

# 退休金制度及其資產管理對總體經濟金融之影響

游淑雅、陳慧明、方慧娟、黃晶晶 撰

## 摘要

由於全球人口結構的高齡化，世界銀行在研究了許多國家的退休金制度後，近年來提倡「老年經濟安全三層保障制度」，許多國家亦逐漸朝向此制度進行改革，惟各國政經情勢不一，改革方式亦不盡相同。大體而言，目前各國退休金制度的變革趨勢，除職業退休金的給付朝向「確定提撥制」(defined contribution)發展外，在退休基金的財務基礎部分，則逐漸轉為「完全提存準備制」(fully funded)。

退休金制度之變革將對一國的總體經濟帶來重大衝擊，其中公共退休金自隨收隨付制轉換為完全提存準備制，短期轉換過程內將使政府面臨財政負擔加重問題；不過採行確定提撥制與完全提存準備制的第二層保障之改革，原則上將透過提升國民儲蓄率、減少對勞動市場的扭曲，以及強化金融體系等不同層面，對一國長期的經濟成長將帶來正面影響。而各國對退休基金資產的管理模式

與法令限制諸多不同，不但影響退休基金的收益與財務健全，亦對各國資本市場及金融體系的發展產生深遠影響，連帶亦使得中央銀行的政策受到衝擊，央行除須面對貨幣總計數的統計應如何配合修正，俾維持貨幣總計數的指標功能之問題外，開放退休基金海外投資是否會影響中央銀行的貨幣及匯率政策，亦是央行所面臨的重要課題。

鑑於各國退休金制度的改革及其資產管理方式，對我國現行逐步推動之退休金制度改革具有重大啟示，因此本文引介國際間退休金制度的變革趨勢，並詳述較具代表性之美國、智利及新加坡之退休金制度改革實例；接著引介退休金制度變革對總體經濟、金融體系之影響；然後分析退休基金之資產管理模式、各國對其投資之法令限制，與開放退休基金進行海外投資之利弊；進而剖析退休金制度改革對中央銀行政策之影響。

## 一、前言

由於全球人口結構的高齡化，導致各國退休金制度的給付負擔日益沉重，並引發許

多總體經濟甚至社會、政治層面的問題，因此退休金制度的改革成爲各國亟須處理的政策焦點。爲了避免舊有的退休金制度引發日益嚴重的問題，世界銀行在研究了許多國家的退休金制度後，近年來提倡「老年經濟安全三層保障制度」，許多國家亦逐漸朝向此制度進行改革，惟各國政經情勢不一，改革方式亦不盡相同。大體而言，目前各國退休金制度的變革趨勢，除職業退休金的給付朝向「確定提撥制」（defined contribution）發展外，在退休基金的財務基礎部分，則逐漸轉爲「完全提存準備制」（fully funded）。

退休金制度之變革將對一國的總體經濟帶來重大衝擊，其中公共退休金自隨收隨付制轉換爲完全提存準備制，短期轉換過程內將使政府面臨財政負擔加重問題；不過採行確定提撥制與完全提存準備的第二層保障之改革，原則上將透過提升國民儲蓄率、減少對勞動市場的扭曲，以及強化金融體系等不同層面，對一國長期的經濟成長將帶來正面影響。而各國對退休基金資產的管理模式與法令限制諸多不同，不但影響退休基金的收益與財務健全，亦對各國資本市場及金融體系的發展產生深遠影響。至於是否開放退休

基金從事海外投資在國際間向來有爭議，全球化的資產配置固然對基金報酬與風險管理有所助益，惟過度的資本移動卻衝擊一國股匯市安定，這也是何以目前大部分國家對此仍持保留態度的主要原因，因此如何因應國家經濟金融發展現勢，兼顧老年退休人口的福祉，開放一適度比例的退休基金投資國外資產，亦是各國決策當局所應重視的課題。此外，央行除須面對貨幣總計數的統計應如何針對退休基金的發展配合修正，俾維持貨幣總計數的指標功能之問題外，開放退休基金海外投資是否會影響央行的貨幣及匯率政策，亦是央行執行貨幣政策時所不可忽視的課題。

鑑於退休金制度的變革及其資產管理方式，對一國的經濟及金融發展具有重大的影響，因此本文擬先引介國際間退休金制度的變革趨勢，並詳細介紹較具代表性之美國、智利及新加坡之退休金制度改革實例；接著引介退休金制度變革對總體經濟、金融體系之影響；然後分析退休基金之資產管理模式、各國對其投資之法令限制，與開放退休基金進行海外投資之利弊；進而剖析退休金制度改革對中央銀行政策之影響。

## 二、國際間退休金制度之變革

### （一）退休金制度之重要概念

退休金制度依其財源或提供者不同，可分爲三種類型，其一是由國家提供的國家退

休金制度（state pension scheme），亦即公共退休金制度；其二爲雇主提供的職業退休金制度（occupational retirement scheme），且

依雇主為民營企業或政府機關之不同，區分為民間退休金或公家退休金；其三則是個人自行提供的個人退休金制度（individual pension scheme）。退休金的計算及給付方式，可分為確定給付制與確定提撥制兩種型態；退休基金即為因應未來的退休金給付而預先定期提存的準備金，退休基金的財務基礎大致可分為三種型態：隨收隨付制、完全提存準備制與部分提存準備制。茲分別說明如下：

### 1. 確定給付制與確定提撥制

以職業退休金為例，確定給付制（defined benefit）是指雇主對受雇者承諾，於其退休時給付一特定金額的退休金，該金額是以服務年資及退休時的薪資依公式計算而得。對雇主而言，受雇者的服務年資、薪資成長及流動率等均會影響退休金給付的多寡，此外，雇主提撥的退休基金將受提撥款（contribution）及該款項投資收益影響，必須加以精算。

確定提撥制（defined contribution）是指受雇者於其受雇期間，依規定定期提撥薪資的某一比例至其個人退休基金帳戶，雇主也須依規定配合提撥款項至該帳戶，受雇者的退休金完全取決於退休時該帳戶的提撥款總額及收益，因此投資風險由受雇者自負。

### 2. 隨收隨付制、完全提存準備制及部分提存準備制

傳統的公共退休金制度多採行隨收隨付制（pay-as-you-go），政府根據法令來規定

老年給付標準，所需財源係由政府編列預算支應，稅收不足部分則由公共債務補足，政府未針對退休金負債提撥專門的基金。相對地，若定期提撥款項設立退休基金來處理退休金負債，則當提撥款及該款項的收益總額相當於到期時所須給付的退休金負債，此類退休計畫稱為完全提存準備（fully funded）；若不足到期時所須給付的退休金負債則稱之為部分提存準備（partially funded）。

### （二）退休金制度變革之趨勢

實施退休金制度的國家，在二十世紀初期大都採完全提存準備制的財務處理方式，惟歷經 1930 年代經濟大恐慌及二次世界大戰後的經濟蕭條，紛紛放棄完全提存準備制，而改採隨收隨付制。近年來，鑑於人口老化，以及原始制度的設計不當（如允許提早退休、給付水準提高等），隨收隨付制已造成許多國家難以負擔的財政問題。

#### 1. 舊有退休金制度所產生之問題

國際間傳統的退休金制度多為確定給付制，財務基礎採隨收隨付制，以薪資稅為主要財源，因此產生以下問題：

（1）過高且一再提高的薪資稅將對雇主造成沉重的財務負擔，因而導致失業增加；

（2）為了逃避薪資稅負擔，將誘使勞動力移轉至生產力較低的地下經濟部門（未加入退休金體系的企業）；

（3）鼓勵提早退休，因此有經驗的勞動力供給將減少；

(4) 公共資源的錯誤配置，例如將稀少的稅收大量用於支付退休金，而非對長期經濟發展具有重大意義之教育、保健或基礎建設；

(5) 失去提升攸關一國長期經濟表現之長期儲蓄的機會；

(6) 無法將所得公平地重分配至低收入族群；

(7) 發生非計畫性的財務負擔代際移轉 (inter-generational transfers) ；

(8) 大量、隱性的公共退休金負債及資金缺口不斷擴增，造成許多國家的財政體系陷於無法支撐的地步；

大部分的工業化國家均存在此種隨收隨付與確定給付制無法妥善保障退休者，特別是未來的退休者的問題；惟這些舊制度較易承諾短期內的給付額，因此向來為政府所偏好以討好選民。

## 2. 當前退休金制度改革的趨勢

基於上述原因，主要國家近年來的退休金制度之改革趨勢大抵為：(1) 政府負擔退休金財源的比例愈來愈低，亦即以公共退休金制度為輔，以強制性職業退休金計畫和自願性的個人退休金計畫為主的架構，財務上則盡量追求完全提存準備制；(2) 採行確定提撥制的比重愈來愈高；(3) 退休基金的管理逐漸民營化、自由化與全球化。茲就其中較重要的特性說明如下：

### (1) 完全提存準備制

退休基金在財務上採行完全提存準備制可預先將成本計算清楚，避免政府的承諾日後無法兌現；其次，可防止在隨收隨付制下因人口老化造成薪資稅的一再提升；再者，完全提存準備將可避免產生大額及無法預計的「代際移轉」：例如較早一代（其中包括富有者）的退休基金可能有盈餘，較年輕一代（包括貧困者）則可能產生損失。

完全提存準備制的優點在於不使參與者對老年福利產生空洞不實的期待，以及避免伴隨人口老化對後世代課徵較高的稅負，同時可提供國內中長期建設資金來源。

### (2) 確定提撥制

確定提撥制度將提撥額及給付額緊密聯繫，可防止勞動力因迴避提撥而流入非正式生產部門，故可減少逃避繳費以及提早退休的現象，並避免隱藏性的重覆提撥。就受雇者的年齡及年資而言，該制度具公平性，因此可延緩提早退休且在人口高齡化下可自動提高退休年齡，毋須政府以政治手段介入。

### (3) 民營化及完全競爭

退休基金民營化可避免退休基金受到政治的掌控，有助於資金營運效率提昇。究之實際，公營退休基金之操作及運用效率通常不高，主要是政府機構缺乏有經驗的專業投資人才，法規限制層層束縛，加上又可以獨攬這些資金，因此易受政治力介入，在投資策略上往往忽視市場競爭力，造成龐大赤字或是資金浪擲。在完全競爭的經營方式下，



投資決策在於追求資金的最佳收益，並以分散投資的方式降低風險。

民營化及完全競爭下的退休基金將對各種金融工具及資本市場產生需求，可有效促進金融市場的發展。然而退休基金民營化及完全競爭之前提為，一國至少須具備基本的資本市場體制，完備的金融監理制度，以防止詐欺及過度的涉險。

### （三）世界銀行倡導之「老年經濟安全三層保障制度」

為了避免舊有的退休金制度引發日益嚴重的問題，世界銀行在研究了許多國家的退休金制度後，於 1994 年提倡「老年經濟安全三層保障制度」，許多國家亦逐漸朝向此制度進行改革。「老年經濟安全三層保障制度」（以下簡稱三層保障制度）的第一層為強制性的公共退休金，主要在保障退休人口的基本生活水準，以稅收為財源，由政府管理，以期達到所得重分配的目的；第二層為強制提存的職業退休金，主要在保障受雇者退休後的生活品質，財源來自於受雇者薪資或企業盈餘之一部分，由私人經營；第三層則是個人自願性的退休金計畫，藉以提高個人退休後的生活水準，以個人自願性的商業退休金及儲蓄為財源。

#### 1. 公共退休金計畫

第一層公共退休金計畫與各國現行的公共退休金計畫類似，但規模較小並著重在所得重分配上，期為老年人口建構一個社會安

全網，特別是低收入者。給付方式包括：

（1）固定比率的給付（每人均同額或與工作年資相關，例如阿根廷和英國）；（2）須經過收入及資產調查（means- and asset-tested，例如澳大利亞）；以及（3）提供最低養老金保證（例如智利）等三種。第一種給付方式提供額外的共同保險，並對中低階層工作者所得產生重分配的作用；而最後一種給付方式顯然成本最低。第一層保障的資金來源多為一般稅收，較少為薪資稅。因為第一層保障的範圍有限，且有範圍較廣之稅基，所需的稅率將遠低於目前多數國家公共退休體系的稅率。

#### 2. 職業退休金計畫

第二層職業退休金計畫保障與傳統體系的作法差異極大，主要以強制性的確定提撥制及完全提存準備為基礎，精確地連結提撥額與給付額，且是以民營、完全競爭的方式經營。職業退休金制度設計在本質上認為大眾須為老年生活而接受強制儲蓄。

