

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2015.02.011

智利企业年金投资运营模式及对中国的借鉴

丁怡

(武汉大学 社会保障研究中心,湖北 武汉 430072)

摘要:智利政府于1981年率先推行的完全积累制企业年金筹资模式是社会保障制度的重大创新,其企业年金的投资运作比较成功。智利对企业年金采取的定量监管模式与我国目前企业年金监管模式的选择一致,通过分析智利企业年金的投资运营模式,对尚处于起步阶段的我国企业年金的发展有较强的借鉴意义。

关键词:智利;企业年金;投资运营模式

中图分类号:F841.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2015)02-0065-06

为了应对人口老龄化及其带来的财政支付危机,我国建立起以基本养老保险、企业年金和个人商业保险为三个支柱的多重养老保险体系。其中,企业年金是我国养老保障体系改革的重点之一。企业年金是完全积累在员工个人账户中的,在员工在岗期间不断积累的基金。截至到2013年末,我国企业年金实际运作资产金额已达到5784亿元,^[1]这笔庞大的资产需要通过投资运营实现保值增值,而我国目前的企业年金运营管理中存在许多问题,严重制约了企业年金的发展。智利政府于1981年率先推行的完全积累型企业年金筹资模式是社会保障制度的重大创新,其对企业年金采取的定量监管模式与我国目前企业年金监管模式的选择一致。因此有必要借鉴智利企业年金管理的成功经验,探讨我国企业年金的投资运营。

一、智利企业年金制度概述

智利的社会保障制度经历了从现收现付制到完全积累制的改革过程,1981年养老金私有化改革以前,智利实行的是现收现付制的传统养老制度。现收现付制下,养老金收入主要来源于个人缴费、基金投资收入以及政府补贴,1975—1980年改革前的6年里,退休金支出中的约40%都来自于政府的财政补贴。^[2]随着人口老龄化的加剧,政府财政负担

加重,1955—1979年间,智利的老年人口实际赡养率从12.2:1下降为2.5:1,也就是说参保者的缴费负担在25年间上升了4倍多。而且旧制度下的养老金体系容易受到政治因素的干扰,不同的养老金计划在养老金给付资格以及给付标准上有很大的差异,导致了收入分配不公正等问题。同时旧制度的管理体制非常低效,种种因素迫使智利政府对旧的社保体制进行改革。1980年11月4日,养老金制度改革法案予以公布,改革废除了旧的现收现付制,引入个人账户。新制度于1981年5月正式实施,其主要内容有:

引入完全积累制(DC型)的社保制度,将养老金个人账户引入国家养老金计划,个人账户全部由雇员缴费,缴费金额为雇员工资的10%。雇员在10%的基础上还可以自愿多缴费,并享受税收优惠。另外,雇员若选择从旧制度转移到新制度,退休时还可以转入一笔可兑现成资金的认购债券。^①

成立私营养老基金管理公司(AFPs)。AFPs实行市场化运营,负责收集雇员的缴费,管理基金账户的投资运作。雇员可以自由选择任意一家AFP,退休时按计划领取养老金。AFPs管理的养老金资产由专门的托管银行保管。另外,政府对AFPs的投资回报率有强制性要求,每家AFP都要建立储备金制度,储

收稿日期:2015-02-16

作者简介:丁怡(1989-),女,回族,重庆人,武汉大学社会保障研究中心博士研究生,主要从事公共经济政策研究。

备金与其管理的养老金一起投资。

成立养老基金监管局(SAFP),它是养老基金管理公司的监督机构。政府规定了最低养老金标准,对于缴费期满,但因各种原因达不到最低养老金领取标准的参保成员,政府将补足其账户余额。另外,最低养老金按通货膨胀指数定期调整。

二、智利企业年金投资运营模式及监管政策

智利企业年金实行完全市场化的投资运营模式,由 AFPs 负责基金的整个投资过程,SAFP 对 AFPs 的投资活动进行监管。政府对企业年金的投资工具及数量限制有明确规定,并采取了一系列措施防范基金的投资风险。

(一)智利企业年金投资运营模式

AFPs 和 SAFP 是智利企业年金投资运营的主要管理机构,这两大机构分工明确、各司其职,保证了整个投资管理过程的顺利进行。

1. AFPs 公司负责养老基金的投资管理过程

智利企业年金的投资管理可以分为缴费、投资、给付三个阶段,在整个过程中,养老基金管理公司充当的是一个中介的角色,它的目标是在一定的政策监管之下,尽可能实现养老金收益的最大化。

