金負債驅動投資的架構。

關鍵詞：退撫基金、盈餘管理、基金經理人的經理人、資產負債管理  
、基金負債驅動投資

\* 公務人員退休撫卹基金監理委員會專員

# A Personal View on the Management System of Public Service Pension Fund in the Republic of China

Ko Fei-fung

## Abstract

The Public Service Pension Fund (PSPF) was established on July 1 of 1995. From that time till end of June of 2008, the cumulated average rates of fund investment return was reached to 4.34% . The fund's performance, in general, with having solid operation and good control that caused most participants of the pension plan satisfaction to the sound record. As one of government funds in the country, PSPF investing was always caught by the all media's attention on its market actions. The article was referred to the industry experiences of international pension funds and author's opinion that stress the importance of a well-advised pension fund asset-liability management model. Using fund surplus management can deal with the solvency problems and the funding ratio indicator may support some available options for PSPF to adopt a good management structure. Furthermore, the research on the subject of PSPF management system have been proposed 3 suggestions to the fund administration as following : 1. MBPSPF should act as Manager of Managers role in the fund management system. 2. Setting an object with time schedule to improve the status of funding ratio of PSPF. 3. Adopting the investment structure of liability-driven investing by PSPF.

**Keywords:**Public Service Pension Fund, surplus management, manager of managers, asset liability management, liability-driven investing

## 壹、緒論

### 一、退撫基金之成立與目標

我國公務人員退休撫卹制度，自民國84年7月1日起改採共同提撥制，由政府與公務人員共同撥繳費用建立退休撫卹基金（以下簡稱退撫基金）；基金整體目標訂為：

#### ■健全財務結構，確保永續經營

退撫基金管理運用兼顧安全性及收益性，健全財務結構，建立制度永續經營。

#### ■保障退撫所得，加強安老卹孤

以安全和穩定的收益，保障退撫所得，並加強安老卹孤的功能，維護老年經濟安全，建立完善退撫機制。

#### ■充分照顧退休人員，兼顧現職人員福利

本諸「取之於軍公教人員，用之於軍公教人員」的原則，除了照顧退休人員外，也兼顧現職人員的福利。

### 二、基金運用收益目標之釐定

除考量國內外經濟金融情勢、市場風險性與達成台灣銀行2年期定期存款利率之要求外，期望在委託經營與自行經營並行之穩健經營原則下，順利達成既定任務。

### 三、涉及退撫基金經營的權責機關

考試院：行使憲法所賦予之職權，對各

機關執行有關考銓業務並有監督之權。

銓敘部：掌理公務人員任免、考績、級俸、陞遷、褒獎之法制事項，以及全國公務人員銓敘、保險、退休、撫卹與各機關人事機構之管理等相關事項；並為基金管理會之主管機關。

基金監理會：負責基金之審議、監督及考核，隸屬考試院。

基金管理會：負責公務人員退休撫卹基金之收支、管理及運用，隸屬銓敘部，並受基金監理會之監督。

### 四、當前退撫基金運用成果

截至97年1月底止參加退撫基金之人員，公務人員有283,843人（占46.97%），教育人員有200,992人（占33.26%），軍職人員有119,422人（占19.76%），合計共有604,257人；繳費之機關（構）、學校及軍事單位為數達7,987個。截至97年1月底止，各類人員繳納之基金（不包括孳息）共計新台幣4,638億1,966萬元；而累計至97年1月底退撫給與總支出（含退休、撫卹、資遣及離職退費給與）為1,475億4,624萬元。

五、本文旨在探討理想的退休基金資產負債管理模式，對當前退撫基金管理運用的啟示，一方面從學理上瞭解為何退休基

金需要同時重視資產面與負債面的管理，並進一步由資產負債管理結果幫助退撫基金瞭解資金缺口大小，以設法降低破產風險，或藉以決定適當的投資目標報酬率，甚或用以決定是否增加基金提撥率；另一方面則就當前退撫基金的資產與負債管理現況與問題提出個人觀察心得，最後將改進退撫基金資產管理與運用之芻議列供相關主事者參考，希望能為今後退撫基金運用注入另類思維，發揮提升經營管理層次的功效。

## 貳、理想的基金資產與負債平衡管理模式

### 一、避免退休基金給付不足風險的穩健經營法

建構理想中的退休基金管理模式，尤其是在退撫基金確定給付制（Defined Benefits；DB）退休計畫環境下，特別要強調能夠同時控管基金資產與負債所面臨的風險。一般而言，造成退休基金不穩定現象的資產與負債風險，常見者分別如下：

（一）資產風險（asset risk）：退休基金資產風險包括投資風險、利率風險、市場風險、信用風險、匯率風險與流動性風險等等，其中又以市場風險及利

率風險影響最大。

（二）負債風險（liability risk）：退休基金負債風險包括準備金提存不足風險、年金式給付之長壽風險以及低估基金提撥率風險，而利率上下變動正是導致各種風險的主要來源。

再者，退休基金資產負債管理模式主要是透過做好「盈餘管理（surplus management）」，即藉由退休基金資產減去負債後的餘絀大小作為基金管理目標，力求避免基金負債大於資產的缺口，可能造成基金給付能力無法清償未來退休金負債，而使得退休人員無法領取應得之退休金，此種情況就稱為面臨到基金盈餘風險（surplus risk）。然而，退休基金的盈餘管理不僅要降低資產與負債風險，還進一步要在可容忍的風險範圍內，追求基金適足的投資報酬率。

### 二、整合基金資產與負債所面臨風險之因應策略

如前所述，退休基金管理的理想模式必須同時考量資產面與負債面的風險，確保退休基金要履行其與各成員約定到期時，基金資產能夠滿足支付給所有退休成員的退休金負債。因此，一個穩健的退休基金經營方式，它非常重視如何才能達成使退休基金的資

