

出國報告（出國類別：進修）

美國勞工退休基金管理與監督機制 之研究

服務機關：行政院勞工委員會

姓名職稱：陳雅雯科員

派赴國家：美國

出國期間：94年7月3日至94年9月2日

報告日期：94年11月15日

目 次

壹、目的	2
貳、考察過程.....	4
參、考察內容與心得	
一、美國勞工退休基金監管概況.....	1 7
二、加州公務人員退休系統.....	2 4
三、加州教職員退休基金.....	3 8
四、紐約市政府退休基金.....	4 3
五、舊金山市政府機關員工退休基金.....	4 8
六、紐約人壽公司資產管理.....	5 3
七、大聯資產管理公司與 AXA 集團之資產管理.....	5 7
八、摩根大通託管銀行與摩根大通資產管理公司.....	6 6
九、富達投資集團退休基金之資產管理.....	7 7
十、德盛安聯集團之資產管理.....	8 2
十一、英特爾公司之退休金計畫.....	8 6
十二、惠悅(Watson Wyatt)公司.....	9 1
肆、結論與建議事項	
一、結論.....	9 3
二、建議事項.....	9 5

壹、目的

「勞工退休金條例」已於 94 年 7 月 1 日正式施行，依該條例規定，中央主管機關為勞工退休基金之審議、監督、考核以及有關年金保險之實施，應組成勞工退休基金監理會。

「勞工退休金條例」所規劃之退休金制度涉及數百萬勞工之退休金權益，鑑於勞退新制未來採確定提撥制，基金運用績效將直接涉及勞工領取退休金數額；復以未來勞退基金規模預估成長迅速，未來將成為國內規模最龐大之政府基金。為審慎規劃勞退新制基金監理會之設立、組織、運作、監督等事項，有關勞工退休基金監理會設置事宜，勞委會所研擬之「勞工退休基金監理會設置條例」草案，已於 94 年 9 月 23 日獲立法院排入第六屆第二會期之程序委員會交付法制、財政、衛環三委員會聯席審查，如能獲致國會凝聚共識完成立法，勞工退休基金監理會即可正式據此正式成立，勞工退休基金即可正式管理運作。

由於美國之金融市場為全球最大市場，資產管理規模最為龐大，占全球舉足輕重之地位；退休基金運作相當發達，佔其 GDP 產值約三分之一，為此，本次進修專訪與美國退休基金管理相關業務之政府及民間單位，共計二十餘個單位，拜會人次超過二百人，拜訪之主管政府單位涵括美國退休基金主管機關勞工部（DOL）、財政廳內地稅局（IRS）、退休金給付保證公司（PBGC）、證券交易管理委員會（SEC），並參訪美國規模最大、全球知名之退休基金管理機構--加州公務人員退休基金（CalPERS）、加州教職員退休基金

(CalSTRS)、舊金山市政府機關員工退休基金(SFERS)、紐約市政府退休基金(NYCP)及採美國401K計畫之英特爾公司(Intel)等大型退休基金之管理運作實務，並至美國資產管理規模排名第一以及其他全球性知名之資產管理公司，觀察其專業投資決策與執行流程、退休基金投資風險控管之運作，另至全球保管資產規模最大之託管銀行以及投資顧問公司，考察知悉保管銀行與投資及委托經營、海外投資之相關保管業務內涵，投資顧問公司其如何訂定基金投資目標、因應市場調整投資決策，暨資產配置、運用執行、委託經營等整體管理架構。最後，由於未來勞退新制事涉年金保險業務，故亦赴全美規模最大之保險公司參訪與實習，以了解美國年金保險業務之管理實務與年金保險相關產品，期將所搜集有關美國勞工退休基金之運作模式與施行概況之資料及心得纂寫成報告，作為未來勞工退休基金監理會設置之參考。

貳、考察過程

考察過程與內容：

考察過程與內容：

- 94.07.05 拜會美國勞工事務主管機關--勞工部就業保障安全管理部門〈U.S.Department of Labor,Employee Benefits Security Administration〉之政策及研究處主管執行長(Acting Director of office of Policy and Research) -- Mr.Joseph S.Piacentini 以及資深政策顧問(Senior Policy Advisor) Mr.Morton Klevan , 了解美國退休基金主管機關之法令監管架構，以及美國退休基金之實施概況與發展趨勢。
- 94.07.06 拜會美國財政廳內地稅局(Internal Revenue Services,IRS)，由兩位部門主管處長--Ms.Carol D.Gold 以及 Mr.Mark O' Donnell 介紹美國稅法對於企業以及政府單位對於實施退休基金計畫之相關稅法規定，以及對於推展退休金辦理計畫之員工教育與宣導措施。
- 94.07.07 拜會美國退休金給付保證公司(Pension Benefit Guaranty Corporation,PBGC)，由政策、研究及分析部門之資深經濟分析師 Mr.Michael D.Packard 及精算師 Mr.Jenji Lin 介紹 PBGC 之功能與執掌，以及美國退休基金管理制度。

- 94.07.08 拜會美國證券交易管理委員會（Securities and Exchange Commission, SEC），由其投資管理部首席顧問 Ms.Doug Scheidt 介紹並說明美國政府對於退休基金之金融監理事項之業務分工概況。
- 94.07.11 拜會紐約人壽公司(New York Life Insurance Company)：
- (一)紐約人壽資產管理公司（NYLIM）副總裁-- Ms.Katrina 介紹紐約人壽集團成員與其資產管理模式等。
- (二)投資長 Mr.Mark Niziak 及資深投資分析師 Ms.Cindy P.W.Choy 介紹退休計畫產品服務及全球經濟概況。
- 94.07.12 紐約人壽公司之壽險部門副總裁 Ms.Jessie Zhu 說明紐約人壽公司組織架構以及投資決策流程形成機制，包括參與者、相關人員之職務與分工、投資決策目標以及資產配置之策略與調整。
- 94.07.13 (一)紐約人壽資產管理公司(NYLIM)資深副總裁--Ms.Veda 介紹紐約人壽公司與紐約人壽資產管理公司(NYLIM)之資金投資分佈概況，以及其資產配置（Portfolio）之項目與經營績效。
- (二)紐約人壽資產管理公司(NYLIM)之所屬經算師 Ms.Jodi Kravitz 介紹美國個人退休金市場概況，包括市場規

模、商品種類、稅賦優惠、投資策略等。

94.07.14 基金經理人 Ms.Lisa 及 Ms.Jsijit Kumar,CFA 介紹固定收益(Fix Income) 投資商品之意義與發展，包括架構型商品之投資流程與特點如 ABS CDOs。

94.07.15 (一)基金經理人 Ms.Migene kim 以及 Ms.Kathy O' Connor 介紹核心(core) 持股的意義以及持有股票之樣態分類，包括以持有公司之規模以及擁有之評估價值分類，其分別之投資策略運作情形。

(二) 副總裁 Ms.Brian Hebb 說明退休市場年金商品之種類與主要差異。

94.07.18 (一) 投資部門主管 Mr.Dave Levy 及 Mr.Kaith J Mewman 說明不動產投資信托(Real Estate Investment Trust) 的商品投資意義與樣態，以及運作情形與投資績效。

(二) 投資基金經理 Ms.Jodi Kravitz 介紹美國年金市場(Annuity)；投資基金經理 Ms.Migene Kim 以及 Ms.Kathy O' Connor 介紹及說明投資大型增值股(Large Cap Enhanced)與小型價值股(Small Cap value)之意義、差異與該公司投資績效。

94.07.19 (一) 該公司副總裁 Ms.Jessie Zhu 介紹美國退休金制度之發

展與演變。

(二) 該公司副總裁 Ms.Anne Pollack 及副總裁 Ms.Nidhi

Incantulpo 介紹該公司員工退休計畫內涵、董事會

(Board) 之組成架構與成員，以及與資產管理公司

間之關係與運作機制。

94.07.20 副總裁 Ms.Katrina 介紹該公司員工退休計畫中員工投資標

的與提撥比率調整之選擇平台機制，了解受雇者如何參酌

自身的狀況進行投資平台之動態調整。

94.07.21 拜會大聯資產管理國際投資管理公司 (Alliance Capital

Management Corporation)，由其現任集團總裁 (CEO) Mr.

Lew A.Sanders 代表說明現行 Alliance Capital 集團之架構、

組織與規模，其公司之投資風格；並介紹其資產管理公司的

資產配置機制與全球証券投資組合。Mr.Jane Tina 介紹公

司的內部規範、風險控管(Compliance & Risk Control)等議

題。

94.07.22 資深副總裁 Ms.Sandy Dedopoulous 與 Mr.Mark Buckley 介紹介

紹美國退休金現況及其未來發展暨投資新趨勢。

94.07.25 參加該公司所辦理之國際性投資趨勢研討會共計 5 天，除得

增進專業知能外，並得與其他國家 (如日本、新加坡、香

- 港、法蘭西等)之金融業界菁英交換心得與分享討論。首日主要課程內容由該公司投資部門之基金經理人 Mr.Robert G.Absey 及 Mr.Joshua B.Lisser 介紹公司資產配置(Portfolio)之管理與建製以及固定收益產品之管理；Mr.Johnthan Nye 及 Mr.Mark N.Gordon 說明資產負債建製模型與風險管理。
- 94.07.26 由該公司全球經濟分析研究部門主管 Mr.Joseph G.Carson 介紹全球經濟發展對於債券投資之影響；流量管理分析師 Mr.Johathan Nye 介紹收益曲線(Yield-Curve)之分析架構；量化研究分析師 Mr.Michael Depalma 介紹投資量化模型。
- 94.07.27 由投資部門相關基金經理人包括 Mr.Kewjin Yuoh、Mr.S.Sean Kelleher、Ms.Amy D.Boothe 介紹流量市場 (liquid Market) 概況；全球信用評等及研究部門主管 Mr.Andrew Aran 及 Mr.John J.Kelley 說明投資公司信用分級制度及投資組合建構。
- 94.07.28 由其現任集團總裁 (CEO) Mr.Lew A.Sanders 介紹美國資本市場之現況；資產配置基金經理人 Mr.Thomas .Fontaine 說明資產重組 (Rebalancing) 之工具與評估方法。
- 94.07.29 由高收益投資工具部門主管 Ms.Michael A.Shyder 及 Mr.Gershon M.Distenfeld 說明高收益投資之研析及資產配

置；新興市場債部主管 Mr.paul J.DeNoon 及全球經濟研究分析師 Mr.James Barrineau 介紹新興市場負債流量分析；股票基金投資經理 Mr.Joshua B.Lisser 說明股票投資風格與股票投資由下而上(bottom-up)的基本面分析投資之作法。

94.08.01 拜會摩根大通資產管理公司（J.P. Mogan Asset Management Company）：

（一）資深管理部主管 Mr.Mark D.Settle 介紹公司組織架構、公司創始沿革、分佈據點、公司特色、人員資歷與專長等。

（二）資深管理部主管 Mr.Seth P.Bernstein 說明該公司投資特色、投資流程、投資商品、風險控管等。

94.08.02 摩根大通資產管理公司投資策略顧問團隊副總裁

Ms.Gabriella A.Barschdorff,CFA 介紹美國私人企業退休金計畫之種類及規模、基金成長狀況、資產管理公司之角色等。

94.08.03 與固定收益投資部門副總裁 Mr.James M.reidy,Jr 與基金經理人 Ms.Victoria M.Paradis,CFA 討論美國退休基金潛在負債問題、資產管理議題與美國退休基金之發展趨勢。

94.08.04 （一）與全球多元資產部門之資深副總裁 Ms.Kathy E.Woodhouse,CFA 討論有關資產配置(Asset Allocation)

議題。

(二)美國股票投資商品部門副總裁 Ms.Timothy J. Devlin 與
基金經理人 Mr.Seth P.Bernstein 說明與介紹投資美國
股票之投資效益與投資策略。

94.08.05 (一) 固定收益投資部門之副總裁 Ms.Vicky Paradis 介紹退休
計畫確定提撥制產品之提供內涵。

(二) 投資暨法務諮商部門有關退休計畫服務部門主管
Mr.Bob Holcomb 及 Mr.Paul Shahrokhi 介紹並說明有關
確定提撥製之計畫內涵暨相關法律規定。

94.08.08 拜會摩根大通銀行 (J.P. Mogan Chase Bank) :

(一)該公司副總裁 Mr.Steven Liu 介紹保管銀行全球債券保
管服務概況。

(二)副總裁 Mr.Damian Curcio 介紹該公司組織架構與組織
團隊分工概況。

94.08.09 (一) 副總裁 Ms.Gina Kim 介紹營運風險之管理概況。

(二) 經理 Mr.Michael Burke 介紹績效 (performance) 評估管
理。

94.08.10 (一)副總裁 Mr.Liam Fagan 介紹証券保管業務之監控管理。

(二) 副總裁Mr. John McGuinness & Andy Ferrante介紹証券

保管業務之風險管理架構。

94.08.11 (一) 產品經理 Mr.John Weeda 及 Mr.Amol Tanson 介紹一般
退休金計畫常用之投資商品。

(二) 海外部主管資深副總裁 Mr.Gene 與 Mr.John

O.McGuinness 介紹証券借貸業務之特色與交易流程。

94.08.12 拜會紐約市政府退休基金管理單位，了解其退休基金管理
(New York City Pension Fund) 概況，由其資產管理部門之
助理會計長 Mr.David Jeter、Mr.Joseph P. Haslip 及資深投資部
門官員 Mr.Martin Gantz,CFA 接待並就退休基金之規模、運
作、特色、資產管理、發展及基金經理人之評估準則、委任
經營之投資方針等作詳細之解說與介紹，並提供豐富之參考
資料。

94.08.15 拜會全美著名 AXA 金融集團，由其集團總裁 CEO
Mr.Christopher M.Condon 代表說明現行 Alliance Capital 集團之
架構、組織與規模，其公司之組織、成員、歷史沿革、規模、
風格、決策形成、文化與績效等介紹。

94.08.16 AXA 金融中心退休部資深首席副總裁 Mr.Alexander L.Nelson
介紹美國退休金市場規模概況與發展趨勢。

94.08.17 AXA 金融中心投資部副總裁 Mr.Thomas W.Shade.Jr.,CLU 介紹

美國退休年金市場與產品；該公司年金商品內涵與特色。

94.08.18 AXA 財務中心投資部 Mr.Robert 說明 AXA 資產管理配置與全球投資組合。

94.08.19 拜會富達資產管理公司位於波士頓之總部、投資研究中心以及於 1999 年成立著名之投資科技中心：

(一) 由 Ms.Nancy Robb.Oliver Brooks 說明該公司之組織概況。

(二) 由副總裁 Mr.Fraser 說明提供退休計畫設計之過程。

(三) 副總裁 Mr.George Ferraz 說明該公司投資運作流程概況。

(四) 由股票基金經理 Mr.Ruben Calderon 介紹美國股市之歷史與該公司成立之沿革，與該公司投資中心之運作，並帶領參觀該公司之投資交易中心。

(五) 策略服務部門副總裁 Mr.John A.Stone 說明退休計畫之資產與負債概況、風險評估模式、基金經理人之選擇等議題。

94.08.22 拜會尼古拉斯·艾柏傑 (Nicholas Applegate) 資本管理公司：

(一) 由其總裁兼執行長 Ms.Mama Whittington 及 Ms.Joanna Bradford 介紹該集團之成員以及該公司之發展特色與

投資模式。

(二) 由投資主管-首席投資長 Mr.Horacio Valeiras 介紹該公司投資風格與投資哲學。

(三) 由法務及內控部門主管 Ms.Beth Ann Coleman 及諮詢 Mr.Charles H.Field,Jr.介紹該公司法製與內部規範概況。

(四) 由研究暨風險控管部門主管 Mr.Douglas Stone 介紹該公司投資研究資源與人力，以及風險控管機制。

(五) 由投資分析師 Mr.Joshua M.Moss 說明全球性投資工具之選擇機制。

(六) 由基金經理人 Mr.Todd Wolter 以及投資分析師 Mr.James Q.Li 介紹系統性分析工具模型。

94.08.23 拜會安聯避險基金合夥人：

(一)由合夥人代表 Mr.Davis Wong 說明該公司組織架構、主要任務、投資流程、策略運用等。

(二)由合夥人 Mr.Brian Lahart 說明風險控管之量化工具。

94.08.24 拜會德盛安聯集團所屬環球投資(RCM)公司，拜會行程如下：

下：

(一) 由部門主管 Mr.Christian Pachtner 介紹公司概況與經營規模等。

- (二) 由諮詢關係首席諮詢長兼主管 Mr.Gary M.Stentz 介紹美國退休金制度與確定提撥制之特色與雇主計畫特色。
 - (三) 由研究部門主管 Mr.Steve Berexa 與副總裁 Ms.Kelly A.Reuba 介紹該公司之全球研究團隊與研究資源、研究面向與流程等。
 - (四) 由資深投資基金經理人 Mr.Seung H. Minn 說明該公司系統性美國持股投資流程。
- 94.08.25
- (一) 實際參與該公司每日早晨之大型股團隊討論會議，實地瞭解其股票持有與賣出之投資討論與決策過程。
 - (二) 由內部控管首席主管 Mr.Gregory M.Siemons 介紹該公司之投資、法規與內控機制。
 - (三) 由大型持股產品主管 Mr.Jeffrey A.Stabler 說明美國股票分類之意義與樣態與該公司投資股票與資產配置決策之流程。
 - (四) 由量化分析與風險策略首席主管 Mr.Dorian A(Randy)Young 介紹該公司之投資量化模型與工具
---RIMS EXPRESS SYSTEM.
- 94.08.26
- 拜會拜訪英特爾(Intel)公司,由 Mr. Stuart I. Odell / Director Retirement Investment 說明該公司之員工退休金規劃制

度與管理運用現況。

94.08.29 拜訪加州公務人員退休金管理機構(CalPERS)，由 Mr. Prad W.Pacheco / Media Relation Manager Office of Public Affairs (公共事務長) - 介紹 CalPERS 之組織與退休基金制度特色、Ms.Teri Kennedy / Information Officer of Asset Allocation/Risk Management (資產配置暨風險管理資訊員) 介紹該退休基金風險控管及資產配置概況；Ms. Mary C.Cottrill / Senior portfolio Manager of international Investment (資深國際投資基金經理人) 說明該退休基金投資管理現況、外部管理及基金經理人之遴選。

94.08.30 拜訪加州教職員退休基金 (CALSTRS)，由 Mr.Jack Ehnes/Chief Executive officer 執行長及 Mr.Christopher j.Ailman 投資長介紹該退休基金制度、退休基金之運作(包括實地觀摩投資交易、交割流程)、投資現況、委託經營之介紹。

94.08.31 (一) 拜訪舊金山市政府機關員工退休基金 (SFERS)，由董/理事會董/理事長 Mr.Driscoll、董事兼執行長 Ms.Clare M.Murphy/EXECUTIVE DIRECTOR、副執行及投資長 Mr.David E.kushner 介紹該退休基金制度運作、董/理事會決策制定模式及角色、資產配置及投資系統模型以及外部管理概況等。

(二) 下午拜會惠悅(Watson Wyatt)顧問公司，由首席投資顧問長 Mr.AI Scherlie 介紹 Watson Wyatt 顧問公

司服務項目內涵與角色，以及如何協助基金經理
人之遴選及監督與受托投資公司分級制度
(Manager Rating System)。

參、考察內容與心得

一、 美國勞工退休基金監管概況

美國係資本主義國家，其金融市場為全球最大市場，資產管理規模龐大，占全球舉足輕重之地位；退休基金運作相當發達，而其企業退休基金管理與監督模式，與該國道統價值講求效率、競爭之理念有關，主要在法令基本原則規範及稅賦激勵模式下，使企業基於自主原則下自願辦理，故與勞工退休基金由政府集中管理之國家所採經營模式有所不同。

隨著美國退休基金事業之發達，金融分工也越趨多元化，因此在退休基金之管理架構中，除所謂之「受託人」外，退休基金之管理可以委託專業之「投資經理人」經理、「保管機構」保管，並聘請「退休基金顧問」協助制度設計、資產配置、投資經理及保管機構之遴選等。

