

國立臺灣大學財務金融學研究所

碩士論文

Department and Graduate Institute of Finance

National Taiwan University

Master Thesis

勞退新制開放自選之研究

A Proposal for Members Choice under Labor Pension New

Scheme

任奕俠

Yi-Hsia Jen

指導教授：邱顯比 博士

Advisor: Shean -Bii Chiu, Ph.D.

中華民國 101 年 6 月

June, 2012

## 誌謝

能完成這篇論文，我要特別感謝我的指導教授 邱顯比老師，也要感謝財研二的每一位成員對我的支持與鼓勵，謝謝大家。



## 中文摘要

勞退新制的啟用，為勞動人口的退休金提供另一份保障。隨著平均餘命上升，人口結構老化，醫療看護需求上升，通貨膨脹節節上升，薪資卻沒有足夠上升幅度，台灣勞動人口將面臨退休後所得替代率不足的問題。勞退新制退休金之收支保管及運用委託金融機構辦理，若平均收益低於兩年期定存，由國庫補足其差額。未來規畫開放勞退新制自行選擇投資平台，為退休金參與者提供更多元化投資選擇。設計規劃時必須探討投資人行為：惰性、拖延與過度自信將嚴重危害退休金資產的累積。因此投資平台，應設計良好的預設基金，人生週期型基金是最佳的設計。自行選擇投資平台必須規劃年金保險商品，提供參與者在退休後規避長壽風險的工具，除了在退休金累積期可已將提撥金額購買分期付款型年金。在退休時，也可以把一次性給付退休金總額購買即期年金，降低退休金消耗過快的風險。退休理財規劃必須持續不斷推廣，政府應結合民間保險業者能力，教育民眾退休理財規劃的重要性，建立更完整的個人理財觀念。

關鍵字：確定提撥、退休金、勞退新制、投資平台、投資人行為

## **ABSTRACT**

Labor Pension New Scheme provides another source of pension for the labor force. With the rise in the average life expectancy, population aging, rising health care needs and inflation, labor force will face the problem of inadequate income replacement rate after retirement. Government manages the pension fund and guarantees the minimum investment rate, biennium deposit rate. National Treasury takes the responsibility to cover the shortage between biennium deposit rate and the real investment rate. The proposal for members' choice enables employee to choose their portfolio but investor behavior such as inertia, procrastination and overconfidence would seriously damage the accumulation of pension assets. The investment platform should be well-designed and life-cycle fund is the best design for default fund. There will be two annuity insurance products to hedge the longevity risk after retirement. Members could use their contribution to purchase installment-premium annuity before retirement or they can use their pension to purchase single-premium annuity at the point of retirement. Government should cooperate with private financial institution to continuously promote the concept of pension management.

**Keyword:** Defined contribution, Pension system, Labor Pension New Scheme,  
Members choice, Investor behavior

## 內容

誌謝 .....	i
中文摘要 .....	ii
ABSTRACT .....	iii
第1章 前言 .....	1
第2章 各國退休金於金融海嘯後績效表現 .....	3
第1節 退休金體制表現 .....	3
第1項 各國退休金之投資組合與投資策略及重整 .....	5
第2項 國家主權退休金之投資組合與投資策略 .....	6
第3項 退休金體制面臨的困境與挑戰 .....	7
第3章 自行選擇投資平台 .....	8
第1節 勞退新制自行選擇投資平台 .....	8
第2節 投資商品簡介 .....	9
第3節 衍生研究 .....	10
第4章 確定提撥退休金體制 .....	11
第1節 聯邦節約儲蓄計畫(TSP) .....	11
第1項 法源與歷史沿革 .....	11
第2項 制度與稅賦優惠 .....	11
第3項 提撥比率 .....	12
第4項 退休金給付方式 .....	13
第5項 自行選擇投資平台 .....	13
第6項 投資轉換機制(Interfund Transfers) .....	13
第7項 資訊揭露 .....	13
第8項 可借鏡之處 .....	14
第5章 投資人行為 .....	16
第1節 相關研究 .....	16
第2節 儲蓄決策 .....	17
第1項 參與者的儲蓄行為 .....	17
第2項 退休金體制設計 .....	19
第3節 投資策略 .....	19

第1項 參與者的投資行為 .....	19
第2項 退休金體制設計 .....	24
第4節 清償決策 .....	25
第1項 長壽風險 .....	25
第2項 通膨與資本市場風險 .....	27
第3項 臺灣年金保險市場與勞退新制上的運用 .....	27
第6章 相關配套措施 .....	29
第1節 完善的金融機構與商品評價 .....	29
第2節 信託管理機制 .....	30
第3節 資訊揭露 .....	30
第4節 開發網路平台 .....	31
第5節 投資理財教育訓練 .....	31
第7章 結論 .....	32



## 圖表目錄

圖 一台灣人口平均餘命 .....	2
圖 二 OECD 會員國平均名目報酬率 .....	3
圖 三 OECD 退休金實質報酬率 .....	4
圖 四 勞退新制自行選擇平台 .....	9
表 一聯邦節約儲蓄計畫提撥比率 .....	12
表 二 投資商品一覽 .....	14



# 第1章 前言

在退休規劃中，世界各國採取「三層式退休金」。第一層為社會保險，旨在提供退休生活的基本所需，並且著重財富重分配，如同臺灣勞工保險、國民年金等。第二層為職業退休金，臺灣原本擁有確定給付制的勞工退休準備金稱作勞退舊制。在民國 94 年通過勞工退休金條例，為確定給付制的個人帳戶退休金，稱作勞退新制。第三層為個人退休理財，包括儲蓄、商業年金、各式金融商品等。

臺灣社會近年來，隨著平均餘命上升(圖一)，人口結構老化，醫療看護需求上升，通貨膨脹節節上升，薪資卻沒有足夠上升幅度，台灣勞動人口將面臨退休後所得替代率不足的問題。根據勞委會在民國 100 年所作之研究，若以勞工作年資 35 年、薪資三萬元，60 歲退休後活到 82 歲計算推估，勞退舊制提供的所得替代率約 17%；而勞退新制如勞委會假設（年收益率 4%、年薪資成長率 1%），所得替代率約 27.5%。若以上述相同條件試算勞保，勞保一次金的所得替代率為 17%，勞保年金則達 54.25%，整體加總所得替代率可達 81.75%。但是此替代率將隨薪資水準、退休年齡、平均餘命與投資報酬所影響。在金融海嘯後，金融市場所受衝擊極大，世界各國退休金皆承受巨大損失。在近年又遭遇歐債危機，使金融市場復甦蒙受陰影，各國政府為刺激經濟成長，都使用低利率政策，使金融市場利率偏低，投資報酬大幅降低。以勞退新制為例，政府代操退休金投資並保證兩年期定存報酬率，可能會造成未來退休金不足之隱憂。

王儼玲(2009)在退休金年刊，「勞工退休金制度開放自行選擇投資標的建議平台白皮書」中，提到個人帳戶型確定提撥退休金將取決於提撥比率與投資績效。然而面臨替代率偏低的風險，與各個勞工的風險偏好與財務狀況之差異性，為增加退休基金管理績效，進一步保障勞退新制的退休所得適足性。勞退新制應開放良好的金融機構參與，以預製型專屬基金上架，提升長期勞退基金的投資績效。

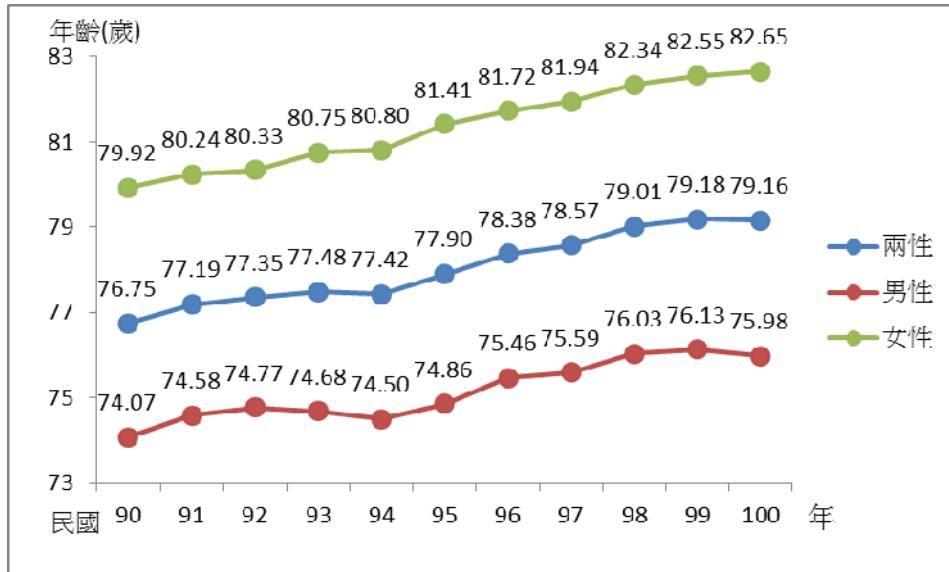


圖 一台灣人口平均餘命

本研究將根據此白皮書所建議之勞退新制自行選擇投資平台為基礎，增加附加價值，加強各細節設計。研究方法為整理歸納世界各國在確定提撥退休金投資平台的設計與管理，與其在已過金融海嘯中所受的衝擊和近年管理經營績效表現。再從財務行為理論出發，研究投資人行為對自行選擇投資平台設計之影響。藉此能在設計平台時，規畫更適合投資人的架構與商品設計。