產與負債不相平的缺口逐漸縮小，有效舒緩退休基金給付不足風險，進而避免退休基金失卻負債面清償能力的危機。王儷玲（2005）提出實施資產負債管理可以協助退休基金釐清下述重要問題的因應策略<sup>1</sup>：

- （一）瞭解資產與負債之資金缺口大小以設法降低破產危機；
- （二）瞭解資產與負債之資金缺口大小以決定資產投資之目標報酬率；
- （三）瞭解資產與負債之資金缺口大小以決定是否增加基金提撥率。

通常研究實務上，利用退休基金「已提撥比率」（funding ratio或稱為積存比）作為指標，可以衡量退休基金處在不同的情境，例如處於超額提存基金（over-funding）或不足額累積基金（under-funding）的狀態下，應採用不同的基金風險管理重點，王儷玲與陳登源研究指出諸如包括<sup>2</sup>：

- （一）提升或維持適足的基金已提撥比率；
- （二）控制遭遇最大損失發生時仍會在基金可以承擔的風險範圍內；
- （三）極小化基金的提撥成本或降低提撥率調整變動的頻繁性；

（四）有效追蹤並極小化基金的投資績效誤差。

### 三、學理上為何需要進行資產負債存續期間之配置（Duration Matching）--作為控制利率風險的手段

1938年Macaulay首先提出存續期間（Duration）的分析概念，主要是以債券的平均到期期間，顯示債券持有人平均必須花多少的時間才能收到全部給付；存續期間越長代表利率對此債券之影響越大，因此利率風險也就越高，故存續期間在經濟上的意義，即為債券價格之利率敏感度；計算存續期間的公式可分別用來衡量資產的存續期間與負債的存續期間。

免疫理論首先由Redington（1952）所提出，意指在利率的期間結構（terms structure）是平坦並且其移動是在平行的情況下，若保險公司的資產現值等於負債的現值，且資產的存續期間等於負債的存續期間，此時保險公司可免疫於利率變動的風險。假設退休基金資產與負債的價值變動原因主要來自利率風險，則應用免疫理論可得知退休基金盈餘（pension fund surplus，即資產減去負債剩

<sup>1</sup> 引自王儷玲（2005），「退休基金風險管理」，中華民國退休基金協會退休基金年刊，頁61。

<sup>2</sup> 彙整研究發現參考自王儷玲（2005），「退休基金風險管理」，中華民國退休基金協會退休基金年刊；及王儷玲、陳登源（2006），「勞工退休基金採資產負債管理投資模式可行性之探討」，中華民國退休基金協會受託研究計畫。

餘部分)的存續期間與基金的利率風險將成一定比例。

免疫理論之公式如下：

$$A \times D_A = L \times D_L$$

其中A為資產，L為負債， $D_A$ 為資產的存續期間， $D_L$ 為負債的存續期間。由於資產常是不同投資標的所組合而成，因此 $D_A = \sum_{i=1}^n W_i D_i$ ， $W^i$ 為資產i佔總資產比例。簡言之，免疫理論的組成條件為，當公司的資產存續期間( $D_A$ )等於負債的存續期間( $D_L$ )乘上負債(L)/資產(A)之比例時，免疫策略是有效的。此際，應用免疫理論在退休基金的管理上，不論市場的利率變化方向為何，因為利率的變化對於資產以及負債的影響程度均相同，因此退休基金的盈餘不會因為利率的變化而受影響。Bodie(1990)認為退休基金應該進行資產負債管理，並且利用免疫以及連續免疫的策略，才能有效的規避利率風險，所以在大部分退休基金資產負債管理研究中，常使用存續期間之配置方式進行資產負債管理。

#### 四、為何需要建立動態財務分析模型 (Dynamic Financial Analysis) --作為控制

#### 現金流量風險與基金清償能力不足風險的手段

動態財務分析模型以現金流量測試方法為主，是以不同的參數假設、情境模擬分析或敏感度分析來瞭解退休基金之潛在風險；此方法通常會模擬退休基金未來的資產與負債現金流量，並計算出在特定期間內(十年、三十年或五十年)維持退休基金一定清償能力的最低投資報酬率，並以此作為投資組合策略時目標報酬之參考。

對退休基金進行現金流量分析(cash flow analysis)，也就是透過模擬未來退休基金的現金流入(cash inflow)與現金流出(cash outflow)，找出基金何時會產生現金流出大於現金流入的現象。同時，透過現金流量分析，王儷玲與陳登源研究指出可以瞭解以下重要的風險問題與相關資訊，用來進行退休基金風險控管<sup>3</sup>：

- (一)在不調整提撥率的前提下，退休基金資產負債缺口有多大，什麼時候基金的淨值會開始出現負值？也就是基金何時會出現破產危機？
- (二)若要維持基金一定期間內(例如十年

<sup>3</sup> 引自王儷玲(2005)，「退休基金風險管理」，中華民國退休基金協會退休基金年刊，頁57；及王儷玲、陳登源(2006)，「勞工退休基金採資產負債管理投資模式可行性之探討」，中華民國退休基金協會受託研究計畫。

- 、三十年或五十年等期間)不會破產的狀態，在投資收益率維持不變的前提下，基金的提撥率是否需要提高？
- (三)若要維持基金一定期間內(例如十年、三十年或五十年等期間)不會破產的狀態，在不調整提撥率的前提下，基金的投資收益最少應該要維持多少？再據以決定基金目標投資報酬率。

### 參、退撫基金資產管理現況與問題

#### 一、現行退撫基金的資產管理現況

現行退撫基金的資產管理方式，主要係根據基金管理會所編「公務人員退休撫卹基金財務管理暨運用相關規定」執行外，有關對投資標的買賣程序並訂立一套相當嚴謹的投資決策流程(參閱如圖一)：