（一）現行基金規模

截至 2004 年底，全美退休基金總資產規模高達 8 兆美金（約 264 兆台幣），包括確定提撥制與確定給付制，規模如圖一；其中私人企業退休基金計畫約佔一半，如圖二，佔美國 GDP 數額約三分之一。

（二）退休基金性質概述

勞工退休金制度在美國之發展，大體上依循著世界銀行(IMF) 1994 年以來所倡導的『老人經濟安全之三層保障制度』，即第一層為國家或公共退休金制度(National pension/Basic pension)，為強制性之退休金，旨在確保退休人員之基本生活水準，主要為社會安

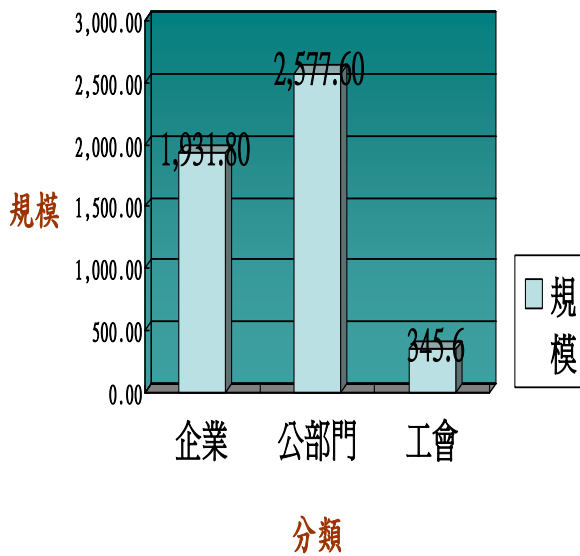
全法案之老年遺屬殘障及健康保險（OASDHI）所提供之老年生活給付；第二層為職業退休金制度(employment pension) 包括民營企業退休金及公家退休金(corporate / government employee)兩種，由雇主與勞工各自依比例強制提撥；第三層則為個人退休金制度

附表一

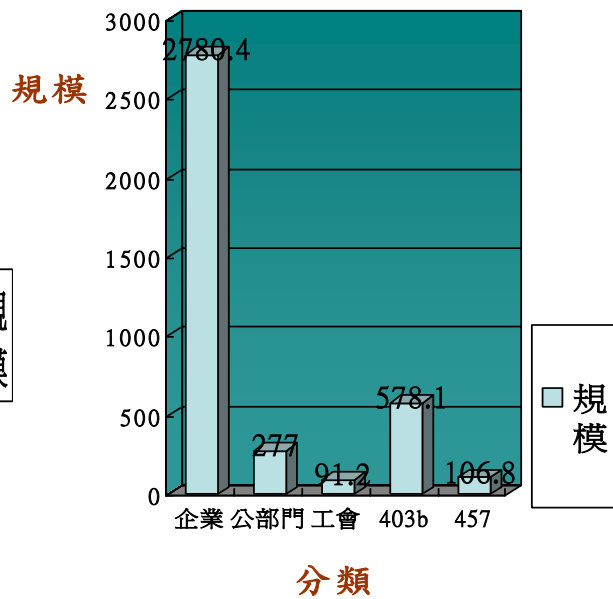
美國退休基金市場規模

(單位：\$ Billions)

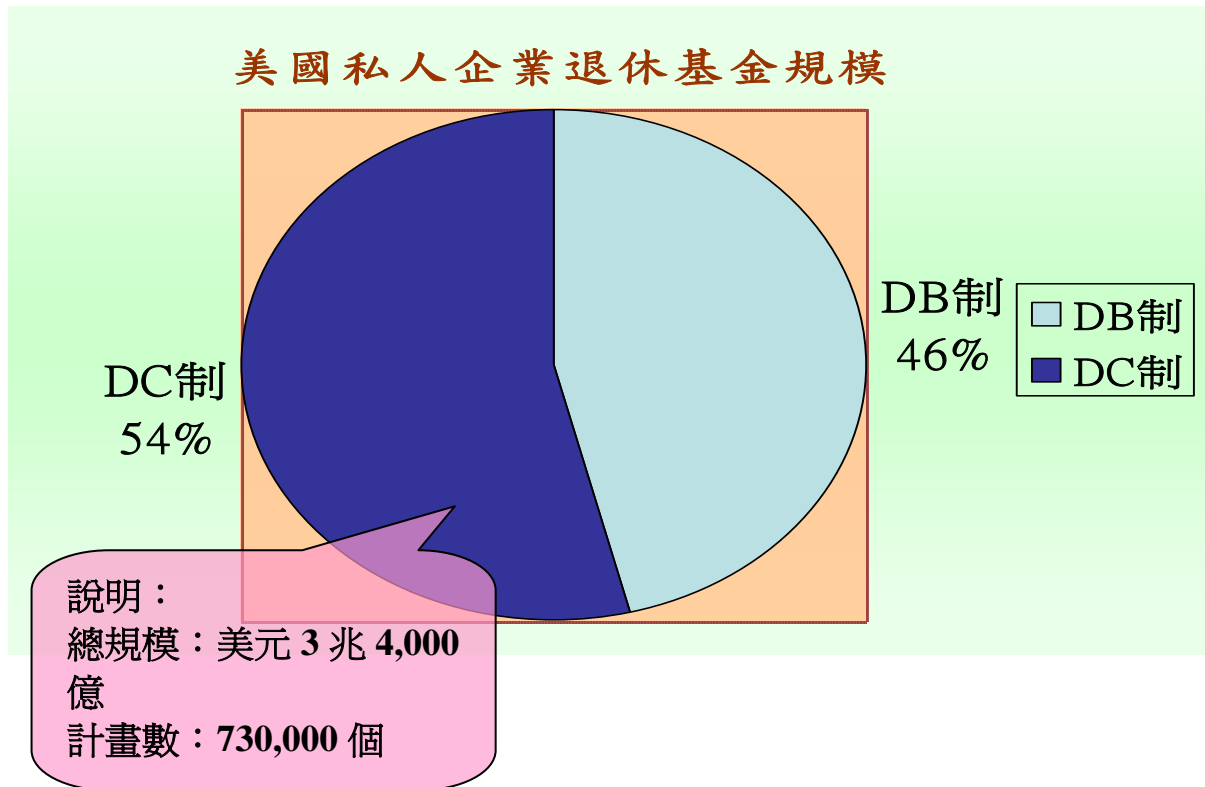
確定給付制基金規模



確定提撥制基金規模

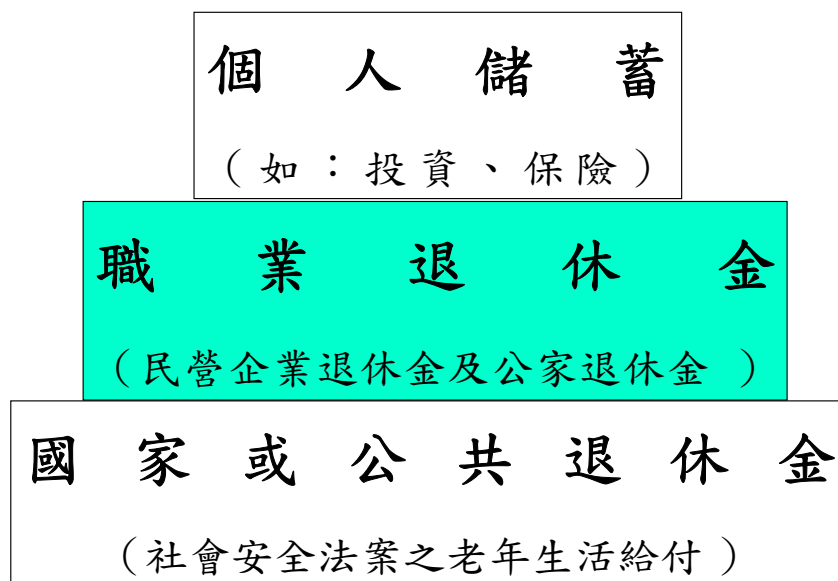


附表二



附表三

美國老人經濟安全之三層保障制度



(private pension) 為個人自願性之退休金，包括個人儲蓄與商業保險均屬之。

民間企業之退休金制度，主要為民間之年金計畫與職工福利計畫，屬職業年金，另有個人退休帳戶 (Individual Retirement Account, 簡稱 IRA) 制度。

個人退休帳戶制度之產生乃在以稅負優惠為誘因，鼓勵個人自行儲蓄累積財富，以因應老年退休後經濟生活上需求，彌補社會福利之不足。個人退休帳戶制度主要包括針對雇主未提供合格退休計畫設計之一般個人退休帳戶、適用無雇主自由業之凱歐 (Keogh) 計畫以及由雇主協助建立之 401 (k) 計畫等等，其中又以 401 (k) 計畫最常被談論。

401 (k) 是美國於 1981 年創立之一種延後課稅之退休金帳戶，該等計畫係由企業雇主自願性提供，政府並未有強制規定，但由於其所具備之各種特色，它已是目前美國成長最快速之員工福利計畫。

依據法令規定，企業並無義務就各種投資選擇給予員工投資建議，但應提供足夠讓員工決定投資決策之資訊。因此通常企業為執行員工福利計畫均於人事部門設有專職人員負責辦理。

為監督 401 (k) 計畫之執行，企業均會組成委員會按季開會評估檢討，委員會之成員包括人力資源部門主管、投資主管、法務人員及 (或) 外部專家。至各種投資選擇之績效則按季檢討，如有需要亦可聘請退休基金顧問公司協助，如本次參訪之英特爾公司即為實施 401

(K) 退休金計畫。

美國民營企業之退休金制度，係以美國運通公司於 1875 年建立退休金計畫為其開端，但直至 1940 年代以後才開始有顯著發展。在 1950 年至 1960 年代，美國退休金推動運動迅速發展。從 1940 年代末期始，由於景氣萎縮，提高工資的鬥爭無法順利推動及公共年金難以成長等因素，使企業退休金之議題特別獲致注意與關心。惟由於退休金急遽成長，亦引發許多問題，包括退休基金管理不善及盜用公款之醜聞。因此，為對民營退休金計畫參加者之權利提供更大保障，防止退休金資產之不當管理與運用，美國國會於 1958 年通過「聯邦福利與退休金計畫公開法案」(the Welfare and Pension Plan Disclosure Act)，允許參加者及受益者有監督之權利，計畫管理者並有定期提出報告之義務，此即日後 1974 年制定的受僱者退休所得安全法 (Employee Retirement Income Security Act, ERISA) 需受勞工部管轄之起源。

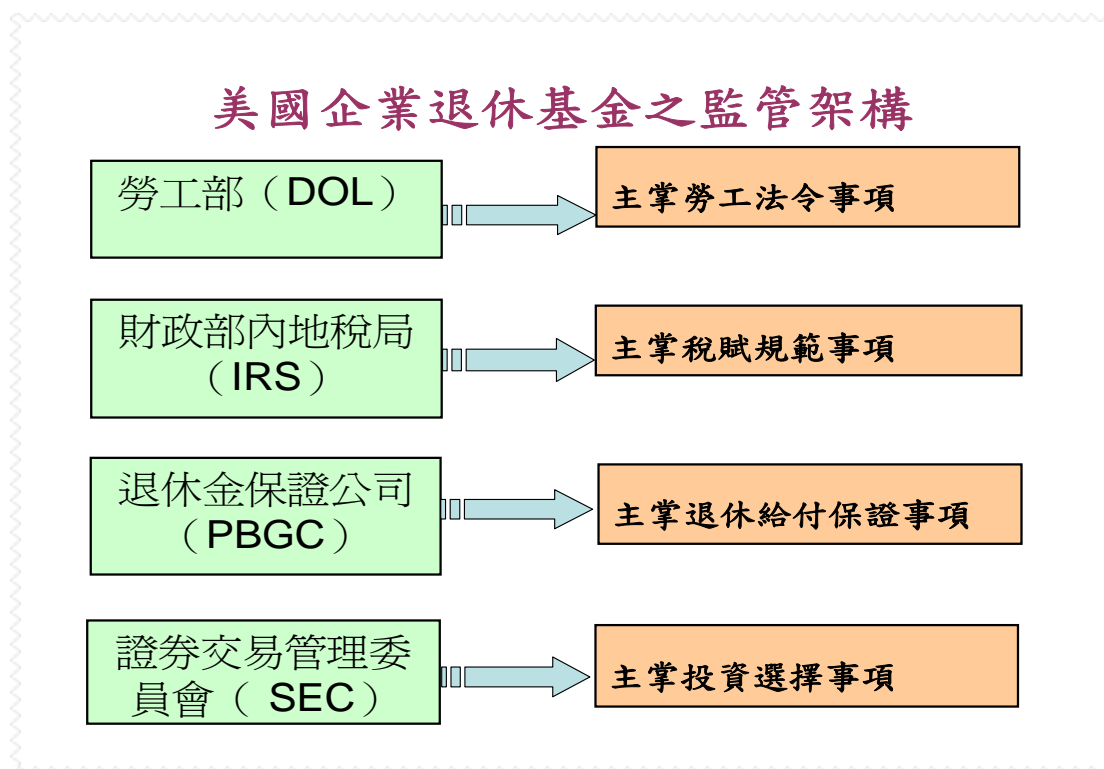
(三) 勞工退休基金監管架構

美國係資本主義國家，其退休基金管理與監督模式，與該國傳統價值講求效率、競爭之觀念有關，國家係扮演促進及規制之角色，在法令基本原則規範及稅賦激勵模式下，使企業基於自主原則下自願辦理，故與勞工退休基金由政府集中管理之國家所採經營模式尚有不同。

而企業退休金之管理規範主要為 1974 年制定的受僱者退休所得安全法(ERISA)，其規定所有退休金計劃必須共同遵守之若干準則，雇主可決定是否給予受僱者退休金，唯一旦承諾給予，則必須提存退

休準備金，並交由合格的專業機構來經營，與採用法定強制方式之監管模式確實大不相同；而企業退休金在美國不僅為工會協商之主要議題，更視為企業提供勞工福利主要項目之一。

附表四



依據 ERISA 規定，所有員工福利計畫之管理及操作必須確實遵守計畫書條款，以計畫參加人及受益人之利益為唯一考量，並遵行謹慎投資人原則 (Prudent Investor Rules)，且應分散投資以降低風險。一般而言，法令規定職工福利之個人帳戶計畫應至少給與三種廣泛的投資選擇，每一種均須分散投資，且各有其不同風險與報酬特性，而員工應至少每季可以有權利變動所選定之投資方式一次。實務上，一般會有下列三種選擇：股票投資（但以自身公司股票為多）、固定收

益投資（fixed income investment）及低風險投資，例如，貨幣市場基金、短期投資基金（Short-term Investment Fund，STIF）、保證投資契約（Guaranteed Investment Contract，GIC）等。企業本身之股票，原則上，可以為投資選擇之一，但有其特別規範；至於其他公司股票，多不列入為選擇標的。

依據法令規定，企業並無義務就各種投資選擇給予員工投資建議，但應提供足夠讓員工決定投資決策之資訊。因此通常企業為執行員工福利計畫均於人事部門設有專職人員負責辦理。選定或設計不同之投資選擇，可以由企業自己辦理，亦有相當多之情形係經由投資經理公司或退休基金顧問公司協助辦理，投資選擇可以是由美國國內七千多種基金所挑選出者，亦可以是為該企業員工特別規劃與管理之組合。通常較小型的公司多直接利用現有共同基金作為投資標的，大型公司則多有設計自己之投資計畫。

二、加州公務人員退休系統(California Public Employees' Retirement System)

(一) 簡介

加州公務人員退休系統(California Public Employees' System, CalPERS)為美國最大公務人員退休基金，共有 140 萬名會員，該系統為 140 萬名加州公務人員、已退休者，及其家人管理退休及健康福利，會員結構大致區分為州政府，學校行政部門，以及所參與之公共部門的現任受雇者及過去受雇者，各佔三分之一。加州公務人員退休系統不單是個退休系統，除了為超過 2500 個公共部門管理退休福利之外，加州公務人員退休系統亦為全美第二大受雇者健康福利計劃的採買者，提供加州公務人員及其家人之長期照料服務，並且投資數十億美元協助所管理的福利計劃進行籌資。

加州公務人員退休系統是於 1932 年根據州政府法律而成立，1939 年與加州公務人員退休系統簽約之公共部門以及非教職之學校受雇者被准以加入，1962 年州政府授權加州公務人員退休系統提供醫療福利給州政府受雇者，該計畫於 1967 年延伸至與加州公務人員退休系統簽約之公共部門以及非教職之學校受雇者，1995 年加州公務人員退休系統開始以非營利方式提供長期醫療保險。

(二) 退休計畫特色

加州公務人員退休系統目前為許多州政府受雇者管理確定給付退休計劃，其一為各級學校受雇者，以及超過 2500 個與加州公務人員退休系統簽約之公共部門之退休計劃。

加州公務人員退休系統為一確定給付退休計劃(defined benefit retirement plan)，為州政府受雇者、學校受雇者、以及與加州公務人員退休系統簽約執行退休計劃管理之本地公共部門受雇者管理確定給付退休計劃(defined benefit retirement plan)，這些計劃提供退休、失能、死亡福利給符合條件之受雇者、及其受益人。

在確定給付退休計劃當中，退休受雇者之退休金是根據加入會員的就業年數、退休時年齡、以及最高之一年或三年受僱薪資等公式計算出來，這與確定提撥計劃(defined contribution plan)不同，確定提撥計劃並非由公式算出，而是由提撥入帳戶的金額，加上投資獲利計算而等。

(三) 會員資訊

1. 會員資訊(截至 6/30/2005)

- 每月領受津貼之退休者/遺族/受益人 – 43 萬 1901 人
- 會員(Active, inactive) – 101 萬 6982 人
- 總會員數 – 140 萬 8883 人
- 會員比率

州政府受雇者	31%
--------	-----

學校行政部門受雇者	37%
所參與之公共簽約機構受雇者	32%

2 · 提撥金額

- 受雇者提撥 -23 億美元
- 雇主提撥 - 43 億美元

3 · 退休者資訊

- 平均每月退休津貼：1,750 美元
- 平均服務年資：16.4 年

4 · 平均退休年齡

- 服務：59 歲
- 失能：51 歲
- 工業失能：49 歲

5 · 其他

- 84%的退休者/遺族/受益人皆住在加州
- 2004/2005 會計年度共有 25,968 位新退休者
- 截至 6/30/2005 之該年度,所支付之福利金為 83 億美元
- 本地公共部門總數：2,582：其中 1,523 個為公共部門, 1059 個為學校行政區

(四) 資金來源

確定給付退休計劃的資金來源來自三方面，一為受雇者根據其收入的某個比例來做提撥，該比例根據法令為固定比例，依據計劃型態以及該受雇者是否參與社會福利計劃，該比例介於 5%至 9%之間。其二為投資於股票、債券、房地產、以及其他投資工具的投資獲利。該部分金額會呈現浮動。至於其他部分則是雇主自行提撥所產生，當投資報酬率上升時，雇主提撥便降低，相反地當投資報酬率下降時，雇主提撥便提高。

1 · 過去十個會計年度之總收入（附表五）

年度	會員提撥	雇主提撥	投資及其他收入
2003-04	\$2,266,445,429	\$4,261,347,422	\$24,272,572,596
2002-03	1,887,925,497	1,925,043,858	5,482,731,568
2001-02	2,154,742,532	800,964,553	-9,699,792,798
2000-01	1,766,256,113	321,618,826	-12,248,341,399
1999-00	1,751,290,172	362,614,344	16,582,657,910
1998-99	1,522,507,527	1,598,316,666	17,622,526,922
1997-98	1,443,232,566	2,289,526,403	23,518,904,869
1996-97	1,379,743,571	1,986,282,287	20,455,866,430
1995-96	1,338,044,978	1,850,103,438	13,137,202,083
1994-95	1,290,624,208	1,578,933,781	12,504,528,262

2 · 基金成長狀況（附表六）

年度	基金規模
1985	286 億美元
1990	582 億美元
1995	878 億美元
1996	1007 億美元
1997	1197 億美元
1998	1433 億美元

1999	1591 億美元
2000	1722 億美元
2001	1560 億美元
2002	1434 億美元
2003	1448 億美元
2004	1828 億美元
2005.6	1898 億美元

(五) 組織結構

在組織結構方面，加州公務人員退休系統目前共有 1811 名受雇者，由加州公務人員退休系統管理委員會(Board of Administration)選出執行長，負責加州公務人員退休系統受雇者的篩選及管理，大部分加州公務人員退休系統受雇者負責退休及醫療福利、長期照料、以及會員房屋貸款計劃、其他計劃及服務、以及加州公務人員退休系統資產投資之管理，其中有 200 位投資業務相關的受雇者，並有 29 位為外聘投資專家(exempt position)。

在管理委員會(Board of Administration)部分，加州公務人員退休系統擁有特殊之治理結構，用以設計來確保決策過程當中足夠涵蓋廣泛的委員會代表，並且有獨立方法以確保會員權益的重要性凌駕一切之上。

加州公務人員退休系統管理委員會共有十三名會員。其中六名經選舉產生，三名指定會員，以及四名法令指定會員。受雇者及雇主分別為 6 位及 7 位，六位受雇者會員當中，三位為現職受雇者，三位為

已退休受雇者。

六名經選舉產生之會員，兩位是由全體會員選出，州政府、學校受雇者、與加州公務人員退休系統簽約的本地機構、以及已退休者各選出一名。

- 經所有會員產生 – Charles P. Waldes, Kurato Shimada
- 州政府會員(Active) – George Diehr
- 學校會員(Active) – Rob Feckner, Vice President
- 簽約之公共部門(Active) – Priya Sara Mathur
- 已退休會員 – Robert F. Carlson

三名指定會員，州長指定兩位會員，一位為本地公共部門選出的官員，一位為壽險官員。民眾代表則由州議會下院發言人以及參議院委員會共同選出。

- 州長指定 – Sidney Abrams, Willie Lewis Brown, Jr.
- 發言人及參議院委員會指定 – Mike Quevedo Jr.