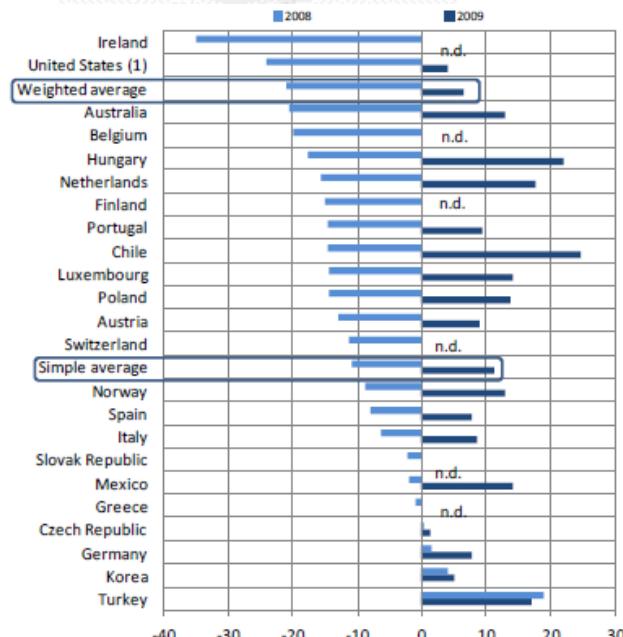
本文其餘部分組織如下，第貳部分為 OECD 各國於金融海嘯後績效表現；第參部分白皮書中建議平台之設計與基本架構；第肆部份為世界各國確定提撥退休金體制彙整與比較。第伍部分為投資人行為影響退休金投資平台，與年金保險在確定提撥退休金體制中應用。第陸部分為相關配套措施，第柒部分本文結論。

## 第2章 各國退休金於金融海嘯後績效表現

本章彙整 OECD 組織於 2010、2011 兩年所出版 Pension Markets In Focus，此份報告可視為世界各國退休金於 2009、2010 的績效年報，其中包括 23 個 OECD 會員國與 20 個非 OECD 會員國。本文希望藉由這兩份報告，能夠更了解全球退休金體制目前所面臨市場環境，以及各國退休金是如何從金融海嘯的巨額虧損逐步復原。

### 第1節 退休金體制表現

Andre Laboul(2010)，2008 年金融海嘯過後，全球退休金體系的資產市值總共虧損 3.5 兆美元，2009 年退休金體制擁有 6.6% 的平均報酬率(圖二)，退休金體制復原了 1.5 兆美元的虧損。加權平均退休資產對 GDP 比率由 2008 年的 60.3% 上升至 67.1%。其中非 OECD 會員國家的退休金體制，因為在金融海嘯所受衝擊較小，2009 年其資產水準已經超越 2007 年底的規模。整體回復力道歸功於全球股票市場反彈，雖然回復 1.5 兆美元，但是相較 2007 年底資產水準，仍然低了 9%。



圖二 OECD 會員國平均名目報酬率

Andre Laboul(2011)，OECD 退休金於 2010 年加權平均實質報酬率達 3.5%(圖三)，但是各國績效表現差異極大。表現最佳為荷蘭，高達 18.6%，希臘表現最差，報酬為 -7.4%。主因就是希臘主權信用危機，使希臘股票交易所崩盤，債券價值也下滑。整體來說，資產水準近一步提升，從 2008 年 3.5 兆美元虧損，於 2010 年復原了 3 兆美元。加權平均退休資產對 GDP 比率上升至 71.6%。

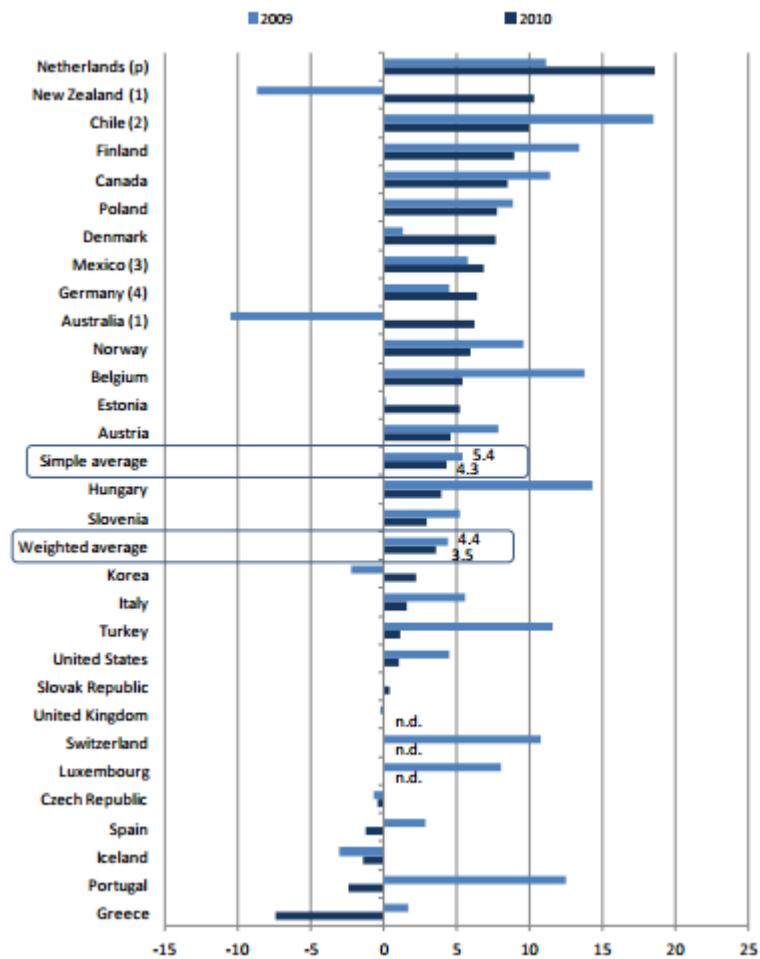


圖 三 OECD 退休金實質報酬率

多數國家已經從金融海嘯衝擊中復原，退休金資產水準回復到 2007 年底水準。但是仍有少數國家尚未回復到金融海嘯前水準，西班牙因為本身金融市場波動提高，加上提撥率下滑，另外退休金參與者將其部位轉到其他退休型商品，如退休保險合約，導致退休金資產縮水。葡萄牙也面臨公債市場表現不佳，且在金融海嘯後，退休金體制重整。但是該國做法為，將確定提撥

制的個人帳戶型退休金轉成離時給付(PAYG)社會保險政策，使私人退休金資產大幅萎縮。

## 第 1 項 各國退休金之投資組合與投資策略及重整

共有 13 個 OECD 會員國提供其退休金的投資組合成分比例的資料，債券仍然是占大多數投資比例，高達 40%。也有許多國家以持有股票為投資組合大宗，退休金曝險於股票市場的比率將決定此退休金在金融海嘯後之復原力道。在這段期間，退休金採取調整投資組合策略(Rebalancing)，在股市下滑時購入股票，達到股票目標配置率。股價上揚時，賣出手中部位，這種作法有利於穩定總體經濟情勢。

企業退休金從確定給付制轉變成確定提撥制，如此一來退休金提供者不需要背負所有投資風險，由退休金參與者承受風險。對於確定提撥制的參與者將面臨複雜的投資決策，退休金的設計必須提供更透明的資訊揭露。確定提撥制退休金取決於投資表現，退休金的營運管理費用將降低投資人報酬率。退休金規模越大，可以產生經濟規模，降低營運管理費用支出。此外，也有國家採取混合型確定給付退休金，在體制設計中，風險不是由提供者全數承擔，而是和參與者共同承受。