#### 3. 個人自願性的退休金計畫

第三層保障是自願性的儲蓄及退休金計畫，期能提供給希望有較餘裕退休生活的退休人口增補性之退休金收入。政府在這一層僅須提供稅負上的誘因來鼓勵個人參與。

近年來多數國家均朝上述三層保障制度進行改革，惟各國之政治經濟條件不同，所採行的方式亦不盡相同。其中影響改革最嚴重的問題為潛藏的退休金債務。

### 三、美國、智利及新加坡之退休金制度改革

綜觀各國近年來之退休金制度改革，部分 OECD 之已開發國家為因應人口老化的壓力及世界銀行對退休金制度的倡議，在職業退休金制度的改革模式，係建立在既有的職業退休金計畫上，僅將原來自願性質變成強制性質計畫，例如：澳大利亞、丹麥及瑞士。此外，由於公共退休金這一層面較小，退休金負債較低且沒有以薪資稅（或有限的薪資稅）籌措財源的問題，故能簡單地保留公共退休金這一層保障，並緊隨著建立第二層保障，而未出現制度轉換過程的融資（financing the transition）問題（將於下文對政府

財政之影響專節中詳加探討）。

智利於 1981 年進行退休金制度改革，將原先第一層隨收隨付制的國營公共退休金制度，強制轉換為完全提存準備、確定提撥並結合第二層職業退休金計畫之社會安全制度，且授權民營退休基金管理公司經營。智利退休金制度改革成功後，成為其他拉丁美洲國家效法之典範，阿根廷、墨西哥、秘魯、哥倫比亞、烏拉圭、玻利維亞、哥斯大黎加、薩爾瓦多、匈牙利等國家於 1990 年起陸續採行或參考類似的退休金制度（見表一）。

表一 拉丁美洲之民營化退休金制度\*

國別	成立年度	總人口 (百萬人)	總勞動力 (百萬人)	參與人數 (百萬人)	受雇者 提撥率	雇主 提撥率	可否參加舊制	65歲以上人口 比重
智利	1981	14.5	5.6	5.6	10%	0	否	7%
秘魯	1993	24.9	7.6	1.7	10%	0	是	5%
阿根廷	1994	35.7	14.5	6.17	11%	0	是	10%
哥倫比亞	1994	37.4	12	2.44	2.5%	7.5%	是	5%
烏拉圭	1996	3.3	1.4	0.41	12%	12.5%	是	13%
玻利維亞	1997	7.7	2.3	0.5	10%	0	否	4%
墨西哥	1997	97.5	36.3	10.7	4.5%	2%	否	4%
薩爾瓦多	1997	5.7	2.2	N/A	3.25%	6.75%	否	5%

\*係 1997 年資料。

資料來源：NCPA (1999) Policy Report, No.221。

相對於 OECD 國家，多數拉丁美洲國家原先即普遍存在公共退休金制度，進行改革意味著必須縮小第一層保障，重新規劃以增加第二層保障的空間。這些國家必須說服民眾與政客來降低反對的聲浪，並須尋找財源以支應制度轉換過程的融資問題。

亞洲國家退休金制度之改革以新加坡最具代表性，其餘國家目前正處於關鍵階段，大多數僅針對片面或單一的議題從事退休金之改革，例如：縮減給付額、增加提撥率及延長退休年齡等，但這些議題常因政治敏感性而窒礙難行。

美國、智利及新加坡之退休金制度改革，係各界所公認較為成功的典範，以下擬分別引介其退休金制度改革之過程、成效及所面臨之問題。

### （一）美國退休金制度簡介

美國的退休金制度為全世界最先進且最完整的制度，早在世界銀行倡導三層保障制度之前，即已具備社會安全制度、職業退休金及個人退休金的架構。美國也是目前全世界退休基金規模最大的國家，截至 1998 年底為止，退休基金高達 11 兆美元，為該年美國國民生產毛額的 135%，其中雖僅有 17% 投入共同基金市場，卻占美國共同基金資產規模的 35%。此外，美國退休基金資產中採確定提撥制者，係由 1984 年之 33%，不斷提高至 1996 年之 48%，預計至 2001 年將可超過確定給付制（註 1）。

### 1. 社會安全制度

目前美國最大的公共退休金制度為聯邦老年及殘障保險計畫（Federal Old Age and Disability Insurance Program），其基金也就是一般所稱的社會安全基金（Social Security Fund），該基金係根據 1935 年的社會安全法案所成立，為涵蓋全體民眾且具強制性之公共基金，至於財務基礎則是採隨收隨付制，亦即退休者當年的退休金給付主要是來自當年由勞資雙方共同繳納的社會安全稅捐。社會安全基金依法必須全數購買聯邦政府公債，截至 1998 年底社會安全基金餘額為 7,624 億美元。

在 1950 年代，美國每單位勞動人口僅須繳納其薪資的 2% 作為社會安全支出，迨至 1998 年已逾 12% 以上。而在 1970 年左右，美國平均每單位退休人口約由 5.5 單位勞動人口來扶養，1998 年則為 4.5 單位勞動人口，伴隨嬰兒潮人口的屆臨退休，加上醫藥進步、人類壽命延長及出生率急速下降，預估至 2030 年，將降至 2.5 單位勞動人口扶養 1 單位退休人口。

迄至 1998 年美國社會安全基金仍呈現結餘，且在 1998 年之前，由於美國財政持續產生龐大的赤字，這些結餘往往被移為他用，近年來美國財政赤字已逐年改善，並自 1998 年開始呈現盈餘，然而伴隨上述人口結構的改變，此種隨收隨付的財務制度，仍將造成入不敷出的情形。根據統計，美國社會安全

基金於 1998 年其平均收入年增率為 12.4%；惟 75 歲以上老年人領取給付的支出年增率已達 14.3%，高出收入年增率 1.9 個百分點；據美國社會安全局的估計，至 2016 年社會安全支出即將超過社會安全稅捐收入，而到 2038 年則超過總基金收入，估計屆時只能支付 73% 的社會安全福利支出。

鑑於此，美國前任總統柯林頓在 1999 年 2 月的國情咨文中曾建議，將未來十五年美國聯邦預算盈餘的三分之二（亦即 2.7 兆美元）撥入社會安全基金，並將此新增資金中的 25%（大約 6,750 億美元）投資股市。此一構想曾引起美國各界廣泛的討論。針對此一提議，美國聯邦準備理事會主席葛林斯班不表同意，他認為此舉恐將造成政治干預金融市場，損害美國自由經濟制度；他並表示，應藉由增稅或刪減退休給付方能有充裕資金繼續推動現行制度。

為健全社會安全基金財務規劃，因應高齡化社會的來臨，美國刻正研擬修訂社會安全制度朝向個人帳戶型態調整，以改善社會安全基金財務日益緊縮的窘境。現任總統布希曾於競選時提出社會安全制度未來改進方向，擬採行「社會安全制度部分民營化」（partially privatized social security system），允許民眾將部分薪資稅撥入個人帳戶，並自行選擇投資標的（包括：投資股市、債市），其間累積增加的財富將可移轉給後代。此種社會安全制度的規劃調整，除

維持現行社會安全制度的福利外，尚可為後代子孫預先儲存更多社會安全資源，且可提高個人資金規劃的自主性，避免政治因素干擾社會安全基金投資策略，惟個人帳戶仍有諸多負面疑慮與考量，例如行政管理成本增加、民間儲蓄率降低與個人投資錯誤風險提高等（註 2）。

## 2. 職業退休金制度

1913 年美國稅法規定企業主可將提存的退休準備金以營業費用列支而由收入中扣除，因而可減免稅負；之後又進一步讓退休準備金的投資孳息免稅。1974 年制定的受雇者退休所得安全法（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）則規定所有退休金計畫必須共同遵守的若干準則，雇主可決定是否給予受雇者退休金，惟一旦承諾給予，則必須提存退休準備金，並交由合格的專業機構來經營。

此外，並根據 ERISA 設立退休金給付保證公司（Pension Benefit Guarantee Corporation，簡稱 Penny Benny），該公司為一政府機構，執行與聯邦存款保險公司（Federal Deposits Insurance Corporation, FDIC）類似的角色。Penny Benny 對退休計畫收取保險費，當退休計畫資金不足的公司面臨破產或因其他因素不能履行其退休給付義務時，由該公司確保最低退休金的給付。邇來美國退休計畫資金不足的問題日益惡化，Penny Benny 因而遭遇嚴重的財務危機，日後極可能需要聯

邦政府予以紓困。

近年來美國職業退休金已朝向確定提撥制發展，此可歸功於美國政府於 1981 年所創立的 401(k) 退休金計畫（註 3）。此計畫採行確定提撥制，主要是藉助延後課稅的稅負優惠方式（註 4），鼓勵受雇者提存部分稅前收入，作為未來退休生活之準備。受雇者每月提撥稅前薪資之固定比例至本身名下的特定帳戶中（如 2%、5% 及 10%，提撥比例的限制每家公司之規定各有不同），雇主亦相對提撥一固定比例金額至該帳戶（一般而言，受雇者提撥 1 美元，雇主相對提撥約 0.25~1 美元），帳戶持有人暫時不須繳納此部分的所得稅，待 59.5 歲之後提領時再行繳納。該帳戶金額如在 59.5 歲前提領，除非是發生殘疾、死亡等特殊因素，否則須繳交 10% 的懲罰稅。由於受雇者退休時所得較低，且享受較多的稅率優惠，因此退休時負擔的稅負亦相對減輕。

美國 401(k) 退休金計畫的受託者包括銀行、保險公司與基金經理公司，他們分別提供共同信託基金（common trust fund）、年金（annuity）與共同基金（mutual fund），做為退休基金的投資選擇，彼此間互相競爭，其中以基金經理公司所提供的共同基金成長最為快速。雇主選擇受託者後，受雇者可依其對風險與報酬的接受度來選擇適合個人的投資組合，而所有的投資策略與投資標的選擇均由受託公司決定。受雇者退休時領取

的退休金數額則為投資組合的操作淨額，雇主毋須擔負投資風險。此帳戶具有可攜帶（portable）的特性，受雇者工作異動時，可將帳戶餘額轉入（roll over）下一個雇主的 401(k) 計畫或是個人退休帳戶（IRAs）中（於下文進一步說明）。由於 401(k) 計畫對勞資雙方均有利，因此近年來大幅取代傳統的確定給付制退休金計畫。

### 3. 個人退休金制度

由於考量社會安全制度或職業退休金仍不足以保障個人的退休生活，遂有以稅法獎勵民眾自行提存退休準備金的方式。美國於 1978 年的退休金改革法案（Pension Reform Act）中准許設立個人退休帳戶（Individual Retirement Accounts, IRAs），IRAs 設計的原意是賦予未參加其他退休計畫的個人，每年可提存一定金額至一個儲蓄帳戶，並可享受延後課稅的稅負優惠，亦即提撥款可自所得總額中扣除而免稅，直至 59.5 歲之後提領時再繳納所得稅，59.5 歲之前提領須繳交懲罰稅，因此是屬於前載（front-loaded）形式。IRAs 的存戶可選擇適合個人的受託者及投資組合。

1981 年和 1982 年美國進一步立法擴大了 IRAs 的適用範圍至幾乎人人都可使用，導致後來太普遍而造成政府稅收的巨額損失，因此乃有 1986 年的賦稅改革法大幅刪減其適用性。迨至 1997 年並發展出另一新型態的 IRAs 稱為 IRAs Plus 供民眾選擇，它是屬於後載

(back-loaded) 形式，亦即提撥款不能免稅，惟持有超過 5 年且年齡已過 59.5 歲者，則自 IRAs Plus 所提領款項（包括收益）均為免稅。另外美國尚有如 Keogh 計畫，它是針對非公司組織企業的員工或自雇主或小型商業主，所給予稅負優惠的一種延後課稅的退休金帳戶。

## （二）智利退休金制度簡介（註 5）

智利從 1981 年 5 月 1 日起開辦個人退休金帳戶，授權民營退休基金管理公司承辦新退休金制度，取代 1924 年以來因缺乏有效率的財務管理，而遭致破產的國營隨收隨付制社會保險制度。新制規定所有受雇者每月至少須提撥薪資的 10%，存入其個人退休金帳戶（外加佣金及保險費約 3%，總計約占薪資 13%），由 8 家民營退休基金管理公司（Administradoras de Fondos de Pensiones，簡稱 AFPs）經理（註 6）。智利是全球第一個以個人帳戶、民營方式管理並引入競爭機制等特色來經營強制退休基金的國家，該制度在國際間口碑甚佳，世界銀行曾對智利的模式給予高度評價，推崇它為當今世界各國社會保障制度改革之典範。