四名法令指定會員：

- 州政府財務官(State Treasurer) – Philip Angelides
- 州政府主計官(State Controller) – Steve Westly
- 州政府人事管理部門主管(Director of Department of Personnel Administration) – Marty Morgenstern

- 由州政府人事管理委員會所指定之會員 – Sean Harrigan, President

經由選舉出以及指定的會員任職期限為四年，加州國會禁止立法院改變會員人數，擔任期限，或是未經選民同意任意改變或撤銷會員選出的方法。

加州公務人員退休系統投資數億美元協助支付退休金給其會員以及其受益人，加州公務人員退休系統的投資組合當中每一塊錢當中便有七十五美分是來自於投資的獲利。加州憲法提供了加州公務人員退休系統投資決策的框架基礎，該憲法提供加州公務人員退休系統委員會擁有全權且針對其資金運用與系統管理之受託責任。憲法亦提供加州公務人員退休系統委員會針對加州公務人員退休系統資產握有唯一且除外的受託責任，

加州憲法特別明訂除非在不適當的情況下，否則委員會必須分散投資以達到報酬最大化以及降低損失風險的目的，憲法並且同意在基於公共利益的前提，並且該禁止事項滿足退休委員會所需要的受託照料、誠信等標準，立法部門可以禁止部分投資。

委員會一般每月開會，每次開會為期超過四天。各委員會之分工如下：

- 投資委員會

建立資產配置以及投資政策，監督基金經理人，並且為加州公務

人員退休系統投資決策之最終負責單位，所有的委員會成員皆為投資委員會成員。

- 福利及計劃管理委員會

針對退休計劃管理、精算政策、雇主提撥率、以及系統管理等提供政策建議。

- 醫療服務委員會

提供醫療福利設計及管理之政策建議，並針對加州公務人員退休系統之長期照料計劃提供設計及管理建議。

- 財務委員會

提供所有預算事項的財務監督，評估資金運用的各種方式，監督加州公務人員退休系統的預算準備以及建議提案，監督加州公務人員退休系統之內控，以及監督加州公務人員退休系統的策略計劃。

- 績效及報酬委員會

評估報酬機制與標準，發展薪資政策及手續，並針對重要人事的薪資方案提供建議。

（六）投資決策流程

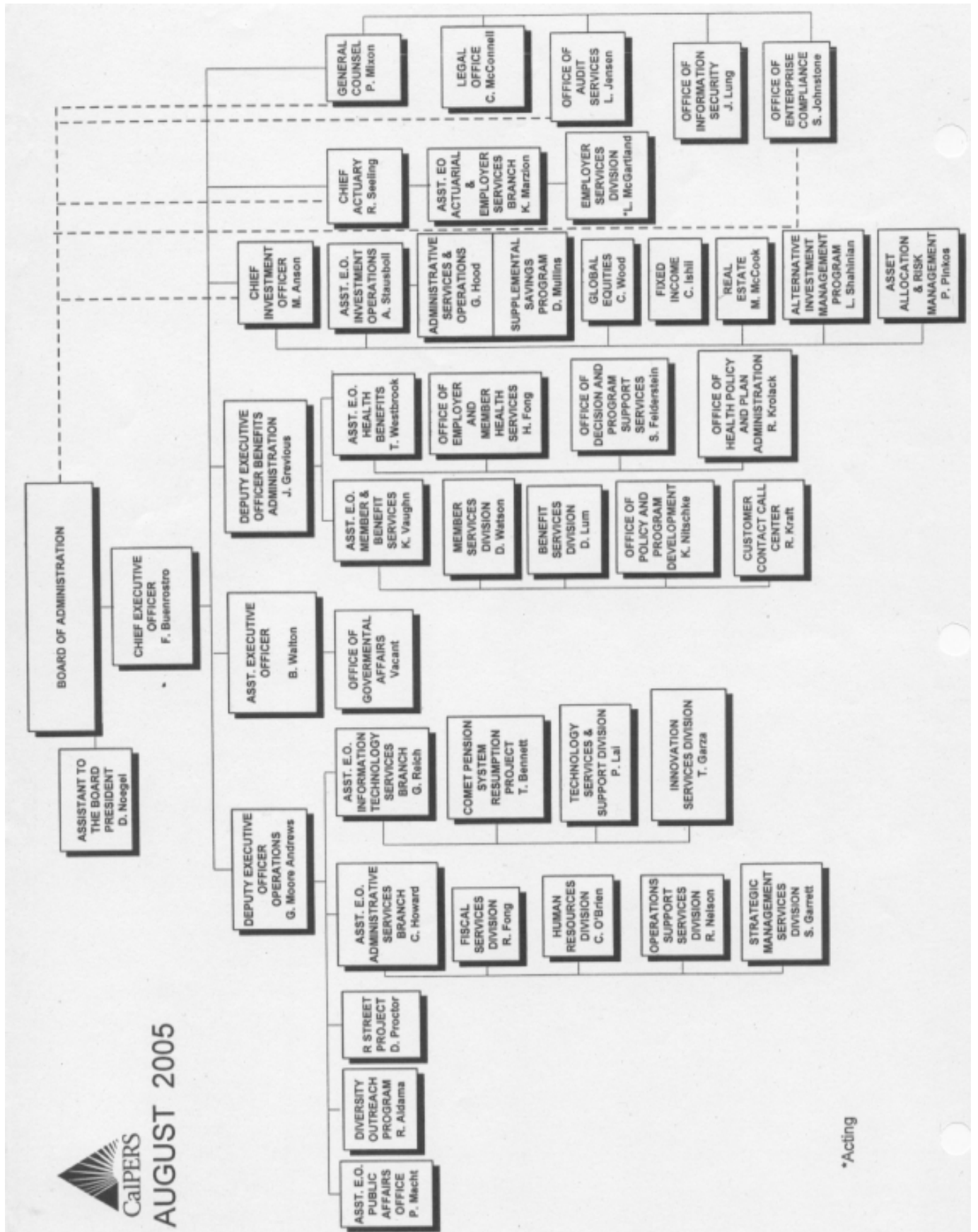
加州公務人員退休系統管理委員會每年會制定資產配置策略，並由加州公務人員退休系統的投資人員、顧問、以及基金經理人監督該策略的實際執行。

加州公務人員退休系統的管理委員會每年年初會委由顧問公司，根據顧問公司對該年度的市場預測，建立投資目標如預期報酬率以及波動風險，並訂定出投資大綱及因應策略，顧問公司會乃根據各項決定因子諸如夏普指數、負債與資產結構、承受風險值、提撥比率、contribution level、績效報酬、穩定度等等因素，透過效率前緣(efficient frontier)建立最適化投資組合(Optimization)。

加州公務人員退休系統之投資團隊每年籌備許多工作小組(workshop)，邀請精算師、外部講師等，針對整體人口結構變化以及與該基金相關議題進行研討，透過工作小組的執行，提供管理委員會以投票方式決定各決定因子的比重，進而決定最終資產配置之建議比重。

工作小組的籌備一般需時七到八個月，經過籌備之後，工作小組會擬出會議討論議題，並完成提供給管理委員會的投資建議，生效日期為每年的一月三日。

附表七



*Acting

(七) 資產配置

資產配置是加州公務人員退休系統委員會所執行的重大決策之一，長期而言，資產配置乃是該委員會得以分散股票、債券、不動產、私募基金、以及其他投資工具已決定長期績效的重要方式，資產配置是選擇並衡量不同資產類別的運作基礎。

加州公務人員退休系統的資產配置組合乃是針對各個廣泛因素進行全面之考量，會針對全球金融市場的經濟情況進行模擬分析，並且考慮未來的負債以及預期的未來雇主提撥率。

目前投資組合總市值：1960 億美元(截至 8/31/2005)

附表八：資產類別 (依市場總值與配置比重)

資產類別	市值 (\$ 10 億美元)	目前配置 (%)	目前目標* (%)	之前目標 (%)	% 被動 vs. 主動	
					被動	主動
現金	\$1.2	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
全球固定收益	51.3	26.2	26.0	26.0	0.0	100.0
股票						
國內	78.3	40.0	40.0	39.0	82.9	17.1
國外	44.7	22.8	20.0	19.0	59.6	38.0
另類投資/ 私募股票	9.4	4.8	6.0	7.0	0.0	100.0
股票加總	<u>\$132.4</u>	<u>67.6%</u>	<u>66.0%</u>	<u>65.0%</u>		
不動產	<u>\$11.1</u>	<u>5.6%</u>	<u>8.0%</u>	<u>9.0%</u>	<u>4.0</u>	<u>96.0</u>
股票與不動產加總	<u>\$143.5</u>	<u>73.2%</u>	<u>74.0%</u>	<u>74.0%</u>		
基金總金額	<u>\$196.0</u>	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>47.0</u>	<u>53.0</u>

加州公務人員退休系統採取分散投資之方式，目的是為了將風險最小化，並且確保計劃能夠受惠於整體市場趨勢。投資焦點為長期，目標是當計劃到期時，能夠取得足夠的資產來償付退休福利。

在經過根據管理委員會之同意後，加州公務人員退休系統訂出各資產類別的目標區域，截至 8/31/2005 為止，整體股票部位的策略性比重定為 66%，實際比重為 67.6%，其中國內股票(美國)為 40%(策略比重)與 40.1%(實際比重)，非美國股票為 22.8%(策略比重)與 20.0%(實際比重).整體固定收益部位的策略性比重定為 26%,實際比重為 26.2%，其中國內債券(美國)為 23%(策略比重)與 22.8%(實際比重)，非美國債券為 3%(策略比重)與 4.1%(實際比重),不動產比重策略性比重為 8.0%，實際比重為 5.6%

在被動投資與主動投資的比重配置方面，整體股票當中,國內投資部分以被動式投資為主,國外投資部分則有 40.4%採取主動式投資.目前委由六家資產管理公司代為管理。

在內部管理與外部管理的比重配置方面,值得注意的是,所有國外投資部分,加州公務人員退休系統百分之百完全委由外部管理,沒有任何內部管理,與國內部份約有八成為內部管理,僅二成委由外部管理的情況極為不同。

截至 8-31-05 基金之總報酬率：

會計年度(截至 8-31-05)	3.1%
三年(截至 8-31-05)	13.7%
五年(截至 8-31-05)	3.6%

基金中大約有 10.8%(約 212 億美元)投資於加州(截至 8-31-05)：

固定收益	29 億美元
股票	121 億美元
不動產	62 億美元

附表十：年度投資報酬率概況

至 6/30 之年度	報酬率	至 6/30 之年度	報酬率
1967	4.40%	1986	24.60%
1968	4.70%	1988	3.90%
1969	4.70%	1989	15.70%
1970	4.87%	1990	9.70%
1971	5.37%	1991	6.50%
1972	5.52%	1992	12.50%
1973	5.59%	1993	14.50%
1974	5.74%	1994	2%
1975	5.90%	1995	16.30%
1976	6.08%	1996	15.30%
1977	6.36%	1997	20.10%
1978	6.69%	1998	19.50%
1979	7.23%	1999	12.50%
1980	7.91%	2000	10.50%
1981	8.72%	2001	-7.23%
1982	9.58%	2002	-5.97%
1983	10.56%	2003	3.9%
1984	-3.10%	2004	16.7%
1985	35.40%	2005	12.7%

(八) 精算資訊 (截至 6/30/2004)

每年加州公務人員退休系統會精算提撥比率,單一退休計畫中資產對負債之比率,提撥比率逐年變化,長期提撥比率預期趨近 100%。

附表十一：退休計畫的 funded status (依照會員性質分類)

會員分類	6/30/00	6/30/01	6/30/02	6/30/03	6/30/04
州政府	110.5%	103.7%	90.3%	84.0%	84.1%
學校	124.2%	116.3%	97.4%	91.7%	92.7%
與加州公務人員退休系統簽約之公共部門	127.3%	114.8%	98.1%	88.7%	N/A

註：至 6/30/2004 為止,州政府退休計畫共有五個計畫,其提撥比率分別介於 80.1%至 89.7%之間,上述數據乃為加總之後的總合提撥比率至 6/30/2003 為止,與加州公務人員退休系統簽約之公共部門一共有 1990 個退休計畫,其中 14%的計畫提撥比率低於 75%, 68%的計畫提撥比率介於 75%與 100%之間,大約 18%的計畫提撥比率等於或高於 100%。

三、加州教職員退休系統 (The California State Teachers' Retirement System)

(一) 簡介

加州教職員退休系統 (The California State Teachers' Retirement System) 係於 1913 年依法設立，由設立之管理委員會管理之。這個退休基金會員主要為加州公立學校教師，設立目的即希望安全、謹慎的投資運用退休基金，提供會員殘障、死亡及退休確定給付所需資金。

(二) 特色

1 · 主要型態為確定給付制 (Defined Benefit) 及現金平衡制 (Cash Balance)。

2 · 會員 (Active、inactive，截至 6-30-04)：約 56 萬 808 人。

2 · 提撥率

- 會員提撥：8%
- 雇主提撥：8.250%
- 州政府：2.017%

(三) 規模概況 (附表十二)

基期：6/30	規模市值	投資報酬率
1999	99.9	13.40%
2000	112.6	12.69%
2001	102.8	-9.12%

2002	96.7	-5.95%
2003	100.5	3.41%
2004	116.2	17.38%

(四) 組織結構

在組織結構方面，加州教職員退休系統目前約有 666 名受雇者，包括 76 名投資專家，都具有相當期間的專業實務經驗。

資產配置是加州教職員退休系統委員會所執行的重大決策之一，長期而言，資產配置乃是該委員會得以分散股票、債券、不動產、私募基金、以及其他投資工具已決定長期績效的重要方式，資產配置是選擇並衡量不同資產類別的運作基礎。

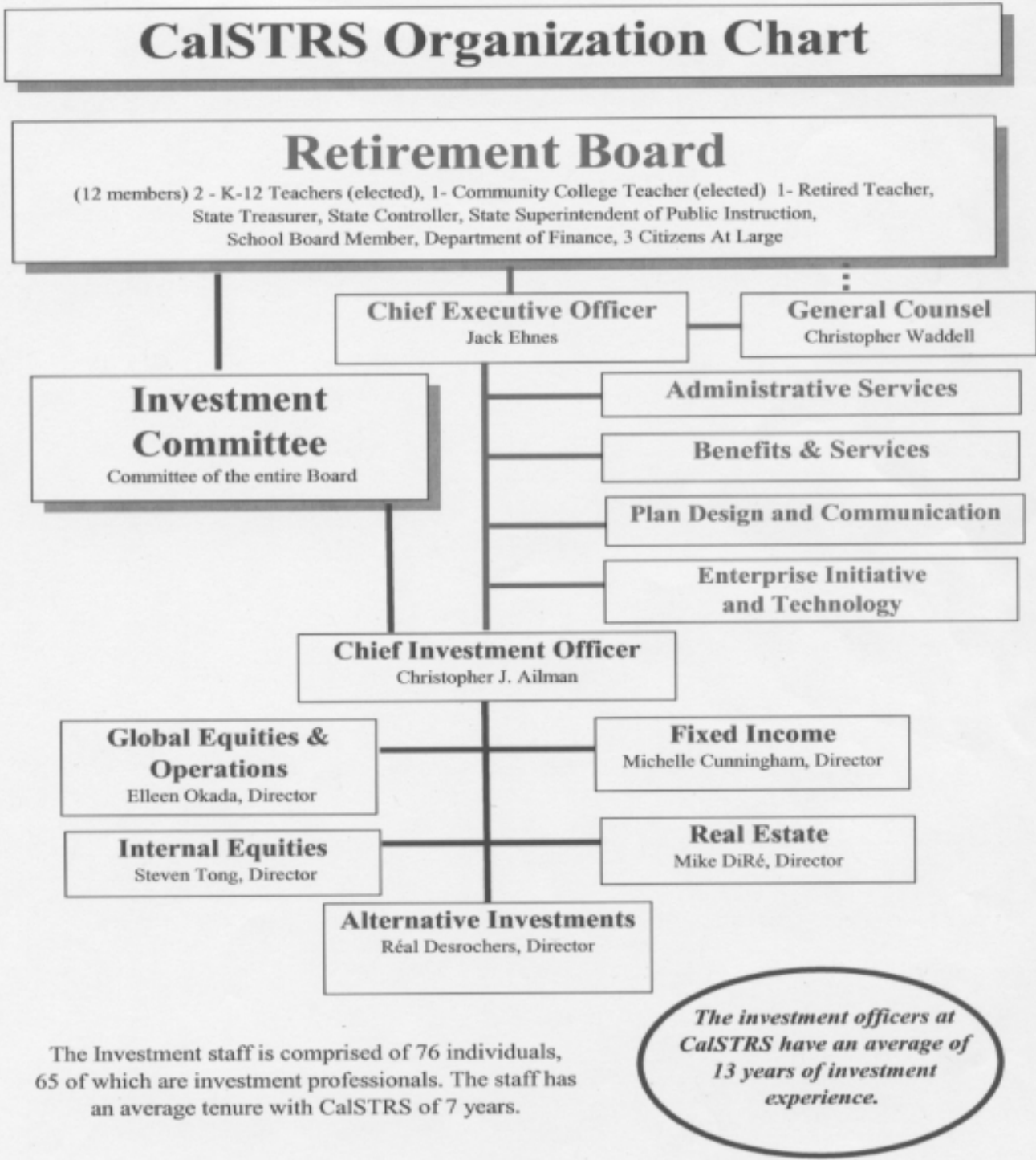
加州教職員退休系統委員會共有十二名會員。其中三名經會員選舉產生，一名指定之退休會員，四名指定代表，四名財政部及州政府等相關政府代表。

相關組織架構如附表十三。

(五) 資產配置

資產配置包含基本面評估(Fundamental Valuation)、市場行為分析(Market Behavior Analysis)與風險管理(Risk Management)等程序，主要以價格與真實價值之落差為資產配置依據。對於貨幣種類的選擇亦依此三種程序來判斷不同幣別之間價值的高低與配置比例，定期進行評估並參考市場狀況而調整。