確定提撥制退休金在金融海嘯後，成為股票市場的買家，提供資金投資於股票市場，為股市提供穩定作用。另一面，加拿大與智利則絕大部分持有債券。現金、存款、放款與不動產只佔投資組合相當小的比例。但是有些國家為了彌補在金融海嘯後，確定給付制退休金的融資缺口，增加投資於此類資產。衍生性商品也因為避險需求成為投資標的。

OECD 於 2010 年一月研究個人帳戶型退休金其投資組合與投資策略，希望了解退休金參與者的投資行為。資料來源為丹麥、義大利及荷蘭，三個國家共六支退休金。各國投資人反映出相當大的投資策略差異，荷蘭投資人風

險承受度高於其他 2 國投資者，投資於股票比例是 3 個國家裡面最高，甚至投資退休金於避險基金，投資組合相當多元化。相較於荷蘭個人帳戶型退休金，義大利的退休金投資人相對保守投資組合著重在債券及現金部位，就連結構型商品(如資產抵押證券)也極少投資。

## 第 2 項 國家主權退休金之投資組合與投資策略

國家主權退休金，主要目的就是提供國民基本社會保險與社會福利機制在金融海嘯中，因投資策略保守，於股票市場曝險程度不高，所以在 2009 年底已經從虧損中復原，總資產市值達到 4.5 兆美元水準，已經比 2007 年底市值高 13.9%。

國家主權退休金的投資組合決定了在 2008 年金融海嘯與 2009 年的績效表現，美國、比利時、西班牙的國家主權退休金在這兩年的投資績效幾乎一樣，介於 4.4% 到 5.5% 的水準。主因就是這三個國家的投資組合中，絕大部分都是政府公債，高達 81.4%。保守的投資策略，將金融海嘯的衝擊降到最低。當然在海嘯後，也無法享受股票市場反彈所帶來的高報酬。

大多數國家主權退休金在金融海嘯前都有投資股票市場，在海嘯期間，國家主權退休金紛紛進入股票市場，形成安定市場與股價的力量。其中又以葡萄牙與日本，這兩國投入股市比例最高。葡萄牙從 2008 年初至 2009 年底，投資組合中股票的比例增加 12%。在股票市場動盪時，仍然維持其股票目標配置率達 17%。

整體投資策略也出現變化，國家主權退休金開始投資避險基金與私募股權。投資標的不再侷限於國內證券市場，開始投資海外證券市場，為投資組合提供多角化避險。只有部分國家主權退休金允許投資衍生性商品，投資目的事為了為獲取附加價值，提供規避市場、信用、利率風險的工具。

### 第3項 退休金體制面臨的困境與挑戰

整體來說，退休金正從金融海嘯衝擊慢慢復原，但是卻面臨其他挑戰。二次世界大戰後嬰兒潮為世界經濟復甦提供充分人力，但是在21世紀，這些就業人口面臨退休年紀，必須滿足他們的退休金需求。經過金融海嘯的動盪，全球經濟緩步復甦，但是沒有人能預期復甦力道，對於未來的不確定性依然影響金融市場。經濟不景氣，各國政府紛紛降低利率政策刺激經濟復甦，但是連帶影響債市表現疲軟，對於以債券為主要投資標的的退休金，其投資績效受到波及。長期利率在低檔徘徊，在退休金的負債中，有許多長期債務，若是以較低的利率折現，會使退休金整體財務狀況惡化。會計準則在金融海嘯後受到不小質疑，專家學者紛紛提出按市值計算的概念，讓財務報表充分揭露財務資訊。退休金會計也有更動，在GAAP一般會計準則中，取消走廊法會計處理，讓企業退休金債務更加透明化，但是提升了退休金財務報表的波動程度。



# 第3章 自行選擇投資平台

根據勞工退休基金監理會統計，2008 年金融海嘯，勞退新制退休金的投資報酬率為-6.06%，往後兩年隨著金融市場復甦，勞退新制退休金績效優異，表現高於保證兩年期定存利率。但是 2011 年歐債危機衝擊下，勞退新制退休金產生虧損，報酬率為-3.95%，共虧損 246 億元。勞退新制盈虧將平分制參與者個人帳戶，平均來說，每位參與者損失 4804 元。政府代操使得全民必須為退休基金整體績效表現負責，在保證兩年期定存收益機制下，勞委會將補足差額，這是由國庫支出，全民負擔。設計自行選擇投資平台將使參與者自行為本身退休基金投資績效負責，可有效降低對財務預算的壓力。本章旨在說明勞退新制自行選擇投資平台的基本平台設計架構，投資商品簡介。

## 第1節 勞退新制自行選擇投資平台

王儼玲(2009)「勞工退休金制度開放自行選擇投資標的的建議平台白皮書」提到目前勞退新制退休基金是由勞工退休基金監理會統一管理，保證兩年期定存報酬率。許多專家與學者建議，未來應開放良好的民間金融機構參與。以民營基金承辦退休基金經營業務，提供專屬基金或退休儲蓄商品。

根據已往針對勞退新制自行選擇投資平台所做的民調顯示，至少有 3 成以上勞工認為在開放投資選擇後仍會選擇留在「政府投資管理的保證收益基金」。因此未來投資平台仍會保留公營的保證收益基金，並增加勞工自由選擇投資民營商品的投資標的，勞工可以自由在公營保證收益基金與民營投資標的做轉換。

圖四為自行選擇投資平台設計模型，規劃四檔共同基金，包含一檔人生週期型基金做為預設基金，共同基金為預設型專屬基金。加上兩檔年金保險商品，參與者可選擇將提撥金額直接購買年金保險商品。

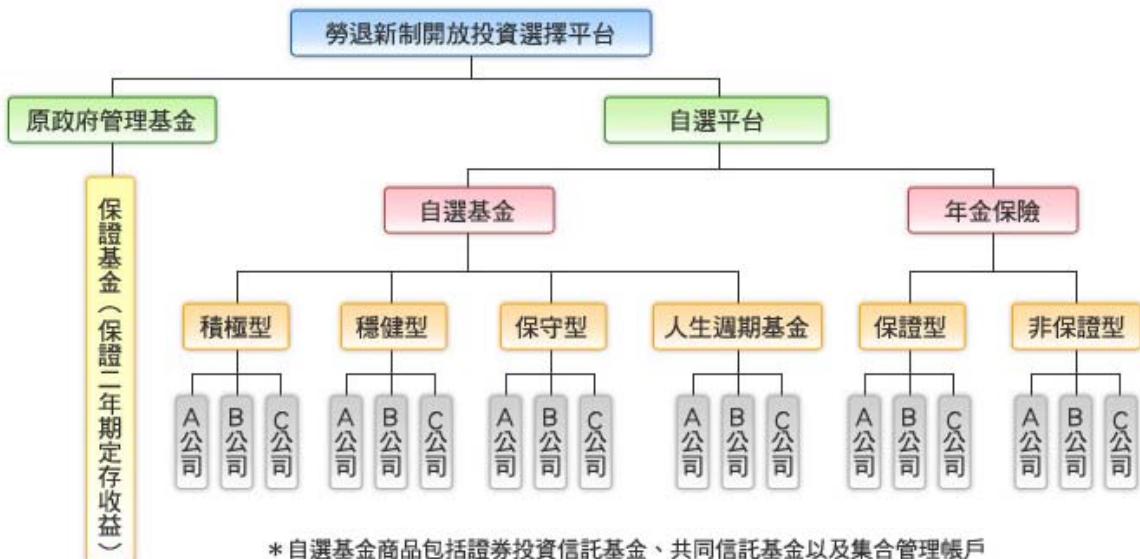


圖 四 勞退新制自行選擇平台

## 第2節 投資商品簡介

- 政府管理之保證基金：保留政府保證兩年期定存收益之基金
- 積極型基金：適合較高風險偏好或離退休時間較遠之投資人
- 穩健型基金：適合風險偏好中等或中年在職工作投資人
- 保守型基金：適合較低風險偏好或離退休時間較近之投資人
- 目標日期型人生周期基金：預設基金，將在投資人沒有選擇自選平台上任一檔基金或是年金商品時，政府自動將其退休金投資在預設基金中。目標日期型人生周期基金擁有隨著投資人離退休時間越近，其投資組合所持有風險性商品比重越低。
- 年金保險：分為保證型與非保證型，本文將在後面整理年金保險對退休金投資規畫之影響。

自行選擇投資平台將交由政府統一管理，避免在轉換時產生多重帳戶之問題，也可以降低行政管理費用。自選基金將是專為勞退新制特別預置的專屬基金，不開放一般投資人購買。所有自選基金與保險商品在上架前都須經過勞退監理委員會核准，透過篩選機制選出優質商品上架，並定期提供投資