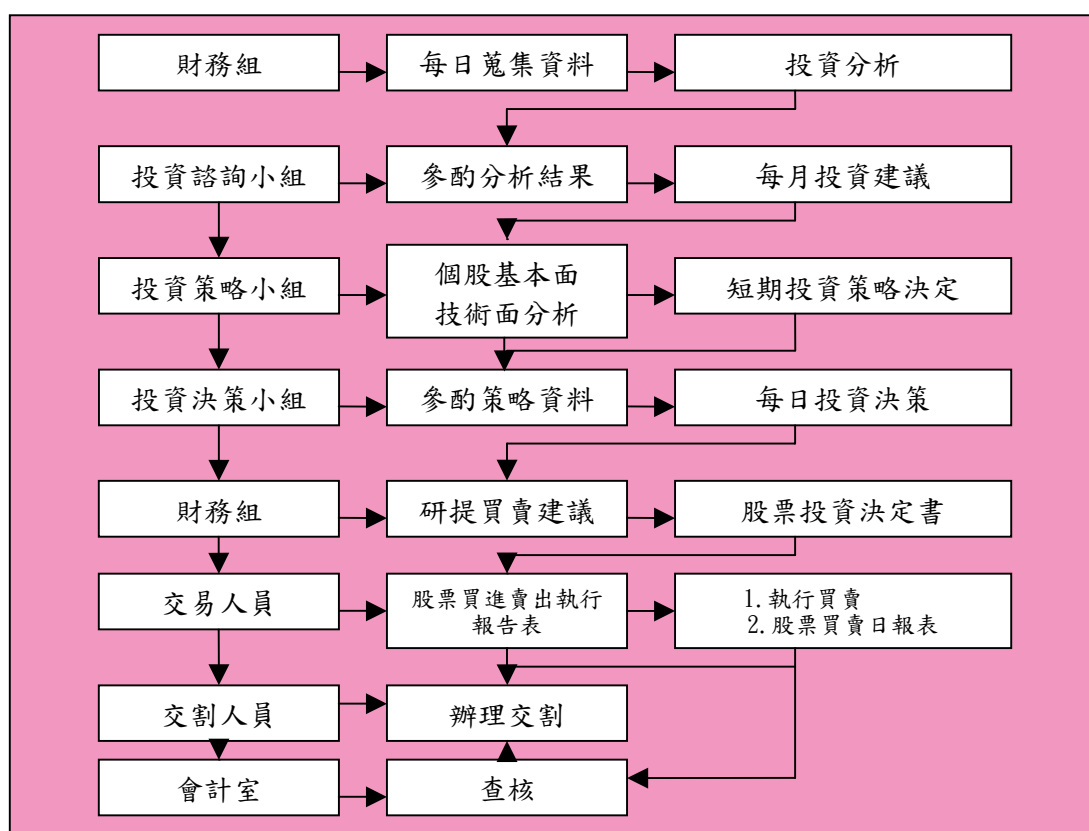


圖 1、退撫基金股票投資作業程序

資料來源：公務人員退休撫卹基金上市(上櫃)公司股票投資作業規定



茲將退撫基金資產的投資決策流程與架構描述如后，依序基金管理會應事前循法定程序研訂各年度基金運用方針及運用計畫，除落實執行年度運用計畫之資產配置外，基金管理會每月定期由兼主任委員或副主委主持財金專家學者六至十人組成之投資諮詢小組會議，就國內外總體經濟及股匯市分析，提出當月操作策略建議；其次，投資策略小組（亦由兼主任委員或副主委主持）每週開會參考諮詢小組建議，擬定短期最適投資組合；接著，再由投資決策小組（由財務組長主持）就投資策略小組所作之決議，每日追蹤市場情勢及分析最新行情的變動，作成當日投資決策。

另有關各項投資金額之核定權限，依「公務人員退休撫卹基金管理委員會分層負責明細表」規定，投資金額新台幣五億元以下由單位主管核定；五億元以上十億元以下，由主任秘書核定；十億元以上二十億元以下，由副主任委員核定；二十億元以上由主任委員核定。至於每日買賣最高金額雖未限制，但維持各投資項目總金額仍不得超過年度基金運用組合規劃表所定之允許變動區間。

## 二、現行退撫基金的資產管理問題

退撫基金截至民國96年12月底止，整體

基金淨值約4094億元，由於金額龐大又屬政府基金性質，因此國內報章媒體常把勞工退休基金、勞工保險基金、郵政儲匯基金及退撫基金合稱為四大基金。在國內投資市場中四大基金的動向舉足輕重，且在政治民主化環境下，各界人士對退撫基金的一舉一動抱持高度關注，也常常在各種場合提出對退撫基金經營管理的質疑及建言，經初步彙整後臚列如下問題：

- （一）退撫基金管理委員會為增加基金收益及組織員額固定所限，該會負責日常基金投資業務之財務組人力僅20餘人，平均每人管理金額高達150億元以上，專業人力顯然不足，宜深入研究其最適之自行運用規模，以提昇基金整體運用效率。
- （二）退撫基金性質特殊，外界不斷有為特定政治目的護盤疑問。
- （三）退撫基金將「委託經營」作為基金運用配置項目頗具爭議，因為既然列入基金資產配置之分類項目，按理就會涉及到該項投資標的之參考指標預期報酬（benchmark's expected return）及相對應的風險水準（standard deviation），以便提供該項資產之投資績效衡量與風險評估，然而，事實