在养老金缴费阶段,雇员选择 AFPs,将养老金委托给他们进行投资管理,AFPs 提供账户资金的管理和投资服务,作为回报,它会向参保者收取一定比例的管理费用,来弥补运营成本和获取一定的利润。雇员根据每家 AFP 的投资业绩选择加入,因此养老基金管理公司之间会形成竞争,而这种竞争反过来会促使他们努力降低公司的费用支出,提高基金收益,并为参保成员尽可能提供高质量的服务,以增强公司的吸引力。

在养老金投资阶段,AFPs 的投资经理负责制定养老金的投资策略,包括选择哪些投资工具,以及投资工具的数量组合等。起初,每一家 AFP 只设立一个投资基金,参保成员没有其它选择。从 1999 年开始,可以设立两个投资基金,其中一个基金为固定收益类基金,只允许已经退休的或者在 10 年内退休的雇员参加,目的是保障他们退休金的安全性。该制度的实施效果并不好,选择固定收益类基金的参保成员比例非常低。从 2002 年 8 月开始,智利政府规定养老基金管理公司可以设立多支基金,每家 AFP 设立的投资基金扩展到五支,这五支基金的主要区别在于投资股票的份额不同。图 1 说明了

每只基金投资股票的份额限制:基金 A 为 40%~80%;基金 B 为 25%~60%;基金 C 为 15%~40%;基金 D 为 5%~20%;而基金 E 不能投资于股票。参保成员可根据自己不同的风险偏好在这五支基金中进行选择,多种基金制度提高了养老金投资的灵活性,能更好地实现养老金收益的最大化,同时也促进了 AFPs 之间的竞争。

在养老金给付阶段,参保成员有两种选择。一种是在 AFPs 按计划领取养老金,退休时享有 AFPs 管理的养老基金的剩余索取权;另一种是将账户余额转化为一份固定收入的年金,养老金资产转移给保险公司,参保成员仍享有养老基金的剩余索取权。

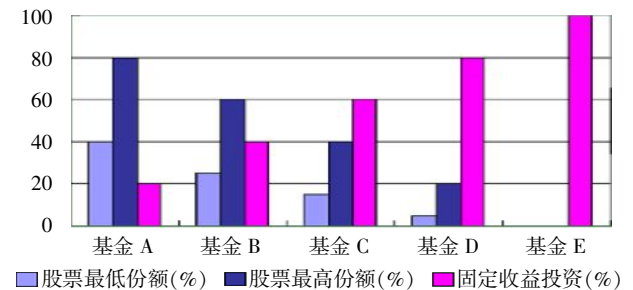


图 1 五只基金的投资组合限制(占基金总资产的比例)

资料来源: http://www.safp.cl/sist_previsional/index.html。

2. SAFP 负责对 AFPs 的监管

SAFP 隶属于劳动和社会保障部,是负责监控 AFPs 的专门机构,由六个职能部门以及两个管理委员会构成,其中福利与保险部、财务部和机构监控部直接负责监控 AFPs 的事务。SAFP 的主要职责有:批准 AFPs 的申请,并颁发经营许可证;监督 AFPs 的运作管理是否在法律允许的范围内;针对企业年金监管提出法律和规则上的改革建议;确保 AFPs 满足强制储备金和最低资本金的要求;对违反法律条例的 AFPs 征收罚款,或者强制性关停。

除了 SAFP,对企业年金的监管还涉及财政部、中央银行和风险评定委员会这三个政府部门。财政部主要监督养老基金的运营是否符合政策法规;中央银行主要负责制定养老金的具体投资政策(投资工具、范围、比例等);风险评定委员会主要负责对投资工具的风险评定。

(二)智利企业年金投资监管政策

智利企业年金的投资监管经历了从严格限量监管到适当放松的过程,投资工具从单一到多样化,投资范围从国内延伸到国外,政府还积极完善相关制度防范投资风险。

1. 投资工具及数量限制

智利企业年金的投资工具由中央银行和 SAFP 规定,目前可以投资的工具有:国库券、中央银行发行的政府债券、金融机构发行的债券(定期存款、信用证和抵押债券等),国有和私有公司发行的债券、可转换债券,房地产公司的股份、投资基金股份,国外的股票和债券等。另外,养老金还允许投资一些金融衍生产品以及国内外的贷款合同。