績效報告。勞工可以在不同投資商品自由選擇，配置退休金比例，但是須以10%為單位。勞工擁有每年2次轉換機會，轉換時間可自行決定。

### 第3節 衍生研究

在目前設計下，各型基金將由多家民營金融機構提供專屬基金，勞工將面臨一個擁有數十個投資標的的自選平台。然而在行為財務學中，有資訊超載(Information Overload)，也就是投資人面臨過多選擇將無法適當選擇投資標的。本文將於第五部分詳述。

本文將詳述美國聯邦節約儲蓄計畫(Thrift Saving Plan)退休金體制，因為TSP的自選投資平台設計與規畫與台灣勞退新制自行選擇投資平台相似。在轉換投資標的上，TSP給予退休金參與者的轉換次數遠超過臺灣勞退新制自行選擇投資平台的規畫。本文將於第五部分以基金週轉率為基準，研究適合臺灣投資環境的轉換次數。

人生周期基金是近年來新興商品，越來越受到退休金體制重視，在各國確定提撥制退休金的投資平台都會使用人生周期基金當作預設基金。因為根據投資人行為，許多退休金參與者在將退休金提撥制個人帳戶後，就沒有主動積極管理。人生周期基金的設計可以使參與者可以享受投資報酬，又不需要花額外成本重分配投資組合，相當適合對財務投資不熟悉的參與者。缺點是，人生周期基金無法做到客製化，每位參與的風險承受度與要求報酬率不同，對於投資組合的資產配置就不同。第五部分會從投資人行為出發，說明人生周期基金為什麼會成為多數退休金體制的預設基金。

# 第4章 確定提撥退休金體制

世界各國退休金體制，從離時給付(PAYG)轉為確定給付型退休金，主因是離時給付(PAYG)對政府財政負擔增加。聯邦節約儲蓄計畫是美國為公務人員設計規劃的退休金體制，與臺灣勞退新制相似之處在於同樣是確定提撥制，自選投資平台同樣提供六種投資商品。本章簡述聯邦節約儲蓄計畫，希望藉由參考其體制設計，在設計自選投資平台時，可以提供更多元觀點。

## 第1節 聯邦節約儲蓄計畫(TSP)

### 第1項 法源與歷史沿革

美國國會在 1986 年通過聯邦政府公務人員退休法案，建立聯邦節約儲蓄計畫。並於 1987/7/1 正式實施，初成立時，只有 29% 的聯邦雇員參與此計畫。在過去幾年間，不論是參與人數或是被納入聯邦節約計畫的僱員節節上升。2000/10/30 將軍職人員之退休金納入聯邦節約儲蓄計畫，2005/8/1 提供生命週期型基金，供參與者投資。2012 年 3 月納入 Roth 稅法，在此稅法下，退休時領取退休金不需再被課所得稅，Roth 稅法將在本章後面有更詳細描述。

### 第2項 制度與稅賦優惠

聯邦節約儲蓄計畫提供類似 401(k)的個人帳戶型確定提撥制退休金，TSP 擁有如同 401(k)的退休金福利與稅賦優惠。希望藉由稅賦優惠來提升參與者的自行提撥率。

- 傳統稅賦優惠

無論是政府提撥或參與人自行提撥，提撥金額與利息都可視為遞延薪資。可以暫時免除聯邦所得稅之課徵，直到退休後提領時，才須按當時提領條件課徵聯

邦所得稅。年滿 59 歲半可以往外提取本金和利息，在 59 歲半以前提領，除了要交所得稅外，還要交 10%的罰款。

- Roth 稅負優惠

參與者的收入先課所得稅，再進行提撥，提撥金額與利息都是免稅。在退休後提領時，免課聯邦所得稅。參與者已過 59 歲半，而第一次存入的款項已超過 5 年，提領時就可完全免稅。

### 第 3 項 提撥比率

每一個聯邦政府雇主都必須按其針對每一個受雇者的薪資提撥 1% 到受雇者的個人退休帳戶。此外，受雇者可以提撥的上限為其薪資的 10%，同時雇主也會針對受雇者提撥的部分作相對的提撥。當受雇者提撥的比例為 1%~3%，雇主會相對提撥同樣比例；但當受雇者提撥比例為 4%~5% 時，雇主只會針對超過 3% 的部分提撥一半，且最多只會相對提撥 4%。提撥比率整理如表一。

雇員提撥	雇主提撥		總提撥
	雇主自行提撥	雇主相對提撥	
0.0%	1.0%	0.0%	1.0%
1.0%	1.0%	1.0%	3.0%
2.0%	1.0%	2.0%	5.0%
3.0%	1.0%	3.0%	7.0%
4.0%	1.0%	3.5%	8.5%
5.0%	1.0%	4.0%	10.0%
>5%	1.0%	4.0%	雇員提撥+5%

表 一聯邦節約儲蓄計畫提撥比率

## 第 4 項 退休金給付方式

聯邦節約儲蓄計畫提供參與者多元化退休金給付方式，一次領取、每個月領取、經由聯邦節約儲蓄計畫來購買年金商品、混合模式。其中購買年金商品，就是將參與者提撥金額直接當作年金保費繳交，在退休後就享受年金商品所提供的福利。

## 第 5 項 自行選擇投資平台

聯邦節約儲蓄計畫提供參與者採取被動操作的指數型基金與人生週期型基金，指數型基金有較低的手續費與基金經理費，藉由參與人數眾多可以取得規模經濟讓聯邦節約儲蓄計畫下的基金有更低的費用可以打敗市場其他的指數型基金。表二為聯邦節約儲蓄計畫所提供之基金。參與者根據自身風險偏好，可以選擇運用不同基金配置出符合需求的投資組合。

## 第 6 項 投資轉換機制(Interfund Transfers)

自行選擇投資平台的轉換機制，讓參與者能將以投資在某一基金的資金，轉到另外一檔基金。參與者藉由指定各基金投資比例，改變投資組合。每個月，參與者前 2 次轉換，可以任意選擇投資標的。第 2 次以後的轉換，就必須強制轉進 G Fund，也就是唯有 G Fund 的投資比例可以上升。

## 第 7 項 資訊揭露

聯邦節約儲蓄計畫每年發布財務報告書，揭露整體淨資產表、淨資產改變表及基金淨資產表，由會計師查核簽證，遵循美國一般公認會計原則。每一季揭露各基金績效表現、基金單位淨值。參與者個人會收到上一季個人帳戶報表訊包含投資績效、資產配置與變動、提撥金額等。在官方網站不定期更新基金最新資訊，宣導各項政策配套措施。

基金名稱	資產管理	資產項目
G Fund	政府操作	美國政府國庫券，包括專門發行給聯邦節約儲蓄計畫不可在市場交易的美國政府公債。性質類似貨幣型基金，不會有市場利率風險與信用風險。
F Fund	委外代操	中年期債券，投資於巴克萊債券指數型基金，包括各種不同類型的高品質固定收益證券。有市場與交易風險。
C Fund	委外代操	美國國內大型股，投資於巴克萊股票指數型基金，複製 S&P500 指數，績效評估就是兩者間的追蹤誤差。標的為股票，波動大。
S Fund	委外代操	美國國內小型股，投資巴克萊中小型股延展市場指數型基金，鎖定道瓊 TSM 指數，績效評估就是兩者間的追蹤誤差。
I Fund	委外代操	國際股票，投資巴克萊 EAFE 指數型基金，所謂 EAFE 是歐洲、澳洲、紐西蘭與遠東國家的英文第一個字母縮寫。鎖定摩根史坦利之國際股價指數 (MSCI EAFE)。
L Fund	委外代操	生命週期型基金，由以上五種基金所構成，風險性資產會隨退休年齡接近而降低。

表二 投資商品一覽

## 第8項 可借鏡之處

- 政府協助發行債券改善基金績效

未來勞退新制開放自行選擇投資平台，固定收益證券仍會是重要投資標的。然而我國債券市場不像美國那麼發達，建議政府可以仿照美國財政部專為聯邦節約儲蓄計畫發行國庫券，提高整體退休金管理經營績效。

- 基金被動管理

聯邦節約儲蓄計畫的自行選擇投資平台最大特色為被動操作的指數型基金，降低經營管理費用，以減少成本的概念增加投資績效。指數型基金追蹤指數，不追求超額報酬，而是要求穩定長期績效，被動操作也可以降低基金經理人對基金報酬的負面影響。

- 生命週期型基金的運用

許多參與者對財金知識一竅不通或一知半解，對於資訊不了解，包括資產的報酬與風險、參與者本身所要求的報酬、參與者的風險承受度等。會發生資產配置不具效率，以實際例子來說，年輕參與者應要求高報酬，卻將退休金投資在固定收益商品；參與者要求高報酬，卻不能承受高風險，遇到損失後才發現自己無法承受。