上退撫基金委託經營操作並無恰當的參考指標存在，足可當資產配置分類的應用。

- (四) 因應民主潮流有關基金買賣股票之投資流程，何人具有最終決定權力？及依何種程序或機制作決定？應建立一套嚴謹公開化的投資決策流程，讓全民能接受之透明化機制。
- (五) 退撫基金進行國內委託經營作業時，遴選受託機構代操經理人申請須知，經常事先已自訂管理費率，省略費率評比的競價過程，雖然表面上管理費率訂定其來有自，除因市場歷史沿革及節省政府經費考量外，當前國內全權委託經營業務仍屬買方市場有關，但是在平均代操管理費率48個基本點（basis points）的偏低費率下（相較於四大基金國外委託經營平均管理費率約70個基本點，及大約只有國內一般共同基金（mutual funds）管理費的九分之三費率水準），導致很多受託機構是在又愛又恨的心態下，來承接基金之代操業務，各受託機構的菁英經理人可能很無奈的擔任退撫基金代操經理人。這種現象長此以往，可能產生降低基金代操經理人的平均素質

，進而降低基金的投資績效，也造成代操經理人異動頻繁問題。

- (六) 退撫基金的管理運用情形，為取信於軍公教人員及全國民眾，在不影響金融市場秩序之前提下，退撫基金應參照現行外資及投信公司有關資訊公開之作法，公布基金買賣紀錄，藉由公開機制取信於眾，消弭外界疑慮，並得供檢視基金進出股市是否受到合理監督。近年來各界對退撫基金資訊公開程度非常關心，最後促使退撫基金資訊公開機制修正成為：1.將「股票投資類股比例」之資訊予以公開。2.於每半年終了後4個月內將持有之前5大個股名稱、債券名稱及其比例、投資股票類別比例之資訊予以公開；自97年度起，於每半年終了後4個月內將持有之前10大個股名稱、債券名稱及其比例、投資股票類別比例之資訊予以公開。惟有關揭露各種類型投資標的之投資政策說明及原則、績效標竿、資產配置計畫及實際配置比較、參與股東會行使股東權投票、長短期投資績效分析報告、支付證券商費用及適當的基金風險指標等，這些關係著基金基本政策、績效衡量及風險揭

露之經營資訊，目前外界還是認為公布頗為不足，尚待未來進一步研究基金資訊公開之改進參考。

## 肆、退撫基金負債管理現況與問題

### 一、現行退撫基金的負債管理現況

有關基金負債精算部分，依照公務人員退休撫卹基金管理條例施行細則第17條規定：「本基金財務管理以收支平衡為原則，基金管理會為評估基金財務負擔能力，應實施定期精算，精算頻率採三年一次為原則。每次精算五十年。」，據此，基金管理會前於民國88年間辦理第一次精算作業92年間辦理第二次精算作業，繼之，95年間辦理第三次精算作業，期以瞭解在現行基金收支體制下，退撫基金之長期財務負擔狀況。茲就第三次精算評估報告書內容，概述其主要內容：

#### (一) 擬定基金最適精算假設

分別依公務人員、教育人員、軍職人員及政務人員四種身分別，進行精算假設之建立，包括採用的折現率及資產預期報酬率、平均薪俸增加率、人員脫退率、退休給付選擇方式等等。

#### (二) 釐定基金最適提撥率

依各身分別，在「不攤提過去未提存負債」及「攤提過去未提存負債」等2種情況下，分別釐定未來50年（民國95年至144年）最適之基金提撥率及應達成之相對投資報酬率。

#### (三) 編列基金提撥狀況表

以會計年度結束日為精算基準日，對基金資產、退休金負債、未提撥退休金負債、已提撥比例、提撥明細、以市價為基礎之基金淨資產及其變動情形進行精算，每年一次至下一次精算作業完成日止，共計3個年度（亦即95年度、96年度及97年度）。另預測未來該3個年度之精算損益，分析此精算損益的來源，並就如何調整加以說明。

#### (四) 基金財務狀況分析

針對不同提撥率及收益率對基金未來50年內之現金流量進行交叉敏感度分析，另假定提撥率15%下分析未來50年現金流量收支改善情形，並對所可能產生的問題提出具體建議。

#### (五) 特殊狀況之影響分析

就公務人員符合為危勞降低退休年齡與教育人員補繳年資等二者之退休情形，分析其對基金財務狀況之影

響。

#### (六) 本次精算與前次精算之差異分析

將第二次精算評估的假設與結果，對參加人員、提撥率、潛藏負債予以差異分析。

為了進一步瞭解退撫基金最近的負債情形，可參考第三次精算假設及結果，加以說明如次：

(一) 精算假設：本次精算假設係採折現率及資產預期報酬率為4%。

(二) 精算結果：

1. 最適基金提撥率：在上述精算假設下，軍、公、教3類人員最適基金提撥率之精算結果分別為36.3%、31.1%及33.1%，與現行法定上限12%相距甚遠。
2. 潛藏負債（應計退休金負債）：潛藏負債係指在特定精算方法與假設下，精算在衡量日以前因過去服務年資所產生的退休金給付義務之精算現值。潛藏負債包含已提存及未提撥退休金負債，依據本次精算結果（精算評價日為94年12月31日），本基金潛藏負債為12,334億元較前次精算（精算評價日為91年12月31日）7,170億元高出5,164億元。

計算已提撥比率僅為25%，較之理想的已提撥比率為100%呈嚴重不足額累積基金現象。

3. 折現率之敏感度分析：折現率上下變動1%對最適基金提撥率的影響，根據敏感度分析得知，當折現率上升1%時，軍、公、教3類人員最適基金提撥率分別下降約2~5%、3~6%及3~6%；當折現率下降1%時，軍、公、教3類人員最適基金提撥率分別上升約7~10%、7~9%及7~9%。換言之，當折現率呈下降變動方向時，將影響所有參加成員的最適基金提撥率上升幅度，會比折現率上升時，對最適基金提撥率下降的幅度更大；亦即當折現率下降時，對退撫基金參加成員造成的不利影響，要比當折現率上升時其有利影響更為明顯。
4. 未來50年現金流量分析：
  - (1) 首次出現收支不足年度：收支不足年度係代表退撫基金當年度現金流入(提撥收入及現有資金投資收入)減去當年度現金流出(各項給付支出)為負數。在維持現行提撥率為12%之前提下，軍