新制的退休基金可投資於短期固定收益證券、中長期固定收益證券及變動收益證券（如股票）。基金的投資收益年報酬率於 1981~99 年間平均達 13.8%，其中最高者為 1991 年的 29.7%，最低則是 1995 年之負 2.5%。為達成資金配置多樣化，分散投資風

險，智利於新制實施約十年後方開放退休基金進行海外投資（包括投資於紐約、東京、倫敦上市之美國存託憑證及 BBB 級以上之債券），目前海外投資總額上限定為 20%。

智利之國民儲蓄率由 1980 年的 6.3% 增加至 1996 年的 20%，1996 年退休基金資產占 GDP 逾 40%，許多專家將智利自 1980 年以來一路增高的儲蓄率，持續的經濟成長及日益增加的資本形成主要歸功於退休基金制度改革。

### 1. 改革要點及政府保證

智利新退休金制度要求進入就業市場的受雇者均應參加，惟新制成立之前已加入舊制者，可選擇參加新制或留在舊制。新制共提供三種福利：老年退休金、殘障退休金及遺屬退休金。其改革重點如下：

（1）採取確定提撥制，提撥額原則上由受雇者負擔，繳費年資至少 20 年，並提供最低退休金給付的保障，不足的財務支出則由政府補助；

（2）在新制度開始實施以前，要求雇主提高勞工月薪的 18%，用以支付個人新增之提撥費用及佣金的支出；

（3）將業務委由民營基金管理公司辦理，並由其收取佣金，受雇者可以自由選擇適合的基金管理公司加入，政府對退休基金業務以監督代替經營；

（4）為保障老年退休金給付不致因通貨膨脹而縮水，採取與物價指數連動的計算基

準；

(5) 勞工屆退休年齡或合於規定提前退休時可以下列三種方式提領退休金：(a) 將個人退休金帳戶移轉至年金壽險公司，購買年金人壽保險，於一定時間後按期提領；

(b) 退休金仍保留於 AFPs 中，依物價指數連動調整金額按月提領；或 (c) 綜合一與二，將部分退休金轉出以購買年金人壽保險，另保留部份基金於 AFPs 帳戶中，以應人壽保險年金支付前之臨時所需。

(6) 定期公布各退休基金管理公司的財務報表，使參加者瞭解其財務狀況，以及個人帳戶中的金額；

此外，智利政府在推動新制的同時亦提供勞工四項保證：

(1) 對未參加退休金提撥制度的老人，給付相當於平均工資 12% 的社會福利；

(2) 對已參加提撥 20 年以上，或屆退休年齡（男 65 歲，女 60 歲）的勞工，保證給付相當於平均工資 22~25% 的最低退休金；

(3) 保證退休基金的最低收益率，不足平均報酬率先由退休基金管理公司之盈餘及資本補充，最後仍不足時則由政府負擔；

(4) 保證 100% 的老人退休金及 75% 的殘障退休金及遺屬退休金，如保險公司無力給付時，由政府負擔。

## 2. 新制之成效及隱憂

與舊制相較，智利新退休金制度於 1981 年至 1998 年底，參加者之退休金受益較舊制

高出 19.6%，在殘障退休金方面則較舊制高出 30.9%，至於遺屬退休金則較舊制高出 17.8%。智利的退休金制度因採行民營化管理，不僅有效分散投資組合、促進金融市場流動性、增加股市交易量，並創造了更多樣化的投資工具。此外，由於 AFPs 之投資金額龐大，不僅活絡金融市場，促進其債信評等機構的發展，亦鼓勵資訊透明化。具體成效如下：

(1) 累積資金協助國家建設，促進經濟及社會發展；

(2) 鑑於退休金給付是根據參加新制度之時間長短而定，因此亦有助於強化高齡勞工繼續工作的意願；

(3) 促進資本市場發展與健全金融體系。

智利推行新退休金制度雖然成效卓著，但制度設計上仍有缺陷，使得此一制度依然面臨一些潛在危機，包括：

(1) 由於智利新退休金制度係對原先舊制之社會保險提供保費補助與彌補虧損，同時承諾舊制已服務年資的退休金給付，以及保證退休金最低給付等，隨著給付保證與虧損補助逐年增加，政府財政負擔因而日漸沉重；

(2) 退休基金管理公司持有股票資產的價格上漲，係因初期全數投入當地股市，造成股市暴漲、基金資產虛胖的結果；

(3) 民營化表面上提高了經營效率，退

休基金管理公司卻不願降低服務費來回饋參加者；另退休基金管理公司為賺得較多的服務費用會選擇薪資較高的參加者，致帶來逆選擇的問題，不利於中低收入戶的退休生活保障；

(4) 全國尚有 260 餘萬無固定工作與所得者（1998 年底），並無任何保障；

(5) 智利新退休金制度僅有一層保障，不符世界性三層保障發展趨勢，而且不似社會保險由社會全體共同分擔責任，雇主亦不須盡相對提撥的義務，在促進社會公平正義方面顯然不足；

(6) 由於參加者可自由轉換退休基金管理公司，參加者往往貪圖短利頻頻轉換而提高管理成本，使得原先立意良好的措施，形成制度上的缺陷；

(7) 未針對不同年齡、性別、教育程度、收入及風險偏好等參與人之需求，採行最合適的投資組合。

### (三) 新加坡退休金制度簡介

#### 1. 中央公積金制度

新加坡的退休金制度是亞洲國家中成功的典範，該國於 1965 年建國後，將原先由英國引進的社會福利措施加以擴大推行。原先採行的兩項制度，一是由政府為公務員退休後發給一筆退休金，另一項是由民營企業與受雇者共同提撥退休準備金。新加坡政府於 1977 年將上二項合併成為單一的「中央公積金」（Central Provident Fund, CPF）制度。該

制度強調以自助互助的精神，建立一個以家庭為中心的保障模式，涵蓋的保險範圍不僅包括老年的經濟風險，還擴及至疾病及其他人生風險在內，是一項完整的社會安全計畫。

中央公積金制度就性質上而言是一種強迫性的儲蓄制度，每一個受雇者都是公積金的會員，由勞雇雙方每月固定提撥所得的一定比例存入個人帳戶，每個會員在中央公積金局都有三個個人帳戶，即普通帳戶、醫療儲蓄帳戶及特別帳戶（註 7）：

(1) 普通帳戶（ordinary account）：受雇人可將勞雇雙方提撥的基金用於經核准的投資、購屋、支付公積金辦理的保險、教育及補充會員父母退休金之不足等用途；

(2) 醫療儲蓄帳戶（medisave account）：用於支付會員及家屬之住院醫療費用及醫療保險費等；

(3) 特別帳戶（special account）：供老年生活所需，在此帳戶內的儲金，除非遇有緊急事故，否則被保險人不可以隨便支用。

公積金提撥率初期目標為受雇者薪資的 40%（註 8），勞雇雙方各分擔二分之一，即各 20%，勞雇雙方提撥的費率，在三個帳戶的分配比例為普通帳戶占 30%、醫療儲蓄帳戶占 6%及特別帳戶占 4%。提撥率隨該國經濟狀況而調整，新加坡政府為提升企業競爭力，通常會在經濟不景氣時將提撥率調低，例如亞洲金融風暴時即曾降至 30%（雇主分



擔 10%)，目前提撥率則為 36%。

## 2. 中央公積金的資產管理

新加坡公積金由中央公積金局統一運用，主要投資在長期政府債券上，此外，為增加投資收益，滿足會員投資及其他需求，允許會員將公積金自行運用於下列用途：

(1) 購買住宅：此一作法有助於「住者有其屋」政策的推行，推廣購買新加坡政府興建的平價國宅，結果十分成功。會員可將投資之房地產用來出租，也可運用每月提存金的 90% 來支付房貸。

(2) 「基本投資計畫」、「加強投資計畫」及「持股計畫」：依據不同計畫，會員在規定範圍內可投資共同基金、共同信託基金、上市股票、政府公債、銀行存款、基金經理公司帳戶、購買養老保險及公營機構的上市股票（如新加坡巴士服務公司及電信公司，並由政府給予補貼）。此外，為了推動亞洲金融中心發展計畫，新加坡中央公積金局核准的共同信託基金，可將投資性儲蓄中 20% 的資金投資在新加坡證券交易所上市的外國股票和債券。

## 3. 新加坡公積金之特色

(1) 強調個人儲蓄與個人責任：個別會員之儲蓄不須補助其他會員；

(2) 強調雇主責任與完全提存準備：利用社會性立法強制規範雇主責任，且採用完全提存準備方式，規定提撥基金存入個人帳戶，所得本息作為老年生活使用，不會造成

政府或社會額外的負擔；

(3) 自由移轉：中央公積金會員之儲蓄可不斷累積，不致因轉換工作而中斷。

## 4. 公積金制度的問題

(1) 積金由政府管理，造成投資績效偏低：中央公積金局運用之收益扣除費用，以利息方式分配給會員，利率約為一年期定存利率，最低不少於 2.5%。星國政府以此低利取得資金，投資於國外資產，雖宣稱投資報酬率高，但會員只能領取一年期定存利率，即使公積金存款利息免稅，惟事實上已經隱藏稅負。

(2) 低收入戶及失業者，未納入制度中：公積金制度是一種完全自給自足的經濟制度，忽略社會保障的精神，尤其是對低收入戶及失業者無法納入公積金制度的保障範圍。

(3) 長期而言，在通貨膨脹難以預測的情況下，未來如發生預料之外的巨幅通貨膨脹，而導致公積金難以支付老年給付時，仍須仰賴政府補助以維持國民老年基本經濟生活保障的狀況。

## 5. 中央公積金的新變革

新加坡政府於 2000 年 8 月 29 日宣佈中央公積金制度的變革計畫，聲稱將給予 CPF 更多的投資選擇機會。主要變革如下：

(1) 特別帳戶將可自由地運用於低風險投資；

(2) 投資於股市之資本利得自 2002 年

10 月起將不得領回；

(3) CPF 提撥率之長期目標將回歸至員工薪資的 40%。其中雇主提撥率於亞洲金融風暴期間曾降至 10%，亦將逐漸回歸至長期提撥率 20%；

(4) 自 2001 年 1 月 1 日起，特別帳戶提撥率之分配將按年齡而不同，目前 35 歲及以下為 4%，35~45 歲為 6%，45~55 歲為 6%。此項變革主要是為確保帳戶中有足夠的現金收入支付退休金給付。

#### 四、退休金制度變革對總體經濟之影響

退休金制度之變革將對一國的總體經濟帶來重大衝擊，其中公共退休金自隨收隨付制轉換為完全提存準備制，短期轉換過程內將使政府面臨財政負擔加重問題；不過採行確定提撥制與完全提存準備的第二層保障之改革，大體而言，將透過提升國民儲蓄率、減少對勞動市場的扭曲，以及強化金融體系（有關此點將以另一專節詳加探討）等不同層面，對一國長期的經濟成長將帶來正面之影響。茲分述如下：

##### （一）對政府財政之影響

一國如將進行公共退休金制度自非提存準備的隨收隨付制轉換為完全提存準備制，則政府將面臨財政負擔加重的問題。在傳統的隨收隨付制之下，將政府保證的退休給付額扣除未來提撥額（或稅捐）後之淨現值，即為其潛藏的巨大社會保險負債，此精算過程受貼現率、通膨、未來薪資水準與經濟成長趨勢的影響甚鉅。一旦退休金制度進行改革，勢將重新訂定政府給付標準，以及未來的提撥率等，而在轉換成新制後，隨收隨付制下的負債僅剩下對已退休者與選擇舊制者

的未來給付，以及選擇轉入新制者已發生的應付未付之累積給付；至於已提撥的資產（或稅捐）則轉入新制下的退休基金，故而產生制度銜接上的融資缺口。

如何處理上述自隨收隨付制轉換為完全提存準備制的負債，是影響改革成效的一大關鍵。基本上，轉換過程的融資有二種方式（註 9）：（1）以增發等額的短期政府債券或出售國有資產（如玻利維亞）來支付既存的退休金負債，此種發短債融資模式可避免對現時的勞動力產生雙重負擔，並可維持代際間的公平；（2）以非退休金名目的其他預算盈餘來支應，例如提高稅負或擲節公共支出，惟此舉將造成代際間的資源移轉，並對儲蓄率及民間投資產生影響。

實施隨收隨付制的國家，通常潛藏性的退休金負債都非常龐大，以智利 1981 年之前採行的隨收隨付制為例，其退休金負債之現值據 Reisen（2000）估計達 GDP 的 80%，在此巨額負債之下，無可避免地須增發政府債券始能支應此一缺口；如僅以稅收挹注此一缺口，將產生公共支出的排擠效應，且稅率