自行選擇投資平台需要參與者主動調整資產配置，定期追蹤與調整投資組合對參與者來說費心費力。根據調查顯示，許多參與者加入聯邦節約儲蓄計畫後就對其資產配置不聞不問，導致資產配置不具效率性。

為了降低以上兩種負面影響，聯邦節約儲蓄計畫在 2005 年增加生命週期型基金。但是每一參與者退休需求不同，生命週期型基金無法做到客製化，滿足每位參與者不同需求。因此以自選機制，輔以生命週期基金為較適作法。

- 投資轉換機制

聯邦節約儲蓄計畫提供參與者轉換退休基金投資標的的機會，在設計勞退新制自行選擇投資平台時，也須考量提供參與者適度轉換投資標的的自由。退休基金投資要以長期績效為主，為避免參與者因為過多轉換投資標的導致報酬績效不佳，轉換次數不宜過多。考量金融市場的波動性提升，轉換機制是提供參與者避險的方法，在設計時必須考量其平衡性。本文在第五章會從投資人行為研究最適合台灣勞退新制自行選擇投資平台的轉換次數。

# 第5章 投資人行為

從退休金規劃開始，人們面臨儲蓄、投資與退休金領取等相關決策，時常有不理性行為。在設計退休金體制時，時常將參與者假設為「理性投資人」，符合經濟學中理性行為。然而在許多實證研究中，常有無法以理性行為解釋的現象發生，因此興起了「行為財務」學說。本章說明行為財務對退休金體制的影響，在設計勞退新制自行選擇投資平台時，需要如何因應投資人行為做出最適設計。

## 第1節 相關研究

近年來世界各國的退休金體制中，個人帳戶型確定提撥制退休金越來越多，在各國政府設計體制時都有一個假設前提：「退休金參與者的財金知識充足，可以做出理性決策，追求自身效用極大化」。也就是每一位退休金參與者對於自身退休金需求、提撥金額多寡、投資組合挑選、報酬要求與風險承受度都相當了解。並且根據以上資訊與當時金融市場狀況，退休金參與者有能力完成最適化決定。

行為財務學者提出不同看法，將傳統理論中未考量的部分進行研究，那就是「人類」真實的行為表現。在面臨大量的資訊與複雜的決策過程，參與者時常因為認知不足與行為偏誤，導致做出錯誤決策，影響退休金額度，進一步影響退休生活品質。

Mitchell and Utkus(2003)研究已過十年內，行為財務對退休金體制設計之影響。研究層面包含整個退休規劃週期，從參與者決定存多少開始，到退休後如何領取退休金。在每一過程中，參與者都表現出偏離經濟理論的非理性行為。

Tapia and Yermo(2007) 實證研究 OECD 個人帳戶型確定提撥退休金參與者執行投資決策的行為財務表現。他們發現自行選擇投資平台的設計對投資人行為影響極大。

本章統整各國行為財務文獻，從參與者的儲蓄決策到退休金清償決策，分析各種投資人行為對退休金規劃的負面影響。再參考世界各國確定提撥制退休金針對不同投資人行為的設計，考量規劃完善的勞退新制自行選擇投資平台。

## 第2節 儲蓄決策

確定提撥制退休金隱含著參與者未來退休金的多寡取決於在職期間存了多少。過去新古典經濟學提出消費者的儲蓄決策是考慮到未來消費會大於今天消費的效用，因此消費者選擇減少今天消費額度。生命週期模型將人的一生分為三階段：年輕期、中年期和老年期。在青年期時，消費者收入過低，需要向金融機構借貸維持活開銷，無法儲蓄。中年期，收入高過消費，有淨收入可以儲蓄，是退休金的「累積期」。老年期退休後，收入銳減，倚賴退休金過生活，是退休金的「消耗期」。生命週期模型的假設理性消費者，然而現實生活中，人們的儲蓄行為卻不是如此。

### 第1項 參與者的儲蓄行為

- 有限理性

為了能夠理性規劃儲蓄，參與者必須對於總收入、資產報酬率、稅率、健康狀況與餘命有全盤了解。諾貝爾經濟學獎得主 Herbert Simon 於 1955 年提出「有限理性(bounded rationality)」模型，他認為在決策過程中，人們不會追求完全理性，而是最大限度追求理性。對於一項決策，若是現行決定已達到人們心中的基本要求，人們將不會繼續尋求最佳解決方案。並且在現實生活中，面臨種種限制，人們也只能追求有限理性。對於儲蓄決策也是如此，因

難複雜的決策過程，使參與者只能達到有限理性的成果。實證研究也支持此學說，2003 年針對美國勞工所做研究，少於 40% 的勞工認為他們有能力解決儲蓄規劃問題，只有 20% 的勞工認為他的退休金準備充足，甚至有 30% 的勞工表示他們沒有為退休儲蓄任何退休金。

- **自制力(Bounded Self-Control)**

為退休金儲蓄是一個長遠的工作，需要參與者持續不斷累積退休金額度。Thaler and Shefrin(1981)提出 bounded self-control，參與者都了解退休儲蓄的重要性，卻很少人能主動儲蓄。

- **過度折現(Hyperbolic Discounting)**

人們面臨長遠計畫的時候，會把過度放大當前的效用，將未來的效用低估了。這導致參與者會在今天過度消費，儲蓄減少。此現象可視為 Bounded Self-Control 的起因。Choi et. al.(2001)調查 10000 名勞工，發現 68% 認為他們退休儲蓄額度不足；Clarks et. al. 也有類似調查，退休金參與者知道自己儲蓄不足。所以為退休做準備，不是認知上的問題而是參與者時常意志力不夠堅定，無法持續儲蓄。

- **框架效應**

理性投資人對於相同問題的敘述會有一樣的判斷，但是一般投資人卻會對不同的敘述方式產生不同的行為反應。401(k)在成立初期，給予參與者主動選擇權利，可以選擇加入 401(k)，並且挑選提撥比率，預設選擇為提撥率零。一般人就會選擇儲蓄為零。401(k)之後設計主動提撥制，提撥率為雇主設定。Madrian and Shea (2001)研究一家公司在引入自動提撥制後，參與率從 37% 增加至 86%，顯示參與者對於儲蓄的偏好其實不明顯，而是問題的敘述影響人們偏好。

## 第2項 退休金體制設計

面對參與者的儲蓄行為，確定提撥制退休金引進自動提撥制度。臺灣勞退新制就是雇主先把雇員所得提撥 6% 進個人帳戶，其餘部分才交給雇員。如此一來可以降低參與者不願儲蓄的行為。提供參與者的相對提撥擁有稅負優惠，可降低儲蓄率不足的機會。

## 第3節 投資策略

確定提撥退休金參與者必須自行承受投資風險，對自己的投資組合做出決策。目前 Modern Portfolio Theory 是投資人在分析投資組合的模型，在理性假設下，投資人對於自身風險承受度、要求報酬率、金融市場現況，能組合出最佳投資組合，並且此投資組合是落在效率前緣上。Modern Portfolio Theory 同時也假設，投資人面對投資風險，有足夠能力藉由多角化分散風險。

行為財務學在研究參與者投資決策時，其根本的問題為：「參與者到底有多了解平均數-變異數投資組合模型，並且可以建構自己的效率前緣？按著此效率前緣組合最適投資組合？」Polkovnichenko(2003)研究美國家計單位，在投資組合上的選擇，發現只投資在股票的參與者，所持有股票種類過少，不符合 Modern Portfolio Theory 中，投資人會多角化分散風險的假設。Mitchell and Utkus (2003)研究發現，401(k)的參與者，超過 1 千 1 百萬人其投資組合中，有 20% 的投資比例是雇主公司的股票，5 百萬人該比例甚至超過 60%。各種實證研究顯示，退休金參與者的投資行為時常偏離理性。

## 第1項 參與者的投資行為

- Choice And Information Overload

理想中，自行選擇投資平台必須提供多元化的投資商品，並且越有彈性越好，對投資人的限制是越少越好。在一般人想法裡，一個自行選擇投資平

台若是能提供參與者越多投資商品，參與者越能建構有效率的投資組合，也可以吸引參與者主動積極管理，提高參與率。行為財務學者卻提出，若是自行選擇投資平台所提供之商品種類過多，會導致參與者選擇預設基金，或者導致參與率下滑。Iyengar, Jiang and Huberman (2003)研究 401(k)投資選擇與參與率的關係，研究結果指出，當投資選擇只有 2 個，參與率達 75%。反之，當投資選擇多達 60 種時，參與率卻下滑至 60%。Vanguard(2003)利用本身資料庫研究，顯示美國 401(k)每增加 10 個投資選擇，參與率下滑 2%。Agnew (2003)研究參與者本身金融知識與投資選擇多寡的關係，發現就算是金融知識豐富的參與者，隨著投資選擇增加，挑選預設基金的比例提高。