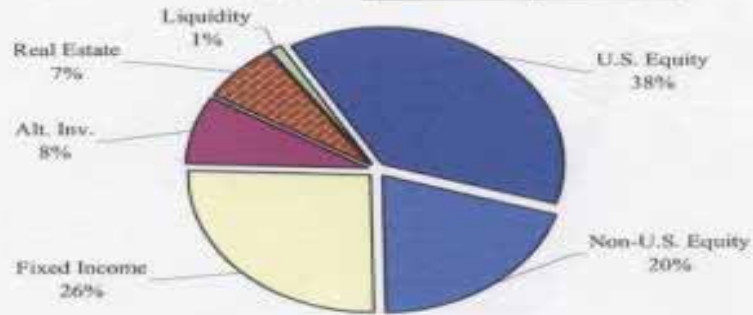
附表十三



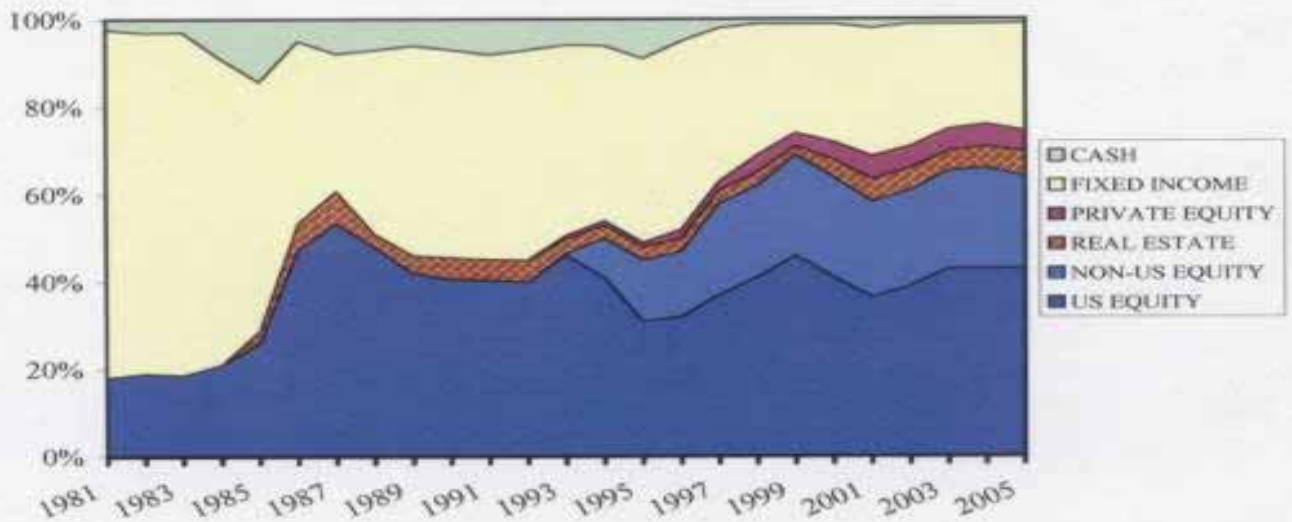
Asset Allocation

	Current June-05	FY '05-'06 Target	2007 Target
U.S. Equity	43.0%	39%	38%
Non-U.S. Equity	21.1%	20%	20%
Fixed Income	24.5%	26%	26%
Alternative Inv.	4.8%	7%	8%
Real Estate	5.6%	7%	7%
Liquidity	0.9%	1%	1%

Long-term target



Historical Asset Allocation Mix 1983-2005

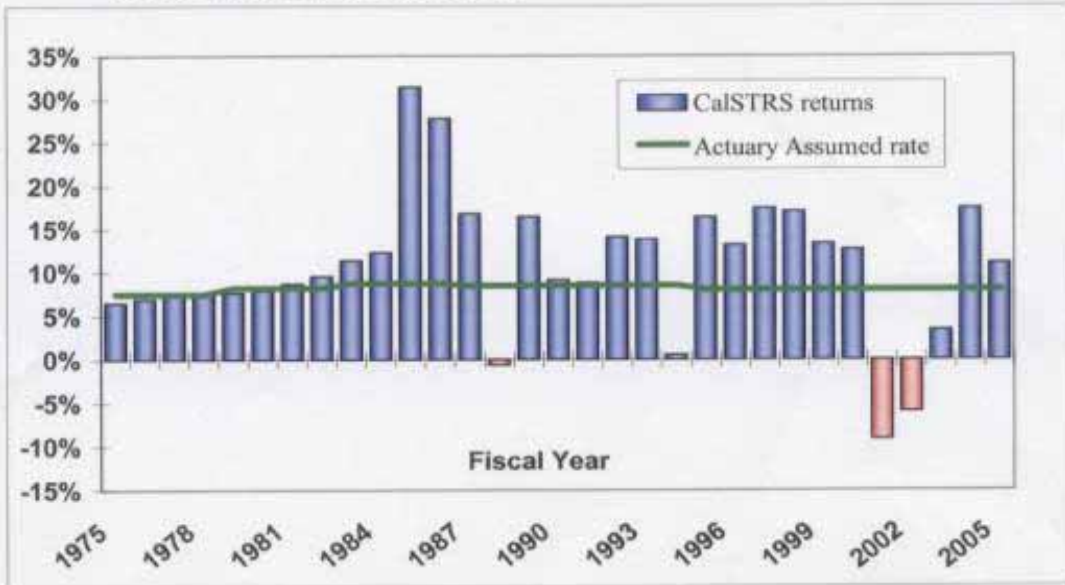


附表十五

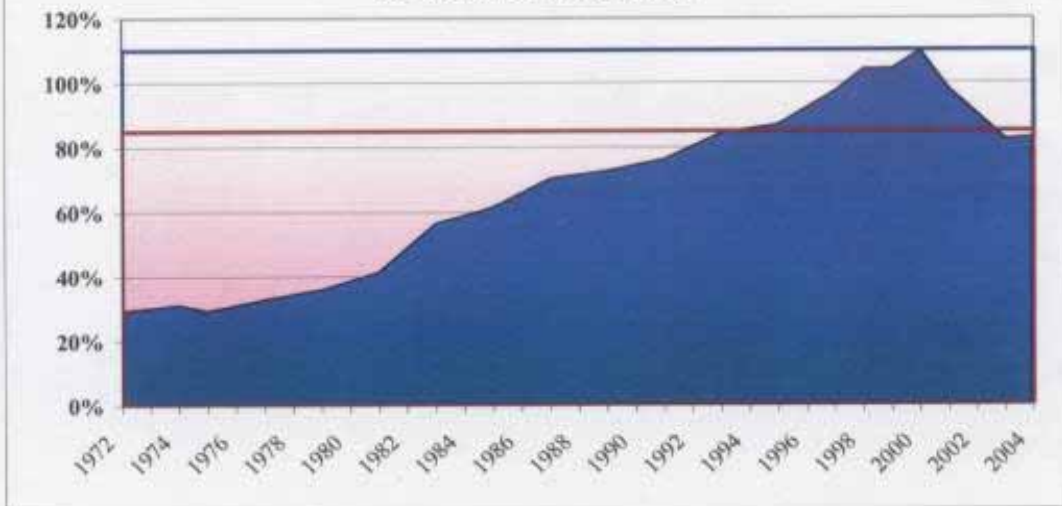
California State Teachers' Retirement System

Investment & Funded History

Historical Investment Returns



CalSTRS Funded Status



四、紐約市政府退休基金 (New York City Pension Fund)

紐約市政府退休基金含概 90%的公務人員（在職者約有 34 萬人，已退休者約有 25 萬人）；所採行之退休金制度絕大部份為確定給付制，少數為確定提撥制。

（一）基金規模概況

截至 2005 年 6 月 30 日，紐約市政府基金管理規模達 880 億美金（約 28 兆台幣），目前為紐約州最大的退休基金，且為全美第四大退休基金。

（二）管理單位架構

1. 依據管理對象之不同，旗下有 5 個退休基金的運用及保管者，每

個基金雖都有其不同的管理委員會，由於資源及人力有限，故共享部份投資管理，但原則上係各自獨力運作。包括：

- 教師退休基金
- 警察人員退休基金
- 消防人員退休基金
- 一般市政府員工退休基金
- 教育委員會退休基金

2. 由於州政府預算有限，無法配置充裕專業人員，據其表示，目前僅有 70 位同仁負責管理，由於人力有限，亦為分散投資風

險、增進投資收益之故，紐約市政府退休基金全部採取委外操作之方式管理。

(三)基金管理概況

1．資產配置策略擬定

五個管理委員會每年會個別制訂不同的資產配置策略，由於所管理之資產龐大，但人力有限，故會遴聘顧問公司協助，依據經濟與市場情勢、基金財務狀況、現金流量與資產負債結構等，擬出資產最適化組合（Optimization）。

2．資產配置組合(2005/6/30)：如附表十六。

單位：%

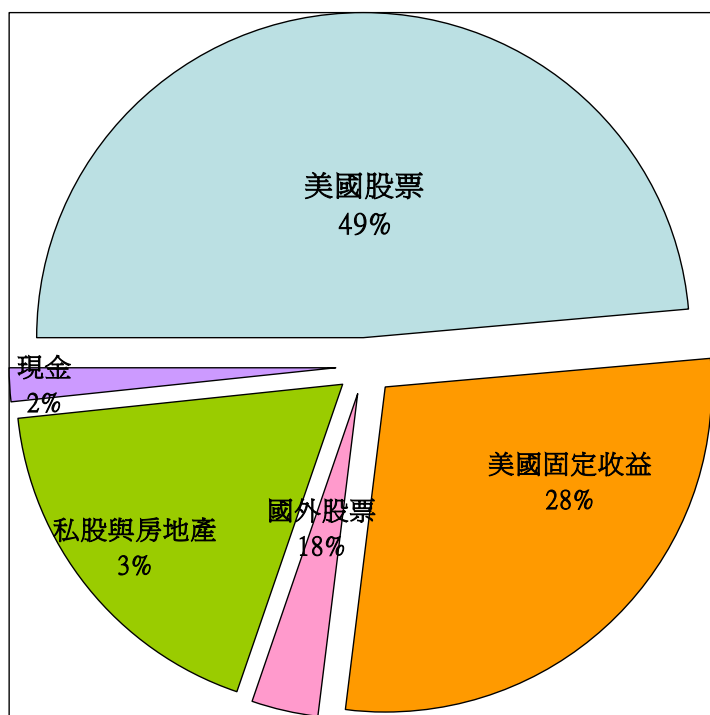
類別 項目	一般市政府員工退休基金	教師退休基金	警察人員退休基金	消防人員退休基金	教育委員會退休基金
美國股票	41%	43%	42%	44%	45%
非美國股票	15%	16%	16%	13%	17%
新興市場股票	3%	—	4%	4%	4%
私人股票	5%	4%	5%	3%	4%
房地產	6%	3%	3%	3%	—
其他商品	22%	24%	23%	24%	22%
高收益債券	5%	6%	4%	6%	5%
總計	100%	100%	100%	100%	100%

3 · 目前整體實際資產配置情形如下：

2005/6/30

附表十七

單位：美金



美國股票	427.43 億
美國固定收益	24.944 億
國外股票	158.14 億
私人股票與房地產	30.88 億
現金	14.4 億
合計	88,063 億

4．委託經營管理模式之概述

如前述，紐約市政府退休基金全部採取委外操作之方式管理。

針對委外機構的部分，其管理重點如后：

- 〈1〉訂定審慎評估及嚴謹的遴選過程，在評估過程中，委外機構需提供完整的經營計畫書，並應確實瞭解該基金所欲賦予之期望報酬（近年以 8% 為期望報酬）與投資限制（原則上不會給予過多限制，依每年資產配置狀況而定）。
- 〈2〉選擇基金經理人時，除了參考過去的績效之外，基金管理機構內部控管風險的機制、以及團隊陣容、公司規模與信譽、穩定的績效表現等因素，亦是遴選的重點之一。不過，據其表示，事實上這五個基金常會使用表現良好、管理績效佳的同一基金經理人管理資產，如此可達經濟效益，亦不失增進經營績效之目的。
- 〈3〉過去的委外合約，多訂定一定的委託期限；但近年來稍改變方式，凡表現優異者，原則上其委託期限並不固定或單一，是較具彈性的。
- 〈4〉在股票操作上，有主動投資也有被動投資，不過有朝向主動投資之趨勢。
- 〈5〉原則上每月評估績效表現，但基本報表自每日至年度報表為基

本資訊揭露工作。

五、舊金山市政府機關員工退休基金（The San Francisco Employee's Retirement System）

（一）簡介

舊金山市政府機關員工退休基金(The San Francisco Employee's Retirement System)始於 1932 年，由設立之舊金山管理委員會管理之。這個退休基金會員超過 50,000 個會員，包括舊金山市政府機關的消防隊員、警察及其他受僱者等，由管理委員會相關幕僚人負責舊金山市政府相關機關的兩個確定給付制退休計畫，包括 IRS & 457 計畫，並提供參加者(會員)退休、失能及死亡給付給付項目。其設立目的即希望安全、謹慎的投資運用退休基金，提供五萬多名舊金山市政府機關員工殘障、死亡及退休確定給付所需資金。

（二）基金規模概況

截至 2005 年 8 月底止，基金規模以市價計算為 131.62 億美元；過去十年來的基金收益率為 10.27%。

（三）資產配置

SFERS 根據本身資產負債情況，對每一資產類別之報酬、風險預估值及本身風險忍受度，擬定最佳化的資產配置區間，並視市場變化彈性調整。依經驗長期基金報酬之良窳約有八成五取決於資產配置因素，SFERS 資產配置詳如下：

附表十八

<i>Allocation</i> <i>Policies</i>	實際比重	目標比重	偏離度 (%)
美國股票	33	31	27-35
全球股票	17	15	12-18
固定收益	31	30	26-34
房地產	8	12	9-15
他類產品	10	12	9-15

2005 年第二季之投資運用執行情形：

附表十九

資產類別	實際計畫		目標策略		配置效能			
	比重	報酬	比重	報酬	資產配置	主動管理	內部區間效能	總計
美國股票	32.57%	2.42%	31.00%	2.24%	0.04%	0.06%	0.00%	0.09%
全球股票	16.94%	0.45%	15.00%	-0.24%	0.00%	0.12%	0.00%	0.11%
美國債券	22.20%	3.19%	21.00%	3.10%	0.04%	0.02%	0.00%	0.06%
全球債券	8.36%	3.92%	9.00%	3.10%	-0.02%	0.07%	0.00%	0.05%
他類	10.40%	8.41%	12.00%	2.61%	-0.04%	0.60%	0.00%	0.56%
房地產	8.37%	2.46%	12.00%	3.51%	-0.13%	-0.09%	0.00%	-0.22%
現金	1.17%	0.80%	0.00%	0.74%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%
Totals	100%	2.97%	100%	2.34%	-0.11%	0.78%	0.00%	0.67%

2005 年第二季各項投資標的績效與目標報酬率比較圖如下：

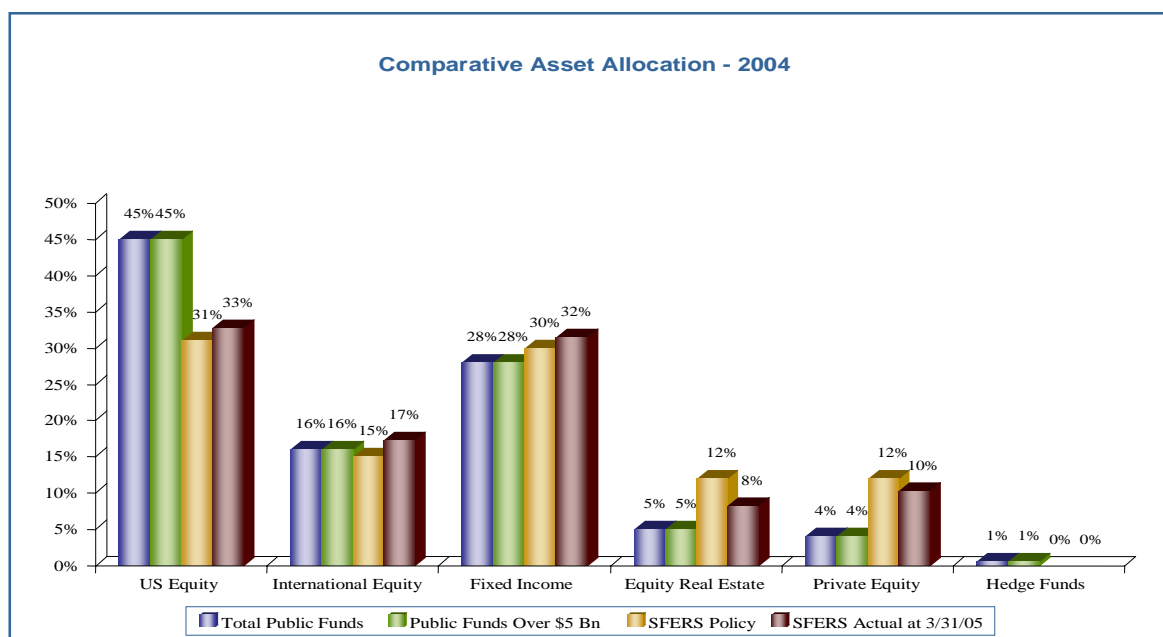
附表二十

投資績效	是否 達成	% 績效	% 目標報酬	% 差異率
美國股票				
1. 一年	No	7.9	8.1	-0.2
2. 三年	No	8.8	9.5	-0.7
3. 五年	Yes	-0.8	-1.4	0.6
國外股票				
1. 一年	Yes	17.9	16.5	1.4
2. 三年	Yes	14.6	13.6	1.0
3. 五年	No	-0.6	0.4	-1.0
美國債券				

1. 一年	Yes	9.1	7.4	1.7
2. 三年	Yes	9.1	6.6	2.5
3. 五年	Yes	9.2	7.6	1.6
全球債券				
1. 一年	Yes	15.1	8.2	6.9
2. 三年	Yes	12.0	5.7	6.3
3. 五年	Yes	10.2	5.7	4.5
房地產				
1. 三年	No	10.1	10.7	-0.7
2. 五年	No	9.4	10.1	-0.7
選擇權				
1. 五年	No	-1.1	3.6	-4.8
2. 十年	Yes	17.7	15.9	1.8

與其他公共退休基金比較之資產配置概況：

附表二十一



(四) 資金運用方式

- 總資產的兩成自行管理運用，投資項目包括美國債券美國股票。
- 總資產的八成委託外部資產管理公司運用，投資項目包含全球（含

美國)固定收益商品、全球(含美國)股票、不動產和積極投資(含創投資金 Venture capital 及合夥企業 Partnerships)

(五) 委託經營業務

SFERS 將近八成資產採委託經營方式管理，概述如下：

1. 委託資產規模視其所屬資產類別彈性訂定，有三至四千萬美元，也有一至四億美元。
2. 遴選基金經理人所考量的基本因素：基金公司信譽、投資理念執行度及投資團隊穩定性，以期能為基金獲得穩定報酬。聘用顧問公司研擬資產配置、投資政策、遴選條件送管理委員會核准後，才會公開投資建議請求書。和顧問公司研商經理人名單，挑選適合者，作成建議給管理委員會。
2. 根據資產配置結果，選擇各領域專精經理人委託經營。
3. 遴選基金經理人時，會要求業者提建議書，將經理人名單範圍縮小，一切程序公開透明。
4. 若遴選時即知道存在利益者，不予錄用。選定經理人後，會給投資指導方針 (Investment guideline)，內容包含績效衡量指標 (Benchmark)、要求報酬 (Return)、追蹤誤差 (Tracking error)、限制 (Limitation)；以便基金管理者及保管銀行監控基金經理人是否照規定執行。
5. SFERS 認為不動產 (Real estate) 和私人股票 (Private stock) 較易存在利益衝突，故委託經營此類資產會連結績效管理費，以降低利益衝突可能性。其他資產例如股票，操作績效佳視為理所當然，

故不給績效管理費。

- 6 · 經理人每季報告一次，每年到 SFERS 簡報一次。
- 7 · 將所有投資指導方針輸進監控系統，監管基金經理人是否依投資方針執行，若基金經理人超過投資方針範圍，管理人即向委員會報告，若投資方針不合時宜，委員會即予修改。
- 8 · 委託經營不設定經理人之終止期限，基金經理人績效不佳者，可立即解任，另績效良好的基金經理人，則可一直做下去，目前有續任 15 至 20 年的基金經理人。若經理人績效不佳，先列入觀察名單中，經由與經理人聯繫，聽取其解釋給予改進機會，持續追蹤，如對該基金經理人失去信心，則予解約。