、公、教3類人員首次出現收支不足年度如下：公務人員在民國110年出現，教育人員在民國105年出現，軍職人員在民國98年出現，政務人員在民國95年出現。

(2)累積餘額出現虧損年度：累積餘額出現虧損年度係代表當年度期初基金資產加上當年度現金流入減去當年度現金流出為負數。在維持現行提撥率為12%之前提下，軍、公、教3類人員累積餘額出現虧損年度如下：公務人員在民國120年出現，教育人員在民國117年出現，軍職人員在民國107年出現，政務人員在民國97年出現。

## 二、現行退撫基金的負債管理問題

截至民國96年止，退撫基金辦理過3次委託精算案，所採用之精算折現率假設值，分別為年利率7%、3.65%及4%。因3次精算折現率有不同的設算值，主要係基於基金投資報酬率、未來經濟、利率走勢及引用精算規範等不同因素之考量，茲說明如下：

(一)第1次精算：依據基金管理會所採用的投資策略及投資組合，並考量未來

經濟環境及長期利率之走勢，基於長期穩健原則，採預定年利率（折現率）7%計算。

(二)第2次精算：依據退撫基金運用組合規劃國內外投資比例（國內投資88%，國外投資12%），其中，國內投資參考20年期以上政府公債平均殖利率3.24%，國外投資參考Moody's 20年期以上Aa級公司債平均殖利率6.63%，計算加權平均得到折現率，採用年利率3.65%。

(三)第3次精算：參酌美國政府會計準則第25號公報等相關規範，折現率及資產預期報酬率為4%之假設值。

按精算負債折現率係為調整未來退休金一系列的給付，以反應退休基金的時間價值之利率；折現率之設定乃用以計算未來退休給付的現值。是故，有關精算負債折現率的假設訂定應有一致性的規則可循，否則，任隨不同梯次的委託精算各採不同方法訂定折現率，恐將使精算項目紛亂不堪，甚至產生無法比較結果的問題。

依美國會計準則公報第87號和106號及政府會計公報第25號之相關規範，預定折現率之設定係以能讓計算之精算負債數投資於高品質固定收益債券時，將足夠產生應付未

來給付之現金流量。通常折現率採用基礎主要分為兩種：（一）以資產的預期報酬率作為折現的基礎，（二）以資本市場利率作為折現的基礎；而後者因受到市場利率波動的影響，將會使退休基金之負債(liability)波動度較大。

據觀察近年發展之趨勢，美國對於折現率之設定，係參採信用評級為次高等級（Aa）以上之債券殖利率來設定，例如參考美國Aa級之20年期公司債殖利率為折現基礎。然而，當採行的折現率是以市場利率為主時，則被參考的公司債利率隨著市場利率的變化，將連帶導致退休基金的負債面會產生上下起伏的波動。

鑒於國際間退休基金的會計制度正面臨改革調整期，有關退休基金的資產面，美國財務會計準則委員會（FASB）所推動的第132號公報，要求企業將其退休基金的投資策略、未來的現金流量、未來的福利給付等相關資訊，都需要在公司財務報表上予以揭露；加上近年來推動資產投資應予按公平價值評價（mark to market），已使得退休基金資產面需按市價評價。相對的，有關退休基金的負債面，美國FASB持續推動促使公司退休金財務更加透明化措施，俾利公司退休金的資產與負債資訊報告，有助於對投資人

、公司員工及相關利害關係人等充分的揭露。該委員會將著手採取兩項步驟，首先是讓退休金負債的評價，採按公平市價與市場利率評價，使其反映出現於公司資產負債表上；其次，將退休金管理所獲的投資利益及損失，透過現金流量的變動，反映於公司財務損益表上。

綜合上述，美國退休基金會計原則的改革趨勢，將會逐漸擴及加拿大及歐洲主要國家，促使未來退休基金管理不論是資產面或負債面的衡量，均需按公平價值評價；換言之，未來市場價格的變動均將影響退休基金資產面與負債面的評價變動，而使退休基金資產與負債呈現較大的波動幅度。反觀我國及退撫基金的作法，目前僅在退休基金資產面採按公平價值評價，但是在負債面卻以單一的折現率推算未來50年的退休金給付現值，造成退休基金資產面與負債面的評價方法並不一致，這為未來退撫基金進行負債管理時，將留下一段與國際接軌的差距尚待填補。