- 偏好不定性(Unstable and Undefined Preference)

參與者若是遵循平均數-變異數投資組合模型，對於他所選擇的投資組合會有信心。但是許多研究顯示，參與者對於自身的偏好並不堅定。Benartzi and Thaler(2002)設計一個實驗，給與參與者兩個選擇：一是持續投資自己選擇的投資組合，二是統計所有退休金計劃參與者的投資組合，並給予參與者選擇投資組合分配的中位數的機會。發現每 10 位受試者，有 8 位會改變投資組合，傾向選擇投資組合分配的中位數。研究也顯示，參與者對於退休金計劃的平均投資組合也感到滿意，與自身原本的投資組合相比，並沒有顯著偏好。參與者對於自己的偏好沒有堅定立場，隱含他不熟悉投資決策，對於投資商品也不全然了解。

- 啟發式決策過程(Heuristic Decision-Making)

參與者每天都接受到許多資訊，他們必須處理這些資訊，並且轉換成理性的結果。參與確定提撥制退休金，在投資組合的選擇上，每一位參與者都會遇到以下問題：

1. 要投資在預設基金還是其他基金嗎？
2. 我的投資組合，要有多少檔基金組成呢？
3. 確定了投資多少檔基金，那分別是哪幾檔呢？
4. 每檔基金的投資比重各佔多少？

研究顯示，參與者時常會走捷徑，Benartzi and Thaler (2001)發現參與者會有「 $1/n$  投資策略」，就是面對一個自行選擇投資平台，若是提供  $n$  個投資商品，參與者就把退休金分成  $n$  分，每一個商品都投資，也就是投資組合中，單一商品投資比例都是  $1/n$ 。如此的投資決策與參與者的風險、報酬沒有絕對的關係。

Benartzi and Thaler (2002)隔年又針對 Heuristic Decision-Making 做了一項研究。投資選擇從 A(低風險)到 D(高風險)，第一個平台提供 ABC 三種選擇，第二個平台提供 BC 兩種選擇，第三個平台提供 BCD 三種選擇，其中 BC 是在三個平台都有提供。比較受試者對於 BC 兩種選擇的偏好，發現在第一個平台有 29% 偏好 C，在第二個平台 39% 偏好 C，第三個平台 54% 偏好 C。C 在不同平台，對於參與者來說有不同風險含量，在第一平台是風險最高的選擇，在第三平台卻是中等風險選擇。此結果顯示，參與者會避免挑選極端的投資選擇，會選擇比較中庸的選擇。但是這也顯示，參與者對於自身風險偏好不明確，對於投資決策就單純挑選風險含量中等的選擇。

- 框架效應

框架效應不只影響參與者的儲蓄決策，也影響其投資決策。一個自行選擇投資平台的設計，提供投資商品的多寡，都影響投資決策。參與者在做決策時會憑藉經驗法則，與決定投資組合完全無關的資訊也會被運用。

自行選擇投資平台所提供的資訊也會影響參與者的投資決策，Benartzi and Thaler (1999)提供受試者已過 1 年美國股市績效表現紀錄，另一組給予已過 30 年的股市績效表現紀錄。結果顯示，第一組的受試者有 63% 選擇股票，第二組則是高達 81%。表示參與者的決策受到資料期間長短的影響，而不單純只是股票市場提供的風險與報酬決定投資比例。

Benartzi and Thaler (2001)研究美國 170 個 401(k)退休金體制，運用實驗來測試自行選擇投資平台的設計對投資決策的影響。他們將受試者分為三組，第一組給予股票型基金與債券型基金，第二組給予股票型基金與平衡型基金，第三組給予平衡型基金與債券型基金，受試者必須建構自己的投資組合。實驗結果，第一組會有 54% 投資在股票型基金，第二組在給予兩檔股票型導向基金，會有 73% 投資在股票型基金。兩位學者之後利用 5 種基金，做了同樣實驗，發現投資商品的設計影響參與者的資產配置極大。若是平台提供多數股票型基金，參與者偏向投資股票。提供多數固定收益型基金，參與者就會偏向固定收益資產的配置。

- 決策拖延(Inertia and Procrastination)

Inertia(什麼事都不做)與 Procrastination(明天再做決定吧)，這兩種投資人行對於主動管理有負面影響。參與者在面對複雜的決策時，每一個決策都包含成本：資訊成本、基金費用等，參與者過度重視這些短期成本，他們忽略未來的長期利益，時常無法當機立斷，做出最佳選擇。

Mitchell and Utkus(2003)利用 Vanguard 基金公司所提供之 2 百 3 萬名參與者資料，研究 Inertia and Procrastination 對於退休金體制的參與率、自動提撥與投資決策。研究結果發現，只有 10% 的參與者會主動重分配他們的投資組合。此外，他們將研究時間切為兩段，分別為 1999 年加入退休基金的參與者，這些參與者會經歷 2000 年的高科技泡沫，股市的崩盤。另一組參與者則是從 2003 年參與退休金體系，美國股市剛從熊市甦醒。觀察這兩組受試者在資產配置上的差異。第一組結果顯示，1999 年適逢股市牛市，投資股票比例為 70%。第二組結果顯示，投資股票比例為 48%。他們認為這兩組參與者的風險偏好差異不大，但是 1999 年的參與者對於 2000 年的高科技泡沫沒有這麼大的反應，沒有重分配他們的投資組合。

Tapia and Yermo(2007)提到瑞典在 2000 年開放自行選擇投資平台後，有 67% 的參與者主動管理。但此現象逐年下滑，投資人選擇預設基金。Engström and Westerberg (2003)認為瑞典在資訊揭露、媒體宣導與教育訓練有關，讓參

與者對自行選擇投資平台有相當的認識。而主動管理的行為消失，則是新一代的參與者為年輕勞動力，對於退休理財，他們認為這不是當務之急，而且他們沒有足夠的資訊且認為投資在其他標的成本過高。導致在投資決策上，無法做出最佳資產配置。

- 過度自信

先前許多的投資行為都是因為退休金參與者，擁有資訊不足，對退休商品不夠了解，或是對於本身退休需求不清楚，導致無法做出理性決策。然而過度自信則是完全相反，參與者高估自身的能力、所收集的資訊。在做判斷時，憑藉的是自身的猜測。參與者會有過度自信的原因來自兩個錯覺：資訊錯覺與控制錯覺。資訊錯覺就是參與者收集大量資訊後，自認為他已經將所有資訊正確判讀，能夠在決策上運用。控制錯覺就是參與者自認為可以控制一些不確定因素。

行為財務學上對過度自信有許多研究，從專業基金經理人到一般投資人，國內外文獻相當多。過度自信會導致參與者產生交易頻繁、過度依賴短期資訊、錯置效果等。本段除了探討國外研究過度自信之成果，也從國內文獻發現交易頻繁與投資報酬的關係。相關研究將可以協助勞退新制自行選擇投資平台在設計轉換機制時，可以找出適當的轉換次數。

Barber and Odean (2000)對過度自信提出完整的探討，他提出兩個衝突的假說：

1. 在理性預期假設下，投資人進行投資，是因為邊際效益大於或等於邊際成本。
2. 投資人的過度自信導致交易量頻繁，損害投資報酬。

資料樣本來自 1991 年至 1996 年 6 萬個投資人的交易資料，研究結果支持假說二，投資人有過度自信行為。投資頻繁的投資人，投資報酬率為 11.4%，同時期股票市場報酬為 17.9%，投資不頻繁的投資人，投資報酬為 18.5%。其中男性投資人又比女性投資人有頻繁交易的趨勢，交易的手續費影響投資報酬。

De Bondt (1998) 則是研究投資人的選股能力，投資人對於自己的選股能力過度自信，認為自己選的股票可以擊敗大盤，也不採取避險措施，低估市場給予投資組合的影響。Goetzmann and Kumar(2001)發現投資人的確擁有多支股票，也嘗試進行多角化避險。但是投資人不是持有相關性低的產業，反而持有許多同產業的股票。

陳虹霖(2001)從國內大型投信公司取得 13,377 位共同基金投資人交易歷史資料，利用 Barber and Odean (2000)的模型，研究臺灣共同基金投資人過度自信的行為。利用基金週轉率，來決定共同基金投資人是否過於交易頻繁。投資績效表現利用年報酬率、超額報酬，觀察高週轉率的共同基金投資人的報酬率是否較差。再分析單筆基金交易資料，將定期定額的交易資料單獨分析。結果發現在臺灣低週轉率的共同基金投資人的確擁有最好的報酬率，但是高週轉率共同基金投資人所擁有的投資報酬率不是最差的。低週轉率代表共同基金投資人以長期持有基金為投資策略；定期定額投資會提高週轉率，而樣本中，高週轉率的共同基金投資人擁有不錯的報酬，起因是正確的投資策略，也就是定期定額投資與長期持有。