智利企业年金制度建立的最初五年,由于资本市场不完善,为保证基金的安全,只允许投资于固定收益类产品,不允许投资股票。政府还采取了分散化的投资策略,逐步提高抵押债券的比重,调低银行存款的比重。在 1983 年的经济危机中,得益于智利政府投资限额以及分散化的投资策略,期间养老基金并没有产生太大的损失。1985 年开始,智利政府引入多元化投资概念,允许养老金投资股票,可投资的股票必须经风险评定委员会审核批准,且要与公司签订股权分散化协议。股票投资的最高限额为养老基金资产的 30%,并且对单一公司的投资不能超过基金资产的 5%,也不能超过公司股权的 5%。^[1]1990 年开始,养老金允许投资于国外金融工具,最初只能投资于几个发达国家政府、银行发行的固定收益类产品。从 1994 年开始,资本市场改革法案颁布后,养老金才可以投资于国外股票。改革法案在以下几个方面对原来的养老金投资规定做出了修改:第一,允许增加新的投资工具,包括无需风险评定委员会审核批准的股票、未上市公司发行的股票、认购债券、可转换债券以及国外公司债券等;第二,允许养老金投资多元化,放宽养老金投资组合的限制;第三,规定了当 AFPs 管理养老基金存在目标冲突时应遵循的准则,进一步完善了养老基金的监管政策。1991—1998 年间,养老金投资于股票和公司债券的比例很大,相应地投资收益率也表现出较大的波动。2000 年后,股票投资有所下降,境外投资增加,养老金投资更加多元化,投资回报率也有所上升。

2. 投资工具的风险评级制度

20 世纪 80 年代,拉美国家爆发经济危机,许多公司和金融机构破产导致共同基金面临破产的风险。吸取此次经济危机的教训,拉美等采取定量限制监管模式的国家纷纷建立起风险评估机制,即在

法律对投资工具的选择和配置比例做出硬性限制的同时,还对具体的投资工具进行二次审核。1985 年,智利政府成立了风险评估委员会(RRC),其成员由中央银行、养老基金监管局、证监会等机构选取的代表组成。

不同的金融产品具有不同的评级方法,就股票来说,分为需由 RRC 批准的股票和无需 RRC 批准的股票。对需由 RRC 批准的股票,RRC 根据股票风险、公司的财务状况判断该公司股票是否可以成为养老金的投资对象。无需 RRC 批准的股票,养老金可以直接投资。就债券等固定收益类投资产品来说,RRC 按照偿付能力的差异,将债券的风险划分成 A、B、C、D、E 五个等级,养老基金允许投资的短期债券,其风险评级必须在 N-1 至 N-3 之内;而允许投资的长期债券,其风险级别必须在 AAA 至 BBB 之内。风险评级委员会还负责审批资产管理机构的基金投资计划,防止企业年金盲目追求高收益而过度投资高风险产品。

3. 投资国外证券的政策规定

投资国外证券市场是分散风险、提高养老金收益的一个重要方式,1999 年开始,智利政府允许养老金投资境外金融产品,并对投资工具、最高投资限额以及交易市场做了严格规定。

就投资工具来说,养老金可投资于国外公司发行的股票或债券、国外政府、中央银行发行的票据、商业票据或信用产品;国外共同基金和投资基金的股份;代表短期存款和指数化股份的证券;贷款合同等。

就投资限额来说,根据 2005 年的政策规定:养老基金总资产投资于国外金融资产的最高限额为 30%。每种国外金融投资产品也有最高投资限额:股票投资限额为养老基金总资产的 0.5%;共同基金和投资基金的限额为养老基金总资产的 1%;债券类限额为养老基金总资产的 5%乘以该类资产的平均风险因子。另外,如果养老基金通过国内的投资基金间接投资于国外金融资产,且持有的国外金融资产超过了 50%,那么这部分投资仍然需要遵守以上投资限定政策。

