

出國報告（出國類別：考察）

全球專業退休基金管理顧問機構 實務研究考察報告

服務機關：公務人員退休撫卹基金監理委員會

姓名職稱：張稽察員容華、鍾組員宜融

派赴國家：香港

出國期間：99年9月13日至99年9月15日

報告日期：99年11月26日

內容摘要

近來退撫基金逐步提高委託經營比重，且國外投資範圍亦發廣泛多元，投資工具更是日新月異，本會同仁實有必要提升國外投資業務監管能力。鑑於韜睿惠悅企管顧問公司於退休基金管理領域之專精，爰前往香港拜會，並參與該公司舉辦之年度論壇，探討過去幾年全球退休金市場資產規模及其配置之變動與退休金制度之變化，並針對近期及未來全球退休金市場關注之議題，諸如經理人績效及其研究、全球經濟前景與金融市場趨勢、退休金投資治理等課題進行意見交流，冀能吸取該公司寶貴經驗，俾供本會監理業務之參考。

韜睿惠悅在 2010 年所做的退休金市場調查結果顯示，儘管金融海嘯造成金融資產巨幅減損，資金一度流向安全的避風港，然而當市場反彈，投資人信心回升，資金隨即回流股票市場，股票仍為多數退休金市場核心資產。2009 年年底全球退休金資產規模較 2008 年上升 15 個百分點，惟金融海嘯受創甚深，整體規模仍低於 2007 年水準。此外，過去 10 年確定提撥制退休金市場成長迅速，資產規模佔整體市場比例逐年提高，儼然成為退休金市場主流。

受 2008 年全球金融海嘯影響，退休金市場開始意識到風險管理及投資治理的重要性，並思考在不穩定的投資環境下如何有效進行資產配置，運用動態策略性資產配置增加報酬、降低風險。對於經理人選任，韜睿惠悅強調不能只看過往績效，必須參考各項質化及量化數據，找尋具備數項特質之優秀經理人，方能為退休基金賺取良好且穩定之報酬。

目前全球退休基金面對不斷提高的給付壓力及未來大量的現金流出，實有必要進行退休制度相關改革，亦應重新檢視及檢討資產配置策略。另為避免系統性風險對整體基金造成過大之傷害，退休基金應考量在不增加成本及風險下，將另類投資納入資產組合之可行性，以增加基金投資運用之靈活性。在經歷金融海嘯之黑天鵝事件後，退休基金應強化風險控管能力，或可考量透過風險預算方式來進行經理人最適配置，進而達成有效控制風險之目標。

目次

壹、考察目的.....	4
貳、行程安排.....	5
參、參訪機構及個人簡介.....	7
一、韜睿惠悅企管顧問公司（Towers Watson）.....	7
二、Naomi Denning：亞太地區投資顧問部門總監.....	7
三、Yvonne Sin，冼懿敏：中國地區投資顧問部門總經理.....	8
四、Janet Li，李子恩：台灣投資顧問部總經理暨首席顧問.....	8
五、Mark H. Brugner：亞洲區經理人研究團隊主管.....	9
六、Rena Pang：香港及台灣地區投資顧問.....	9
肆、參訪主題.....	10
一、韜睿惠悅 2010 年全球退休金市場調查研究.....	10
二、全球投資最新趨勢及動態策略性資產配置.....	15
三、經理人研究.....	19
四、投資治理.....	23
五、年度論壇Ideas Exchange Annual HK.....	26
伍、心得與建議.....	28
一、心得.....	28
二、建議.....	29
陸、附錄.....	30

圖表目錄

表 1	參訪行程、討論議題及會面人員	5
表 2	退休基金近期重要議題	14
表 3	未來 3 至 5 年全球經濟可能發生的情境說明	16
表 4	資產配置策略類型	18
表 5	優秀經理人特質	21
表 6	投資治理之 6 大核心最佳實踐因素	24
表 7	投資治理十大難題	25
表 8	未來 10 年退休基金之 6 大重要挑戰	27
圖 1	韜睿惠悅 2010 年全球退休金調查研究主要發現	12
圖 2	未來 3 至 5 年全球經濟可能發生的情境分布情形	16
圖 3	韜睿惠悅與 eVestmet 之經理人研究平台	20
圖 4	紅綠燈分析法	23

壹、考察目的

韜睿惠悅公司為一家全球領先之專業顧問服務公司，協助企業透過有效之人才、財務和風險管理方案，提升營運績效，並在員工福利規劃、人才與獎酬方案、風險和資本管理等方面提供解決之道，再者，該公司於退休基金管理領域十分專精，曾為勞退、勞保等政府基金提供專業顧問服務。

近來，退撫基金於資產配置上逐步提高委外代操之比重，且國外委託之投資範圍愈來愈廣泛，現存有效委託契約之類型有國際指數股票型、國際股票型、國際債券型、亞太股票型，又國外投資工具之變化更是日新月異；本會同仁實有提升國外投資業務監管能力之必要性。

鑒於韜睿惠悅公司於退休基金管理領域之專精，且為提升本會國外投資業務監管方面之專業能力，爰規劃參訪韜睿惠悅投資顧問香港有限公司，並參與該公司所舉辦之年度「觀點交流論壇 Ideas Exchange」—「以『展望 2020』為題，透過個案研究，為機構投資者及監管機關分析未來各種新的投資難題」，冀能吸取該公司於退休基金管理方面之寶貴經驗，俾供本會未來監理工作之參考。

貳、行程安排

本次係於 99 年 9 月 13 日至 9 月 15 日前往香港拜會韜睿惠悅企管顧問公司 (Towers Watson) 及參與該公司舉辦之年度論壇，相關行程、討論議題及會面人員詳如表 1：

表 1 參訪行程、討論議題及會面人員

日期	行程	會面人員
9/13(一)	參訪韜睿惠悅(Towers Watson)，討論： 1) 韜睿惠悅 2010 年全球退休金市場調查研究 2) 全球投資最新趨勢及動態策略性資產配置	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Naomi Denning, Managing Director, Investment Services, Asia Pacific ◆ Rene Pang, Consultant ◆ Peter Ryan-Kane, Head of Portfolio Advisory, Asia Pacific ◆ Stephen Tong
9/14(二)	參訪韜睿惠悅(Towers Watson)，討論： 1) 經理人研究 2) 投資治理	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Janet Li, Director, Investment Services, Taiwan ◆ Mark Brugner, Head of Managers Research, Asia Pacific ◆ Yvonne Sin, Director, Investment Services, China ◆ Naomi Denning, Managing Director, Investment Services, Asia Pacific ◆ Stephen Tong