## 伍、改進退撫基金資產管理與運用之芻議

### 一、良好的基金投資管理步驟

良好的投資管理不保證投資一定成功，

但可以確定的是，較好的投資報酬將源自謹慎的投資程序和策略，且較禁得起外界公、

私部門的監督考核（黃泰崗、陳學裕、邱金玉，2004）。

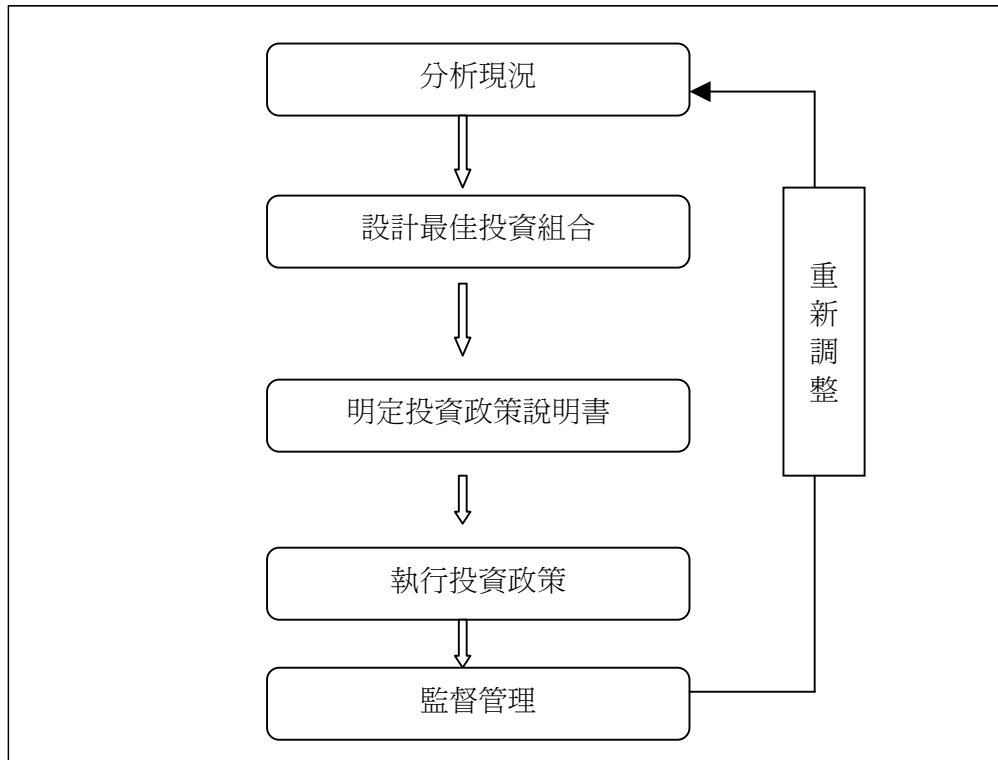


圖2：投資管理五大步驟

資料來源：黃泰崗、陳學裕、邱金玉出國報告：「參加柏克萊國際投資管理公司研討會與考察美國基金管理機構委託經營及其管理作業」，2004年6月20至7月3日

勞保局黃泰崗等人出國參加柏克萊國際投資管理公司研討會與考察美國基金管理機構之後，發現良好的投資管理程序分為五大

步驟(詳如圖二)，列述如下<sup>4</sup>：

(一) 分析現況 (Analyze the Current Situation)：

<sup>4</sup> 引自黃泰崗、陳學裕、邱金玉出國報告(2004)，「參加柏克萊國際投資管理公司研討會與考察美國基金管理機構委託經營及其管理作業」；惟除投資管理程序分為五大步驟外，筆者另增補「重新調整」步驟之說明，使得投資管理程序成為輪迴不斷檢討運行的過程。

1. 分析當前投資環境與市場發展情形。
2. 檢視資產負債及現金收支流量。
3. 檢視目前投資策略及決策執行情形。
4. 檢視法規限制。

(二) 設計最適資產配置(Design Optimal Asset Allocation)

資產配置工作就是要決定最佳投資組合(Portfolio)。

1. 資產配置的目的：達到風險分散的效果並獲得較佳的投資報酬。
2. 資產配置的方法：根據投資計畫的時限，以及可承受的風險程度，擬定長期投資策略及短期戰術，將資金配置於不同種類之資產，例如：股票、債券、房地產及現金等。
3. 透過低度相關或負相關之資產混合搭配，以提高投資組合效率，構成不同的風險水準下，報酬率最大化。
4. 考量風險容忍度，並經由效率前緣與投資偏好的研究，決定最適資產配置比例。

(三) 明定投資政策說明書(Formalize Investment Policy Statement；簡稱IPS)

投資政策說明書包括：

1. 投資目標(Objectives)
2. 投資準則(Guidelines)
3. 遴選基金經理人或共同基金之程序(Procedures)
4. 挑選證券準則(Securities guidelines)
5. 監管(Monitor)基金經理人或共同基金之標準、程序與作業

(四) 執行投資政策(Implementation)

投資政策訂定後，接著開始選擇適當的基金經理人或共同基金、保管銀行和交易券商，以執行投資業務。在執行上應注意下列原則：

1. 選擇專精(Specialists)的而非通才(Generalists)型的基金經理人。
2. 當資產達一定規模時，應要分散投資類型(Style)，例如股票投資組合包含成長型和價值型股票。
3. 選擇或面談基金經理人時，應依循審慎訂定之評估標準客觀辦理。
4. 遴選基金經理人或共同基金時，應考慮實際的投資交易成本，如經理人支付多少研究費用、券商佣金、資產轉換費用等，選擇交易成本較低之經理人或共同基金。
5. 要確認資產安全性，例如資產放置於券商和保管銀行所受到的保護程



度是不同的，前者可能和券商本身資產混合保管，後者則專為個別帳戶單獨保管。

#### (五) 監督管理(Monitoring and Supervision)

持續監控所挑選之基金經理人投資進出情形，及後續操作結果是否符合委託人自己的投資方針，並每季予以分析評估盈虧績效。

#### (六) 重新調整(Rebalancing)

因應經濟景氣榮枯變化，經過一段期間後需重新檢討景氣發展位置，對原定的資產配置比例偏離是否予以調整，進而循序依照投資管理程序逐步重組，形成不斷輪迴檢討調整的模式(柯輝芳，2003)。

## 二、介紹近來興起的退休基金負債驅動投資(Liability-Driven Investing；LDI) 導向

### (一) 退休基金負債驅動投資的架構

1. 係將基金資產投資策略緊扣在退休金負債管理的目標上。
2. 一方面降低利率變動對負債造成之影響，另一方面透過主動式管理、多元化資產配置，追求較高的投資報酬率。

### (二) 投資理念

1. 採取比市場實際投資更為寬廣的投資報酬及波動區間。
2. 應用更具強大能力的風險控管機制。
3. 擴大思考投資多元化的內涵。
4. 強調更活潑的動態資產配置。
5. 具備引進新投資技巧的意願。

### (三) 投資過程

經常檢視以相對的負債風險來衡量投資組合的曝險部位，因此，若負債給付現金流量不足情況下，將產生對投資報酬要求提高至足以支付的水準；此一投資過程隨時間演變而持續循環檢討。