对于交易市场也有相应规定,国外金融资产的交易必须在二级市场进行,但投资于金融借贷工具、共同基金的股份或者贷款合同可不遵守此项规定。

4. 信息披露制度

个人账户养老金计划的推出使雇员有了许多自主选择的权利,可以自由选择加入某家养老基金管理公司,选择某种投资基金,还可以选择退休金的领取方式。但是这些选择需要建立在雇员充分掌握一定信息的基础之上,这就需要完善信息披露制度。智利的养老金监管法规和养老基金监管局对 AFPs 的信息披露行为主要有以下规定:

第一, AFPs 的宣传需要符合 SAFP 的监管法规。 AFPs 的宣传需要真实可靠,要向广大公众解释公司的组织结构和运营行为,SAFP 对每家 AFP 的宣传都会进行监督;第二, AFPs 需要向参保成员提供如下信息:(1)账户资金的总结性报告,该报告一年三次(2月、6月、10月)寄发给参保成员,内容包括账户余额、账户费用、前4个月资金的变化等情况;(2)个人账户资金的投资回报指数,该指数由 SAFP 每4个月公布一次,包括最低收入以及以 10、15、30 和 60UF^②为衡量单位的账户资金投资回报率,目的是为方便参保成员对各家养老基金管理公司提供的收益情况进行比较;(3)管理成本和佣金费用, AFPs 要向参保成员提供每月计算的管理成本报告和佣金收费报告;(4)信息宣传手册, AFPs 需要向参保成员提供养老金各方面的信息宣传手册,方便参保成员查阅。

5. 最低回报率和收益担保制度

智利政府对企业年金的投资回报率有硬性规定, AFPs 管理的基金收益率不能低于该类基金市场平均收益率的 2 个百分点,或者当期市场平均回报率的 50%。如果 AFPs 的投资回报率超过了行业平均回报率的 50% 以上,法律规定超出的部分要作为“盈余储备金”存储起来。除此之外,法律规定每家养老基金管理公司都要建立储备金制度,公司需从自有资金中划拨一部分资金作为储备金,这部分资金一般为公司管理的养老基金总资产的 1%,储备金与管理的养老金一起投资。当公司的投资回报率达不到规定的最低投资回报率要求时,先由储备金弥补亏损,若仍然不够,则由政府财政补贴,并对 AFPs 进行清算。

三、我国企业年金投资监管现状及问题

我国企业年金制度建立较晚,企业年金基金的投资管理还很不完善,在投资监管方面主要存在以下问题:

(一)企业年金投资监管法律政策缺乏系统性

我国企业年金法律制度的建立始于 20 世纪 90 年代。1991 年国务院颁布的《关于企业职工养老保险制度改革的决定》,以及 1995 年颁布的《国务院关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》、《关于建立企业补充养老保险制度的意见》构建了企业年金投资管理的雏形,这三项决定对企业年金的设立、缴费、投资以及给付都有所涉及,但缺乏具体的操作细则,对企业年金的监管更是过于宽泛。随后 2003 年 12 月颁布了《企业年金试行办法》,2004 年 4 月又颁布了《企业年金基金管理试行办法》,两办法与《证券法》、《证券投资基金法》、《税法》等法律一起构建了多家机构互相配合的监管框架。此外,还颁布了《企业年金基金管理运作流程》、《企业年金基金账户管理信息系统规范》、《企业年金基金证券投资登记结算业务指南》等法律细则。但这些都只是企业年金最基本的要求,有关企业年金投资监管的具体细则、税收优惠政策等还未出台。此外,现行规定只是停留在法规和部门规章层面,效力层次低,一旦这些规则与法律产生冲突,其执行效力将大打折扣。

(二)缺少细节性和灵活性的投资监管策略

由于我国的资本市场和金融中介机构发展不充分,法律制度不完善,现行企业年金的监管更倾向于定量限制监管模式。这种模式类似于智利的企业年金监管模式,但与严格定量监管又有一定差距。第一,监管规则过于模糊,监管领域存在真空。《企业年金基金管理试行办法》第四十四条规定:“企业年金基金投资管理应当遵循谨慎、分散风险的原则,充分考虑企业年金基金财产的安全性和流动性,实行专业化管理”。这一规定缺少对基金投资组合多样化的要求,也没有对投资情况、收益回报建立信息披露制度。而智利的规定几乎对每个投资监管环节都有涉及。第二,在企业年金计划实施的过程中,由于监管机构设置的缺陷,监管效率低。我国企业年金的监管权集中在中央,地方没有独立的监管权,中央一级由两家或两家以上的机构进行协同监管。人力资源和社会保障部是主导机构,其下设的社会保障基金监督司行使具体的监管职能。还有国家财政局、税务局、证监会、银监会、保监会在各自职能范围内对企业年金的经营管理进行监督。虽然这样的机构设置安排体现了机构监管和功能