日期	行程	會面人員
9/15(三)	參加論壇「展望 2020」，討論議題： 1) 未來十年退休金市場的六大挑戰 2) 退休基金長短期投資及動態資產配置策略 3) 現今全球退休基金面臨的重大挑戰 4) 如何因應長壽風險 5) 退休基金之治理	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Naomi Denning, Managing Director, Investment Services, Asia Pacific ◆ Yvonne Sin, Director, Investment Services, China ◆ Janet Li, Director, Investment Services, Taiwan ◆ Rene Pang, Consultant ◆ Stephen Tong

參、參訪機構及個人簡介

一、韜睿惠悅企管顧問公司 (Towers Watson)

韜睿惠悅為一家全球專業顧問服務公司，前身為韜睿(Towers Perrin)與華信惠悅(Watson Wyatt)兩家顧問公司，上述兩家公司業於 2010 年 1 月正式完成合併，目前全球約 14,000 名員工。

韜睿惠悅協助企業透過有效的人才、財務和風險管理方案，提升營運績效，並提供薪酬制度規劃 (Compensation)、人才資產策略 (Human Capital Strategies)、組織效能 (Organization Effectiveness)、科技化人才資產管理 (Technology Solutions)、溝通諮詢 (Communication)、成本控制 (Cost Control)、團體及醫療保健福利 (Group Benefits & Health Care)、保險與金融服務 (Insurance & Financial Services)、投資諮詢 (Investment Consulting)、退休金管理 (Pension Administration)、退休 (Retirement)精算與諮詢等專業服務。

韜睿惠悅在香港計有 19 位投資研究人員，主要服務香港、中國大陸、台灣及部分亞太市場，其研究團隊可分為以下幾個專業領域：顧客諮詢、投資經理人研究、資產建構及投資策略研究、投資績效檢視、投資行銷及技術支援。

二、Naomi Denning：亞太地區投資顧問部門總監

Naomi Denning 女士目前擔任韜睿惠悅亞太地區投資顧問部門總監，領導韜睿惠悅亞太地區投資顧問團隊。Naomi Denning 女士於 1994 年加入華信惠悅(Watson Wyatt)，1996 年 11 月擔任香港地區投資顧問部門總監，同時也是亞太地區（包含中國）投資顧問部門總監。在移居香港前，Naomi Denning 女士在美世公司服務 5 年，從事資產管理諮詢服務。

Naomi 女士專長於資產負債模型投資策略、基金經理人研究及基金投資管理分析（如績效指標、投資管理架構、投資組合分析等）等領域。2009 年 5 月，Naomi 女士被亞洲

投資人雜誌評選為亞洲資產管理前 25 大最具影響力人物。

三、Yvonne Sin，冼懿敏：中國地區投資顧問部門總經理

冼懿敏女士為韜睿惠悅中國雇員福利及精算部業務拓展總經理及中國投資顧問部門總經理。在華信惠悅及韜睿合併前，冼總經理在華信惠悅擔任同樣的職位，1993 年加入世界銀行，擔任世界銀行社會保障部旗下的全球退休金部總監，在 2007 年 2 月再次加入華信惠悅。

冼總經理專長於社會保險及雇員福利問題，並對退休金管理及投資進行研究。作為擁有逾 30 年經驗，為各國退休金不同的注資體系開發應用金融模型的專家，冼總經理為 20 多個國家提供過社會保障政策方面的技術諮詢，為不同地區的社會保障改革和公務機構改革做出很大的貢獻。目前應南京財經大學的公共管理學院邀請，擔任該學院的客座教授，同時還是北京大學中國保險和社會保障研究所聘請的研究員，教授退休金、保險及人力資源等課題。

冼總經理畢業於多倫多大學，獲數學科學學士學位，之後又完成了世界銀行退休金進修課程，並為北美精算協會、加拿大精算協會、美國精算學會、國際精算師協會及香港精算師協會的會員。

四、Janet Li，李子恩：台灣投資顧問部總經理暨首席顧問

Janet Li 是韜睿惠悅台灣投資顧問部總經理暨首席顧問，於 2001 年 9 月加入韜睿惠悅投資顧問香港有限公司。她參與各方面之投資諮詢，包括投資策略、經理人之架構、經理人選擇及投資組合之監控，尤其專精於基金治理，並為亞太地區之領導者。

Janet Li 亦參與韜睿惠悅於大中華地區投資事業之開發，特別是台灣地區投資業務。身為投資顧問，她為客戶提供全方位投資諮詢服務，及創新的解決方案。客戶範圍甚廣，包含主權基金、養老基金、退休基金、校產基金及企業準備金等，並積極提供基金受託人及成員之教育服務。

Janet Li 取得香港大學經濟及財務金融學士學位，並為特許財務分析師（Chartered Financial Analyst，以下簡稱 CFA）資格持有人。

五、Mark H. Brugner：亞洲區經理人研究團隊主管

Mark H. Brugner 為韜睿惠悅全球經理人研究團隊成員之一，且為亞洲區經理人研究團隊之領導；在華信惠悅與韜睿諮詢公司合併前，他在華信惠悅亦擔任同樣的職位。

Mark H. Brugner 在 2008 年 10 月加入華信惠悅，業務範圍主要於香港；其研究著重於大中華股票，亦為新興市場以及亞太地區（日本除外）股票研究團隊成員之一。他曾針對奧地利機構經理人進行研究，亦曾由一家奧地利銀行之風險控管中獲得經驗。

Mark H. Brugner 已註冊於香港證券及期貨監察委員會，身為第 4 類管制活動之持牌負責人員，就證券提供意見。

六、Rena Pang：香港及台灣地區投資顧問

Rena Pang 是韜睿惠悅的投資顧問，於 2007 年 8 月加入華信惠悅香港公司。

Rena Pang 主要為香港及台灣地區客戶提供投資組合之諮詢建議服務，包括提供投資目標、策略、經理人選擇以及績效監控服務。此外，她也設計確定提撥制度（Defined Contribution Plan，以下簡稱 DC）之投資架構、檢視和選擇投資經理人，並積極為投資委員會和確定提撥制（DC）成員提供訓練。Rena 亦參與東南亞地區新客戶開發，並研究各種投資議題。