提高極易遭致民眾反對。

由於存在轉換過程的融資缺口問題，財政基礎較弱的國家通常限制其退休基金只准投資政府債券，以強化融資財源。在檢視此一限制是否必要之前，則必須考量未來為償債所需或以債養債所產生的稅負提高而造成資源配置之扭曲。如果新制下的退休基金不願承接此一轉換過程所增加的龐大潛藏之債務，則將推升利率水準，結果不僅會使政府財政惡化，並將排擠民間投資（註 10）；此一負面效果在脆弱的國內銀行體系下更為明顯，因為設若存在健全的銀行體系，則可望扮演新制下退休基金與政府負債間的資金中介角色。

綜上所述，一國進行公共退休金制度改革須檢視當時之財政狀況，選擇合宜的轉換過程融資方式，通常包括發行公債、提高稅負及其他財源等。

## （二）對國民儲蓄率之影響（註 11）

不論全球資本市場如何蓬勃發展，多數國家的生產性投資主要還是來自於其國民儲蓄的資金供應（包括民間部門與公共部門儲蓄）。完全提存準備的退休金制度，有助於提昇一國長期的國民儲蓄，因此在成長和效率面上均具有正面的效應。世界銀行（1994）指出，將隨收隨付制改為強制完全提存制之退休金制度之改革，將可提高一國的國民儲蓄率，主要的原因為：

（1）當原本未採行隨收隨付制的國家建

構三層保障制度時，若新制的強制性儲蓄率高於自願性儲蓄率時，將抑制民間消費，因而提昇國民儲蓄；

（2）當原本已存在隨收隨付制的國家以三層保障制度來取代隨收隨付制時，政府如果為了足敷過渡期間的轉換成本所需而減少給付額或是增加稅負時，國民儲蓄也將因而增加。

對於上述效果吾人得加以分析。首先，就民間部門儲蓄之影響效果言之，在完全競爭的資本市場中，民眾如果認為新制（三層保障制度）實施後，將擁有強制性的退休金儲蓄，所以藉由增加借款、或減少自願性儲蓄、或減少資產累積的方式來抵銷新制之強制性退休金儲蓄，在此情況下，強制性這一層（第一、二層）的儲蓄或許將增加，但自願性這一層（第三層）的儲蓄則將減少，因此無法增加民間部門儲蓄總額。所以，正面的儲蓄效應必須在以下的前提下才會顯現：自願性長期儲蓄及資產規模尚小，而且此退休金制度所涵蓋的多數人以借款進行消費的機會受到限制。

其次，對於公共部門儲蓄之影響效果言之，推行新制後當政府毋須再透過借款來支應日益增加的退休金給付之不足，則退休金改革將降低公共部門負儲蓄（public dissaving）的情形；惟另一方面，若退休金準備的建立讓財政法規鬆綁而使政府較容易去籌措龐大赤字的財源，反而將會擴大政府的負債

蓄。如果退休金改革的過渡轉換成本完全由政府借款支付，公共部門負儲蓄將會抵銷民間部門正儲蓄，則預期國民儲蓄提高的情形將不會發生；但如果是透過加稅或其他政府支出的減少來籌資，則會增加公共部門儲蓄進而提升國民儲蓄。所以預估一國退休金制度改革對公共部門儲蓄的影響必須模擬該國政府的行為，諸如退休金制度改革後政府將如何因應？如果沒有實施改革，政府的行為又將如何？

以下將以智利為例，分別探討退休金制度改革對於民間部門與公共部門儲蓄的影響。根據 Corsetti 和 Schmidt-Hebbel (1997) 的研究，智利民間儲蓄佔 GDP 的比率由 1979~81 年間的接近於零躍升為 1990~92 年間的 17%，同時期民間消費則相對減少。經由縮減式二階段最小平方迴歸 (reduced-form two-stage-least-square regressions) 分析，顯示民間消費的減少有一半可歸因於新退休金制度的建立，以及其相關的發展，例如資本市場的深化。此外，Haindl (1996) 以時間數列分析，指出智利的國民儲蓄率由 1976~80 年間的 16.7% 擴增為 1990~94 年間的 26.6%，9.9 個百分點的增幅中約有 6.6 個百分點是歸因於退休金制度改革。而這 6.6 個百分點之中，又有 3.1 個百分點是直接來自於退休金儲蓄的貢獻，其餘 3.5 個百分點則歸因於退休金制度改革所衍生的金融市場深化 (4.2 個百分點)，抵銷借款限制所產生的排擠效果 (0.7

個百分點) 之結果。Morande (1996) 亦藉由誤差修正 (error correction) 模型，發現 1960~1995 年間退休基金對於提昇民間儲蓄具有顯著的正面影響；他並且推論，退休金制度帶來金融市場深化，進而使得自願性儲蓄較不易被國外儲蓄抵銷，且較不易受國外儲蓄波動的影響；故該國可供投資的資金來源便較不須要依賴國外資本。

Agosin, Crespi & Letelier (1996) 對於上述結論提出質疑。他們發現民間儲蓄的增加主要是因為企業儲蓄佔 GDP 之比率由 1978~85 年的 6% 增加為 1994 年的 23%；而企業儲蓄之增加主要是因國外借款偏低以及國營企業的民營化。至於這段期間，家計單位之自願性儲蓄佔 GDP 比率則為負 4%，顯示存在消費者負儲蓄或借款消費的現象。同期間因新的退休金制度所要求的強制性儲蓄則逐漸成長為佔 GDP 之 4% (註 12)。此一結論與 Bosworth 與 Marfan (1994) 的看法一致，Bosworth 與 Marfan 估計退休金制度使民間儲蓄佔 GDP 比率增加了 3%。因此，退休金制度改革亦可能助長消費者借款，因而抵銷民間部門儲蓄的增加，這是未來必須注意的風險。

此外，尚有其他研究文獻著重智利退休金制度改革對公共部門儲蓄的影響。Agosin, Crespi & Letelier (1996) 認為智利退休金制度改革的資金來源一部分來自於預算赤字，因而削減了國民儲蓄，亦即退休金制度

改革所須增加的預算成本將抵銷其對民間部門儲蓄的正面效果。Holzmann (1996) 發現，截至 1989 年為止，智利與退休金制度改革相關之政府預算赤字（對舊退休金制度被保人之退休金給付，加上轉換為新的退休金制度後被保人贖回的退休金債券（recognition bonds）金額之合計數）高於新的退休金制度之資金流入；因而導引出在 1980 年代，新的退休金制度對於國民儲蓄具有負面影響的結論。然而，Holzmann 顯然忽略了一項事實：退休金債券一經贖回即被列為民間退休金儲蓄，並非立即被消費。若修正此一疏忽，則早自 1985 年起，退休金制度對於國民儲蓄之影響即變為正面。

更重要的是，過於簡化的估算忽略了退休金制度改革可能對於其他政府稅收及支出所衍生的效果。智利在改革期間財政盈餘有增加的趨勢，有助於分擔退休金制度改革之轉換成本。智利自 1987 年起便呈現財政盈餘，其佔 GDP 比率並迅速的超過 5%。智利政府為了準備退休金改革累積了巨額的財政盈餘，因此降低以預算赤字的方式挹注改革所需資金的必要性。智利以提高稅率、削減其他公共支出、挪用歷年的財政累積盈餘等方式提供退休金制度改革期間的充裕資金。再者，改革所須的資金是短期性的，而民間部門儲蓄的增加卻可能長期持續。目前智利的國民儲蓄總額遠較退休金制度改革之前為高。

除智利外，根據 Hepp (1997) 之研究，瑞士 1982 年退休金制度改革前國民儲蓄為 GDP 的 6%，改革十年後國民儲蓄則為 GDP 的 8.5%，所增加的 2.5 個百分點多半是來自於退休基金及保險公司資產的成長（註 13）。

另一方面，Vittas (1995) 根據學者專家針對 20 個 OECD 國家及若干其他國家的民營退休基金及保險公司資產與國民儲蓄率所作的實證研究指出，如僅就「民營」的完全提存準備制退休基金與國民儲蓄率之間作分析，二者間並無直接正相關，甚至該退休基金的成長反而將抑制儲蓄率。原因可歸納為下列三項：（1）在定額提撥制之下，退休基金的高收益率反而對個人存款形成排擠，且具有鼓勵提早退休的作用，因而降低國民儲蓄率；（2）民營退休基金與保險公司資產的成長提供了大量的可貸資金，促進家庭及個人的消費性貸款及抵押貸款；（3）完全提存準備的退休基金制度與非提存制相較，其對未來的退休給付提供較多的保障，因而降低個人自發性儲蓄來防老的需求。

綜合上述研究及實際經驗得知，退休金制度的改革在自願性長期儲蓄及資產規模尚小時，有助於提昇長期國民儲蓄率；再者，若退休金改革配合抑制消費貸款與政府借款的政策，則其增加國民儲蓄率的效果將更加顯著。

### （三）對勞動市場之影響（註 14）

隨收隨付制與確定給付制將對勞動市場帶來負面衝擊，主要是因為徵收高薪資稅會扭曲勞動市場供需（為避免被課高薪資稅，勞動力的參與、退休年齡、工作時數、工作和地點的選擇、努力的程度及薪資給付的方式等將被扭曲），導致勞動市場效率降低；反之，確定提撥制的提撥額則被視為將來退休或失去工作能力時賴以提供實質收入的強制性儲蓄，而非對其薪資加以課稅。從而，在確定提撥制之下，勞工選擇職業時，將傾向於選擇加入退休金體系的雇主，也將傾向於避開地下經濟部門（未加入退休金體系之非正式部門）的職位；同時，總工時亦將因勞工提高其工作意願或因新勞工的加入而增加。因此，由確定給付制改成確定提撥制將可增加勞動市場的工作誘因，勞動供給可望增加。

Wise (1997) 指出，高齡人口的勞動參與率與對勞工所課徵的隱藏性社會安全稅捐間存在高度負相關，因此如果對提早退休缺乏抑制、懲罰機制，將誘使受雇者提前退休。實施退休金改革的國家，由於對提撥額與給付額間之關係作較精確的設算，對勞工所課徵的隱藏性稅捐較低，高齡人口的勞動參與率因而提高。完全提存準備的確定提撥制，因已自動建立此項精算機制，所以可抑制受雇者提早退休及因而對 GDP 產生的負面影響。

傳統退休金制度對勞動市場的扭曲效

果，在開發中國家較為明顯，主要是因為受雇者及雇主移轉至非正式部門較容易。非正式部門的生產力較低，主要是因為這些企業較不易進入商品及信貸市場，或是因為正式部門擁有隱含在資本當中的技術革新，將透過勞動生產力對整體經濟產生外溢效果。此外，法令對正式部門定有最低工資及其他福利津貼的規定，將造成正式部門和非正式部門間工資和生產力的消長。Corsetti & Schmidt-Hebbel (1997) 以一個代表性經濟體做模擬分析，認為課徵 20% 的薪資稅率將導致 47% 的勞動力大幅移轉至非正式部門，因而將降低產出年增率超過一個百分點。很多拉丁美洲國家，非正式部門和準非正式部門的小型企業吸收了約全國一半以上的勞動力 (ILO 1996)。而確定提撥制的給付額和提撥額緊密相扣，將會降低勞動力轉移至非正式部門的誘因。

智利的經驗顯示，在 1980 年至 1990 年間，非正式部門所吸收勞動力的平均比重，已自 36% 降至 31%。此外，智利的失業率亦呈下降，而平均薪資則提高。Edwards (1997) 表示，在對智利之正式及非正式部門之勞動需求彈性做合理的假設下，退休金制度改革將促使失業率下降 2.2~2.3%、平均薪資則增加 5~8%。

惟另一方面，在評估此一改革對其他國家的適用性與影響時，卻發現確定提撥制並不全然會產生有若上述智利之正面效果（註

15)。例如，短視的受雇者因為在一段期間內將無法動用這些強制性儲蓄，因此會持續逃避提撥退休基金。在投資報酬率偏低的期間，這種情況尤其明顯，此時受雇者將偏愛消費或是投資在教育、不動產及消費性耐久財上。智利的退休基金報酬率偏高（在新制實施後之前十五年間實質報酬率超過12%），所以可鼓勵大部分的勞動者遵守提撥規定。如果為退休金所課徵的薪資稅只是薪資階層全部薪資稅的一部分，造成勞動力移轉至非正式部門的誘因將比較強烈；在智利則沒有發生這樣的情況，因為相對而言智利的薪資稅相當低。Chamorro（1992）及Schmidt-Hebbel（1996）發現，智利潛在的退休金提撥者中出現勞動力移轉情況者僅占5%；相反地，從阿根廷所得到的初步證據卻顯示，自從新的退休金制度實施以來，勞動力移轉的現象並沒有減少。故而，確定提撥