## 第 2 項 退休金體制設計

Inertia and Procrastination 對於退休金體制影響深遠，不只是投資決策，參與者對於儲蓄決策也時常游移不定，無法立即做出最佳判斷。因此在退休金體制設計上，許多規畫都是針對此投資行為做出適度調整。良好的預設基金可以使參與者在加入退休金體制後，主動將退休金投資於預設基金自行選擇。人生週期基金作為預設基金，使參與者免除主動管理的難題。Heuristic Decision-Making 對於投資決策未必全是負面影響，若是預設基金設計妥當，參與者直接選擇預設基金，可以降低其他投資人行為，為參與者創造更好的投資報酬。

目前臺灣勞退新制自行選擇投資平台上的投資商品設計，4 檔共同基金將以投資組合的形式呈現。經政府許可的優良民營機構所提供的同類型基金商品會組成一個投資組合，可以降低 Choice and Information Overload 的影響，參與者在挑選基金所付出的成本也不會太高。所以未來勞退新制自行選擇投資平台上總共的民營投資商品就是六種。

聯邦節約儲蓄計畫(TSP)也是提供參與者 6 種商品選擇，但是在轉換次數上，聯邦節約儲蓄計畫參與者每月前兩次轉換為無限制轉換，第三次以後強制轉換至 G Fund。根據針對國內共同基金投資人行為研究，發現過度自信行為並不明顯，共同基金投資人也了解基金是需要長期持有或定期定額投資為最佳投資策略，因此我們可以不用太過擔心參與者基金週轉率過高的現象。以目前金融市場的高波動性，臺灣勞退新制自行選擇投資平台提供一季兩次轉換機會可以適時提供參與者避險的空間。未來勞退新制自行選擇投資平台結合民間金融機構，在參與者希望轉換投資標的，可以與民間金融機構理財顧問尋求財務規劃諮詢與相關幫助。

## 第 4 節 清償決策

退休金清償期注重投資報酬率，極小化投資風險，並妥善規畫各期消費額度。參與者退休後，將從個人帳戶拿回所有退休金總額，退休生活的健康狀況、長壽風險與通膨風險，都會使參與者的退休金消耗過快。協助參與者在退休後有良好的財務規劃，也是退休金體制的效用。本節將討論參與者在退休後所面臨的風險，退休金體制該如何設計以協助避險，與年金商品在清償期的運用。

### 第 1 項 長壽風險

沒有人能預期還有多少年歲，在醫療技術日新月異，人們越活越長。在各期未合理分配消費的情況下，會面臨退休金消耗過快的困境。參與者對於

退休生活需求過度自信，認為可以依靠些微退休金資產就足以度過退休生活，卻時常在退休後數月間就將退休金消耗殆盡。年金保險可以降低長壽風險，保險人將定期給付固定額度的年金直到被保險人死亡為止。勞退新制自行選擇投資平台已經規劃兩個年金保險，可供參與者在累積期進行購買。勞退新制在參與者退休時有提供月退金，按月給付可適度降低長壽風險影響。勞退新制可以設計在退休時，參與者將個人帳戶總額之退休金去購買年金保險，確保退休生活無虞。

國外研究也支持年金保險可以有效降低長壽風險，Panis(2003)調查發現退休金參與者持有年金保險可以提供更高的效用。然而在世界各國已開發國家的退休金參與者，購買年金保險的比例減少。Brown et al.(2001)以美國為例，1999 年參與者在退休時卻很少將退休金總額年金化，四分之三的公司退休金提供一次性給付，而不是轉為年金保險。

退休金年金化的比例降低主因是參與者錯估期望餘命，低估了退休金消耗速度。大都會人壽在 2003 年所做的研究報告顯示，參與者已滿 65 歲屆退休時，有三分之一的人反映他們低估了餘命。此外，參與者都有為後代留遺產的心態，並且預期未來有大筆醫療需求，所以希望能夠以一次給付清償退休金，讓參與者擁有退休金自由的運用權利。

參與者損失趨避的心態，降低他們對年金的需求，他們擔心活得太短，死得太早。參與者會把年金未來所帶來效用大幅折現，這也是不願退休金年金化的原因，他們認為將退休金資產全部投入年金保險帶來太大的風險。近年來，保險業者改革年金保險，結合人壽保險、長期看護、殘障補貼，提高年金保險需求。

對於年金保險不熟悉也是參與者不願購買年金保險的主因，Warner and Pletter(2001)研究美國國防部退休人員的年金化狀況。儘管年金提供參與者 17.5% 到 19.8% 的內部投資報酬率，遠高於美國公債利率 7%。一般預期年金

化比例很高，但是大多數參與者仍然選擇一次性給付。從經濟價值來說，美國國防部雇員總共損失 17 億美元。

## 第 2 項 通膨與資本市場風險

退休期間的投資報酬與通膨風險，是退休金參與者必須面對的難題。穩定的投資報酬率可以規避通膨風險，然而退休人員對於投資不夠熟悉，退休金資產蒙受損失。透過年金保險提供參與者固定投資報酬率，可以規避投資風險。也有依據通貨膨脹率規劃的年金保險商品，每年支付金額隨通膨調整，可以部分規避通膨風險。

## 第 3 項 臺灣年金保險市場與勞退新制上的運用

王儼玲(2000)研究臺灣年金保險市場發展，民國 81 年確立年金保險法制，但是當時對於年金給付期間解約及保單借款為加以限制，衍生出逆選擇問題。直到民國 86 年財政部對相關條款作出明確規定後，臺灣年金市場逐步成長。根據一份 1997 年研究報告指出，購買者消費年金的最大動機就是擁有稅負優惠，邊際稅率增加 1%，人們購買年金量增加 4.3%。目前我國購買年金保險稅負優惠如下：

- 依所得稅法第 17 條，保險費：納稅義務人、配偶或受扶養直系親屬之人身保險、勞工保險、國民年金保險及軍、公、教保險之保險費，每人每年扣除數額以不超過 24,000 元為限，但全民健康保險之保險費不受金額限制。
- 年金給付也有稅負優惠，根據所得稅法第四條，人身保險、勞工保險及軍、公、教保險之保險給付為免稅所得，而年金保險給付屬於此類。
- 遺產稅方面，依保險法 135 條之 3，與遺產與贈與稅法第 16 條，年金給付免繳遺產稅。

臺灣勞退新制自行選擇投資平台提供年金保險供參與者選擇，年金保險可提高參與者退休後所得替代率。曾真育(2005)以模擬法分析年金彌補所得替代率之不足，分為基本所得替代率與理想所得替代率分別為 50%和 80%。研究結果發現定額年金保險支付金額確定，可確保日後生活無虞，可支應個人基本所得替代率不足。變額年金是未來投資報酬率高低決定支付金額，保費相較定額年金便宜，給予投資人機會以小博大，支應理想所得替代率不足額。在其他條件相同下，越早開始提撥，越晚退休，都可使時間複利效果驚人，折現每月年金保險費越便宜。

為了提供臺灣年金保險市場更大的發展空間，臺灣金融法規上必須做出調整，王儼玲(2000)提出：

- 解除保險業者投資限制，目前僅限投資於有價證券、不動產、海外投資、放款與辦理經主關機關核准之專案運用和公共投資。變額年金保險商品需要高報酬率，需要開放的投資環境。
- 稅負優惠刺激年金保險商品購買意願，目前所得稅規定 24,000 元扣除額，必須分攤勞、農、公保與各式保險，扣除額不夠高。提高扣除額，或是為年金保險商品專門設計扣除額是改革方向。
- 政府提供優良的固定收益商品，以利於保險公司在資產負債上的管理。保險公司可做長期擔保貸款，或是不動產抵押貸款證券，降低經營年金保險的利息風險。
- 鼓勵退休金體制採取團保年金方式，公保、勞保也都可以引年金保險，在參與者退休時團保即期年金。勞退新制自行選擇投資平台則採行躉繳型年金保險。