六、紐約人壽保險公司（New York Life Insurance Company）之資產管理

（一）紐約人壽保險公司集團之架構

美國紐約人壽保險公司（New York Life Insurance Company）自 1845 年成立，迄今已 160 年餘，為全球最早且最大保險公司之一，目前為美國最大的相互保險公司（mutual life insurance company），信用評等等級為 Standard & Poor's AA+/Moody's Aa1。

紐約人壽公司旗下關係企業包括紐約人壽保險公司（Insurance）、紐約人壽投資管理公司（Investment Management LLC）以及國際紐約人壽公司（International）。

紐約人壽公司旗下之紐約人壽保險公司（Insurance）之規模資產截至 2004 年底約為 1,142 億美金（約 3.7 兆台幣）；而紐約人壽投資管理公司（Investment Management LLC）之資產管理規模約為 1,978 億美金（約 6.3 兆台幣），其主要之服務對象即為所屬紐約人壽保險公司（Insurance），另亦包含其他法人或個別客戶。

（二）紐約人壽投資管理公司資產管理之投資風格

紐約人壽投資管理公司（Investment Management LLC）屬全球性資產管理機構，在 1845 年紐約人壽保險公司（Insurance）成立後，於 1980 年成立，起初為該公司的一個資金管理部門，後來管理之資金規模日漸茁壯，最後於 2000 年另成立一獨立子公司，管理的基金規模截至 2004 年底超過 1,978 億美元，主要為證券尤為固定收益的投資，投資風格以客戶服務為導向，以降低投資風險和獲取顧客最大

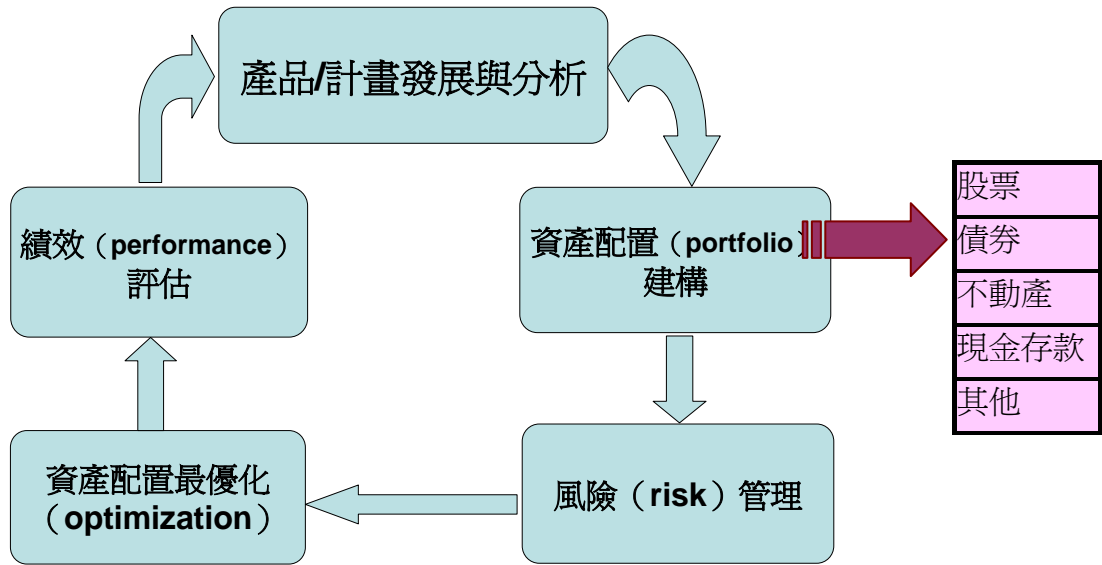
獲利的穩健式投資為原則；採取動態(dynamci)式的投資流程，重視個別公司基本面的研究，選股、風險管理皆按投資商品之不同而細分由不同基金經理人執行，以達專業管理之目的；其投資係由股票之價格相對上漲潛力進行評估，並透過投資專家與分析師採用嚴謹的價值分析法，評估各家公司的價值以及可產生的流動資金，篩選並分類出不同型態之投資組合，如圖。

附表二十二

分類 規模	價值	核心	成長
大型	大型價值股	大型增值股	大型成長股
中型	中型價值股	中型核心股	中型成長股
小型	小型價值股	小型核心股	小型成長股

(三) 紐約人壽投資管理公司資產管理流程： 附表二十三

紐約人壽資產管理流程



說明：

1. 產品/計畫發展與分析

瞭解以下相關因素，例如：

- (1) 顧客風險忍受度、接受的風險型態。
- (2) 顧客資金流動性需求、投資期間。
- (3) 顧客投資政策與期望的最低報酬。
- (4) 員工年齡分佈概況。

2. 資產配置 (portfolio) 建構：

- (1) 瞭解顧客所要求及政府規定的投資限制。
- (2) 將客戶承受的風險逐一分類。
- (3) 結合風險及退休金負債進行資產配置。
- (4) 以分散的投資組合選擇投資商品。

3. 風險管理

- (1) 顧客的風險承受度－瞭解顧客的風險承受極限。

- (2)顧客投資期間－顧客退休金計劃的存續期間。
- (3)顧客能忍受的風險類型－每個顧客對風險的偏好都不一樣，須先確認顧客能接受的風險型態。

4. 資產配置最優化 (optimization)

- (1)運用退休金風險管理工具，透過精算瞭解顧客退休金可用資產相較負債是剩餘或不足。
- (2)資產配置的現金流量要能隨時滿足任何時期退休金需求，如果可用資產不足時，需做動態調整；若有剩餘的資金，則部分在可接受的風險值下，投入較高風險的商品以獲取超額利潤。

5. 績效 (performance) 評估

- (1)投資項目個別績效歸類和檢討。
- (2)一般用市場 benchmark 以及和同業比較為基礎指標。
- (3)視績效狀況，適時調整資產配置投資項目比重。

七、大聯資產管理公司 (Alliance Capital Management Corporation) 與 AXA Financial, Inc. 之資產管理

(一) 大聯集團之架構

Alliance Capital Management Corporation 公司於 1971 年 1 月 17 日成立，並在美國證券管理委員會 (SEC) 登記為獨立的投資顧問。1985 年，The Equitable Life Assurance Society of the United States (“AXA Financial”) 公司收購 DLJ 公司與 Alliance Capital 公司。2000 年 10 月 2 日，Alliance Capital Management L.P. 公司收購 Sanford C. Bernstein & Co., Inc. 公司。Sanford C. Bernstein & Co., Inc. 公司於 1967 年成立，提供私人與機構投資者投資研究和管理資產服務。

AXA Financial, Inc. (“AXA Financial”) 公司的間接附屬子公司 Alliance Capital Management Corporation (“ACMC”) 公司為 Alliance Capital Management Holding L.P. (“Alliance Holding”) 公司與 Alliance Capital Management L.P. (“Alliance Capital” 或 the “Operating Partnership”) 公司的普通合夥人。AXA Financial 公司為 AXA 公司的間接全資擁有附屬子公司，而 AXA (“AXA”) 乃一家包括多家國際保險及相關金融服務公司的控股公司，所屬保險公司為美國最大保險公司。Alliance Capital 公司根據 1940 年投資顧問法案 (“Investment Advisers Act”) 登記為投資顧問。

截至 2005 年 03 月 31 日，大聯旗下總管理資產為 5,330 億美元(約新台幣 17 兆)，法人機構資產占百分之 50 以上。公司員工超過 4,100 人，投資專家超過 560 位，在全球 36 個城市和 19 個國家設有辦事處據點，美國 50 州的州政府當中，有 43 家的州政府委托大聯資產管理公司為其管理資產。

(二)投資原則：

該公司投入相當的資源，提供投資組合經理單位最高品性的基本及計量研究報告。大聯資產管理公司僅從事投資管理，並無如投資銀行等其他業務。

該公司之資產管理相信市場效率隨時變動，為維持穩定報酬，其研究分散各個不同領域；並仰賴廣泛的資訊來源，而非單一工具。

1. 資產管理之投資原則主要是透過下列四項原素：
2. 國家/殖利率曲線選擇：投資組合之總體存續期間維持相對於指標中立的原則 ($\pm 10\%$)，利用經濟及計量研究來預測各區域、國家之相關利率走勢以及各國家之間的利率期間架構 (Term Structure)。
3. 領域配置：結合專業的基本及計量研究團隊，尋求在適度風險內的最高報酬，通常非政府部分（如：企業、房貸、資產擔保等）

能提供最多機會。在投資政策允許之下儘可能使用高信用及房貸相關債券來提升報酬。

4. 產業/新發行選擇：利用正確具深度的信用分析，投資在信用改善的產業及發行商的債券，或是風險調整後的預期報酬提供相對價值之債券。

(三) 經營理念與管理制度

投資程式始於投資策略委員會，由 1 2 人組成，包括各部門資深人員，負責提供三到六個月的各債券類別及大盤分析。每月的委員會利用公司研究人員及投資管理團隊的研究、分析及專長，提出關於經濟基本麵包括利率走勢及殖利率曲線及波動性預測。

(四) 投資策略與基本方針

主要決策要素：

1. 國家/ 殖利率曲線配置

其計量及經濟研究團隊，結合計量及特有的計量經濟模式，持續預測六個月的殖利率走勢及十七個已開發市場的相對避險後報酬。各種不同經濟情況隨時提供給投資經理人參考。根據這些預測及風險剖析，全球投資經理人可以正確的預測各市場殖利率走勢。即使在國別上的加減碼或有發生，整體的投資組合差異維持與指標 10 % 以內。

2. 債券類別選擇

長期而言，策略性加碼較高收益率的類別，如投資等級公司債及房貸相關債券。根據不同類股的期望風險調整後報酬在各類別中進行戰略性調整。而此一調整是綜合由上而下的計量經濟模式，加上主管之專業投資組合經理團隊的判斷所成。

3. 產業/新發行選擇

選擇產業及新發行債券之主要依據，來自於全球信用分析師，及架構性資產團隊在房貸相關及資產擔保的研究。透過獨立、精確、由下而上的分析，並且著重發行商的償債能力及意願，分析師列出特定發行商的推薦等級，分為買/賣/持有三級。內部所研發出的固定收益評比模（Fixed Income Rating Model）可協助分析師之研究，此模型依據公開財務資訊預測評比，並提供所有分析師一個客觀的分析起始點，幫助確保各分析師推薦基楚的一致性。在評估房貸相關及資產擔保等負債時，信用分析考量預先償還之預測 (prepayment forecasts)及交易架構分析，以決定新發行產品是否具吸引力。根據這些研究推薦，協助評估債券昂貴或便宜的計量模型以及市場上有的交易機會，投資經理人訂定產業分佈比重並選出個別証券，同時維持適度之分散。

4. 貨幣

貨幣獨立決策模式單獨管理。計量及經濟研究團隊，依據基本面及技術面原素，推薦各幣別的部位。基本面原素包含經濟學家的景氣及政策觀點，經濟價值及購買力。技術面原素評量各市場中的不均衡狀態以及相關功能。全球投資團隊根據上述推薦調整貨幣部位。

5.買進/ 賣出

証券交易包含不同的原素。通常証券是依據下列情境而買進：

- 整體產業評估變動，使某一特定股極具吸引力。
- 個股的產業或信用穩定/ 改善中。
- 個股的信用評等/ 預先償還性質改變，使其更具吸引力。
- 特定証券的殖利率差價擴大，足以讓其領先市場。
- 個別証券的資產增值。

通常証券是依據下列情境而賣出：

- 整體產業評估變動，使某一特定股不具吸引力。
- 個別証券的產業/ 信用不具吸引力。
- 個別証券的信用可靠度/ 預先償還性質改變。
- 個別証券的資產價值尚可，但有股價更低且特質相當的其他証券可予取代。
- 個別証券的信用評等低於B-。

- 在評估購買較流通類股時（國庫券、代理商發行、房貸擔保證券、資產擔保證券、商用房貸擔保證券），交易成本較低，持有時間約 1 – 3 個月。稍高交易成本，像投資等級公司債，持有時間通常約 3 – 9 個月。而高收益債券交易成本最高，持有時間為數年。

6.資訊來源與分析預測

通常研究（含基礎及計量兩模式）專注在公開資訊的處理程式。投資組合的管理過程全有賴於研究團隊之研究成果。亦級，從賣方角度和評比機構的研究結果來評估共識想法，並判斷何種結果會被市場所吸收並反映。同時接受由上往下和下往上的投資評估報告。然而基於巨視總體經濟角度，該公司的經濟面主要是由上至下訂定的。反觀，信用的考量卻是由下而上。其結果是：其國家/殖利率曲線和貨幣的決策，主要由上而下的研究而定，但証券選擇過程則是由下而上。類股和產業別的選定則是透過由上而下和由下而上之研究交互參考而來。

（五）投資決策程式與運作模式

1.投資決策以團隊共識為基礎，包括：

（1）研究團隊擁有數十位分析師，包括下列主要團隊：

★信用分析師，依產業別組成，包括投資等級及全球高收益債券發行

公司

★架構型資產分析師，包括與債款、資產相關的發行債券

★經濟分析師，包括已開發國家及新興市場

★數量統計分析師，提供投資組合分析，由最佳化表現到績效歸因
(Performance Attribution)

(2) 區域專家—位於主要市場如北美、歐洲、亞洲、澳洲(JV)、非洲
(JV)的投資組合經理人。

(3) 部門專家—專注研究特定項目部門的投資組合經理人(投資等級
企業、高收益企業、抵押擔保債券、資產擔保證券、新興市場、
地方政府債券、貨幣市場)。

2.藉由主題討論及定量分析工具，詮釋以上三個團隊收集得來的數據
與分析。每天都會舉行一場視訊會議，聯合全球各地的專業人士
，討論市場發展及研究或投資組合經理人意見上的變化。研究結
果同時以口頭及書面模式傳遞—書面的存在網站主機中，方便世
界各地的人存取，並使用定量分析工具將基本研究成果轉化為最
理想的投資策略。

3.全球投資組合經理人透過直接網路連線、電子郵件及Bloomberg電
視頻道，每日密切頻繁互動。每周一次，全球團隊會與經濟、定
量、全球信用分析師們，討論最新發現、檢討使用的模型、並提

供意見回饋。全球投資組合管理團隊(會以電傳視訊聯絡紐約、倫敦、東京)，根據研究成果每周進行一次投資組合策略分析研討會。

4.最終，所有投資決定，都由全球團隊負責。通常大部分交易是由全球投資組合經理人同時進行。有時，買賣決定及交易可以授權部門專家進行，但仍需由全球投資組合經理人負責，以確定所有持有股份跟全球團隊的策略、客戶的特定需求及風險承受度並行不悖。

(六) 風險管理

1.任何特定投資策略所冒的風險，跟長期及短期機會的預期價值有關。因此，假如是明顯對信用敏感的全球公司債全權委托，相對於投資指標，最重要的風險是與產業及新發行証券的選擇有關，這包括與投資有關的信用風險。

2.常會在投資信評中等級較低的範圍內找尋目標，所以投資組合的信用風險也通常會較指標為高。在謹慎求取投資組合多項化的同時，也不可能如李曼債券綜合指數建議持有那么多債券，信用會更集中，次級的風險則會跟利率、殖利率、貨幣風險有關。

3.在正常市場情況下偏好流動性佳之証券，並跟隨市場變化情形調整投資腳步。在流動資金減少時期，採較長線的投資策略，將預期

收益的門檻調高。

- 4.使用專屬的線上風險管理系統，以監控日常投資組合的追蹤偏誤。這個系統會紀錄全球債券商品的收益曲線、貨幣、部門及產業風險。這個系統是動態的，能讓投資組合經理人思考額外風險，或以不同角度看待風險。為了能將各種風險間潛在相關的變化原素加以考量，也會進行情境類比分析。
- 5.此外，各種追蹤偏誤及風險評估報告，每天都會送到所有投資組合經理人手中，方便比較各投資帳戶間的外部風險。這些報告由資深主管定期監控。
- 6.至於單一証券的風險管理及產業風險評估，相當倚重信用分析師深入的研究。由分析師提供的賣出建議，與他們所提買進及持有的建議同樣重要。

八、摩根大通託管銀行(J.P. Mogan Chase Bank)與摩根大通資產管理公司(J.P. Mogan Asset Management Comoany)

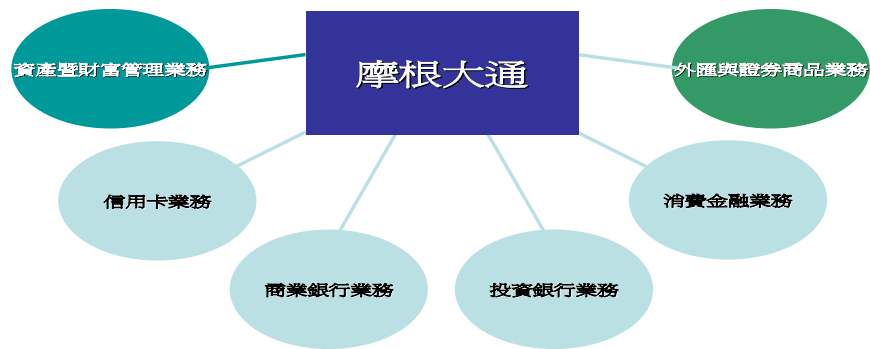
(一) 摩根大通集團架構

摩根大通集團於十九世紀發跡，有近兩百年之投資經驗，為全球最大之金融服務集團。

摩根大通集團始於 1838 年成立商人銀行，之後於 1942 年公開發行上市並於紐約證交所掛牌，接著於 1982 年大幅擴展，於 1877 年美商大通銀行成立，1960 年成為全球性金融集團，1987 年進軍共同基金業務，2000 年併購 Robert Fleming Holdings，2001 年美商大通與 J.P. Morgan 合併成立摩根大通，2004 年摩根大通與美一銀行合併。

附表二十四

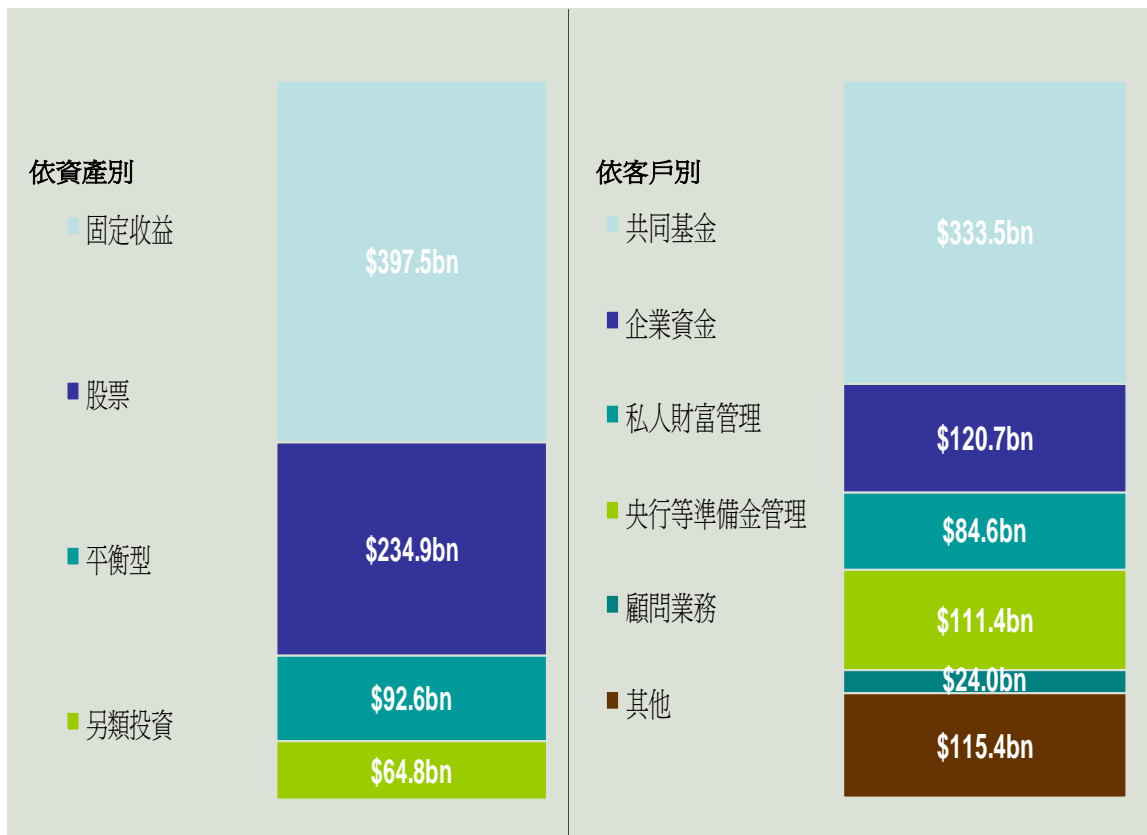
摩根大通銀行與資產管理公司皆隸屬於摩根大通金融集團旗下：



(二) 資產管理規模與概況

JP Morgan 資產管理全球資產規模逾 8,000 億美元(約 25.6 兆台幣)，為全球前五大主動資產管理公司(Active asset managers)，全球機構法人客戶逾 3,000 位，個人投資人數逾 220 萬人。