Rena Pang 取得賓州州立大學之金融理學士學位。擁有優秀的語言能力，英文、普通話和粵語等均十分流利，目前正在攻讀 CFA 資格；加入華信惠悅之前，她曾擔任過美國西門子財務分析師。

肆、參訪主題

一、韜睿惠悅 2010 年全球退休金市場調查研究

本次研究分為兩大研究對象：13 個國家（或地區）的退休金市場（以下簡稱【P13】）及 7 個資產規模較大的退休金市場（以下簡稱【P7】）。

【P13】

韜睿惠悅以 13 個國家（或地區）的退休金市場（澳洲、巴西、加拿大、法國、德國、香港、愛爾蘭、日本、荷蘭、南非、瑞士、英國、美國）為研究對象。上述國家（或地區）的退休金資產規模估計達 23 兆 2,900 億美元，佔總國民生產毛額（以下簡稱 GDP）70% 以上，韜睿惠悅針對其退休金資產規模、成長速度、資產負債規模之比較，及退休金資產佔該國 GDP 等項目，進行調查研究。本次首度納入巴西及南非 2 個國家，研究範疇因此跨足至各大洲。

【P7】

韜睿惠悅剔除 6 個資產規模較小的退休金市場（巴西、法國、德國、愛爾蘭、香港、南非），針對規模較大的 7 國（澳洲、加拿大、日本、荷蘭、瑞士、英國、美國）進行調查，研究其退休金資產配置、確定給付制（Defined Benefit Plan，以下簡稱 DB）及確定提撥制（DC）佔資產規模之比率等項目。以下分別就各研究項目及其結果進行說明：

（一）主要發現

1. 【P13】調查研究結果

2009 年年底，13 個退休金市場的資產規模達 23 兆 2,900 億美元，較 2008 年年底資產規模上升了 15 個百分點，儘管 2009 年各國退休金資產均有增加，整體資產規模仍低於 2007 年水準，且其資產規模佔 GDP 比率倒退至 2003 年水準。

最大的退休金市場分別為美國、日本及英國，然而過去十年間，美日英三國人口成長速度不及其他國家，退休金資產佔全球退休金資產比例正逐漸下滑。本次研

究納入巴西及南非，係因近年兩國退休金資產快速增加，已晉升至全球前 13 大退休金市場之列。

目前退休金市場面對金融危機的幾個重要議題如下：流動性風險管理、信用風險管理、資產經理人績效，以及資產配置策略下的新挑戰。

2. 【P7】 調查研究結果

以 2009 年底數據來看，過去 10 年確定提撥制（DC）的退休金資產規模每年平均成長 6.4%，相較之下，確定給付制（DB）資產規模成長速度較緩，每年僅成長 1.6%。1999 年，確定提撥制的資產規模僅佔整體退休金的 32%，2004 年佔 40%，至 2009 年，比例已提升至 42%，而澳洲、瑞士及美國的退休金市場以確定提撥制為大宗，日本幾乎是確定給付制的國家。以荷蘭為例，確定給付制雖為主流，卻有逐漸傾向確定提撥制的趨勢。這次調查研究，僅加拿大為過去 10 年間確定提撥制資產較確定給付制資產下滑的國家，推測可能係因法令對退休準備金的規定，導致確定給付制較確定提撥制穩定發展之因素。

資產配置方面，2009 年年底 7 國退休金資產主要配置 54.4%於權益證券，26.9%配置於債券，1.3%於約當現金及 17.4%於其他資產（如不動產及另類資產）。美國、英國及澳洲的風險性資產配置比例較高，至於荷蘭、瑞士及日本因投資策略較為保守，因此資產配置於債券比例較高，股票比例較低。