制能否降低勞動力移轉至非正式部門須視各國實際情況而定，目前並無一致的結論。

然而，完全提存準備退休金制度下勞動力移轉至非正式部門，沒有隨收隨付確定給付制下勞動力移轉至非正式部門所帶來之負面效果，因為前者係由移轉至非正式部門之受雇者本人以獲得較低的退休給付額之方式來負擔成本，不若後者係藉由提高其他人之提撥率來負擔成本；然而它仍然會對勞動力配置及生產力產生相同的問題，而更大的問題則是，沒有足夠退休金的勞動者，其年老時將成為公共財政之一大負擔。

總而言之，智利的退休金制度改革獲致非正式部門所吸收勞動力的平均比重降低、失業率下降及薪資提高的初步經驗令人鼓舞，然而誠如前述，相同的改革於其他國家實施，其結果是否依然顯著及具普遍性，則得就各國之實際情況謹慎分析。

## 五、退休金制度變革對金融體系之影響

完全提存準備的退休金制度除對整體經濟成長帶來助益，亦有利於金融體系的健全發展，其中包括：（一）退休基金資產規模激增，提高資金配置效率；（二）促進資本市場與基金管理業的發展；（三）刺激金融基礎建設的完備。茲分述如下：

### （一）提高資金配置效率

近二十年來世界各國已逐步將原先的隨收隨付制退休金制度，朝向確定提撥制與完

全提存準備發展，此舉已帶動退休基金規模急速成長。迄至1998年，儘管完全提存準備制在OECD的國家中，僅在美、英、荷及瑞士等國家佔較重要比重，然而OECD國家全體之完全提存準備制的退休基金資產於1998年已近18兆美元。Davanzo & Kautz（1992）在考慮各國背景與資產之運用差異後，估計OECD國家退休基金資產的年成長率將超過10%，且歐陸及日本的退休基金資產成長速

率將較美、英等制度較成熟的國家為快；預估至 2010 年，全體 OECD 國家退休基金所管理的資產將超過 30 兆美元（註 16）。

1990~97 年間全球的退休基金資產平均成長 95%，且大多數工業化國家退休基金資產占 GDP 比率近年來均呈上升趨勢。若就部分個別國家觀之，美國退休基金資產占 GDP 比率由 1990 年的 44.9% 增至 1997 年的 72.5%；同期，英國自 55.0% 擴大為 81.6%；荷蘭由 81% 增為 102%；其餘如澳大利亞、加拿大、

冰島、葡萄牙等國家亦有相當之增幅。德國、義大利、西班牙等維持隨收隨付制的國家，其退休基金資產占 GDP 比率則維持穩定且較低的比率（詳表二）。伴隨退休基金規模之擴大，近年來，退休基金已逐漸成為各國資本市場上的主要機構投資者，此一發展有助於資金配置效率之提升，且未來退休基金的投資策略，亦將逐步主導全球的投資趨勢及資本移動。

表二 部分 OECD 國家退休基金資產占 GDP 比率

單位：%

國別 \ 年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
美國	44.9	50.6	51.9	54.4	53.3	59.4	64.4	72.5
英國	55.0	59.4	52.7	72.7	64.7	68.7	77.5	81.6
瑞士	60.3	-	60.6	-	72.5	-	75.1	-
瑞典	1.7	1.7	1.6	2.0	2.2	2.4	2.4	-
日本	12.5	17.1	19.8	21.6	26.4	28.7	31.6	-
荷蘭	81.0	83.5	76.0	83.0	87.0	88.3	93.3	102.0
加拿大	28.8	30.7	31.3	34.0	35.9	38.6	40.7	43.3
澳大利亞	17.0	21.6	21.3	27.3	27.0	29.1	30.4	30.7
冰島	37.3	42.1	40.8	46.8	55.0	57.6	62.5	66.5
西班牙	2.9	3.2	2.5	2.6	2.4	2.2	2.0	2.0
葡萄牙	1.6	2.6	2.9	5.0	6.6	8.3	9.1	10.1
德國	3.1	3.3	2.9	2.5	2.7	2.7	2.8	2.9
義大利	3.5	4.3	3.1	3.4	3.5	3.6	3.2	2.9
丹麥	14.6	15.5	14.4	16.8	17.2	16.8	16.9	-
韓國	3.1	2.9	3.2	3.4	3.3	3.1	2.8	1.8
比利時	2.0	2.8	2.5	2.9	2.9	3.7	4.1	-
希臘	6.5	7.1	6.9	8.0	10.2	10.8	11.9	-

資料來源：OECD (1998)。



## (二) 促進資本市場與共同基金產業之發展

### 1. 資本市場方面

隨著退休基金之巨幅成長，其資產配置由早期幾乎全數集中於政府債券逐漸分散並轉移至股票市場投資。根據國際投資機構 Watson Wyatt (2000) 的統計，主要國家(地區)如英國、美國、香港、日本、荷蘭及德國之退休基金其投資於股票的比率，在 1993~98 年間均顯著提升，截至 1998 年底分別約為 70%、66%、66%、55%、39% 及 13%。由於退休基金長期對證券之投資需求，因此對資本市場的規模與深度貢獻良多。一般而言，退休基金資產愈龐大的國家，資本市場愈發達。

近年來，隨著各國退休金制度之改革，國際上退休基金與保險公司等機構投資者握持的股票占整體市場的比重日增。美國、英國、新加坡及日本等國的退休基金與保險公司，其長期投資占該國股市交易比重分別達 29%、52%、40% 及 39%。一般而言，多數歐洲及北美國家，退休基金持有股票的比率較高，退休基金因而成為股市重要的機構投資者，由於退休基金不能隨意提領，故成為穩定股市的力量(註 17)。

主張限制或暫緩退休基金從事海外投資者主張，龐大的退休基金具有擴大國內資本市場深度及廣度的外部效益；尤其在開發中國家，契約式的儲蓄機構，特別是退休基金及壽險公司，對提供股市與債市長期資金，

及促進市場健全發展方面，扮演極為重要的角色，他們填補了市場長期資金的缺口，加速公營事業民營化，並且提高私人企業的股權分散程度。智利係最典型的例子，智利在 1989 年以前禁止退休基金從事海外投資，其日益成長的退休基金對國內證券的投資需求促進了該國資本市場的發展，智利之公司債市場的長期需求來源，大部分即是來自於退休基金。

不過，根據 Demirguc-Kunt & Levine (1996) 對 23 個主要國家於 1986~93 年間，其民營退休基金及保險基金資產占 GDP 之比率與各自國家之三種金融體系發展指標占 GDP 之比率進行關聯性分析後，發現退休基金資產雖與銀行存款金額呈現正相關，但相關性並不高，相關係數僅 0.37；而退休基金資產與一國民營事業取得資金數額之間的關聯性較高，相關係數為 0.5；至於退休基金資產與股市發展指數成長率的相關係數則為負 0.17。退休基金資產規模之所以與股市之發展為負相關，根據 Demirguc-Kunt & Levine 的推論，原因可能有三：(1) 在 1986~93 年的樣本期間，某些取樣的非 OECD 國家，同時進行重大的金融改革，准許國外私人資本流入，遂造成資產價格高漲及股市發展速率加快；(2) 退休基金不但須受到本國相關投資法令之限制，甚至對其持股的比重亦設有上限；(3) 即使沒有股票部位的法定限制，退休基金傾向以「購買並持有」(buy and

hold) 的長期投資策略，故對股市的流動性沒有多大助益。究之實際，迨至目前仍沒有充分的證據可以證明完全提存準備制的退休基金對促進一國股市發展具有顯著正面的影響。

## 2. 共同基金產業方面

共同基金近十年來逐漸成為金融市場重要的投資工具，其亦扮演資金中介的角色，藉由彙集小額儲蓄者的餘裕資金，在貨幣市場與資本市場進行重分配，因此得以在股、債市發揮深遠的影響力。退休基金在共同基金產業的發展過程中，實扮演推手的角色，退休基金委託專業機構經營的趨勢，以及分散投資集中管理的投資需求，促進了專業投資機構的崛起及共同基金產業的蓬勃發展。

1990 年以來，各國的退休基金為提高基金的經營績效及管理效率，委託專業投資機構經營的需求日增，因此促進了基金管理業的興盛。以智利為例，智利的退休基金管理公司係該國資本市場最大的機構投資者，其與壽險公司的合作，也促進了該國人壽保險業的發展。專業投資機構挾其龐大的退休基金資源，結合頂尖的金融投資管理人才，傲視全球的資本市場，改變金融投資的生態及交易行為，亦對各國的金融體系與法規架構產生重大影響。

退休基金對共同基金產業的影響，美國係最明顯的例子。基金公司的行銷管道分為機構化與零售化二種，機構化係指基金公司

銷售經其設計的基金商品予企業主，由企業主決定退休基金的資產組合方式，或是提供員工選擇基金種類；零售化則是基金公司直接銷售各類基金予退休金計畫的參與者，個人逕行自退休計畫所提供的金融商品或多種基金中選擇合適的標的。多年來，美國退休金市場一直由保險公司及銀行所主導，迄自 1985 年起，共同基金在退休金市場始具舉足輕重的份量，主要係因確定提撥制退休基金的成長所致。

美國的 401(k) 退休金計畫為全球最知名的確定提撥制計畫，在該計畫之下，每一企業主至少得提供員工三種以上的投資選擇，以符合美國勞工部的要求。這三種主要的投資計畫必須具備分散投資及不同風險報酬的特性，企業主通常的優先選擇為：（1）貨幣市場基金或其他低風險的產品，例如：銀行存款，或由保險公司提供的固定年金契約；（2）固定收益型基金，如政府公債基金或公司債基金；（3）股票型基金。共同基金較銀行信託基金或保險公司帳戶對企業主更具吸引力之利基為：（1）銀行信託基金及保險帳戶為私人投資工具，無法每日計價，而共同基金則按日公告淨資產價值，提供購進/贖回交易的基準；（2）共同基金的選擇具多樣化；（3）共同基金的經理人可根據各退休計畫的特殊需求，量身訂作適合的新商品，例如「生命型」（lifestyle）基金可隨年齡增長調整股票及債券的組合比例；（4）共同基金

管理公司致力於改善對客戶的服務，提供投資者大量市場資訊及諮詢服務。近年來，退休金計畫的參與者及企業主對共同基金的需求大幅提高，401(k)計畫的資產投資於共同基金的金額及比率亦自 1990 年的 350 億美元與 9% 大幅成長至 2000 年的 7,660 億美元與 45%

(詳表三)。至於美國個人退休金帳戶 IRAs 自 1980 年代成立以來，亦為共同基金市場帶來更多的散戶客源，共同基金於 1994 年起已超越銀行、信託業及保險公司，成為 IRAs 帳戶的最重要標的，也帶動全球投資共同基金的熱潮。

表三 美國 401(k)退休金計畫資產投資共同基金的金額及所佔比率

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*	2000*
401(k)資產總值 (億美元)	3,850	4,400	5,530	6,160	6,750	8,640	10,610	12,640	14,590	17,150	17,120
投資共同基金 金額(億美元)	350	460	820	1,400	1,840	2,660	3,460	4,660	5,960	7,800	7,660
比率(%)	9	10	15	23	27	31	33	37	41	45	45

資料來源：Investment Company Institute, Federal Reserve Board, and Department of Labor；轉引自 Investment Company Institute。

\*表預估數。

### (三) 激勵金融基礎設施之改革

提存準備制的健全發展必須有完善的金融基礎建設為後盾，退休基金能否保障參與者退休後生活的能力，完全繫於金融體系的表現。退休基金的擴展使其成為重要的機構投資者，對資本市場的影響力大增，連帶促進金融創新及體系的健全發展。

退休基金的機構投資者角色，對於推動金融改革具有重大的影響力，尤其是對銀行體系以及金融體系的基礎架構方面。退休基金的資產管理需要穩定、有效率的現代化金融體系之架構，包括：完備的法令規範，協

調的金融監理體系，以及便利的清(結)算系統及證券交割的次架構等。此外，伴隨退休基金委由專業投資機構代為管理的趨勢日增，這些投資專家較一般投資者對市場資訊透明化的要求更高，對於更具效率的金融監理制度的需求也更殷切，因此間接地將促進金融監理制度的改革，有助於市場公正性與效率性的提升。

退休基金直接或間接支持抵押證券、衍生性金融商品及財務工程等金融專業之發展，係促成近十年來金融商品進步及資本市場深化的最強大力量。Bodie (1999) 亦指

出，退休基金的投資政策，對於金融市場的創新與訂價行爲的影響十分深遠，例如退休基金爲指數交易的先驅，而指數交易盛行的結果，促進了指數期貨與選擇權市場的發展。退休基金尤其促進了共同基金產業的蓬