(三) 所提供資產管理之解決方案：如附表二十五



資料日期: 2005/03/31

(四) 資產管理之投資哲學

1. 基本原則：

- ◆ 投資組合之建立建構於團隊研判 (Team-based decision-making)
- ◆ 雙經理制共同負責單一投資組合 (Co-manager)
- ◆ 研究團隊緊密配合並傳承經驗 (All senior positions shadowed by juniors)
- ◆ 系統化 (Systematic) 並紀律式 (Disciplined) 之選股流程
- ◆ 結合計量分析 (Quantitative analysis) 與經理團隊之主動管理模

式(Active management qualitative insights)

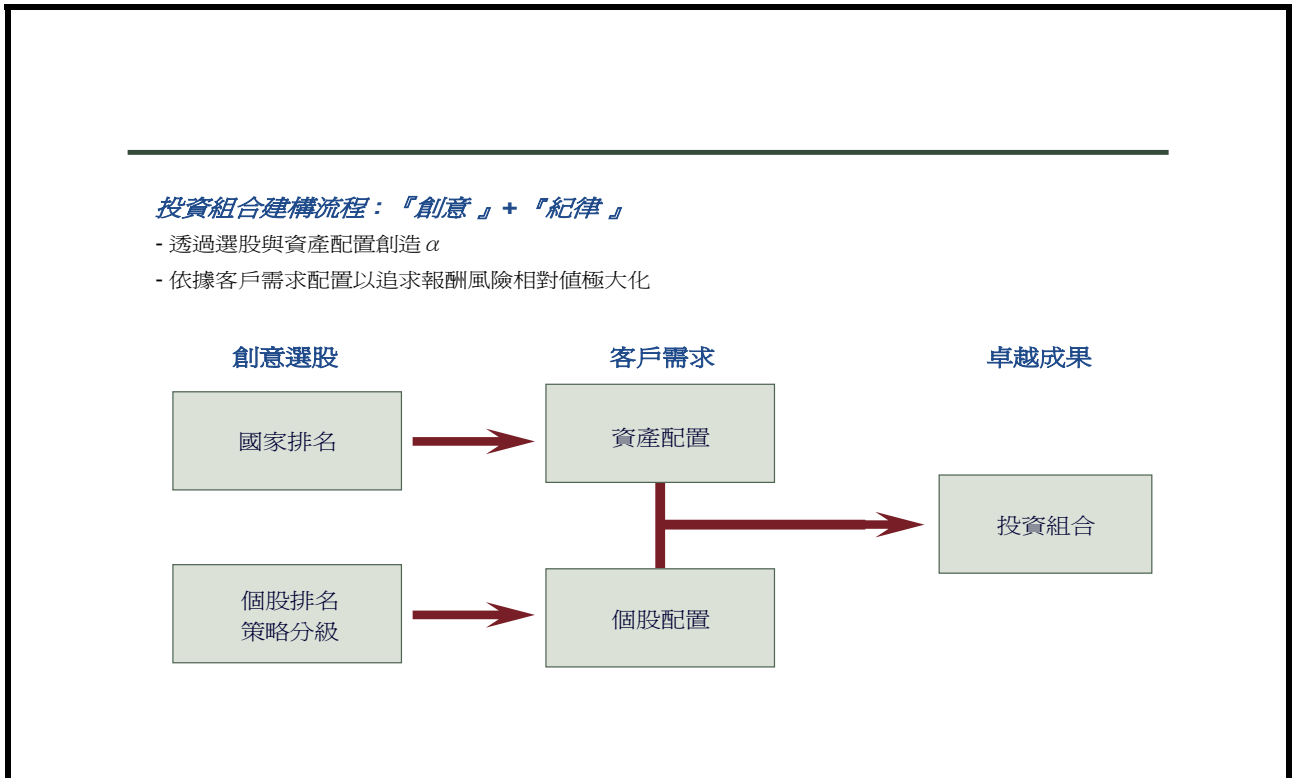
2 · 歐美股票研究團隊之選股模型

附表二十六

基本面研究流程 Fundamental Research process	行為投資學選股模型 Behavioural Finance process	選股研究流程 Stock Research process
<ul style="list-style-type: none">▶ 全球一致適用▶ 依據集團獨創自有之基本面分析▶ 從同業針對投資標的之異常評價深掘獲利機會▶ 著重盈餘預估與現金流量	<ul style="list-style-type: none">▶ 一致之流程於部份市場適用▶ 依據市場分析師之研究共識▶ 從人類心理與行為導致股票投資標的成長面與價值面之變異深掘獲利機會▶ 著重投資風格特性 (價格趨勢, 股價動能, 企業價值)	<ul style="list-style-type: none">▶ 針對個別市場開發之選股研究流程▶ 依據集團獨創與外部研究之分析並重▶ 從個別市場之無效率性深掘獲利機會▶ 著重於個股特性

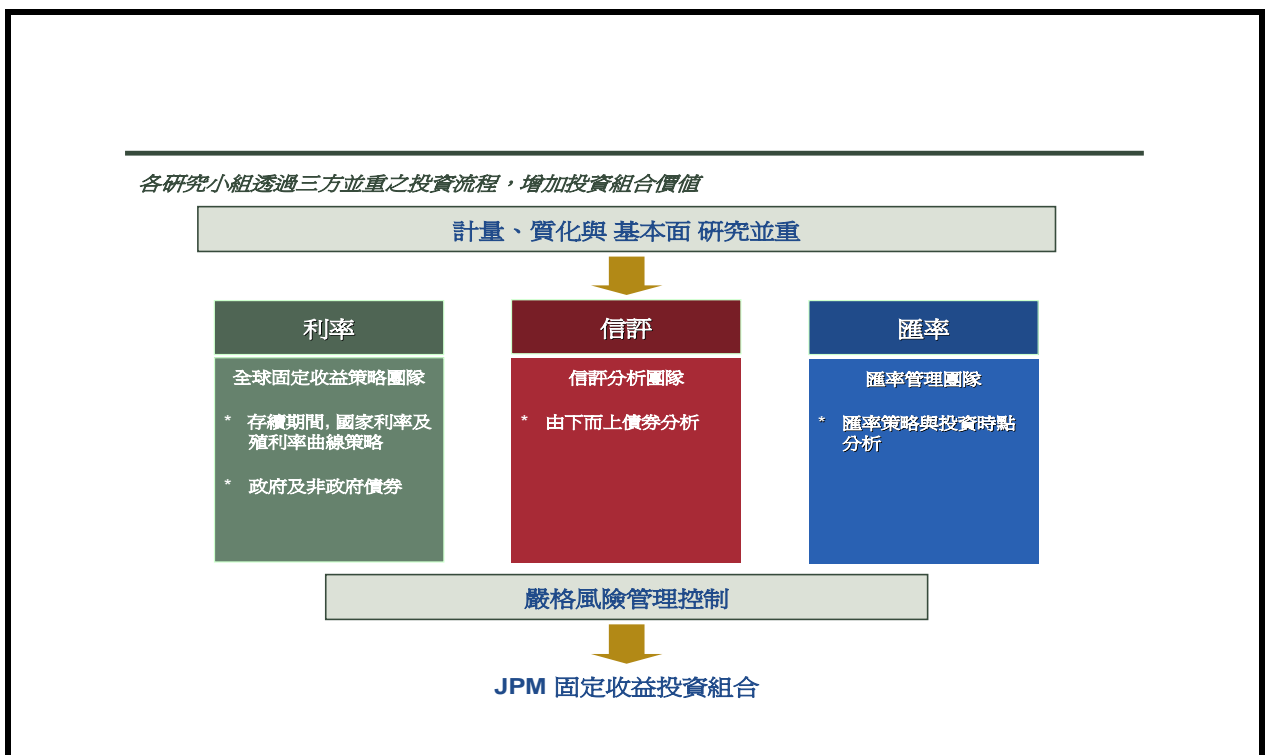
3. 亞洲股票研究選股流程

附表二十七



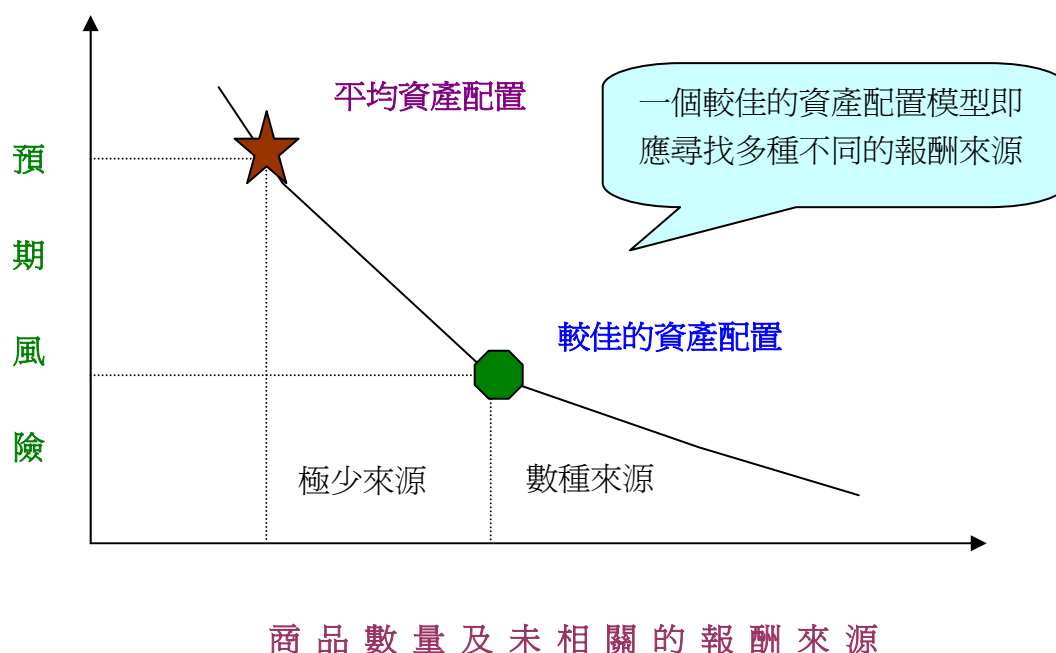
4. 固定收益研究團隊三方並重之投資流程

附表二十八



5. 投資目標：在最小投資風險下追求超額報酬極大化

附表二十九



(五) 摩根大通銀行之概況

摩根大通於 1974 年創先發展保管業務，為全球具領導地位之保管銀行，提供投資服務包括共同基金，投資經理，退休基金，保險公司及銀行等，是全球最大的美元清算行，其資產規模達 1,247 億美元（約 4 兆台幣），其管理之信託及保管資產達 10.2 兆美元（約 300 兆台幣）。

(六) 全球保管銀行之角色

全權委托投資業務系投資人將資產委托投信、投顧業者依雙方約定條件等進行証券投資，而全權委托之資產運用與保管系採分離製，受托資產須由投資人自行指定保管機構負責管理並代理投資人辦

理証券投資之開戶買賣、買賣交割或帳戶處理等事宜，以確保投資人權益，而保管銀行興起之緣由，與共同基金發展有關，主要目的系為保障投資人之資產安全。

退休基金於進行海外多國市場投資時，必須使用全球保管機構服務（Global Custodian），以結合多個不同資金經理人之操作，並使跨國界之投資及保管得以順利進行。全球保管機構則係透過在各投資所在國之次保管機構（sub-custodian）共同提供保管服務，這些次保管機構可以是其分行或當地合法之保管機構。

近幾年來國內有許多機構投資人（泰半為壽險公司）已進行相當金額之國外投資，該等機構或以自行直接匯款模式投資，或經由信托銀行以信托資金模式投資，為資產保管需要，已有使用全球保管機構之經驗，至國內政府基金則以公教人員退休撫恤基金（以下簡稱退撫基金）為首，其他如郵政儲金，亦有使用全球保管銀行託管之經驗。

目前國內四大基金中，除勞工退休基金原即依法交由中央信托局收支、「保管」及運用外，其餘各基金系自民國九十年起，於陸續將部分資產委由証券投資信托公司以全權委托投資模式運用時，方另行委任保管機構保管資產。未來隨著退休基金資產管理之專業化、運用模式之增加及海外投資之納入、勞退新制基金實施運作，保管機構之角色將益形重要。

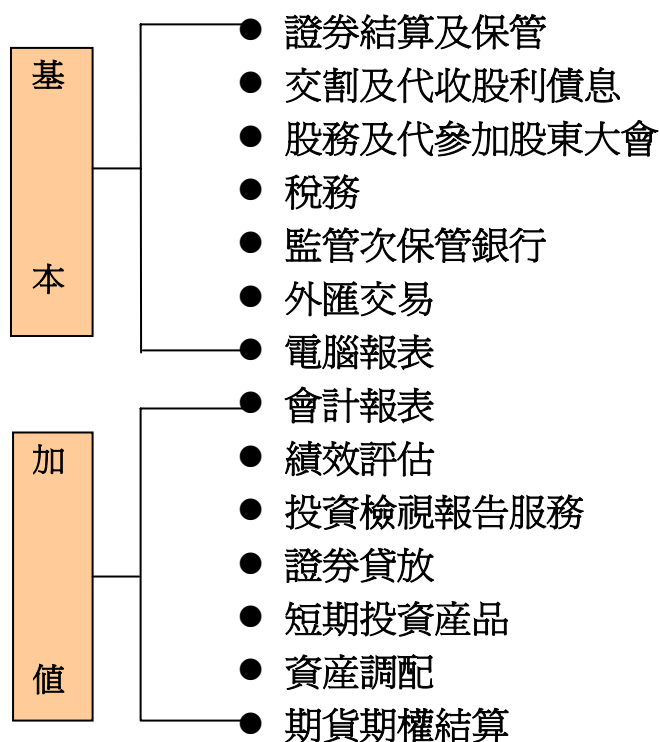
國內外退休基金在管理上均會選定保管機構或信托機構為其持有及保管資產。保管機構之主要工作在提供資產保管、買賣交割、收

益領取、過戶登記及報表等服務，由於多半均由銀行擔任，因此又常稱為保管銀行。退休基金關乎眾多受益人之權益，必須確保資產安全，因此選擇可靠的保管機構即為重要工作項目之一。

在過去，保管銀行業務只是定位在簡單的會計報表處理與揭示，如交易服務（Trade Services）與股務(Corporate Actions)、收益處理與對帳（Reconciliation）等；但隨著金融市場的多元化與競爭，保管業務有越來越多元化與增值服務的趨勢，服務項目擴展至風險管理(Risk Management)、服務規劃(Service Delivery Planning) 與財務控制(Financial Controls)等。

（六）全球保管銀行之主要服務項目

目前全球化的保管人(Global Custodian)主要服務項目有基本與增值服務：



上述所謂之附加服務係指全球保管機構基於爭取業務考量，依個別客戶需要所提供之額外服務項目，一般又稱為增值服務，主要在為跨國投資提供精確之會計、報表、外匯及市場資訊服務；協助投資決策分析、增加收益及降低成本，並監督投資運用風險等，但須另增加給付費用。

其中有關增加收益之服務方面，最常見的即是現金管理，由於通常投資組合內會有現金以保持流動性，因此保管銀行可以提供短期投資之服務，運用於短期貨幣市場金融工具或存放於隔夜存款（Overnight Deposit）。所獲取之收益可以併入基金資產，或者是用以抵繳保管費用。

有價證券借貸為另一種亦被廣為利用之服務，有價證券借貸系指，將所交付保管之有價證券借予當地金融市場之需要者，以增加投資組合運用收益。使用此項服務前，應先與保管機構簽訂契約，授權其代表進行借貸作業，在特別約定下，保管機構亦可以承諾保證出借人免於損失之風險。保管機構一般會經周詳之徵信，選定可靠之機構投資人或証券商等次級市場參與者，簽訂借貸契約後，將所保管之有價證券借出，並收取足夠之擔保品（collateral）。

通常借出之有價證券標的包括二大類：公司股票及公司債，或是政府發行之固定收益債券；而所謂之擔保品則可為現金或變現性高之有價證券，如國庫券或政府債券。

有價證券借貸之收益，於以現金提供擔保時，一般係以運用投資收益減去退回借券人部分（Rebate Rate）計算；於以有價證券為擔

保時，系以借券費用（Fee）之模式計算，而其費用之高低需視市場需求而定，越熱門的証券可以收取越高之費用，而越有經驗之出借代理人（lending Agent），越能洞悉市場機會，爭取較高收益。該等收益由出借人與出借代理人按比例分發，一般出借人約可獲得六成。

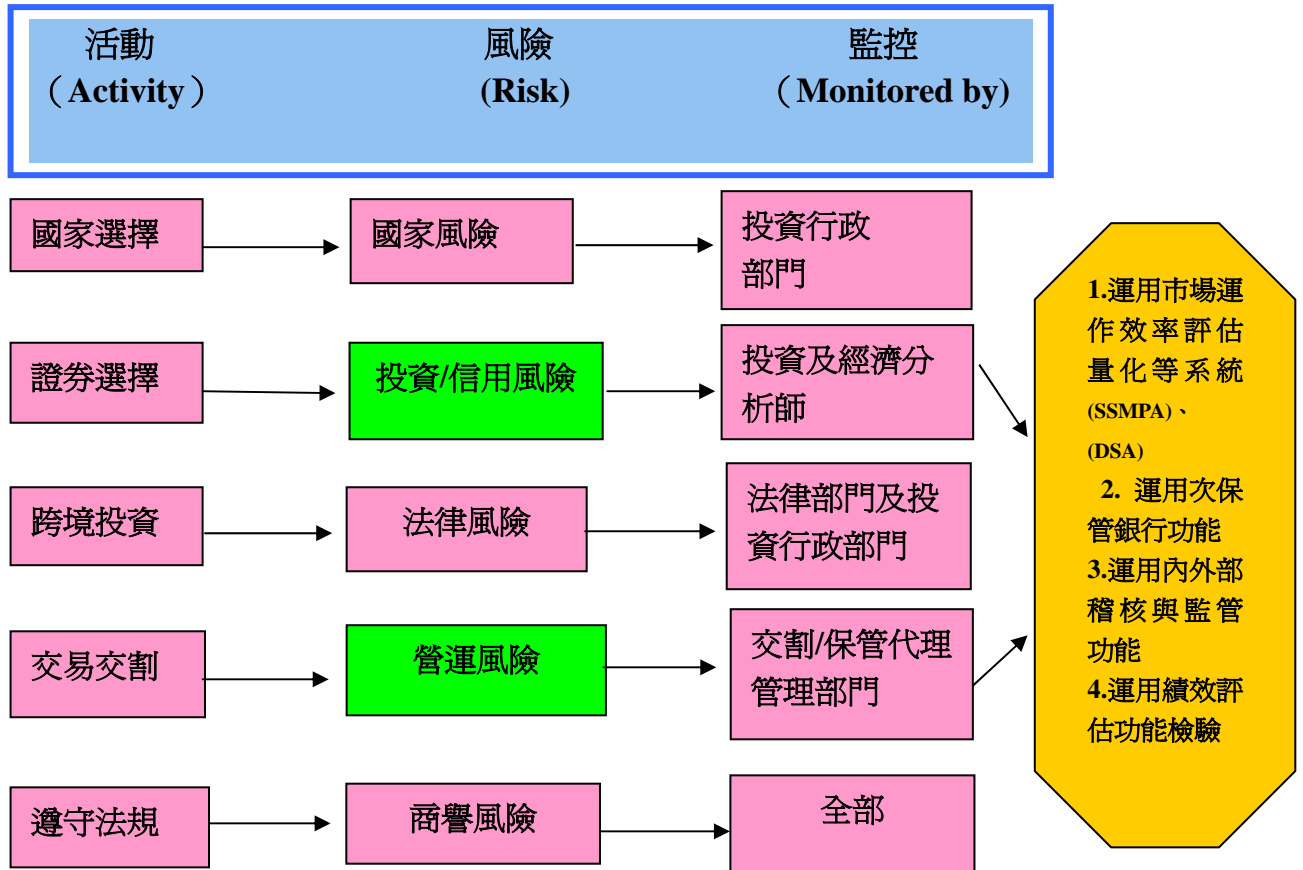
(七)如何運用保管銀行之風險控管：

首先，將一般投資上的風險概分為以下類型，如：

- ◆ 國家風險(政治/經濟) (Country)。
- ◆ 投資風險(Investment)。
- ◆ 交易對手/信用風險(counterparty/credit)。
- ◆ 營運/交割風險(Operational/Settlement)。
- ◆ 主管機關之監管制度 (Regulatory)。
- ◆ 商譽(Reputational)。
- ◆ 外匯交易之匯率風險 (Foreign exchange)