此外，2009 年各國退休金資產配置於股票部位由 2008 年的 48%提高至 54.4%，主要係因股票市場反彈，投資人信心提升之故。

Global Pension Asset Study 2010

Key Findings - Figures

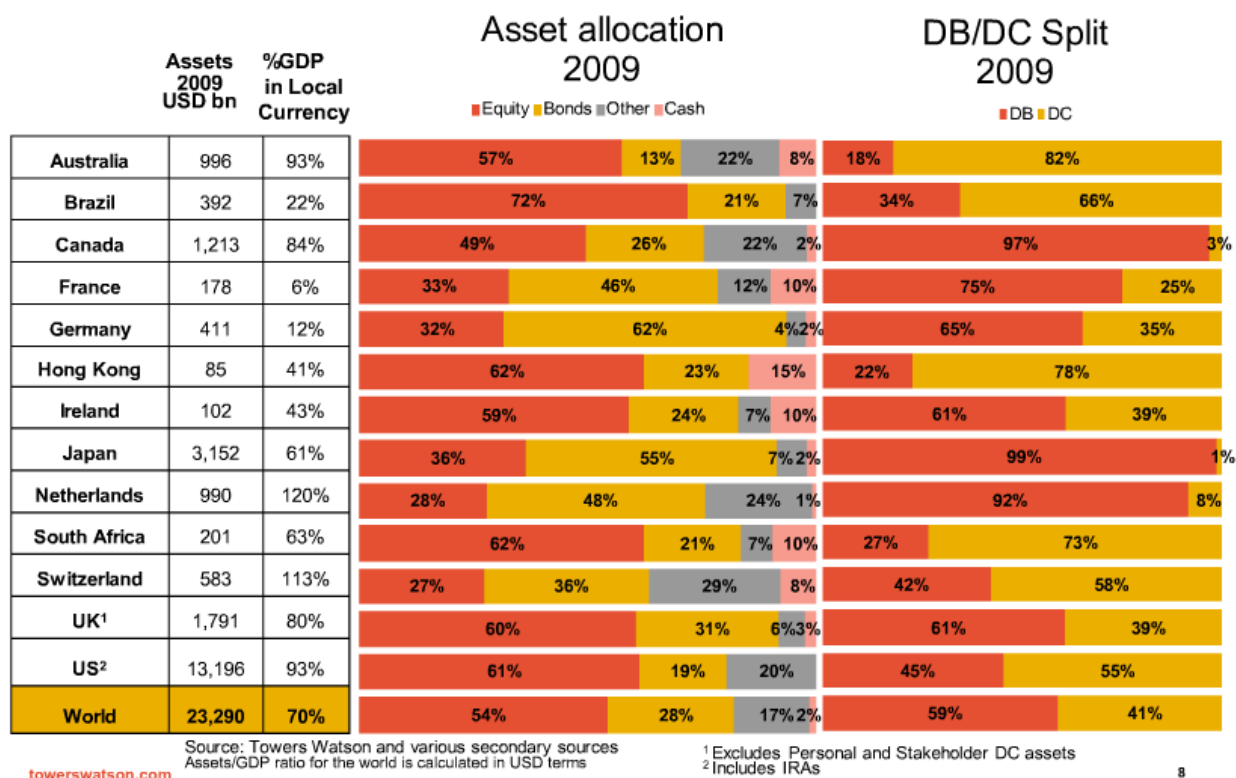


圖 1 韜睿惠悅 2010 年全球退休金調查研究主要發現

(二) 對退休基金發展具影響力的 6 項因子

1. 監理的改善

在金融風暴之後，對風險管理的重視提高，基金監控及治理程度亦有所改善，對於退休基金投資長（Chief Investment Officer, CIO）的重視程度也有提高的趨勢。

2. 金融商品增加

金融商品的專業化，讓委託經營的投資風格、範圍等類型更加多元廣泛，受到金融風暴投資出現大幅虧損的影響，退休金計畫的成員開始對基金投資的透明度提出更高的要求。

3. 退休制度朝確定提撥制（DC）發展

由於確定提撥制多屬個人自選投資組合，財務風險轉移至退休金計畫成員身上，降低雇主負擔成本的不確定性，對雇主較為有利，使得確定提撥制逐漸成為全

球退休金市場的主流。

4. 組織架構重組

針對組織內部管理層級、專業分工或全球人力資源等方面進行架構重組，期使決策過程更有效率。

5. 延攬優秀人才

儘管金融風暴使得退休基金降低了短期人力市場的需求，但對於延攬優秀人才，特別是高階主管（如投資長等）的情形仍非常激烈。

6. 新的產業鏈

退休金對於支付予資產管理公司及專業諮詢顧問公司的管理費與諮詢費，已有更好的計價方式，並開始揚棄過去按績效計費的方式，改採對基金較有利的計價方式。

（三）目前退休基金關注的 6 大議題

韜睿惠悅指出，目前全球退休金市場關注的重要議題分為 6 項：基金償付能力、風險管理、風險預算及策略、退休福利及利害關係人、經理人績效、確定提撥制的風險管理。相關說明詳如表 2：

表 2 退休基金近期重要議題

近期重要議題及說明		2010 年應注意的是...
1、基金償付能力	償付能力惡化，引發退休基金破產機率，增加調整基金投資策略的壓力	修正退休金計畫，包含提撥率、資產及投資方向等部分
2、風險管理	對風險的重視程度增加，且對極端事件的關注提高，更加重視信用風險及流動性風險這兩部分的風險管理	對風險本身及風險管理流程的意識及重視程度增加
3、風險預算及策略	思考投資工具（股票、債券等）相關性及波動性提高後，如何分散投資，並重新檢視資產配置，試圖調整配置及投資策略	更關注避險策略的運用
4、退休福利及利害關係人	檢視未來退休金應負擔的義務對整體風險忍受度的影響	因未來累積的龐大給付壓力，退休金正逐漸由確定給付制轉向確定提撥制
5、經理人績效	在不穩定的投資市場下，經理人必須面臨達成指標績效的壓力及維持投資組合流動性的困境	主動操作的經理人將承受提升績效的強大壓力
6、確定提撥制的風險管理	更多心力放在如何達成退休金計畫參與者的期望，特別是針對退休計畫的部分	重視投資曝險及生命週期投資策略的設計

二、全球投資最新趨勢及動態策略性資產配置

(一) 對經濟前景的看法-2009 年 12 月

在 2009 年 12 月，韜睿惠悅預測未來可能的經濟狀況，依實質經濟成長率強弱及國家財政狀況好壞，分為 4 種情境。

實質經濟成長率，可用國民生產毛額（GDP）成長率、就業情形及私人需求等經濟活動加以衡量，一般而言以實質經濟成長率達 4% 為均衡點，高於 4% 即實質經濟成長率走強，低於 4% 即實質經濟成長率走弱。

國家財政狀況好壞，則是藉由直接的經濟調控工具（貨幣利率政策及財政政策）及間接的傳導機制，產生經濟效益。利用長短期借款利率、信用額度、家庭所得及匯率走勢等項目，判斷各國經濟環境係處於低迷或繁榮的階段。

2009 年 12 月時，韜睿惠悅預估全球經濟情勢：有 40% 的機率處於全球經濟成長率偏弱，但各國財政狀況仍處於控制之下的情境；25% 的機率落在經濟成長率走強且財政狀況穩健的情境；20% 的機率是在經濟成長偏弱且財政狀況不穩的情況；15% 的機率處於經濟成長走強，但財政狀況不穩定的局面。

(二) 對經濟前景的看法-2010 年 8 月

在 2010 年 8 月，韜睿惠悅則依全球經濟恢復平衡的速度、各國政策及金融市場狀況，將未來 3 至 5 年全球經濟情勢分為 6 種可能發生的情境，包含已開發國家出現高經濟成長、艱困的經濟復甦、高通貨膨脹、已開發國家發生外債危機、全球經濟成長趨緩，以及已開發國家出現通貨緊縮等，其分布情形、發生機率及相關說明詳如圖 2 及表 3：