监管的结合,也比较符合中国的国情,但各监管机构的分工不明确,责任划分不清晰。随着企业年金资金规模的扩大,涉足企业年金市场的主体越来越多,对同一事件有可能出现监管空白或多重监管。另外,我国现有的监管模式在资产投资比例上太过保守,《企业年金基金管理试行办法》第四十七条规定,企业年金基金投资股票等权益类产品及投资性保险产品、股票基金的比例不高于基金净资产的30%。其中,投资股票的比例不高于基金净资产的20%,直到2011年才将股票的投资比例由20%上升到30%。权益类金融投资工具比例过低,将大大降低企业年金基金的投资收益。

四、智利企业年金投资运营模式对我国的启示

智利企业年金投资运营模式对构建我国企业年金投资监管体系有较强的借鉴意义。因此我国一方面要制定适应国情的投资范围和投资比例,并加强立法建设;另一方面要积极完善相关制度。

(一)完善企业年金监管立法

前文提及,目前我国规范企业年金投资运营的法律文件主要是《企业年金基金管理试行办法》,该法与《证券法》、《证券投资基金法》、《税法》等法律一起构成了多家机构互相配合的监管框架。此外,还颁布了《企业年金基金管理运作流程》、《企业年金基金证券投资登记结算业务指南》等一系列规范性文件。这些文件的共同特点是缺乏系统性、效力层级低,而且有明显的滞后性。因此,我国可以在适当的时候,即企业年金市场发展达到一定规模,且现行监管框架已经初步成熟的情况下,考虑制定一部专门的《企业年金法》,对企业年金基金的建立、投资运营、监管制度、退出制度以及风险补偿机制等方面进行统一的规定,为保护受益人的权利提供明确的法律依据。地方政府以及监管部门在制定企业年金监管的具体实施细则时,也必须以《企业年金法》为依据,不能制定与其内容相冲突的规定。这样,不同层级的监管通过国家的统一立法得到了统一。

(二)改革企业年金基金的投资政策

借鉴智利的投资经验,我国应制定适应国情的企业年金投资范围和投资比例。并且,随着经济的发展和资本市场的逐步完善,未来可逐渐实现企业年金监管模式的转变。

1. 制定适应国情的投资范围和投资比例

我国目前实行的是定量监管模式,这并不意味

着定量限制规则一直不变化。相反,具体的投资方向和投资比例应该与资本市场的发育程度、经济环境等情况相适应。因此,现行监管模式下,我国可借鉴智利的投资经验,每隔几年随着资本市场的完善以及经济的发展对投资方向和投资比例做出调整,允许企业年金投资于股票、不动产等其它投资工具,并进行上限控制,以提高基金的收益率。另外,企业年金的投资可以逐步加大海外投资。海外投资是智利,也是许多发达国家企业年金基金常用的一种投资方式。为分散风险和保值增值,我国企业年金也应该开始进行适当的海外投资。在外汇管制的情况下,可以先考虑投资国外的政府债券和信誉较高的大型跨国企业债,多样化的投资有利于分散风险,提高基金的投资收益。

2. 逐渐实现监管模式的转变

企业年金基金的投资监管模式分为定量监管模式和审慎监管模式两种,虽然我国目前的实际情况比较适用严格定量监管模式,但不应该固守此模式长期不变。而且从国际发展趋势来看,定量监管和审慎监管的界限越来越模糊,并有相互融合的趋势。以智利为例,虽然其采取的是定量监管模式,但也经历了从严格限量监管到适当放松的过程,并且经过实践证明,在适当放松监管的模式下,养老金投资更加多元化,投资回报率也有所上升。再如采取审慎人规则的英国,在审慎监管的基础上也有数量限制的规定:养老保险基金对单个共同基金的投资比例不得高于10%,单个投资管理人投资基金比例应小于25%。^[4]顺应国际形势和经济发展趋势,我国可以逐步采取定量监管为主,审慎监管为辅的混合监管模式。当未来资本市场逐渐完善、企业年金投资经验比较丰富之后,可以考虑由定量监管模式逐步向审慎监管模式转变。