接著，依據不同的風險類型有不同的監控方式：

附表三十



總之，全球保管機構之服務項目繁多，除於收益增加與成本降低上之助益外，於保管資產資訊及各項資產之風險評估上，尤其可發揮效率。知名之保管機構均會自行開發系統，甚且可以經由網際網路便利使用，使客戶端可以及時取得保管資產動態資訊；其所按日、月、季、半年、一年所提供之各種報表可謂巨細靡遺，對管理退休基金資產管理與績效評核、監控等極有幫助。

九、富達投資集團 (Fidelity Investments) 退休基金計畫之資產管理

(一) 集團特色

富達投資集團 (Fidelity Investments) 於 1946 年成立於美國波士頓，具有超逾半世紀的資金管理經驗，營業單位遍佈歐美及亞太地區。如前所述，美國的 401K 退休金儲蓄計畫在近 20 年來發展非常迅速，在私部門已為主流，而富達投資集團目前全球管理資產近 1.182 兆美元（超過新台幣 33 兆），其中有 6,100 億美元（約新台幣 20 兆）在確定提撥制之資產管理，其餘為共同基金之市場資產管理，管理之退休基金法人數約一萬多個，是全美最大的退休基金管理機構，亦為全世界最大的專業共同基金經理公司之一。

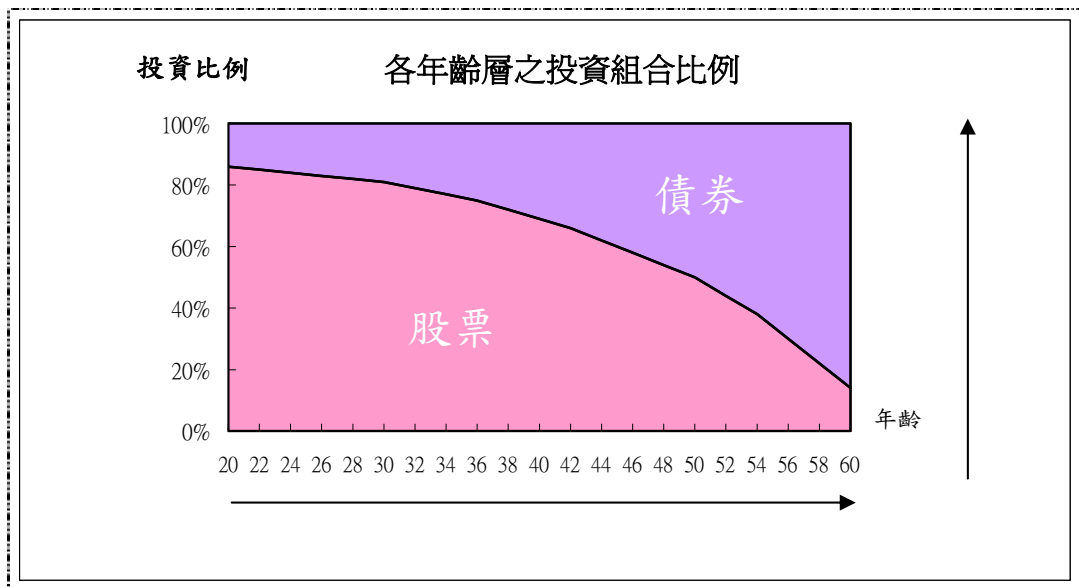
富達投資研究團隊，在全球擁有近 400 位專業投資人員。透過富達全球先進的資訊溝通技術（在美國波士頓設有一著名的投資資訊科技中心，為其特色），每天隨時都能取得來自世界各財經中心（如紐約、倫敦、東京、香港等）第一手的股匯市行情，並預測分析未來市場趨勢。全球各地的分析師及經理人能隨時相互溝通，分享研究資料與結果、交換資源，進而精準地掌握當地財經現況、發掘不同產業中具長期投資潛力的公司、降低長期投資的風險。

富達集團注重「由下而上」的選股策略，以發掘股價被低估或漲幅落後，具長期投資潛力的公司。

另外，富達投資集團其投資哲學相當強調投資生命週期（life cycle）之概念，也就是投資策略隨著投資人之可投資年限長短與資產

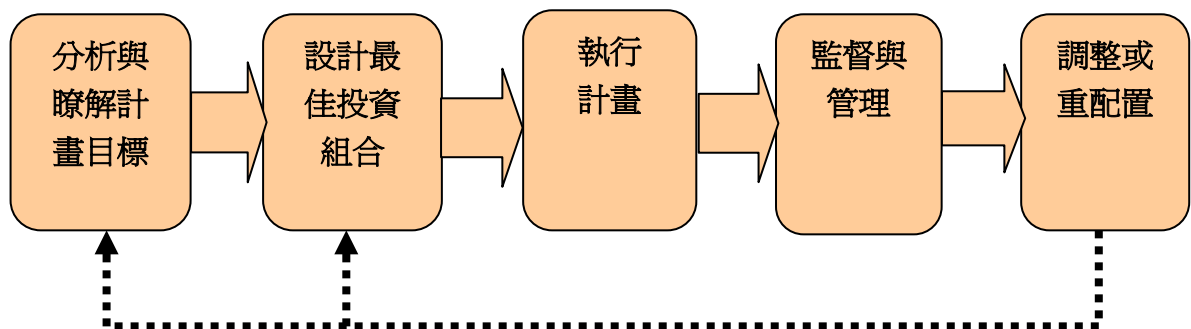
負債狀況，而調整其投資風格，初期放置較高資金比例至股市投資，隨著投資年期增加，進而由積極投資風格轉入相對穩健之債券比率，待投資年期到期時，由於投資年期足夠景氣循環所需期間，故投資資產不致受市場走空侵蝕之影響。

附表三十一



(二) 退休計畫資產管理流程

附表三十二：資產管理流程



資產管理流程概述如下：

(一)分析與瞭解計畫目標：

1. 分析當前投資執行情形。
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情形。
4. 檢視法規限制。

(二)設計最佳投資組合 (Design Optimal Portfolio)

決定最佳投資組合的工作，即資產配置 (Asset Allocation)：

1. 資產配置的目的：達到風險分散的效果並獲得較佳的報酬。
2. 資產配置的方法：根據投資人投資計劃的時限，以及可承受的風險，擬定長期投資策略及短期戰略，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相互搭配，提高投資組合效率，構成不同的風險水準下，報酬率最大化的效率集合，即效率前緣。
4. 透由效率前緣與投資偏好曲線的切點決定最適資產配置權數。

故在規劃資產配置時應考量下列因素：

1. 投資者風險忍受度 (R ; Risk tolerance of investor)
2. 資產類別偏好度 (A ; Asset class preferences)
3. 投資目標的時間期限 (T ; Time horizon of investment objectives)

4. 期望報酬率 (E ; Expected or desired rate of return)

(三) 執行政策 (Implementation)

投資政策訂定後，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。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。過去二十年來，大型機構投資者從僱用單一平衡型基金經理人，演變為僱用多個專精基金經理人。此外，專精經理人的管理費用一般比平衡型低。
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。惟投資組合若過度多樣化，成本會增加，而且會導致執行和監控困難。
3. 選擇或面談基金經理人時應，依循審慎訂定之評估標準辦理，因每家公司都會展示其績效來競爭，故投資計劃請求書 (Request For Proposal，簡稱 RFP) 應包含有關之一連串問題及所需文件，以供客觀評選。
4. 遴選基金經理人或共同基金時，應瞭解實際投資交易之成本，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. 確認資產安全性。資產放在券商和保管銀行所受到的保護是不同的，前者可能和券商本身資產混合保管，後者專為個別帳戶單獨保管。

(四) 監督管理 (Monitoring and Supervision)

持續監控所選定之基金經理人投資進出情形，及後續操作結果是否符合投資者的投資方針，並分析評估盈虧績效。設計績效衡量標準（Performance measurement standards）時，須注意是否適合基金的要求，因為一個好的基金管理者（受託人），是在可接受的風險下達成該基金的要求報酬率，而非達成報酬極大化。所以在設計適當的績效衡量標準時，要考量：

- 1.投資組合的風險忍受度和預期報酬符合投資政策。
- 2.判斷基金經理人操作績效是否具持續性？
- 3.增進基金管理者與基金經理人對績效目標的溝通。

十、德盛安聯集團資產管理(Allianz & Dresdner Asset Management)

德盛安聯資產管理(adam, Allianz Dresdner Asset Management)為德國第一大、全球前五大金融保險集團---安聯集團(Allianz Group)旗下之資產管理事業體；旗下有五大國際投資管理機構，各有不同投資風格與專長投資項目。

(一)德盛安聯資產管理成員與特色

德盛安聯資產管理旗下五大國際投資管理機構，包括：德盛環球投資 (RCM)、太平洋投資管理(PIMCO)、歐本海默資本(OpCap)、尼古拉斯·艾柏傑資本管理(NACM)、以及安聯避險基金合夥人(AHFP)等機構，全球資產管理規模逾一兆，各有不同的投資特色與風格，說明如后。

德盛環球投資(RCM)是全球性資產管理機構，1970年成立，管理的基金規模超過 1,110 億美元，主要為權益證券的投資，採取由下而上(Bottom up)的投資流程及重視個別公司基本面的研究，選股、風險管理及執行均透過各種精密的統計軟體及方法進行篩選及管理，投資組合的重點放在風險調整後的報酬；善用投資管理與風險分析量化工具，所研發之 RIMS EXPRESS 管理系統，即具多重管理與監控功能。

德利投資信託(DIT)為德國基金管理機構，1955年成立，負責德國及其他歐洲國家的基金管理業務，管理之共同基金規模超過 440 億美元。特色為結合基礎研究、嚴謹量化及系統風險管理，以確保投資績效，另率先發展個別產業型基金，為其特色之一。

尼古拉斯·艾柏傑資本管理(Nicholas Applegate Capital

Management)，1984 年成立，資產管規模 183 億美元，公司特色為透過研究資料系統、分析師網路、量化模型、公司會議及風險分析工具，全方位檢視各家公司能否提高股東價值，掌握有效標的，以擴大股票投資組合的增值空間。

太平洋投資管理 (PIMCO，Pacific Investment Management Company)，1971 年成立，管理資產超過 3,737 億美元，在德盛安聯中負責固定收益投資，主要投資原則為：1.依長期指標之移動變動投資組合。2.避免債券到期日及存續期間過大的波動，以維持長期穩定的投資績效。3.採用波動性分析，以多元化風險分散的策略，做多重的投資組合，以增加附加價值；由上而下 (Top down) 的決策方式，決定投資期間、波動度、收益曲線及範圍，由下而上 (Bottom up) 的研究基礎，利用信用分析、數量研究、標的選擇及成本效益分析呈現投資結果。

歐本海默資本 (OpCap，Oppenheimer Capital)，成立於 1969 年，管理資產價值 230 億美元，為價值型股票管理者先驅，並透過投資專家與分析師採用嚴謹的內在價值法，評估各家公司的價值以及可產生的流動資金，篩選出價值被低估的高品質公司，其投資組合有中型價值股、小型價值股、全球價值股、一般價值股及核心價值股。

安聯避險基金合夥人 (AHFP，Allianz Hedge Fund Partners) 是由一群對新產品市場有深入豐富研究經驗的避險基金經理人所組成的團隊，以由下而上 (Bottom up) 的研究基礎，根據報酬率、波動性、市場關聯性及流動性評估，決定不同類型避險基金的資產配置。

(二) 德盛安聯退休金投資策略

1. 德盛安聯退休金投資策略流程：

- (1) 確認顧客風險忍受度、投資期間、接受的風險型態。
- (2) 將顧客承受的風險逐一分類。
- (3) 結合風險及退休金負債進行資產配置。
- (4) 以分散的投資組合選擇投資商品。
- (5) 隨時調整投資組合。

2. 計算資產風險與分析

- (1) 顧客的風險承受度－瞭解顧客的風險承受極限。
- (2) 顧客投資期間－顧客退休金計劃的存續期間。
- (3) 顧客能忍受的風險類型－每個顧客對風險的偏好都不一樣，須先確認顧客能接受的風險型態。

3. 尋求最適化報酬

- (1) 以負債為導向的資產配置

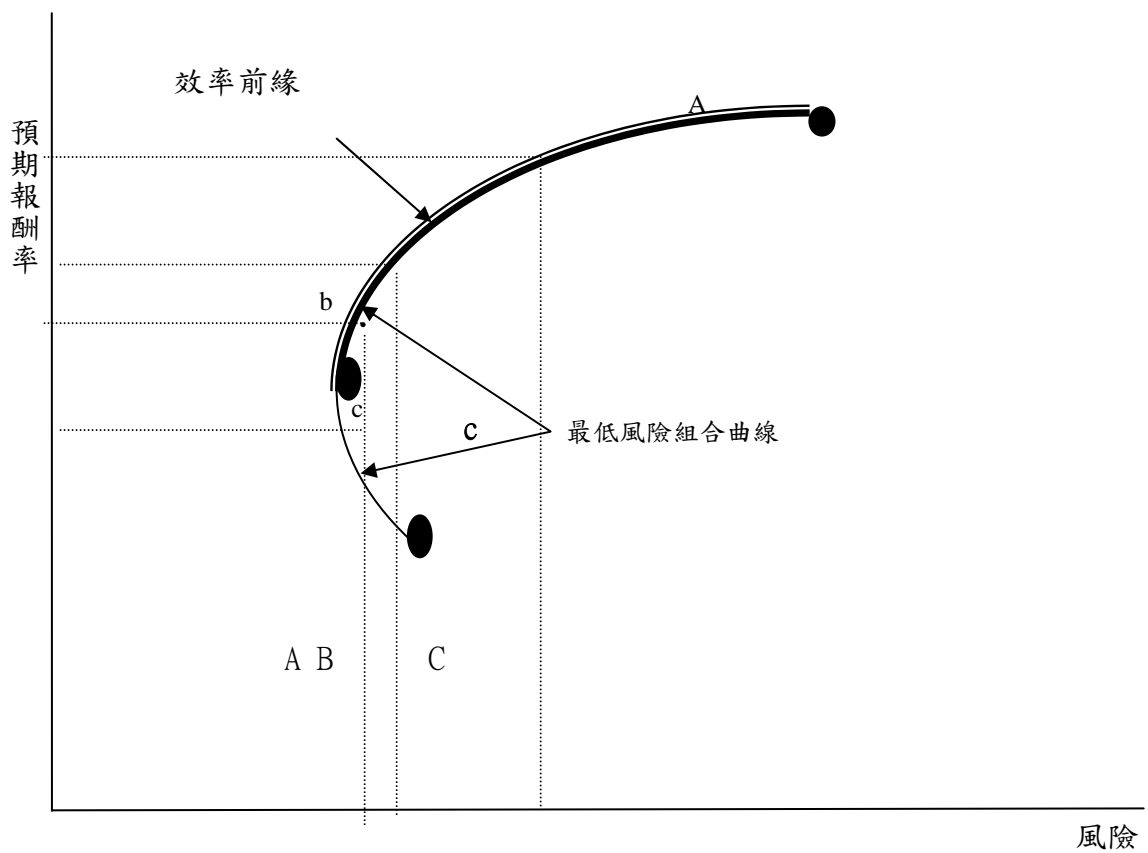
近幾年全球經濟不景氣，使得資本市場疲軟不振，很多投資者從追求極大化報酬逐漸的轉向資產負債比率的管理方式，德盛安聯資產管理公司即運用退休金風險管理（PRiMa）工具，透過精算瞭解顧客退休金可用資產相較負債是剩餘或不足，再經過壓力檢測，做為資產配置的決策方針，PRiMa 適用於各種類型的退休基金、公司內部退休金計劃及壽險公司，甚至委外操作，資產配置的現金流量要能隨時滿足任何時期退休金需求，如果可用資產不足時，投資的重點更需要放在財務缺口的補足，因此，此部份多投資於現金、不動產及債券等之固定型收益，股票部份之比例較低，若有剩餘的資金，則部份提存做為超額準備金，另一部分則在可接受的風險值下，投入較高風險的商品以獲取超額利潤。

- (2) 從風險的角度做最佳的產品組合

依年齡及個人風險承受度，選擇最適的產品組合，以遍佈全球的投資平台，分散市場及區域風險，並定期檢視投資組合，隨時調整以符合實際需要。

計算個別的效率前緣曲線，並隨著風險值的改變決定資產配置，因此，暫時性的風險變動，亦可立即找出最佳的投資組合，以獲取最大的投資收益。

附表三十四 效率前緣曲線－預期報酬與風險之關係



十一、英特爾 (Intel Corporation) 公司

英特爾公司為世界著名之科技企業，總部設於美國加州聖荷西市，員工人數達五萬五千多人，其中二萬九千人員工(佔全員總額 78%)分置於全球各地。

該公司員工退休計畫內涵主要為二：員工分紅制度(Profit Sharing Plan) 及 401k 儲蓄計畫(401k Savings Plan)，退休計畫總資產目前約為 75 億美元(約新台幣 2,500 億元)茲說明如后：

(一) 員工分紅制度(Profit Sharing Plan)

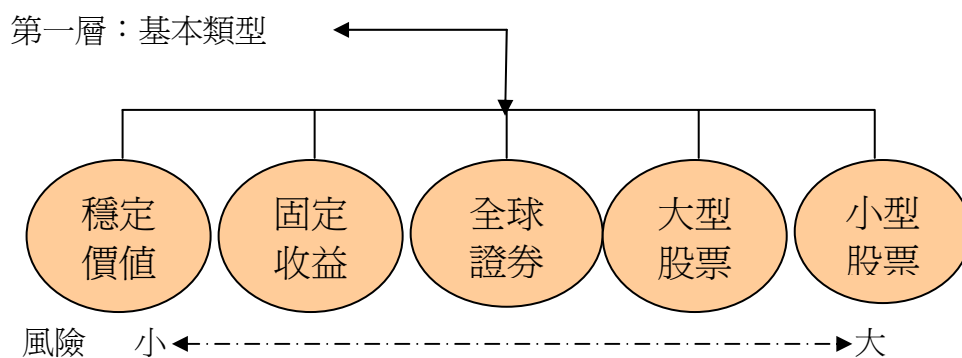
英特爾公司規劃之退休制度以員工分紅制度為主，係由該公司主導並最受員工歡迎與肯定，原因為二：一係該公司並不相信員工可以作為一個好的投資者，主要與員工的 knowledge 有關；另外係如此一來可以藉由專業投資，增加勞資雙方之獲益，亦可獲員工向心力並保障退休權益。

員工分紅領取權益年限為七年。目前全體員工均已納入，退休制度提撥費率一般為 8 %至 12%，總資產有 40 億美元，全部資產投資於與大型權指股票連動指數(S&P 500 Index Strategy)。