勃發展，而共同基金結合頂尖的財務金融人才，爲投機或避險的需求，促成各項衍生性金融商品的發展並積極參與交易，在激勵金融創新方面有卓越的貢獻。

## 六、退休基金之資產管理與投資限制

### (一) 退休基金委託專業投資機構管理之趨勢

在美國、英國、荷蘭、瑞士、加拿大及澳大利亞等國，完全提存準備並委由民營機構代爲管理的職業退休基金較爲普遍。根據 Watson Wyatt (2000) 的統計，1998 年底 OECD 主要國家的退休基金委由專業投資機構經營管理的比率偏高，其中逾 50% 者分別有法國 (100%)、香港 (94%)、愛爾蘭 (91%)、英國 (89%)、美國 (87%)、澳大利亞 (73%) 及加拿大 (62%)。

退休基金交由專業投資機構管理的最大好處是可提高投資報酬率與發揮資金的最大運用效率。在市場資訊之取得與風險評估方面，專業投資機構較政府機構擁有較多具豐富經驗的投資管理人才；再者，國際性投資機構在全球設置的研究部門，可有效蒐集並分析各國股市與債市的即時訊息，提供基金管理者參考。政府機構僅須負責監督，不必親自操盤，除可避免政府人員從事內線交易與利益衝突的弊端之外，對提高退休基金的績效亦有相當助益。因此，隨著各國退休基

金資產的日益龐大，委託專業機構進行管理的比例愈見提高。

### (二) 退休基金之資產配置

多數 OECD 國家的退休基金在資產管理上表現出極強的「本國資產偏好」(home bias)，亦即 80% 以上的投資集中於本國的市場，包括政府公債、公司債、股票與銀行存款等。此種本國資產偏好色彩的投資模式與專家根據風險報酬分析所建議的全球性資產配置相差甚遠，亦與共同基金強調國際投資的策略不同。

大部分 OECD 國家的退休基金在 1990 年代初期投資海外資產的比率均極低 (詳表四)，其中 17 個國家的退休基金的海外投資比率平均爲 10%，美國、日本及瑞士則分別爲 4.6%、8.2% 及 7.7%。惟根據 Watson Wyatt (2000) 的統計，以退休基金資產中，國外股票占投資股票總額的比率來看，擁有較多退休基金資產的國家 (地區) 如香港、荷蘭、德國、英國、日本及美國等，其退休基金投資組合中國外股票占股票投資總數的比重近年來已顯著提升，截至 1998 年底之比率

分別為 73%、64%、46%、35%、35% 及 17%。

此外，OECD 國家（不包括美國）於 1992 年底之退休基金資產總額為 5.75 兆美元，其中僅 0.2% 投資於新興市場經濟體，惟

此比率自 1993 年起已逐漸攀升，據估計，至 2000 年底 OECD 國家（美國除外）之退休基金資產總額預計將達 12 兆美元，海外投資之比率則將達 20%，其中投資於新興市場經濟體的比重將提高至 2.9%（註 18）。

表四 17 個 OECD 國家於 1992 年的退休基金資產

規模及運用 狀況 國別	資產總值（十億美元）			投資組合
	總額	民營部分	總退休基金資產占 GDP 比重（%）	海外投資比重 （%）
美國	3,315	2,265	56.4	4.6
日本	728	362	19.8	8.2
英國	644	544	61.9	28.0
荷蘭	242	147	75.5	13.8
加拿大	230	108	40.9	9.2
瑞士	188	125	78.2	7.7
德國	114	85	6.4	4.3
瑞典	81	0	33.0	1.0
澳大利亞	67	34	23.3	14.6
法國	41	n.a.	3.1	1.9
丹麥	40	21	28.1	4.0
愛爾蘭	16	n.a.	32.8	35.0
義大利	11	n.a.	0.9	4.1
挪威	6	4	5.3	0
西班牙	5	n.a.	0.9	1.0
比利時	4	n.a.	0.2	31.1
葡萄牙	2	n.a.	2.4	3.2

資料來源：Reisen（2000）。

### (三) 各國對退休基金海外投資之規範及爭議

各國政府對退休基金海外投資的規範可分為「寬鬆」與「嚴格」兩種型式，前者提供基金經理人較多的彈性，而後者則有助於建立大眾對退休基金體制的信心。

以 OECD 國家為例，英國、盧森堡、西班牙、愛爾蘭及澳大利亞等國均未對退休基金的海外投資設限，而荷蘭及美國則開放非公共退休基金可自由投資海外市場；加拿大、日本及瑞士等國對退休基金海外投資的限制屬於「中等」；大部分歐陸國家對於退休基金海外投資的限制較嚴，採「嚴格」限制規定者包括德國、挪威、丹麥，採行的方式包括設定海外投資比率上限或外幣組合限制等（詳表五）。

採行嚴格限制的國家，係將退休基金作為下列用途：（1）吸納本國政府公債的重要工具；（2）提升本國儲蓄率的工具；（3）政府控制大型財源的工具，以挹助資金於問題金融機構、重點工業及其他優先發展部門。

在考量投資風險方面，OECD 國家之所以未提高海外投資，尤其是避免投資於新興市場的原因，不外是：（1）新興市場經濟體的政經情勢不穩定，股市風險較高；（2）新興市場經濟體所提供的資本市場及企業資訊不足；（3）新興市場經濟體的資本市場規模較小，流動性不足；（4）新興市場經濟體本

身對國際資本移動設有許多限制；（5）新興市場經濟體的金融體系與市場架構不健全。

茲將 OECD、拉丁美洲及亞洲之主要國家對退休基金海外投資的管理或限制簡述如下：

#### 1. OECD 國家對退休基金海外投資的管制措施

若干 OECD 國家如美國、英國、荷蘭、澳大利亞及加拿大，對於退休基金委由機構投資人、保險公司或基金公司管理時，僅以「善良管理人原則」（prudent man rule）要求審慎處理海外投資，而不對其海外投資進行管制。惟所謂的「善良管理人原則」其實扮演政府規範退休基金投資的重要角色，此原則強調避免集中投資、利益輸送或從事投機性投資，各退休基金的管理機構必須根據國家風險與市場風險的考量，自行設定對外投資的範圍。

除了上述國家之外，亦有部分 OECD 國家仍對退休基金的對外投資設有管制措施（詳表五），即使許多國際收支帳的資本交易項目已列入「OECD 資本移動自由化法案」（OECD Code of Liberalisation of Capital Movements），並於 1980 年代開放，惟退休基金的海外投資依然排除在外。這些國家對退休基金之海外投資的管制如下：（1）投資工具（以海外房地產、債券或股票為限）；（2）證券的發行人（例如：由政府發行或民營企業發行）；（3）證券發行人的國別；

表五 OECD 國家於 1994 年對退休基金的海外投資限制

限制程度	國家	投資規定/海外投資上限
鬆	美國	無海外投資限制，採善良管理人規則。 確定給付制的退休基金有 10% 本國投資下限。 公共退休基金禁止海外投資。
	英國	無海外投資限制，採善良管理人規則。 5% 本國投資下限。
	荷蘭	民營基金無海外投資限制，採善良管理人規則。 5% 本國投資下限。 公共退休基金禁止海外投資。
	愛爾蘭	無
	澳大利亞	無
	盧森堡	無
	西班牙	無
中	加拿大	無海外投資限制，採善良管理人規則。 國外資產 10% 以上須課稅、房地產 (7%)。
	日本	本國有價證券 (30%)、房地產 (20%)、海外投資 (30%) 投資於單一公司 (10%)；債券 (至少 50%)。
	瑞士	國內股票 (30%)、國內房地產 (5%)、外幣資產 (20%) 國外股票 (25%)。
	比利時	投資地點僅限比利時。
	葡萄牙	40% (僅限歐盟)。
緊	法國	限制海外投資。 保險公司管理的退休基金可投資於政府債券 (至少 34%)、房地產 (40%)、國庫券 (15%)。
	德國	歐盟有價證券 (30%)、歐盟房地產 (25%)、 非歐盟股票 (6%)、國外股票 (20%)。 10% 本國投資下限。
	丹麥	海外投資僅極少部分。 明訂 60% 以上須為本國債券。
	芬蘭	5% (外幣)。
	瑞典	5-10%。
	挪威	0 (禁止海外投資)。

資料來源：OECD (1998)，轉引自陳博志、鍾俊文 (2000)；Reisen (2000)。

(4) 投資標的必須於合法的交易所中進行交易；(5) 投資標的的幣別。管制的方式則有：(1) 明令禁止；(2) 設定額度比率上限；(3) 提供優惠以鼓勵對特定市場或商品投資。

若干國家對海外投資限制特別嚴格的原因，可能係因對被投資國家之政經資訊的來源不足，致無法承擔相關投資的潛在風險；惟大部分的國家，其實只是著眼於資本移動的管制，目的是留住本國的儲蓄資金，及擁有貨幣政策的自主權，例如：德國、法國、丹麥、芬蘭、瑞典、挪威，以及荷蘭與美國的公共退休基金，均對海外投資嚴格管制。日本及瑞士則設有非強制性的總資產 30% 左右的海外投資上限。

歐盟成立之後，受到歐盟法規的影響，歐洲國家的退休基金已逐步朝向放寬國外投資的方向發展，大部分歐盟成員國家正促使海外投資的上限增至 20%，而所謂的「海外地區」係指歐盟以外之其他國家。

## 2. 拉丁美洲國家對退休基金海外投資的管制措施

智利在 1980 年代成功改革退休金制度後，引發拉丁美洲國家群起效尤。然而智利的退休基金係在新制實施約十年後始准進行海外投資，因此拉丁美洲國家亦仿效鼓勵將退休基金投入本國資本市場，以促進本國金融體系的健全發展。不過在法令規範上，仍對退休基金投資海外資產的比率，保留一定的彈性（詳表六）。

表六 拉丁美洲國家對退休基金的投資管制

國別/ 改革初始	投資規定
智利 1981	國庫券或政府公債 (45%) 國內股票及公司債 (40%) 海外投資 (1991 年後放寬至 20%)
秘魯 1995	政府公債 (30-40%) 國內股市 (20%) 海外投資 (5-10%)
烏拉圭 1996	初期必須投資政府公債 80%，5 年後可逐年遞減 5-10%，但不得低於下限 60%。
哥倫比亞 1994	無海外投資限制，採善良管理人規則。
阿根廷 1994	中央政府債券 (50%) 地方政府債券 (15%) 國內企業證券 (35%) 外國政府債券 (7%)
墨西哥 1997	初期全部投資公債，5 年後國內股票投資上限 30%。

資料來源：Mitchell (1997)。



### 3. 亞洲國家對退休基金海外投資的限制

迄至 2000 年底，亞洲國家（地區）中，僅香港的「強制性退休基金」（Mandatory Provident Fund, MPF）未對海外投資設限，而以審慎原則、分散投資、以及選擇適當的投資標的之評等與品質來加以規範；日本的退休基金則擁有 30% 的海外投資上限；新加坡的中央公積金可投資在新加坡證券交易所上市的外國公司股票，但不得匯出國外；南韓的「國家退休金計劃」目前仍由政府管理，刻正努力改善資產管理辦法，以期巨額資金能加以妥善運用；至於我國退休基金之海外投資迄至民國 90 年方逐步開放。

#### （四）開放退休基金進行海外投資之爭議

##### 1. 投資報酬率與風險管理

人口與財政的壓力不但促使國際間退休基金走向完全提撥制，並促使退休基金重視資產投資與管理，以尋求最佳的報酬率。根據歐洲退休金聯盟（European Federation for Retirement Provision）的計算，退休基金的資產報酬率每提高一個百分點，即具有降低雇主工資成本 2~3% 的效果。

現代投資組合理論（modern portfolio theory）根據「資本性資產訂價模型」（capital asset pricing model, CAPM）之分析建議，在

一充分效率與整合的資本市場，全球化投資為最佳的投資方式。藉由投資於與本國關聯性較低（甚至為負相關）的市場，可有效降低風險，或是在一定的風險係數下提高投資報酬率；相反地，侷限於國內的投資策略會受到該國政經情勢的影響，而承受較高的投資風險。不過，此全球化投資的優點對先進工業化國家或對開發中國家而言，則有迥異的表現。例如，OECD 國家的退休基金若投資於新興市場經濟體，可享有平均報酬率提高的好處；惟拉丁美洲國家因其本國股市的投資報酬率較高，採全球化投資策略後，平均報酬率與整體投資風險反均將較原先為低。