(三)完善企业年金监管制度

企业年金市场涉及证监会、保监会、银行、基金公司等多个参与主体,多部门的监管会造成分工不明确、职责界定不清晰等问题。因此,企业年金监管机构的改革势在必行。我国可以借鉴智利的做法,成立一个单独的企业年金监管机构,该监管机构对所有企业年金事务统一管理,可以由国务院直属领导,下设办事机构,垂直管理。而对于企业年金监管涉及的其他监管机构,各监管主体需要明确分工,各司其职。

另外,各监管机构之间应做好信息沟通工作,可以定期召开联席会议。这种联席会议成本较低,可操作性强,各部门可实现信息的共享,并对信息的真实有效性进行确认,对准备金的计提方式、企业年金的支付方式以及托管方式等法律问题进行共同协商。^⑤遇到重大事项可召开临时会议,还可建立各监管部门的信息共享系统,各部门在监管系统上发布其部门的监管信息,其它部门也可以随时了解。信息沟通工作还涉及到政府部门应建立公正、公开和透明的信息披露机制,确保委托人能充分及时地了解企业年金的运作,维护其利益不受损害。

最后,有必要建立企业年金的自律监管机制。如果监管规定过细会增加监管的成本,也会在一定程度上束缚企业年金的发展。因此,有必要建立年金自律管理,还可以推动会计师事务所、律师事务所等部门建立评估鉴定机制,以量化对信息公开的监管。

(四)建立风险准备金和投资补偿担保机制

养老保险经办机构在选择基金管理公司投资运营企业年金时,有必要在委托—代理合同中规定最低收益保证,或者借鉴智利经验,要求养老金管理公司、基金管理公司建立风险准备金和盈余储备金。做好基金投资的风险防范非常重要,是基金安全有效运营的基础。另外,一旦发生风险,可借鉴智利的经验,建立风险投资的补偿和担保机制,当基金管理公司的投资回报率达到最低回报率要求时,先由准备金来弥补亏损,若准备金不能弥补亏

损,政府用财政进行补贴,并对养老金管理机构进行清算,以确保受益人不至于因为养老金投资损失而丧失部分投资收益。

注 释:

- ① 认购债券是由政府发行的对旧制度转入新制度的参保成员以往缴费记录所形成的养老金权益价值进行确认的一种债券。它的总额要能够满足为雇员退休时提供一份标准养老金的需要,该退休金的标准为:雇员在1978年6月30日至1979年7月30日之间缴费工资的80%×雇员在原体制下的缴费记录年限/35(假定全额缴费年限为35年)。
- ② UF值(Unidad de Fomento)是智利政府根据本国每年通货膨胀率的不同而做出相应调整的金融单位。1967年最初确定的1UF相当于100盾(当地的货币单位),1975年后智利货币改为比索,每月进行调整。

参考文献:

- [1] 人力资源社会保障部基金监督司.全国企业年金基金业务数据摘要(2013年度)[EB/OL].<http://www.mohrss.gov.cn/gkml/xxgk/201403/W020140327534881192011.pdf>,2014-03-27.
- [2] Superintendency of Pension Fund Administrators. The Chilean Pension System[R].2003.
- [3] 胡安·阿里斯蒂亚.AFP:三个字的革命——智利社会保障制度改革[M].北京:中央编译出版社,2001.55.
- [4] Juan Yermo. Survey of Investment Regulation of Pension Fund[EB/OL].<http://web.worldbank.org>,2012-05-09.
- [5] 巴曙松.企业年金风险监管的主要环节与政策框架[J].海南金融,2005,(7):4-7.

(责任编辑:卢 君)

Analysis of the Investment Process of the Pension Fund in Chile and its Enlightenment for China

DING Yi

(The Center of Social Security Studies ,Wuhan University, Wuhan Hubei 430072, China)

Abstract: In 1981, the Chile government completely substituted the old public PAYGO pension scheme with a new private fully-funded individual pension system, which is one of the most radical and important reform along the history of modern social security system. This paper emphasizes on the investment process of Chilean pension fund. Its experience of investment process provides enlightenment for China.

Key words: Chile; pension fund; investment process