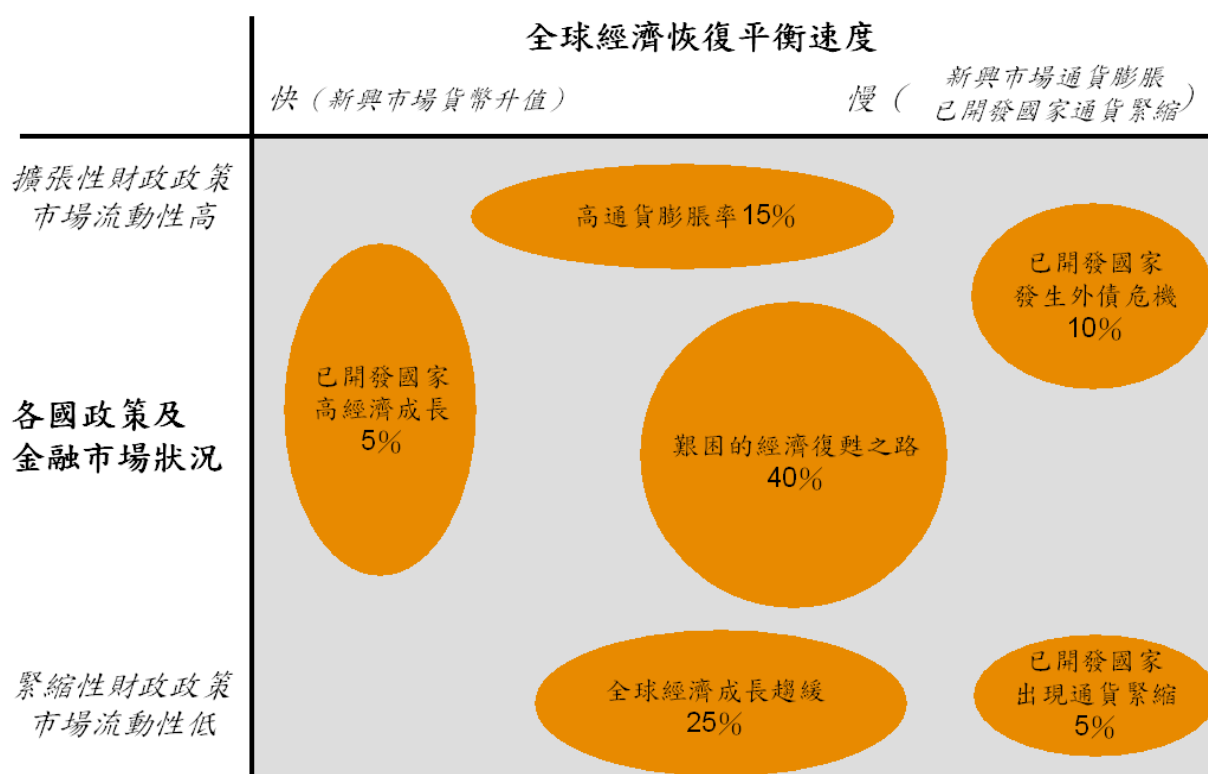


圖 2 未來 3 至 5 年全球經濟可能發生的情境分布情形

表 3 未來 3 至 5 年全球經濟可能發生的情境說明

情境	說明	發生機率
已開發國家出現高經濟成長	<ul style="list-style-type: none"> ● 新興國家貨幣升值，已開發國家相較下更具競爭力，因而改善已開發國家經濟情況，在就業情形及資金流通促使經濟好轉下，逐漸降低舉債水位。 ● 對股票、信用工具、大宗商品有利，特別是新興市場的貨幣，惟已開發國家債券市場走弱。 	5%
艱困的經濟復甦之路	<ul style="list-style-type: none"> ● 主權債券、私募債券及脆弱的金融市場將成爲已開發國家經濟成長的阻礙，不過新興國家經濟成長依舊強勁。此外投資人的風險胃納（承受風險程度）的關切範圍，已由負面衝擊造成的影響，轉爲對極端事件的關注。 	40%

情境	說明	發生機率
	<ul style="list-style-type: none"> ● 股票及信用市場報酬可期，不過波動性也會增加。政府債券市場走弱，但仍有波動。 	
高通貨膨脹率	<ul style="list-style-type: none"> ● 當政府採用擴張性貨幣政策，就必須忍受較高的通貨膨脹。部分國家甚至可能產生惡性通貨膨脹。 ● 股票及大宗商品的表現不俗，債券市場相對趨弱，此外 G4 國家（美、歐、中、日）貨幣走弱。 	15%
已開發國家發生外債危機	<ul style="list-style-type: none"> ● 公部門過度舉債引發社會對財政平衡的關切，債務危機可能導致倒帳及債務重組的情況發生。 ● 股票及大宗商品表現不佳，但已開發國家或新興國家發行的政府債券將成為資金的避風港，後勢看好。 	10%
全球經濟成長趨緩	<ul style="list-style-type: none"> ● 新興市場的需求無法抵銷已開發國家成長減緩的趨勢，以致長期全球的經濟成長可能呈現次趨勢（sub-trend）。 ● 已開發國家金融市場表現欠佳，新興市場的股票及信用市場績效可能更差，大宗商品表現一樣不佳，債券市場則表現良好。 	25%
已開發國家出現通貨緊縮	<ul style="list-style-type: none"> ● 已開發經濟體受到全球大規模財政緊縮及債券工具劇烈的去槓桿化影響，因而降低消費需求，導致經濟二次衰退及嚴重貨幣貶值。 ● 已開發國家的股票及信用市場績效欠佳，惟主權債務市場績效表現突出。 	5%

(三) 資產配置策略類型

韜睿惠悅認為退休基金資產配置策略，可依其主要目標、使用期間、涵蓋範圍及其執行方式等項目，分為以下 4 類：策略性資產配置、動態策略性資產配置、中期機會與戰略性資產配置。

表 4 資產配置策略類型

	策略性 資產配置 (Strategic Asset Allocation, SAA)	動態策略性 資產配置 (Dynamic Strategic Asset Allocation, DSAA)	中期機會 (Medium Term Opportunities, MOPS)	戰略性 資產配置 (Tactical Asset Allocation, TAA)
主要目標	達到與風險相符的報酬	增加額外報酬或降低風險	增加額外報酬及多樣性	增加額外報酬或降低風險
時間架構	長期	1 至 3 年	3 年以上	數月
涵蓋範圍	包含全部的資產類別	所有資產類別，只做多頭	所有資產類別，但僅著眼於有特定利基的資產，只做多頭	僅限流動性資產，可做多也可做空
執行方式	自行或透過受託機構及諮詢顧問公司配置資金	自行或透過諮詢顧問公司配置資金	透過機構經理人配置資金	透過機構經理人、避險基金或諮詢顧問公司配置資金
注意重點	負債情形、現金流量、資金需求、報酬及風險	風險、報酬、市場動態及策略性資產配置方向	報酬	報酬