拉丁美洲國家在 1990 年代前五年享有極高的股市報酬率（詳表七），但是波動的程度也相對較高，以秘魯為例，根據根據 Kotlikoff 的投資法則，該國的退休基金資產在 1995 年底應該僅握有 0.07% 的國內資產，始符合穩健投資的原則。在這個原則之下，降低退休基金投資本國股市的比重，在改革初期雖然使該國的退休基金與獲得巨額資本利得的機會銳減，但也避開了高市場風險的不利影響（註 19）。

表七 股市報酬率總指數

1990年12月~1995年12月

國別	平均投資報酬率 (%)	標準差	與 S&P500 的相關係數	該國退休基金應握有的本國投資比率 (%)
拉丁美洲國家	26.52	27.12	0.38	
阿根廷	48.84	61.14	0.31	0.21
智利	34.32	28.13	0.26	0.42
秘魯	35.88	39.56	0.19	0.07
美國, S&P500	15.96	10.15	1.00	
FT Euro Pac	10.20	15.97	0.38	

資料來源：IFC (1996)，轉引自 Reisen (2000)。

IFC (International Finance Corporation) 針對效率前緣 (efficient frontiers) 的實證研究顯示，沒有投資組合限制的退休基金欲在特定報酬率下尋求最低風險的投資組合，則國外資產的最適比重應為 20~30%。基於市場的力量，一旦退休基金得自由投資海外，則退休基金管理人傾向於提高國外資產的比率亦應達 20~30% 的水準，英國及荷蘭的民營退休基金即已達此水準，其餘 OECD 國家的退休基金投資組合國際化則尚在起步階段。這種尋求最佳風險/報酬投資組合的調整過程，至少要經過十餘年的努力，同時須有各項法規架構及國際環境的配合。

金融法規的限制會影響退休基金的投資表現。採用善良管理人模式的國家，其投資報酬率往往高於採用嚴格規範方式者，兩種管理模式的投資報酬率平均差距由 1990 年的

2.6%擴大至 1996 年為 4.3% (註 20)。伴隨著退休基金資產的成長，為提高其收益，基金管理與運用的自由化應是未來的發展趨勢。

## 2. 全球化投資對 OECD 國家之利弊

全球化投資策略對先進工業化國家及新興市場經濟體的利弊互異，對 OECD 國家而言，儘管這些國家大多已高度工業化，並且金融國際化與自由化的程度亦較新興市場經濟體國家為深，惟在退休基金的投資策略上，仍以保守的本國偏好為主。OECD 國家的退休基金之所以集中投資於國內資產的主要理由如下：

(1) 採行資本管制留住本國儲蓄，避免資本外移及影響匯率波動；

(2) OECD 國家的貨幣購買力較強，幣值穩定程度較新興國家的貨幣為高，擔心一

且退休基金的海外資產比例過高，其匯兌損失會抵銷資本利得；

(3) 相較於共同基金，工業國家的退休基金及或壽險公司對風險的承受度較低，退休基金的管理者會傾向於投資風險較低的本國市場；

(4) 退休基金必須因應其負債結構、退休給付的方式及標準，與人員的退休期間結構等壓力，決定其投資策略。成熟的退休基金，如果正面臨財務壓力，通常會排除風險高、投資報酬波動程度較大的工具，轉而偏好本國政府債券。OECD 若干國家對退休基金發生短暫赤字即處以罰鍰，此類規定亦使該國退休基金管理者採行較保守的投資策略。

不過，大多數 OECD 國家因係高齡化的已開發國家，其平均的經濟成長率及股市的資本報酬率一般較新興市場經濟體為低，故將退休基金分散投資於高經濟成長率的開發中國家，其投資報酬率勢將較單獨投資於經濟成長率較低的 OECD 國家為高。此外，分散國際投資可避免過高的單一國家風險，並可消除系統性金融風暴所衍生的不利影響，使退休基金可獲得高投資報酬率與低風險的保障。

但是，1994~95 年間的墨西哥金融危機，及 1997~98 年間的亞洲金融危機已嚴重損及新興市場股市報酬率較高的聲譽，而且金融危機的傳染效應使得全球各地的金融市

場連動關係增高。自從上述二大金融危機發生，以及全球股市於 2000 年起相繼下挫之後，對 OECD 國家而言，全球化投資只具有降低非系統性風險的功用。新興市場經濟體若欲再度吸引外資，除應致力於改善企業的獲利能力之外，尚須強化經濟金融體質，方能增強對金融危機之因應能力。

### 3. 全球化投資對新興市場經濟體之利弊

已開發國家的退休基金透過其巨量而長期性的資本流入，對新興市場經濟體產生下列正面助益，包括：(1) 可降低企業的資金成本，強化該國承擔風險的能力；(2) 可有效促進資本市場發展，帶動國際資本流入，引進先進國家新型生產與管理技術，刺激其經濟成長；(3) 國際投資機構的介入可提高資訊透明化，並促進資本市場的健全發展；(4) 股市持續成長將引導金融體系的健全發展。

由於新興市場經濟體的債券或股票普遍具有高報酬、高風險的特性，故就風險管理的角度而言，新興市場的退休基金反而須降低其本國資產的投資比率，以符合退休基金穩定獲利的需求。例如，大部分拉丁美洲國家的退休基金，因尚處於早期未成熟的階段，且多為確定提撥式基金，因此較能承擔匯率風險與資本損失，可進行較有效率的海外投資。而除了智利以外，拉丁美洲其他國家普遍存在債券收益率表現不佳、缺乏足夠的投資標的，以及證券市場流動性較低等缺

點，允許退休基金擴大海外投資具有相當充分的誘因。惟拉丁美洲國家均著眼於本國儲蓄的累積，或是擬藉由退休基金的長期資金，協助本國資本市場之發展，故即使各國在 1990 年代陸續解除退休基金的海外投資禁令，退休基金仍未廣泛投資海外資產。

不過，站在謀求退休人口的最大福祉之角度而言，本國金融市場發展尚未健全的國家尤須將其退休基金投資海外以分散投資風險及獲取較高收益。以馬來西亞為例，由於該國的金融市場與基金管理業尚未完備，使得該國採行強制性確定提撥制的受雇者退休基金（Employee Provident Fund，EPF）龐大的儲蓄額幾乎全集中投資於馬國政府債券，僅有少量投資於國內股市，至於外國證券則完全未納入。此一投資過度集中的現象，不僅使 EPF 的投資成本及風險偏高，投資決策亦較易受政府干預，致基金的經營績效偏低。由於 EPF 的投資未能分散於不同的市場，使其賣出資產時所能贖回金額的多寡易受單一市場流動性的左右，造成 EPF 的投資經常握持至期限屆滿方贖回（註 21）。

部分經濟學家主張，新興國家在退休金制度改革の初始階段，應採完全本國化的投資策略，其理由為：（1）以退休基金協助本國資本市場的發展；（2）有助於減輕由隨收隨付制轉換為完全提存準備制的財務成本壓力。另一派持相反意見的學者，則在投資組合理論的觀點下，認為既採新制，即應開放

部分比例的海外投資。

#### 4. 開放退休基金海外投資之抉擇

鑑於每個國家的經濟情勢與金融體系的發展程度不同，是否開放退休基金進行海外投資？或是開放之方式如何？必須考量政策目標及經濟金融發展之程度而加以審慎評估。

一旦各國允許資本移動的管制逐步放寬，則本國退休基金之海外投資，以及國際退休基金對本國之投資，都是可考慮首先開放的項目。對人口結構已老年化的 OECD 國家而言，愈慢開放其退休基金進行海外投資，對其退休基金的財務狀況愈不利。至於開發中國家，如果該國的股市報酬率波動劇烈，而其退休人口預期之工作年限較短，對退休基金的資產風險承受度較低，則建議其退休基金採全球化的投資管理策略，以享有較佳的風險報酬配置。

新興市場經濟體如果其政經發展已達外人投資可享公平交易的程度，則毋須過分擔心開放其國內退休基金從事海外投資將造成國內儲蓄的淨流出。此外，站在維持貨幣自主性及匯率穩定的考量上，由於退休基金的海外投資僅佔金融市場交易的極小比率，因此亦無必要禁止退休基金尋求較佳海外投資報酬的機會。惟在開放本國退休基金進行海外投資之前，宜先排除市場與法令對外國退休基金的投資障礙，並致力降低國家風險及提高股票市場的流動性，以吸引國外機構投

資人的長期性資本流入。此外，並須設法加深本國股市的深度，鼓勵企業股票上市，或將公營事業民營化，以增加市場籌碼，以期在開放退休基金海外雙向投資的同時，達成促進資本市場發展的目的。

#### 5. 規範退休基金海外投資的配套措施

誠如前述，儘管准許退休基金擁有一定比率的國外資產配置將是金融國際化下無法避免的趨勢，惟對開發中國家或是某些金融體系發展未臻健全的新興市場經濟體而言，開放退休基金從事海外投資將產生資本移動不易控管的問題。在開放一定比率退休基金投資海外時，為避免資本移動的負面影響，似可參酌實施下列的配套措施（註 22）：

（1）限定本國退休基金僅與外國退休基金進行投資組合交換

當本國的退休基金有海外投資需求時，必須與外國退休基金進行等額的投資組合交換（portfolio swap），此為一種本金互抵的外匯管制方式。如果外匯法令限制股利再投資，則退休基金對外匯市場的影響僅限於匯回的已實現利得，因此可阻隔資本移動對本國經濟及匯率的干擾。

不若許多外匯管制措施在執行上產生困難，此方法在管理上頗為可行。由於退休基金通常具備完善的帳務處理並接受政府主管機關的稽核，因此不難掌握其於市場上進行的所有海外投資。舉例而言，當外資看空國內股市或修正投資策略而將出售持股時，在

此遊戲規則之下，外國退休基金若擬匯出資本，必須先找到一國內退休基金願意出售其海外投資始可進行資金交換；由於該國內退休基金所匯回的資金將投入國內股市，國內股市的總市值將不致發生大幅波動，僅個別股價受到影響。若外資改變投資組合，或與本國退休基金在相對交換投資組合時更動對股市與債市的投資比例，則股市或債市分別會受到一漲一跌的影響，但資本市場的整體需求則不變。

（2）為退休基金設立一專門的外匯交易市場

此封閉的特殊外匯交易市場，僅供退休基金的資本移動之用，匯率則由退休基金的供需決定，不影響真正的外匯市場。除了法律形式不同，此方法與前一方法幾乎完全相同，退休基金的投資必須有另一國外退休基金等量卻反向的投資配合，故此法在管理上的可行性亦高，惟同樣不能享有利用外資促進國內經濟及金融市場發展的優點，亦無法使本國退休基金的投資策略與國際經濟脈動結合。

（3）在過渡階段將退休基金納入資本管制

在退休基金成長特別迅速的階段，為免開放海外投資引發大量的資本外流，可在轉換新制的過渡階段採行選擇性的資本管制。此法為最常見的管制方式，許多國家都選擇漸進式的開放退休基金的海外投資，一如許

多 OECD 國家逐步提高退休基金的海外投資上限，此一進程可能長達數十年。不過，此類管制是否必要，仍然受到學者專家的質

疑，因為愈來愈多的退休基金管理者即使擁有完全的投資自主權，但仍然以非常謹慎保守的態度來處理海外投資問題。

## 七、退休金制度變革對中央銀行政策之影響

愈益龐大的退休基金之運用，除對一國金融市場的發展產生深遠影響，連帶亦使得中央銀行的政策受到衝擊，央行除須面對貨幣總計數的統計應如何針對此一發展配合修正，俾維持貨幣總計數的指標功能之問題外，開放退休基金海外投資是否會影響中央銀行的貨幣及匯率政策，亦是央行所面臨的重要課題。

### (一) 對貨幣總計數統計之影響

貨幣總計數統計主要係指個人及企業所擁有的通貨及在銀行體系的存款。以美國為例，由於美國聯邦準備當局認定包括 IRAs/Keogh、401(k)及其他退休基金存放於存款機構及貨幣市場共同基金之餘額係儲蓄性質，並非用來作為交易用途，因此在計算貨幣總計數 (M2) 統計時，並不將之包括在內，亦即 (註 23)：

$$M2 = M1$$

- + 所有存款機構所發行之隔夜 RPs
- + 美國的銀行在海外分支機構對美國居民所發行之隔夜歐洲美元
- + 儲蓄存款[包括貨幣市場存款帳戶 (MMDA)]
- + 小額定期存款

+ 零售貨幣市場共同基金 (MMMF) 餘額

- 美國商業銀行、美國政府、外國政府、外國商業銀行及零售貨幣市場共同基金所握持之所有非 M1 所組成份子
- 存放於存款機構及貨幣市場共同基金之 IRAs/Keogh、401(k)及其他退休基金餘額