### (四) 投資方法

1. 以債券存續期間為基礎利用免疫理論進行管理，惟因債券存續期間無法與退休金負債長達30年甚至是40年之久相匹配，其可能的解決方法，為退休金管理機構與投資銀行(例如美林證券、高盛證券、JP Morgan Bank等)承作資產交換(asset swaps)交易，就如同向投資銀行借錢購買與負債給付現金流出相匹配的債券資產一樣，讓超出債券存續期間以外的現金流量風險轉

嫁由投資銀行承擔。

2. 對於長期的退休金支付需求，退休基金經理人應該透過購買零息債券（美國政府債券最長三十年期），超過的部分，再採取資產交換方式，將長期的資產與負債鎖住。

（五）歐美退休基金顧問業者建議的方法

1. 採目標報酬投資策略（Target Return Investing）

- 追求低損失甚至是無資產損失的容忍度。
- 獲有穩定的投資報酬。
- 在市場環境變化中達成投資策略的目標。
- 沒有投資指標（non-benchmark）的限制。

A. 目標報酬投資以降低投資組合波動為前提，在全球資本市場有投資機會時，將一部分資金放置在具超額報酬資產，一旦市場行情翻轉，則立即將風險性資產進行減碼，藉以讓投資報酬率達到目標報酬水準（一般為6%~8%）。

B. 在歐洲代操一千億美元退休基金為例，其主要投資組合（master portfolio）當中，現金、債券、本

國股票與海外股票四類，是必要投資部位，此外，還將不動產、外匯與避險組合基金三類，列為可選擇的投資部位。此外，亦可重新設計資產配置策略，分為負債匹配（liability-matching）資產與追求獲利（return-seeking）資產兩大類；其中，負債匹配資產佔52%，該項資產組合內容包括英國政府債券、抗通膨債券、公司債及通膨交換等；追求獲利資產佔48%，該項資產組合內容為全球股票、私募基金、避險基金及高收益債券等，冀望進一步創造投資收益。

2. 可攜式超額投資報酬法（Portable Alpha）

- 獲取市場預期報酬（乃對應市場風險beta而言）與市場超額報酬（alpha），作為投資組合的報酬來源。
- 利用單一買入持有資產；例如購買日本證券、貨幣等。
- 利用多元買入持有資產；從多元化的傳統投資商品中求取超額報酬。
- 利用現金加值產品；操作避險

組合基金、目標報酬投資、絕對報酬基金。

## 陸、結論與建議

截至民國97年6月止退撫基金成立約13年來，基金運用投資報酬率為4.34%（係指已實現年收益率）較之法定報酬以台灣銀行2年期定期存款利率平均2.79%高出1.55個百分點，顯示基金運用績效尚稱良好；不過，若以一般美國企業退休基金的資產投資約可貢獻6%至8.5%的報酬率來作比較，可發現退撫基金運用的成長進步空間還需大大改善。尤其，在現行公務人員退撫制度下，多數的專家學者及相關的政府機關都深切了解退撫基金經營管理的優劣，關係著退撫基金長期永續經營的成敗，故渠等積極建議應維持必要穩健的財務操作，其指教之正確性早已成為各界共識。

本文參考國內外退休基金運作的經驗與個人見解，一再重申退撫基金資產與負債平衡管理模式，必須先透過資產與負債的交叉模擬分析，再將基金盈餘風險之分析結果作為整體管理政策的總目標，繼續往下做出適當的管理決策（包括決定提撥率、投資報酬

與資產配置等等），同時做到控管資產面與負債面的風險，使得整體退撫基金風險管理作業，可依循全面性有系統的方法來進行，而非僅單一地對資產面或負債面做個別的風險控管。至於，對現行退撫基金的資產管理與負債管理方面，本著精益求精、持續改進運用績效的態度，謹提供以下個人淺見供參。

### 建議：

一、基金管理會應以作為「基金經理人的經理人（Manager of Managers）」角色自居，將基金自行經營與委託經營資產，按投資項目別或地域別等予以區分，進而統合視其為負責操作某一項目資產之個別基金經理人，由基金管理會定期為個別基金經理人進行績效評估。例如自行經營部分，透過購買共同基金受益憑證間接達成委外代操管理，配合上原已執行的委託經營代操業務，將所有個別基金經理人集中由基金管理會財務組施以「基金經理人的經理人」管理<sup>5</sup>；此一內部核心控管機制可大幅改善目前財務組大量業務負擔壓力，且因針對個別基金經理人管理而已，不需每日以退撫

<sup>5</sup> 引自柯輝芳（2003），「退休基金資產負債管理理論與實務」；有關「基金經理人的經理人」管理方法，可包括5個管理子系統：1.專戶經理人管理系統 2.代操合約限制條款管理系統 3.經理人投資行為管理系統 4.績效分析管理系統 5.訪談會議管理系統等。

基金名義進出市場引人側目，回歸基金管理會公務機關負責政策設計、管理支配運用的功能。

- 二、退撫基金擁有巨額潛藏負債問題，使得基金已提撥比率呈現嚴重不足，然又受限於當前公務人員退撫制度的法制因素，不能馬上調整基金負債給付福利來因應之，只能就基金資產面逐步提高投資收益加以彌補。此際，基金資產負債管理研究可以設定在一定期間內，欲改善基金已提撥比率提高3% 或5% 為目標，再據以決定基金目標投資報酬率，繼之規劃資產配置比例，建構最佳投資組合。
- 三、採用退休基金負債驅動投資的架構，將基金總資產設定一比率，專門用於投資目標以支應未來退休金給付為主，例如設定35%資產投資要能足以支付未來給付需求；另外65%資產的投資目標以追求成長型的投資為主，訂定預期超額報酬率達6%，這部分係指在滿足負債要求下，利用資產可以再創造高投資收益。