（四）動態策略性資產配置

韜睿惠悅對於動態策略性資產配置的觀念闡述如下：

1. 時間約 1 至 3 年

-戰略性決策的雜訊太高，無法產生穩定的超額報酬。

-在修正回正常價格前，市場有可能跌得更多。

2. 治理是關鍵所在

-價格產生異常的情形非常短暫，而且很快就會回復正常價格。

-需要及時的決策及執行機制。

3. 很明顯且不常發生的機會

-現在市場上的金融資產產生價格異常的情況不會維持很久。

-必須把握任何一個利基機會。

-需要有明確的訊號，比如超出公平價格 2 倍的標準差。

4. 引發多空之爭論

-所有中期決策都應兼顧多空兩種論點。

-必須有一致性的決策架構。

三、經理人研究

（一）強大之全球經理人研究平台

韜睿惠悅致力於從事經理人研究，內部自行開發 Dream 系統，供作為質化研究之線上資料庫平台，另為強化其研究之量化數據資訊，韜睿惠悅與 eVestment 合作結盟為 eVestment Alliance 成員之一，透過 eVestment 線上量化資料庫平台，取得經理人經營績效等數據化分析，以提供其客戶質化及量化的全方位經理人研究分析，其全球經理人研究平台如圖 3 所示。



圖 3 韜睿惠悅與 eVestmet 之經理人研究平台

(二) 韜睿惠悅之經理人研究哲學

1. 整體目標為找到具備持續競爭力之經理人。
2. 韜睿惠悅相信，成功的經理人具有某些重複模式或成功因子。
3. 因績效資訊中摻雜高度雜訊，故質化研究才是選擇優秀經理人之絕對關鍵。

(三) 選擇經理人不能只注意過往績效

韜睿惠悅認為作經理人研究，不能僅看過往績效之量化數據，因為經驗證明「用追蹤過往績效來預估未來績效表現，成效比想像得差」；是以，韜睿惠悅十分強調經理

人之質化研究，包括經理人研究團隊之組成、異動，經理人投資風格、投資策略、投資技巧、風險偏好，經理人對市場環境之看法等等。

(四) 韜睿惠悅尋找之經理人特質

茲將韜睿惠悅認為優秀經理人應具備之特質彙整如表 5，主要分為三大面向：人員 (People)、過程 (Process)、企業 (Business)。

表 5 優秀經理人特質

三大面向	具備之特質
People 人員	Investor quality : 經理人應具備專業能力，必須找出決策領導者，帶領整體團隊具有一致之中心思想
	Focused decisions : 透過聚焦討論決定，可以避免過於主觀
	Depth of resource : 資源蒐集應具深度，善用其競爭優勢
	Collegiate culture : 保有大學生之團隊深入研究精神
	Team dynamics : 透過組成團隊方式，彼此腦力激盪、分工合作、客觀分析
	Staff turnover : 成員流動性不應過高，投資策略較能連貫並具一致性
Process 過程	Clear philosophy : 討論過程應保持明確研究理念
	Insightful research : 研究應深入精闢
	Implementing ideas : 意見想法應具體行動實現
	Process evolution : 過程進展應時常評估改善
	Risk management : 應有效執行風險控管
	Other impacts : 其他

三大面向	具備之特質
Business 企業	Long-term focus : 應訂有長期投資目標
	Investment-led : 應有能力之投資領導人，帶領團隊具向心力及一致研究哲學
	Stable structure : 應有穩定完備之研究組織架構
	Business investment : 應具備優良企業投資能力
	Growth management : 對成員前景應有完整之成長管理方案
	Aligned interests : 研究團隊成員之利益應與基金本身具一致性

韜睿惠悅認為，作經理人質化研究時，除了書面表報、相關新聞資訊、市場訊息之蒐集分析外，十分重要的是韜睿惠悅會**主動參與經理人團隊之內部開會討論**。透過參與開會討論過程，能夠清楚分析經理人之投資策略、投資風格、對市場看法、風險偏好等等，且遇有問題時，亦能直接與經理人進一步溝通了解。

有關於韜睿惠悅參與經理人內部開會討論，我們提出一個問題：「韜睿惠悅參與經理人內部討論會議時，經理人的態度如何？」，韜睿惠悅說明，其內部針對該問題作過分析並發表過文章，結論為「已開發市場經理人通常態度很開放，也很樂於分享經驗、看法，也希望從韜睿惠悅的研究中得到回饋，反觀一些較屬於新興市場之經理人，則較排斥、反感，較不願意韜睿惠悅涉入會議過深，回答較保守」，這種情況或尚須一段磨合期，韜睿惠悅表示會繼續努力溝通，使新興市場之經理人理解此等做法，其實對經理人亦有助益，經理人透過與韜睿惠悅溝通能得到回饋，或者投資大眾透過韜睿惠悅之研究報告亦能進一步了解各經理人之投資長才等等。

(五) 紅綠燈分析

韜睿惠悅為確保其觀點之一致性及客觀性，發展出一套“紅綠燈”分析方法(如下圖所示)：由各區域資深專業研究人員組成全球性之經理人管理團隊，透過成員間有

效溝通討論，來確保其研究成果之最高品質及一致性。

“紅綠燈”分析方法係透過人員（People）、過程（Process）、企業（Business）三大面向之成功因子，逐項分析經理人之優劣勢；而燈號代表意義為：

1. 紅色：表示韜睿惠悅認為經理人在此一方面有弱點。
2. 黃色：表示韜睿惠悅認為經理人在此一方面是有問題的。
3. 綠色：表示韜睿惠悅在這一方面並沒有發現重大問題或弱點。