## 第6章 相關配套措施

### 第1節 完善的金融機構與商品評價

勞退新制自行選擇投資平台勢必與民間金融機構合作，民間金融機構的經營效率將優化整體退休金規劃。政府公家機關必須慎選合作金融機構，合格的金融機構須擁有體質健全、績效優異的資產管理機構，最好擁有完整的架構：包括證券投資、信託業務、保險業者。評選資格除了已過的績效表現，在風險控管、受雇人員道德規範與相關退休金規劃訓練，都要符合要求。民間金融機構也會提供預製型專屬基金商品上架，政府首先必須規劃各型共同基金的風險額度與目標資產組合，金融機構再依規範提出各型共同基金商品。政府可以鼓勵民間金融機構在設計預製型專屬共同基金時，可以多利用被動管理指數型基金，降低基金管理費用的支出。在人生週期基金，政府必須針對臺灣勞動市場結構，設計完善的資產組合轉換時間表，再交由民間金融機構組合之，作為自行選擇投資平台的預設基金。

遴選優秀基金經理人，必須符合謹慎投資者原則（Prudent Person Rule）。在委託成為自行選擇投資平台的預製型專屬基金經理人後，按時接受政府相關單位審核，審核標準除了一般投資績效表現，也須考量整體投資目標是否符合該基金之類型，沒有使參與者暴露在過高的風險環境下。對於基金經理人的投資策略也需要定期檢視，合理的投資策略須包含：穩健的投資組合、有紀律的交易策略、完善的風險控管機制。

## 第2節 信託管理機制

林冠成(2005)指出，目前商業信託運用於台灣退休金市場在於：

- 員工持股信託：

勞工退休金條例排除員工持股機制，但是許多金融控股公司為防止員工離職率過高，人力資本累積不易。在個人退休金帳戶以外，成立員工持股信託，鼓勵員工購買企業股票，增加勞工忠誠度。

- 員工福利儲蓄信託：

勞工所委託的信託機構，將每月勞工薪資依固定比例所提撥基金，與雇主之獎勵金，投資於有價證券。勞工於退休時，依持股信託基金比例，獲得現金回饋。

勞退新制未來開放自行選擇投資平台，信託機制不能再拘泥於全權委託投資契約，需要更多元化的運用商業信託體系。民間金融機構已負責雇主與雇員間薪資匯款、轉帳與代繳服務，未來成立個人退休基金投資帳戶，也可交由金融機構信託部負責。委託同一金融機構擔任受託者，可以使參與者更清楚自己的薪資給付、退休金累積與退休基金投資決策，也降低多重帳戶的問題。民間金融機構擔當信託受託者，可以監控參與者的投資組合風險，若是曝險部位高於參與者的風險偏好，能夠適時通知並且協助調整投資組合配置。

## 第3節 資訊揭露

美國聯邦節約儲蓄計畫每季提供參與者個人退休金帳戶報表，勞退新制也需要更透明的資訊揭露。目前每位參與者可以藉由網路、電話語音、自然人憑證方式查詢退休金之餘額，也可至各地勞保局辦事處查詢。在未來開放自行選擇投資平台，所有帳戶的管理仍是交由政府統一管理。建議政府可以效仿美國聯邦節約儲蓄計畫，按時提供個人帳戶現況，讓參與者更了解自身的退休金準備，若是有發現準備不足，也可以更早作出改善。

## 第4節 開發網路平台

目前各家民營金融機構都擁有網路銀行或是 e 化服務，未來承辦退休基金信託業務後，可以結合網路雲端業者，整合網路銀行與退休基金資產管理服務，提供參與者更便捷的管理方式。

## 第5節 投資理財教育訓練

Bell(2009)研究報告，針對美國軍人，提供相關金融知識與教育訓練後，發現受訓過的軍人在財務規劃、投資選擇與退休準備，表現都比未受訓的軍人優異，並且可以有效降低負面的投資人行為。自行選擇投資平台也可能使參與者因錯誤的投資決策損失退休金總額，為避免參與者決策錯誤，臺灣政府應給予參與者正確的財金觀念。未來公民營共存體制下，政府應擔當教育訓練者，而金融機構可以擔任投資建議者。正式開放自行選擇投資平台前，資訊要明確迅速傳達給參與者，也讓他們了解退休投資規劃的重要性，參與者能在金融機構協助下，確認自身的退休需求、風險偏好與相對的投資報酬率，能協助參與者架構良好的投資組合。教育訓練是需要長期努力，確立參與者正確觀念。

## 第7章 結論

各國確定提撥制退休金提供參與者自行選擇投資標的已經是趨勢，臺灣勞退新制自行選擇投資平台的開放，可以使參與者就自己的風險偏好與期望報酬率，挑選適當投資組合。自行選擇投資平台將提供公民營商品，保存政府投資管理的保證收益基金，開放良好的民間金融機構提供4檔共同基金，2檔年金保險商品。其中共同基金為專特為自行選擇投資平台設計的專屬基金，不在公開市場交易。各金融機構所提供之類型的共同基金，會形成一個投資組合，降低參與者選擇上的成本。

美國聯邦節約儲蓄計畫提供參與者6檔指數型基金，與勞退新制自行選擇投資平台規劃相符。參考聯邦節約儲蓄計畫，被動操作的指數基金，降低基金管理費用，從節省成本的概念出發，提升參與者投資報酬率。勞退新制的共同基金可以藉著參與者人數眾多產生經濟規模與議價能力，讓參與者享受低費用的投資益處。

整體勞退新制自行選擇投資平台也要考慮投資人行為的影響，目前由雇主每月提撥月薪6%，雇員可自願提撥，這種自動提撥制度可以降低參與者對退休金儲蓄不足的風險。生命週期基金作為預設基金，隨著參與者越接近退休年齡，投資組合中高風險產品比例越低，讓不了解投資決策的參與者能夠享受基金投資的利得。勞退新制退休金在退休時可採取按月給付模式，若市參與者願意購買年金保險，就有更好規避通膨風險的方式，確保退休生活需求。為提高參與者購買年金意願，政府必須針對法規與投資限加以放寬，提供保險業者優良投資商品。

政府要與民間企業合作推廣退休金理財概念，加強民眾財金知識。政府必須藉由媒體宣導，資訊揭露，定期公開自行選擇投資平台各檔基金績效，每季告知各參與者退休金帳戶餘額與上一季度投資報酬表現，持續教育參與者重視退休理財規劃。

## 參考文獻

1. 行政院研究發展基金會，我國退休金管理制度之研究
2. 王儼玲(2009)，“勞工退休金制度開放自行選擇投資標的建議平台白皮書”，*退休基金年刊*
3. 王儼玲(2000)，“退休金財務規劃與年金保險”，*退休金季刊*，1(2)，9-28
4. 陳虹霖(2001)，“國內共同基金投資人過度自信行為之研究”，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文
5. 曾真育(2004)，“勞工退休金制度與年金保險所得替代率之研究”，國立中央大學財務金融學系碩士班碩士論文
6. 林冠成(2005)，“勞退新制實務運作及未來發展方向之建議”，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文
7. “Manage your account”, 2010, Thrift Saving Plan
8. Andre Laboul(2010), “Pension market in focus”, OECD publication
9. Andre Laboul(2011), “Pension market in focus”, OECD publication
10. Barber, B. and T. Odean (2000), “Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors”, *The Journal of Finance*, 2, 773-806.
11. Bernartzi, S. and R. Thaler (1999), “Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments”, *Management Science*, Vol. 45, No. 3, pp. 364–38.
12. Benartzi, S. and R. Thaler (2001), “Naive Diversification Strategies in Retirement Saving Plans”, *American Economic Review*, March 91(1): 79-98.
13. Benartzi, S. and R. Thaler (2002), "How Much Is Investor Autonomy Worth?", *Journal of Finance* (57) 4:1593-1616.
14. C.Bell(2009), “Financial education – Does It work and how do we know?”
15. Choi, James, David Laibson, Brigitte Madrian and Andrew Metrick. 2001a. “Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance.” NBER Working Paper
16. De Bondt, Werner (1998) “A Portrait of the Individual Investor.” *European Economic Review* 42: 831-844.

17. Goetzmann, William N. and Alok Kumar. 2001. "Equity Portfolio Diversification." NBER Working Papers 8686.
18. Madrian, Brigitte C. and Dennis F. Shea. 2001. "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior." *Quarterly Journal of Economics*.
19. Olivia S. Mitchell and Stephen P. Utkus(2003), "Lesson from behavioral finance for retirement plan design", *Pension Research Council Working Paper*
20. Panis, Stan. This volume. "Annuities and Retirement Satisfaction"
21. Polkovnichenko, Valery (2003) "Household Portfolio Diversification." *Working paper*
22. Tapia, W. and J. Yermo (2007), "Implications of behavioural economics for mandatory individual account pension systems", *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 11, OECD Publishing.
23. Thaler Richard and H.M. Shefrin (1981) "An Economic Theory of Self-Control." *Journal of Political Economy* 89: 392-406.