退休基金餘額是非常不具流動性的資產，可歸因於握持者如在退休前提領，按照美國聯邦法律的規定將被處以 10% 的懲罰稅。當然，上述退休基金之握持者如至退休年齡 (59.5 歲或更老)，這些餘額仍是具流動性的。不過，實務上很難估計這些餘額中到底有多少成份是具流動性，因此美國聯邦準備當局的處理方式是，放棄任意假定這些餘額中具流動性的比率，而簡單地將其存放於存款帳戶及貨幣市場共同基金之餘額，完全自 M2 中扣除。

### (二) 對貨幣及匯率政策之影響

開放退休基金海外投資後的資本外流，將使國內的資金供給減少，進而影響市場的資金利率水準；另一方面，資本跨境的移

動，也會影響匯率水準。然而，國際上的經驗顯示，通常在開放退休基金進行海外投資的同時，必然會相對開放外資投入本國市場以資平衡，故屬於退休基金範疇的資金淨變動數（流出與流入互抵）僅占國際收支金融帳交易的極小部分。Reisen（2000）指出，國際上退休基金的全球化資產配置有助於國際股票市場的整合，而非造成國際利率的連動。國外退休基金對利率的主要影響來自於在資本市場之交易，惟退休基金通常採取長期最適投資組合策略，為股市與債市的重要機構投資者，從事套利的情形並不多見，不致造成金融市場利率的大幅波動，且資本市場的擴展對金融體系的發展具有正面意義。因此，對於開放退休基金從事海外投資後將損及中央銀行貨幣政策的自主性之疑慮，其實並無證據支持此一見解。

至於退休基金與匯率之關係，一旦開放

退休基金從事海外投資，確實可能造成一國匯率的較大波動。惟每個國家吸引外資的條件與政經情勢不同，尤其在開放初期，很難評估會造成多少資本淨流出。因此採行固定匯率的國家，通常允許開放退休基金海外投資占總資產的比例不應超過 5~10%，而且多採總量管制。至於已開放外人投資且有大量資本流入的國家，反而被迫開放部分本國的退休基金從事海外投資，以降低資金流出對匯率穩定的影響。

開發中國家或是某些金融體系發展未臻健全的新興市場經濟體，為避免開放退休基金從事海外投資將產生資本移動不易控管的問題，似可與外國退休基金進行投資組合交換、設立一專門的外匯交易市場或暫時納入資本管制等配套措施，漸進開放退休基金之海外投資。

## 附 註

（註 1）見陳蘭會、何如克（1999）。

（註 2）取材自周群新、陳淑貞（2001）。

（註 3）由於相關規定明訂於美國國稅條例（Internal Revenue Code, IRC）第 401 條 k 款中，因此簡稱 401(k)計畫。

（註 4）稅負優惠有一定上限，2000 年約為 9,500 美元，每年依通貨膨脹率調整。

（註 5）主要取材自 Edwards（1996）。

（註 6）係 2000 年初經整合之後的情況。

（註 7）會員年滿 55 歲則須從普通及特別帳戶中提存最低金額至退休金帳戶（retirement account），並依規定以該帳戶之餘額購買經核准之保險公司的年金，或存放於經核准之銀行，或存放於中央公積金局，俾退休時按月提領退休金。

（註 8）自 1988 年起提撥率按會員之年齡而不同，1994 年 55 歲以下為 40%，55 歲以上至 60 歲為 20%，60 歲以上至 65 歲為 15%，65 歲以上為 10%。

（註 9）Bodie（2000）。

（註 10）Corsetti, Schmidt-Hebbel（1996）。

（註 11）James（1998）。

（註 12）此乃抵銷由於借款限制逐漸取消，愈益龐大的自願負儲蓄之數字。

- (註 13) Gray, Clive & David Weig (1999), p.35.  
 (註 14) James (1998)。  
 (註 15) 拉丁美洲國家在 1980 年至 1990 年間，非正式部門所吸收勞動力的平均比率，則自 26% 上揚至 31%。  
 (註 16) Reisen (2000)。  
 (註 17) 劉邦海 (1999)。  
 (註 18) Reisen (2000)。  
 (註 19) 智利的退休基金因過度投資其國內電子及通訊部門，1995 年以前的十三年有高達 13.3% 的平均報酬率，但 1995 年的平均報酬率則轉為負 2.5%。  
 (註 20) Reisen (2000)。  
 (註 21) ADBI (2000)。  
 (註 22) 這些建議係由世界銀行的研究員 Alan Gelb 所提出，詳 Reisen and Williamson (1997)。  
 (註 23) 見 Collins & Edward (1994)。

## 主要參考資料

- 李榮謙 (1998)，貨幣銀行學，智勝文化事業有限公司，4 月。  
 周群新、陳淑貞 (2001)，「參加美國華頓計量經濟預測協會『2000 年國際經濟展望會議』報告」，經建會出國報告書，1 月。  
 符寶玲 (1997)，退休基金制度與管理，華泰書局，1 月。  
 陳春山 (1999)，「共同信託基金對金融市場發展之重要性」，台灣經濟金融月刊，第三十五卷第一期，1 月。  
 陳博志、鍾俊文 (2000)，「引導資金積極支持國內投資之可行性」，中央銀行季刊，第二十二卷第一期，3 月。  
 陳蘭會、何如克 (1999)，「國際退休金制度的演變及趨勢探討」，國際經濟情勢週報，第一三〇〇期，9 月。  
 陳聽安 (1999)，「臺灣年金制度規劃之評析」，第四屆梁國樹教授紀念學術研討會—社會福利政策之回顧與展望，10 月 1 日。  
 游淑雅、李榮謙 (2000)，「退休基金制度之簡介 - 兼論退休基金餘額在貨幣總計數統計中之處理」，中央銀行經濟研究處，4 月。  
 經建會 (1999)，「年金制度的發展及對財政金融之影響」，當前經濟問題第四十二次座談會，6 月 17 日。  
 \_\_\_\_\_ (1996)，「世界銀行及美國年金制度改革方案」，<http://cepd.spring.org.tw/Ttv/Abroad/>，9 月 21 日。  
 \_\_\_\_\_ (1997)，「智利年金」，<http://cepd.spring.org.tw/Ttv/Abroad/>，2 月 8 日。  
 \_\_\_\_\_ (1997)，「新加坡公積金」，<http://cepd.spring.org.tw/Ttv/Abroad/>，4 月 8 日。  
 劉邦海 (1999)，「論退休金制度改革及其對金融市場發展之影響」，中央銀行外匯局。  
 蕭碧華 (1999)，「避免埋下時間炸彈，民營化成趨勢」，全球退休基金經營管理系列 (1)，工商時報，7 月 21 日。  
 ADBI (2000)，"Pension Fund Reforms for Asia," *Executive Summary Series No. S11/00*.  
 Aizenman, J and P. E. Guidotti (1994)，"Capital Controls, Collection Costs and Domestic Public Debt," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 13.1.  
 Bodie, Zvi and E. Philip Davis (2000)，*The Foundations of Pension Finance*, Edward Elgar Publishing Ltd..  
 Bodie, Zvi (1999)，"Investment Management and Technology: Past, Present and Future," *The Effect of Technology on the Financial Sector*, Brookings-Wharton.  
 Chamorro, Cerda (1992)，"La Cobertura del Sistema Chilean de Pension," Ph.D. dissertation, Universidad Catolica, Santiago, Chile.  
 CPF (2001)，<http://www.cpf.gov.sg/>.  
 Collins, Sean and Cheryl L. Edwards (1994)，"An Alternative Monetary Aggregate: M2 Plus Household Holdings of Bond and Equity Mutual Funds," *Federal Reserve Bank of St. Louis: Review*, Nov./Dec., pp. 7-30.  
 Corsetti, Giancarlo and Klaus Schmidt-Hebbel (1997)，"Pension Reform and Growth," in S. Valdes-Prieto, ed., *The Economics of Pensions: Principles, Policies and International Experience*. New York: Cambridge University Press.  
 Demirguc-Kunt, A. and R. Levine (1996)，"Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts," *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No.2.  
 Edwards, Sebastian (1996)，"The Chilean Pension Reform: A Pioneering program," *Working Paper Series 5811*, National Bureau



- of Economic Research, Inc. November.
- \_\_\_\_\_ (1997), "Chile: Radical Change Toward a Funded Pension System," Paper presented at Kiel Week Conference, University of Kiel, Germany. NBER, Cambridge, MA.
- Ghilarducci, Teresa and Patricia Ledesma Liebana (2000), "Unions' Role in Argentine and Chilean Pension Reform".
- Gray, Clive and David Weig (1999), "Pension System Issues and Their Relation to Economic Growth," CAER II Discussion Paper No.41, Harvard Institute for International Development, July, pp21-37.
- IFC (1996), *Emerging Stock Markets Factbook, 1996*, International Finance Corporation.
- International Labor Organization (ILO) (1996), *Panorama*, Geneva.
- Investment Company Institute (2001), "Mutual Funds and the Retirement Market in 2000," *Investment Company Institute Research in Brief*, Vol.10/No. 2, June.
- James, Estelle (1997), "New Systems for Old Age Security—Theory, Practice and Empirical Evidence," *The World Bank Working Paper*, No. 1766, May.
- \_\_\_\_\_ (1998), "New Models for Old-Age Security: Experiments, Evidence, and Unanswered Questions," *The World Bank Research Observer*, Vol.13, No.2, Aug., pp. 271-301.
- Mackenzie, G.A., Philip Gerson and Alfredo Cuevas (1997), *Pension Regimes and Saving*, International Monetary Fund, August.
- Mishkin, Frederic S. and Stanley G. Eakins (1998), *Financial Markets and Institutions*, Second Edition, Addison Wesley Longman, Inc., pp.6-23.
- Mitchell, Olivia S. and Flavio Ataliba Barreto (1997), "After Chile, What? Second-Round Pension Reforms in Latin America," *Working Paper Series 6316*, National Bureau of Economic Research, Inc. December.
- National Center for Policy Analysis (1999), "Privatizing Social Security In Latin America," NCPA Policy Report No.221, <http://www.ncpa.org/>.
- OECD (1998), *Institutional Investors Statistical Yearbook*.
- Pozen (1998), "Retirement Plans and the Fund Business," *The Mutual Fund Business*, The MIT Press, pp.397-440.
- Reisen, Helmut and J. Williamson (1997), "Pension Funds, Capital Controls and Macroeconomic Stability," *The Economics of Pensions: Principles, Policies, and International Experience*, Cambridge (UK): Cambridge University Press, pp. 227-250.
- Reisen, Helmut (2000), *Pensions, Savings and Capital Flows - From Ageing to Emerging Markets*, Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Reuters (1997), "Chile: Chilean Pension Reform Faces Criticism", Jan. 27.
- \_\_\_\_\_ (1997), "Chile: Chile-Widely-Copied Pension Fund Model Starts Showing Defects", Feb. 28.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Chile: Chilean Ctrl Bk In Favor Of Upping AFPs' Foreign Holdings", Apr. 20.
- Schmidt-Hebbel, Klaus (1996), "Pension Reform, Informal Markets, and Long-Term Income and Welfare," Paper presented at EDI conference.
- Scobie, H.M., S. Persaud and G. Cagliesi (1999), *Pension Fund Management Within The EU*, European Economics and Financial Centre.
- Social Security Administration (2001), <http://www.ssa.gov/>.
- The Business Times (2000), "Govt Makes Major Change to CPF Scheme," Aug. 30.
- The Washington Times (2000), "Pension funds welcome more flexibility," <http://www.internationalreports.com/>, June 28.
- Vittas, Dimitri. (1995), "Pension Funds and Capital Markets," The World Bank.
- Watson Wyatt (2000), "Global Perspective: A Summary of Watson Wyatt's Surveys on the 1998 Investments Performance of Retirement Fund Assets in Major World Markets," Watson Wyatt Inc.
- Vittas, Dimitri and Augusto Lglesias (1998), "Pension Plans in Chile".
- Wise, David (1997), "Retirement across Decades, across Nations," Paper presented at International Health and Retirement Surveys Conference, Amsterdam.

(本文完稿於90年10月，作者游淑雅小姐為本行經濟研究處國際經濟科一等專員，陳慧明小姐為同科副科長，方慧娟小姐為同科四等專員，黃晶晶小姐為同科辦事員。)

(本文之完成，承蒙施處長燕、葉副處長榮造、施副處長遵驊、林襄理文瑋及李科長榮謙費心審閱與斧正，謹致衷心謝忱。惟文中所有觀點與服務單位無關，如有疏漏謬誤，概由作者負責。)