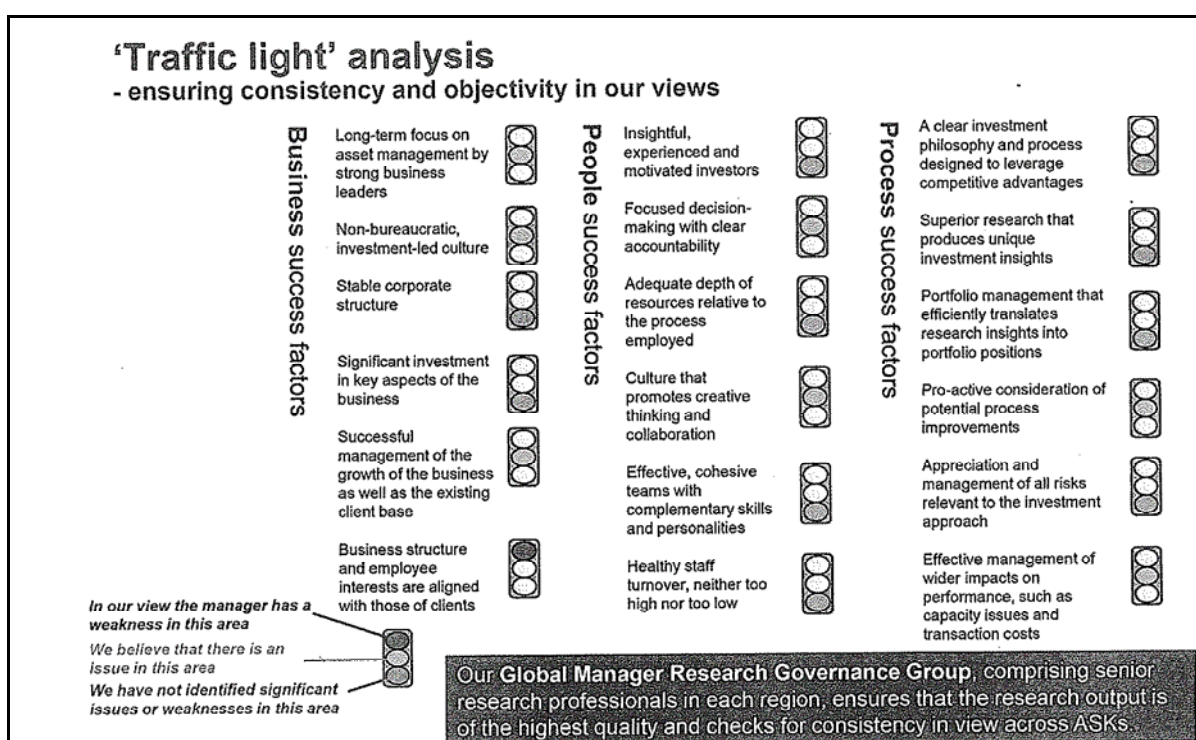


圖 4 紅綠燈分析法

四、投資治理

（一）治理及治理預算之定義

治理 = 組織協調 * 人員 * 過程

如上式所示，韜睿惠悅認為治理係由組織協調、人員、過程三大要素組合而成，而治理預算係從該治理鏈中，因有效行動而創造價值之能力。其中，三大要素之定義

為：

1. **組織協調**：係指基金架構和長遠利益應具一致性
2. **人員**：係指參與投資人員應具專業能力並承擔責任
3. **過程**：係指如何管理和執行制定投資決策

(二) 為何治理很重要？

根據韜睿惠悅研究，有效治理能大幅提升基金之績效，從「Bad(差)」到「Good(好)」可以提升 1 至 2% 收益率，而從「Good(好)」到「Great(非常好)」能提升更多收益率。謹重點摘述治理之重要性如次：

1. 透過有效治理能創造更大財富
2. 治理預算乃風險預算分配成功之重要關鍵因素
3. 投資配置應符合基金治理能力

(三) 投資治理之全球最佳實踐(Global Best Practice, GBP)

—明確任務、信念及風險預算為核心屬性

韜睿惠悅表示根據 Clark-Urwin 對治理所做研究，發現治理之最佳實踐典範所堅持之核心原則，可彙整為以下六點，其中堅強信念乃是韜睿惠悅認為有效治理之最關鍵屬性。

表 6 投資治理之 6 大核心最佳實踐因素

三大要素	6 大核心最佳實踐因素	
組織協調	1. 任務明確	任務說明書中應載明明確任務和利益關係人之承諾
	2. 有效時間聚焦	在投資過程中，根據適當預算來配置每一要素，必須考量可能產生之結果以及是否具備足夠專業能力

三大要素		6大核心最佳實踐因素
人員	3. 領導人	領導人(董事會/投資委員會等級)應為投資委員會主席，乃基金成敗之關鍵性角色
	4. 堅強信念	全部參與基金投資人員應具堅強信念且目標一致，並清楚了解所有投資決策
過程	5. 風險預算架構	參考風險預算來架構投資過程，應與設定之目標一致
	6. 合適之經理人	有效運用外部經理人協治理時，應有明確委託契約，且與基金目標一致，而選擇經理人之標準應與委託目標一致

(四) 治理須克服之困難

韜睿惠悅表示根據 Clark-Urwin 對治理所做研究，發現治理有十大困難須克服，謹摘述如表 7：

表 7 投資治理十大難題

治理十大難題	
1. 風險預算	治理預算雇用人數、時間的組合、專業度及集體主義董事會之設立等均與績效息息相關
2. 全球最佳實踐(GBP)	透過分析全球績效最優之基金投資方法和行為，可歸納出全球最佳實踐因素—圍繞著人員、過程、組織協調，可彙整成六項關鍵因素(如表 6 所示)
3. 明確任務	全球最佳實踐(GBP)首項因素為任務明確之重要性、利益關係人之承諾及任務達成之衡量
4. 雙層架構	雙層架構為全球最佳實踐(GBP)另一重要關鍵因素，位階較高之董事會為決策層級，而管理團隊為執行層級

治理十大難題	
5. 過程	全球最佳實踐(GBP)基金，在投資過程中之信念、風險預算、挑選經理人、策略抉擇之即時反應均嚴謹且明確
6. 領導者之協調能力	董事會主席應有效管理集體決策，並最適化治理預算，應使團隊成員對其協調組織能力產生信賴感
7. 領導者之風險架構能力	董事會主席應帶領團隊建立強大之風險管理架構，並透過溝通有效傳達團隊理念
8. 董事會代表團	董事會成員不論於內部團隊或外部組織上均應具代表性
9. 正視壓力，強化策略	在強大經營壓力及複雜投資條件下，基金必須宏觀地明辨機會與威脅來制定策略
10. 兼顧風險之完備系統	面對複雜投資條件，除追求報酬成長外，應兼具量化及質化之控制風險能力

五、年度論壇 Ideas Exchange Annual HK

—2020 Vision: Get Smart, Shape Up

韜睿惠悅一向致力於退休金研究，期望透過其領先之研究讓管理人能更深入了解全球機構投資環境之新趨勢；該公司於9月份，準備了一系列有關退休金投資之新知識，在香港舉辦年度「觀點交流論壇 Ideas Exchange」—「以『展望 2020 為題』，透過個案研究，為機構投資者及監管機關分析未來各種新的投資挑戰。希望與會者不但了解各種風險，更能提早做好準備，去應對未來多變之投資環境。」