### 參考書目

王儷玲、陳登源(2006)。勞工退休基金採資產負債管理投資模式可行性之探討。中

華民國退休基金協會受託研究計畫。

王儷玲(2005)。退休基金風險管理。中華民國退休基金協會退休基金年刊。

公務人員退休撫卹基金管理委員會(2007年8月)。委託辦理基金第三次精算評估報告書(含補錄)。川誠精算顧問公司。

陳登源(1998)。退撫基金投資哲學與運用概況。公務人員退休撫卹基金監理委員會編印。

陳登源、巫慧燕、黃建勝(2007)。基金管理。雙葉書廊有限公司。

黃泰崗、陳學裕、邱金玉出國報告(2004)。參加柏克萊國際投資管理公司研討會與考察美國基金管理機構委託經營及其管理作業。勞工保險局，2004年6月20日至7月3日。

柯輝芳(2003)。退休基金資產負債管理理論與實務。公務人員出國專題研究。

彭愛蘋(2001)。公務人員退休基金之資產負債管理。政大風險管理與保險學研究所碩士論文。

梁棗(2008)。我國公務人員退休撫卹基金經營管理模式與資金運用策略之研究。國立高雄應用科技大學商務經營研究所碩士論文。

Bodie(1990). Managing pension and retirement

- assets : An international perspective.  
*Journal of Financial Services Research*,  
4(4), 419-460.
- Evaluating LDI. Benefitscanada.com , August  
2008.
- Redington, F. M.(1952). Review of the  
principles of lifeoffice valuations. *Jour-  
nal of the Institute of Actuaries*, 78, 286.
- Srinivasulu, Sam L.(2003). Asset liability  
management (2nd ed.). Second Edition.
- Tzeng, Larry Y., Wang, Jennifer L. & Soo, June  
H. (2000). Surplus management under a  
stochastic process. *Journal of Risk and  
Insurance*, 67(3). 451-462.
- Top 10 myths about liability driven investment,  
*Mercer*, June 2008.

## 《考銓季刊》稿約

- 一、《考銓季刊》民國84年1月由考試院創刊，主要是提供學者、行政人員、企業界人士及對考銓政策與制度或其他相關方面主題具有興趣者一個發表的機會，以促進相關知識之發展與交流，歡迎各界踴躍投稿。
- 二、《考銓季刊》於每年1、4、7、10月出版，凡有關考銓政策、人事行政、公務人力資源管理、公法之論文，均歡迎隨時投稿。來稿必須未經發表之論文，均須經本刊正式審稿程序。為提升本刊品質，自91年5月起來稿均由本刊編輯人員簽請長官核定後送請學者專家匿名審查，審查通過後始刊登。本刊保留對文稿書寫格式及文字之刪改權。來稿經刊登後，依政府相關規定致贈稿酬，並贈送該期本刊2本。
- 三、來稿請以電腦WORD格式繕打，依照APA格式寫作，並附字數300字以下之中、英文摘要（含關鍵詞），內文所有引註均需詳列來源，如引註係轉引自其他書籍或論文，則須另予註明，不得逕行錄引。文長以15000字為度並附電腦檔。來稿請一併敘明服務單位、職稱、主要學經歷、專長學科、聯絡地址和電話、身分證字號、帳戶金融機構名稱與代碼，俾便處理稿費相關事宜。
- 四、為強化本刊內容，規劃下列主題，歡迎有興趣人士就相關主題進行論文撰述：
  - (一)第57期：廉能政府與公務倫理之探討（截稿日期：97年11月30日）
  - (二)第58期：健全文官體制新思維（截稿日期：98年2月28日）
- 五、凡本刊刊登之論文，將同時刊登於考試院全球資訊網，並收錄於考試院相關出版品，除另有約定外，出版權及發行權專屬授權予本刊。本刊編者並對來稿有刪改權；未經本刊同意，請勿轉載。
- 六、若著作人投稿於本刊經收錄後，同意授權本刊得再授權國家圖書館『遠距圖書服務系統』或其他資料庫業者，進行重製、透過網路提供服務、授權用戶下載、列印、瀏覽等行為。並得為符合『遠距圖書服務系統』或其他資料庫之需求，酌作格式之修改。
- 七、稿件請以掛號郵寄「台北市文山區11601試院路1號，考試院考銓季刊社」。聯絡電話：(02) 82366245，傳真：(02) 82366246，電子郵件信箱：c065@exam.gov.tw。

## 著作授權同意書

論文名稱：\_\_\_\_\_（以下稱「本論文」）

一、若本論文經考銓季刊社接受刊登，作者同意授權予出版單位做下述利用：

1. 專屬授權出版單位以紙本或是數位方式出版，但作者得為非營利之目的自行或授權他人利用；
2. 非專屬授權出版單位進行數位化典藏、重製、透過網路公開傳輸、授權用戶下載、列印、瀏覽等資料庫銷售或提供服務之行為；
3. 再授權國家圖書館或其他資料庫業者將本論文納入資料庫中提供服務，或開放於網際網路提供公眾瀏覽；
4. 為符合各資料庫之系統需求，並得進行格式之變更。

二、作者同意考銓季刊社得依其決定，以無償之方式再授權予國家圖書館或其他資料庫業者。除無償合作之狀況外，考銓季刊社應以本同意書所載任一連絡方式通知作者其再授權之狀況。

三、作者保證本論文為其所自行創作，有權為本同意書之各項授權。且授權著作未侵害任何第三人之智慧財產權。本同意書為非專屬授權，作者簽約對授權著作仍擁有著作權。

此致 \_\_\_\_\_ 考銓季刊社

立同意書人(作者)名稱：

身分證字號：

電話號碼：

電子郵件信箱：

戶籍地址：

中 華 民 國 \_\_\_\_\_ 年 \_\_\_\_\_ 月 \_\_\_\_\_ 日