(二) 401k 儲蓄計畫

英特爾公司之勞工可在薪資的 1%至 15%範圍內，但特別的是，雇主並無相對提撥，因為據英特爾公司人員表示，事實上這是一個由勞工自行負擔投資風險的計畫，該公司對於員工提供的退休計畫主要為前述第一項；該公司係以訓練、教育的角度協助 401k 儲蓄計畫，他們認為公司並無義務涉入。提撥薪資至個人的退休金帳戶，每年最

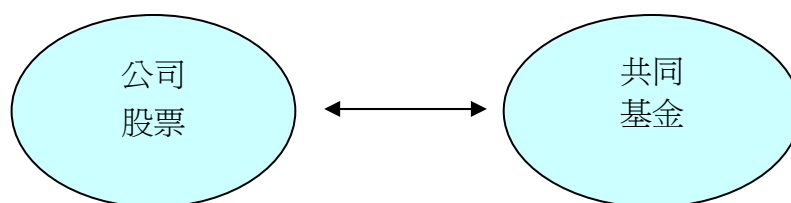
高 13,000 美元，勞工當年度提繳金額可免計入所得課稅，等到領取老年給付時再課稅。目前有 73% 員工參與此退休計畫，資產總額有 35 億美元，公司設計三層次之投資結構供員工選擇，包括：



第二層：退休年限

依據退休年資與生命週期而有不同股票投資比例，亦約有五種選擇型態。

第三層：選擇共同基金及公司股票（約有 65 種態樣）



上圖所述，公司規劃三種投資類型，供員工依據本身距離退休年限尚剩餘幾年作選擇，距離退休愈近者，建議愈趨保守，將資產重心配置於穩定價值型及固定收益(債券)等投資工具，少部分投資於股票，以確保退休金不致因金融市場急遽變化而大幅縮水或虧損。反之，年輕員工本身距離退休年限愈長者，建議愈趨積極操作，在投資組合應配置高收益與高風險之股票等投資工具，

因其可承受較高風險，可獲得長期投資之較高投資報酬。為考量少數具風險偏好員工的需求，上述投資工具仍開放予員工依個人喜好而自行搭配選擇。

有關員工距退休年限與投資工具之選擇，該公司規劃之投資組合，建議在保守的美國債券型基金配置高達 60%；相對地，距 2045 才退休之員工，建議採取積極操作模式，將 60%資產投入於美國大型股票基金，投資於美國債券型基金則降至 10%。

附表三十六

英特爾公司員工距退休年限之投資組合規劃表

距退休年限 資產權重 投資工具類別	距 2005 前退休	距 2015 前退休	距 2025 前退休	距 2035 前退休	距 2045 前退休
穩定收益型基金	10 %	10 %	5 %	5 %	--
美國債券基金	60 %	32 %	28 %	18 %	10 %
美國大型股票基金	25 %	33 %	40 %	47 %	60 %
美國小型股票基金	5 %	15 %	17 %	20 %	20 %
國際型股票基金	--	10 %	10 %	10 %	10 %

依據 ERISA 規定，所有員工福利計畫之管理及操作必須確實遵守計畫書條款，以計畫參加人及受益人之利益為唯一考量，並遵行謹慎投資人原則（Prudent Investor Rules），且應分散投資以降低風險。一般而言，法令規定職工福利之個人帳戶計畫應至少給與三種廣泛的投資選擇，每一種均須分散投資，且各有其不同風

險與報酬特性，而員工應至少每季可以有權利變動所選定之投資模式一次。實務上，一般會有下列三種選擇：股票投資（但以自身公司股票為原則）、固定收益投資（fixed income investment）及低風險投資，例如，貨幣市場基金、短期投資基金（Short-term Investment Fund，STIF）、保證投資契約（Guaranteed Investment Contract，GIC）等。企業本身之股票，原則上，可以為投資選擇之一，但有其特別規範；至於其他公司股票，多不列入為選擇標的。

依據法令規定，企業並無義務就各種投資選擇給予員工投資建議，但應提供足夠讓員工決定投資決策之資訊。因此通常企業為執行員工福利計畫均於人事部門設有專職人員負責辦理。選定或設計不同之投資選擇，可以由企業自己辦理，亦有相當多之情形係經由投資經理公司或退休基金顧問公司協助辦理，投資選擇可以是由美國國內七千多種基金所挑選出者，亦可以是為該企業員工特別規劃與管理之組合。通常較小型的公司多直接利用現有共同基金作為投資標的，大型公司則多有設計自己之投資計畫。

在管理員工退休金計畫部分，英特爾公司並未遴聘財務管理公司協助，但設有 12 人專門負責該公司員工之退休金計畫；並設有兩個委員會，幕僚單位需定期報告：

- （一）投資決策委員會：委員人數約 6 名，為公司內部高階主管兼任，負責退休金計畫重大投資決策事項。

(二) 行政管理委員會：委員人數約 5 名，為公司內部中階主管兼任，負責退休金計畫行政管理如法務與報表揭露等事項，屬幕僚性質。

十二、惠悅(Watson Wyatt)公司

並非所有之退休基金均聘用退休基金顧問，但資產規模較大之退休基金使用退休基金顧問之情形十分常見，尤其金融環境十分多變，投資經理機構各有專長，且因應投資市場變化之能力不盡相同，過去操作績效表現較佳者，未來不一定能持續保持佳績，退休基金要能準確的評選及評估投資經理機構之表現並不容易。故有些退休基金於初始時並未聘用退休基金顧問，然至資產規模增加或投資內涵趨於複雜時，則仍有必要藉助退休基金顧問之服務。

(一) 簡介

Watson Wyatt 為一專業投資顧問公司(Consultant)，專門提供機構性投資人選擇資產管理公司以及評估基金經理人績效的服務，在全球 26 個國家共有 280 位專業化評估基金經理人的員工，現有客戶有 1500 位，資產總額高達 1.6 兆美金。

(二) 主要工作內容

退休金顧問服務項目及內容因各公司而有差異，在美國一般而言，可包括退休制度之採用、退休基金計畫之設計、退休基金投資政策、資產負債分析、經濟及投資環境展望、資產配置 (Asset Allocation)、投資經理機構及保管機構之甄選、績效評估，甚至退休基金之精算等。

一般退休基金顧問之投資顧問過程約為：投資目標之決定 (Investment Objectives) → 資產配置進行 (Asset Allocation) → 投資經理機構及保管機構之尋找 (Manager & Custodian Searches) → 監督及

評估 (Monitor)。

在資產管理公司之遴選部份，基金委託資產管理公司經營，評估受託投資公司多從經營管理(Business)、作業程序(Process)及團隊人才(People)分析比較，Watson Wyatt 對於資產管理公司的評量過程，包括分級制度、觀察期間。

- 1、**經營管理(Business)**：有無母公司支援、強有力的領導、明確策略目標、長期展望、投資管理制度、與客戶利益一致、守法性、員工對代操作業的主控權、員工自主性、適度的成長性、善用資訊設備及獲益性。
- 2、**作業程序(Process)**：持續進步、符合資產規模及資源狀況、明確的責任、明確的競爭優勢、良好評價技能、熟悉執行問題、信守允諾、適當的決策小組人員、熟稔市場心理、認知風險管理並強調報酬獲利。
- 3、**團隊人才(People)**：資源、績效持續性、分析技術、規劃能力、洞察力、閱歷經驗、投資信念、訓練、辯論能力、適當的人員流動、有效的獎勵計劃。

肆、結論與建議事項

一、結論

由於二次大戰後嬰兒潮的勞工，已逐漸接近退休年齡，人口老化問題日趨嚴重，因此美國現有退休金財務不足支應退休金領取問題，在近幾年來已成為社會各界重要的討論議題。

由於美國之金融市場為全球最大市場，資產管理規模最為龐大，退休基金運作最為發達，因此本次考察全美規模最大、全球知名的退休基金管理機構，包括加州公務人員退休基金（CalPERS），以及加州教職員退休基金（CalSTRS）、舊金山市政府機關員工退休基金（SFERS）、紐約市政府退休基金（NYCP），基金規模皆排名全球首列，除了退休基金委員會處理退休基金事務之外，亦由精算師進行資產負債及資產配置之研究，輔以內部及外部顧問提供專家意見並扮演最終決策把關的角色，透過公開的程序遴選基金經理人，評估準則注重過去績效、管理的品質、明確的投資風格及研究團隊的經驗等，最後聘請績效衡量機構進行短、中、長期績效評估，整體管理架構完善，頗具參考價值。

由於該國傳統價值講求效率、競爭，因此在退休基金管理與監督上，政府亦扮演促進及規制之角色，在法令基本原則規範及稅賦激勵模式下，使企業基於自主原則下自願辦理，但仍須符合基本規範。而在管理架構中，除所謂「受託人」外，退休基金之

管理可以委託專業之「投資經理人」經理、「保管機構」保管，並聘請「退休基金顧問」協助制度設計、資產配置、投資經理及保管機構之遴選等，促使美國資產管理及金融業之蓬勃發展；國外退休基金委託經營業務已行之有年，資產管理公司三、四千家，彼此競爭激烈，如何從中挑選適合的基金經理人，是一件相當重要且不易的工作。

過去二十年來，美國退休金制度快速成長主要是來自於確定提撥制，由於戰後嬰兒潮所帶來的人口老化情形，使得 DB 制的成本甚高，加上全球化使得年金會計制度有新的作業標準，企業獲益性影響股價，傳統的 DB 制由於已面臨提撥及資產不足之窘境，較無法促成企業獲益等種種因素，因此，愈來愈多的雇主認為 DB 制是無法符合企業的需求，而一次給付、個人帳戶的 DC 制成為新趨勢，因為其可見度高、較易吸引年輕員工，同時非以退休時薪資為計算給付基礎，使成本易於預估，更可與勞工個人儲蓄功能結合，促使企業紛從 DB 制轉變為 DC 制，亦即改為固定且可預期的年提撥額度，近年來美國職業退休金已朝向確定提撥制發展，此乃奠基於 1981 年所建立的 401(k)計劃。

基於退休金制度所面臨之各種問題，除由政府加強執行社會福利制度之效率外，鼓勵個人未雨綢繆自行儲蓄退休後所需財源是必然要推行的。美國 401(k)退休金計劃的受託對象者包括銀

行、保險公司與資產管理公司，目前以資產管理公司所提供的共同基金最為普遍。進入 21 世紀，美國的退休計劃之改革包括給付內容的彈性化，提供及時與信託之服務等等，而退休制度演變為原由雇主所肩負的退休給付責任，轉為受僱者本身，確定提撥制度確已逐漸普及。確定提撥由雇員，確定給付則由雇主承擔投資風險，而確定給付的規範遠較於確定提撥嚴格。

美國法令不僅成熟了退休基金之基本環境，也鼓勵民間企業及勞工預存退休金而直接形成美國甚至全球資本市場之中資金來源，促進信託業、壽險業、金融業等發展，並扮演投資者角色，整體活絡資本市場。目前美國之金融市場為全球最大市場，資產管理規模龐大，佔全球舉足輕重之地位；退休基金運作相當發達，退休金計畫型態發展亦相當多樣化，與亞洲等其他國家勞工退休基金由政府集中管理之國家所採經營模式尚有不同，其發展的過程及經驗，值得作為勞退新制基金監理會設置及運作之借鏡。

二、建議事項

對於勞退新制基金監理會之設立、組織、運作、監督等事項，建議事項如下：

〈一〉基金組織方面：

- 1．獨立性：改進當前勞退基金監理會的兼任運作方式，轉成按基金管理運用功能取向的組織運作方式；以深入專精之研究

導向，鼓勵以專業、宏觀、前瞻性的規劃，著眼於未來可能發展的新業務預為準備，而不受政治干預與影響，造成不當之投資決策行爲，如此可協助基金永續經營，立於長期穩健之路。

2. 專業化：投資市場環境變化萬遷，今後的基金組織架構需要更積極對投資技術及即時管理資訊作及時回應，從而發掘並掌握市場機會，轉化為投資行動，進而把投資行動轉化為投資績效；此一功能導向的組織架構，應具有扁平化且不失市場競爭之優勢，充分照顧到基金投資機構內部流程所形成的價值鏈（Value Chain），串聯起各階段的績效、流程、創造力、人才及待遇等組織要素，使其在管理的工作平台上運作順暢。

〈二〉資產配置方面：

根據諾貝爾經濟學獎得主 William Sharpe 研究顯示：資產配置決定了投資組合 85% 的報酬表現，資產配置之重要性遠高於擇時與選股之效果。退休基金能否達到其被賦予的任務，除了基金運用得當外，最根本之道在於所採取的資產配置與投資方向。退休基金作為一個機構投資人的角色越來越吃重，尤其全球資本市場競爭日益激烈，各種金融商品層出不窮，若沒有正確的投資方向，基金自難達成目標。因此，資產配置策略之制訂，一直是美國大型退休基金在管理上很重視的一項財務工程。

退休基金係一長期性資金，其管理運用績效與資產配置

(Asset Allocation) 之良窳有密切關聯，換言之，如何將基金分配運用於股票、債券、房地產、定期存款及其他投資工具，扮演績效好壞之關鍵角色。

一般而言，不同性質的投資標的，有不同的風險，風險高低與報酬多寡呈同方向變動。資產配置應先根據風險預算(Risk Budget)，訂定中長期策略 (Strategy)，再隨市場變動，採取不同的戰術 (Tactics)，以提昇績效。

本次考察加州公務人員退休基金(CalPERS)等大型公共退休基金，其投資組合均偏好股票 Equity 及固定收益之債券，亦有房地產或其他短期運用工具。股票依規模分為大型股(Large Cap)與小型股(Small cap)二種，按其報酬與風險性質又區分成成長型(Growth)與價值型(Value)等二種，混合後概分大型成長股(Large growth)、大型價值股(Large value)、小型成長股(Small growth)及小型價值股(Small value)等四種；基金經理人除投資此四種股票外，亦可經由多空對鎖型操作 (Long short strategy)，創造超額利潤。

我國有鑒於基金的投資安全性考量，過去國內政府基金在資產配置上，多在「固定收益」及「國內股票」的投資項目上。未來在追求基金運用上具備更高效益的前提下，兼顧投資彈性化及確保基金安全性，是必須面對的重要課題。

由於未來勞退新制基金成長規模將非常快速，隨著新制適

用人數的增加,基金累積速度也會愈來愈快,巨額資金投入市場中,必須兼顧運用上的安全性與效率性,並考量到對市場價格形成的影響,因此有必要依據基本投資組合來貫徹分散投資。有鑑於此,其重點將擺在對風險持續適當的管理,並將資金廣泛運用在國內外市場上。

〈三〉資訊揭示

以全球知名美國加州公務人員退休系統(Calpers) 為例,其每年定期公布持股明細資訊(detailed information),包括股數(shares) 個股成本價(Book Price)、成本總價(Book Value)、個股市值(Market Price)、市值總價(Market Value)。由於勞退新制以個人退休金專戶制為主,勞工應有獲知其退休金個人專戶累積情形之權利之外,未來勞退新制基金監理會應強化資訊揭露工作;但考量國內投資市場規模較小,市場對勞退基金之持股,常視為預期政府態度之指標,若被市場列為炒作標的,亦不利市場之發展;勞退基金係追求長期穩定之收益率,若公佈持股引來市場同向或反向之操作,恐不利操作之穩定性。為免造成國內投資市場之不利影響,可考量遞延資訊揭露之時點。

從積極推動資訊揭示的觀點,未來勞退基金除應被賦予財務報表的公開義務外,並應要求業務概況報告書的編製與公開義務。透過公開以市價計算的資產額、基本投資組合、受託運

用機構的實際操作績效、委託操作手續費等，以健全對適用勞工及社會大眾的說明責任，提升基金業務運作的透明度。

〈四〉風險控管部分：

過去的投資方式多以追求最大報酬為目標，較不重視風險的管理，以致於一次市場的暴跌，可能將過去累積的收益全數侵蝕，國外知名的資產管理公司最新的退休金管理方式，已不再依循傳統的模式投資，而將重點放在風險的管理，利用系統分析工具決定最適投資組合，在可承受的風險下尋求最大報酬，建議未來勞退基金的投資，能建立在風險控管的基礎上，除應參照美國大型公共退休基金成立專門之風險控管單位及機制外，並應定期審視不同時期（如早期、中期、成熟期）的風險承受能力及種類，以客觀的系統分析，決定最適資產配置，並可隨時調整投資組合，以因應經濟環境及金融市場的變化；順應國際風險控管趨勢追求，風險管理系統化從被動式管理到主動式管理，確實的將整體風險控管與績效作最適化的調整。

〈五〉委任顧問公司評選受託機構：

有關退休基金顧問之選任，依退休基金之需求而有不同考量，以美國知名之 CalPERS 為例，其於徵求一般退休基金顧問服務之顧問公司時，主要工作內容包括：投資政策及策略、投資分析檢討、績效評估報告、外部經理人遴選及監督等。並非所有之退休基金均聘用退休基金顧問，但資產規模較大之退休

基金使用退休基金顧問之情形十分常見，尤其金融環境十分多變，投資經理機構各有專長，且因應投資市場變化之能力不盡相同，退休基金要能準確的評選及評估投資經理機構之表現並不容易。

如何建立一套基金委外經營評選受託保管機構之機制甚為重要，建議可考慮參照美國大型退休基金在管理上，在資產規模增加或投資內涵趨於複雜時，藉助退休基金顧問之服務委任顧問公司來進行本項作業

〈六〉研議勞工自行投資部分：

面對台灣未來人口老化問題，為保障勞工退休生活，近年我國政府已展露勞工退休金制度改革的決心，於 94 年 7 月將實施勞退新制，勞工退休金新制度由過去的確定給付制改為確定提撥制，建議未來稅法能配合退休金計劃，鼓勵勞工本身多加主動提撥退休金或保險；並仿效美國 401K 制度精神，雖然美國於整體退休金制度與基金管理模式上與我國相去甚遠，所普遍推行的 401K 制係由勞工自行承擔投資與選擇風險，與勞退新制有保證最低收益之精神不同，但仍可視社會各界之反應並俟適當時機，分階段進行規劃，考量讓勞工個人退休專戶部分或全部資產，依據勞工的風險忍受等級或投資風格特性，逐步擴大引入讓勞工可自行選擇投資標的或基金等措施，讓勞工有機會參與勞工退休基金投資決策，應為指日可待之目標。

出國報告審核表

出國報告名稱：退休基金之管理與監督機制之研究		
出國人姓名（2人以上，以1人爲代表）	職稱	服務單位
陳雅雯	科員	行政院勞工委員會
出國期間：94年7月3日至9月2日		報告繳交日期：94年11月15日
出國計畫主辦機關審核意見	<input type="checkbox"/> 1.依限繳交出國報告 <input type="checkbox"/> 2.格式完整（本文必須具備「目的」、「過程」、「心得」、「建議事項」） <input type="checkbox"/> 3.內容充實完備 <input type="checkbox"/> 4.建議具參考價值 <input type="checkbox"/> 5.送本機關參考或研辦 <input type="checkbox"/> 6.送上級機關參考 <input type="checkbox"/> 7.退回補正，原因： <input type="checkbox"/> m 不符原核定出國計畫 <input type="checkbox"/> n 以外文撰寫或僅以所蒐集外文資料爲內容 <input type="checkbox"/> h 內容空洞簡略 <input type="checkbox"/> i 電子檔案未依格式辦理 <input type="checkbox"/> r 未於資訊網登錄提要資料及傳送出國報告電子檔 <input type="checkbox"/> 8.本報告除上傳至出國報告資訊網外，將採行之公開發表： <input type="checkbox"/> 辦理本機關出國報告座談會（說明會），與同仁進行知識分享。 <input type="checkbox"/> 於本機關業務會報提出報告 <input type="checkbox"/> 9.其他處理意見及方式：	
層轉機關審核意見	<input type="checkbox"/> 1.同意主辦機關審核意見 <input type="checkbox"/> 全部 <input type="checkbox"/> 部分_____（填寫審核意見編號） <input type="checkbox"/> 2.退回補正，原因：_____ <input type="checkbox"/> 3.其他處理意見：	

說明：

- 一、出國計畫主辦機關即層轉機關時，不需填寫「層轉機關審核意見」。
- 二、各機關可依需要自行增列審核項目內容，出國報告審核完畢本表請自行保存。
- 三、審核作業應儘速完成，以不影響出國人員上傳出國報告至「出國報告資訊網」爲原則。