韜睿惠悅認為對投資大眾而言，未來十年最重要之挑戰有六項，彙整如表 8；該次論壇主軸即圍繞此六大主題進行，透過圓桌對談方式，讓與會者進行面對面之意見交流。

表 8 未來 10 年退休基金之 6 大重要挑戰

6 大重要挑戰	
(一) 獲得風險管理和治理執行之權利：	經歷金融風暴重創各基金資產後，各基金日益重視風險管理之重要性，是以，管理階層有效執行投資治理並強化風險管理，避免系統性風險產生之重大損失，實為各基金應積極面對之重要挑戰。
(二) 在「長期策略性資產配置」和「對快速變遷投資環境有動態反應能力」之間，取得一個適當平衡；	全球金融投資環境日新月異，基金除有「長期策略性資產配置」外，面對快速變遷之投資環境，更應具有對快速變遷投資環境的動態反應能力，而如何在此兩者之間取得平衡，實為各基金應正視之問題。
(三) 處理因大幅發債而導致損失之已開發市場主權債：	近來，隨著歐債危機爆發、美國赤字嚴重仍大量發債、其他已開發市場各國亦因財務不佳而頻繁發行公債，導致原本較具安全保障特性之主權債風險性日益增高，若仍於基金資產配置上繼續大幅配置已開發國家主權債，或將導致風險出乎預期，甚至產生虧損；是以，如何有效處理此等主權債，已為各基金正面臨之挑戰。
(四) 反映將新興市場納入投資組合之重要性增強：	自全球金融危機爆發以來，新興市場復甦速度較已開發市場為快，全球投資眼光瞄準新興市場之投資潛力，是以，如何逐步增加新興市場於投資組合中之比例，實為當前各基金之重要任務。
(五) 在不增加額外複雜性和管理費比率情況下，作出有意義之另類資產配置：	為增加基金配置之靈活度，將另類資產納入投資組合中，乃為現行基金之投資趨勢，惟如何於治理預算下有效搭配人才運用，期於不增加額外過多複雜性及管理費比率情況下，作出有意義之另類資產配置，乃為各基金應審視之投資選項。

6 大重要挑戰

(六) 為成員退休後生活，制定適當之投資方案：

由於退休基金中，各成員之經濟情況不同，退休後所須之所得替代率亦相差甚遠，尤其在確定提撥制（DC）制度下，成員須自行選擇投資組合時，完備投資教育訓練非常重要，是以，如何替各成員妥善規劃適合其退休後生活之投資方案，則顯得十分重要且為必須儘速應對之課題。

伍、心得與建議

一、心得

(一) 全球退休金市場趨勢

觀察韜睿惠悅在 2010 年做的退休金市場調查結果，儘管金融風暴造成金融資產巨幅減損，資金一度流向安全的避風港，然而當景氣逐漸復甦，投資人信心回升，資金隨即回流股票市場，股票淨值增加，以致提高退休金股票配置比例。觀諸全球退休金市場，股票仍為多數退休金市場核心資產，惟基於提高報酬或分散風險考量，債券及另類資產配置比例已有增加的趨勢。

經歷 2008 年全球金融風暴後，退休基金已由過去著重於報酬，轉為報酬風險並重的概念。由於全球主要的已開發國家，如美國及歐洲地區國家的經濟尚未完全復甦，目前全球經濟走勢撲朔迷離，也使得退休基金必須思考如何在不穩定的投資環境下獲取足以支應退休給付的報酬，以及審慎思考退休金制度改革的必要性及可行性。在新興市場重要性提高且全球金融市場劇烈波動的情況下，退休基金也須修正長短期資產配置策略，重新檢視資產配置區域及類別，以達到獲取穩定報酬、風險分散之效。

（二）投資績效與風險管理

目前投資大眾選擇基金經理人或投資標的之習慣，時常僅看經理人績效表面數字，然而績效僅為過去之歷史數據，且高風險隱含高報酬，若僅看表面績效，而不深入分析其績效背後所代表之意義，對投資人而言是十分危險的事情。

歷史上，多次金融危機所造成之系統性風險均使投資人損失慘重，而攸關人民福祉之退休基金更應正視此一問題；是以，如何建置兼具質化與量化之風險管理系統，實為各大退休基金於當前日益複雜之投資環境下，除追求績效報酬成長之外，更應積極改善之任務。

（三）新興市場漸成爲焦點

有關於新興市場經理人研究方面，相較於已開發市場，由於新興市場屬於較晚受到重視之市場，尚待投資人進一步深入研究，而韜睿惠悅亦是近幾年方對新興市場經理人之研究多所著墨；是以，雖然目前韜睿惠悅從事新興市場經理人研究時，新興市場經理人對於受訪態度較保守、排斥，但相信待新興市場欲加成熟後，該區域之經理人或能對於受訪態度更爲開放，在兩方回饋機制下，相信將有助於投資大眾對新興市場經理人之了解，而更進一步帶動新興市場之成長。

二、建議

（一）資產配置

目前全球退休基金面對不斷提高的給付壓力及未來大量的現金流出，實有必要進行退休制度相關改革，亦應重新檢視及檢討資產配置策略，依據未來的經濟情勢及基金未來的現金流量，分別制訂短中長期的資產配置策略。

另爲避免系統性風險對整體基金造成過大之傷害，若從降低資產投資組合之相關性來思考，建議退休基金或可考量如何在不增加複雜性、管理成本及風險下，將另類投資納入資產組合中，增加基金投資運用之靈活性，並期藉以降低整體投資組合之相關係數，進一步達成降低系統性風險之目的。

（二）經理人選任

鑒於經理人之選擇乃為委託績效之重要關鍵因素，建議退休基金於辦理委外經營時，應重視經理人之研究，在質量並重的情況下，期能有助於達成委託預定之目標報酬。

（三）風險管理

經歷金融海嘯之黑天鵝事件後，發現若將投資比重過高程度集中於股市，則一旦發生系統性風險，將損失慘重；是以，建議退休基金應強化風險控管能力，或可考量透過風險預算方式來進行經理人最適配置，進而達成有效控制風險之目標。

陸、附錄