

企业年金投资监管模式比较及对我国的启示

熊 倪

四川大学公共管理学院, 四川 成都

收稿日期: 2023年9月30日; 录用日期: 2023年10月31日; 发布日期: 2023年11月8日

摘 要

在我国人口老龄化加深的背景下,为了缓解我国巨大的养老压力,需要优化我国企业年金投资监管模式,增强企业年金的保障水平。通过对我国企业年金投资监管现状的分析,发现我国在投资限制、投资选择权、法律保障、信息披露以及基金担保等方面存在一些问题。基于对混合监管模式的认同,在借鉴美国401(k)计划和智利私人养老金两种不同监管模式的基础上,提出了我国目前应当放宽企业年金的投资约束、增加受益人投资选择权、加大信息披露力度、引入举报制度、制定《企业年金法》以及完善风险补偿机制等建议。

关键词

企业年金, 投资监管, 审慎监管, 严格限量监管

Comparison of Enterprise Annuity Investment Supervision Modes and Their Implications for China

Ni Xiong

School of Public Administration, Sichuan University, Chengdu Sichuan

Received: Sep. 30th, 2023; accepted: Oct. 31st, 2023; published: Nov. 8th, 2023

Abstract

In the context of China's deepening population aging, in order to alleviate the immense pressure of elderly care, it is necessary to optimize the regulatory mode of enterprise annuity investment and enhance the security level of enterprise annuity in China. Through an analysis of the current state of enterprise annuity investment supervision in China, certain issues are identified in investment restrictions: investment choice rights, legal safeguards, information disclosure, and fund guaran-

tees. Based on recognition of the hybrid regulatory mode, drawing from the regulatory modes of the U.S. 401 (k) plan and Chile's private pension system, several suggestions are proposed for China, including relaxing investment constraints on enterprise annuity, increasing beneficiary investment choice rights, enhancing information disclosure, introducing a reporting system, enacting the "Enterprise Annuity Law", and improving risk compensation mechanisms.

Keywords

Enterprise Annuity, Investment Supervision, Prudential Supervision, Strictly Limited Supervision

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

(一) 研究背景

近年来, 由于预期寿命上升和出生率下降的叠加, 我国老龄化程度日益加深, 至 2021 年末, 我国超过 60 岁的老年人口达到 2.67 亿, 占人口总量的 18.9% [1], 意味着我国即将步入中度老龄化社会, 未来的养老压力巨大。在我国的养老金体系中, 第一支柱基本养老金一支独大, 但其中城镇职工的个人账户长期存在“空账”问题, 如不及时解决这一问题将会危及到今后养老金的正常给付。已有研究表明, 即使是在 20 年内逐步坐实个人账户, 平均每年需要的资金依然高达 12.96 万亿元, 会造成严重的财政负担(李云龙, 詹家煊和王晓军, 2022) [2]。再加上我国近年来实行社保减税降费和社保缓交等优惠政策, 可以预期仅靠第一支柱很难缓解我国养老保险事业的压力。而第三支柱刚刚起步不久, 要产生效果还需较长时间, 因此目前仍需大力发展第二支柱。在第二支柱中, 以企业年金为例, 我国目前实行的是 DC 型企业年金计划, 由于 DC 型计划的待遇水平取决于缴费水平和投资收益, 因此投资环节对职工最终年金水平起着关键作用, 而投资工具、投资比例和投资环境等投资监管因素会对投资效益产生巨大影响。

根据“是否对基金投资方式、投资范围和投资数量等进行限制”这一标准, 可将企业年金的投资监管模式可分为两种——审慎监管和严格限量监管。审慎监管是指基金监管者按照“审慎人原则”进行投资监管。“审慎人原则”要求投资运营主体在进行基金投资时本着“像一个谨慎之人处置自己的资产一样”慎重操作, “审慎”并不体现在投资结果上, 而在于投资决策和管理风险的程序是否合理(林义, 2015) [3]。审慎监管对于投资的限制较少, 有利于在更大范围内进行资产的合理配置, 投资管理人高度的自主权使其在投资灵活性和适应性上更胜一筹。但较大的灵活性和适应性同时也意味着存在较大的不确定性, 并且审慎监管对于法律环境和资本市场的完善度要求较高。严格限量监管指的是对基金实施严格的限制, 并针对市场准入资格、合同管理和投资组合等提出指导原则。该监管模式下的基金投资比例会受到监管机构的严格规定, 基金的日常运营也会受到监控。除此之外, 还要求投资管理人进行规范、详尽的信息披露, 有的国家还实行最低收益原则。严格限量监管有利于规避投资风险, 可以让监管者快速判断投资行为是否符合要求。但由于投资主体受到过多约束, 缺乏灵活性, 不利于金融中介机构的发展。并且规避风险很大程度上是通过牺牲高收益的高风险投资带来的, 所以投资收益率相对较低。

目前我国企业年金采取的是严格限量监管模式, 对基金投资的范围以及比例进行了严格限制, 但有关信息披露和最低收益保障等规定不够完善。在我国金融市场不断发达以及养老金需求越来越大的情况

下, 现行模式一定程度上阻碍了企业年金的发展。因此, 对比研究两种基金监管模式的优秀实践, 结合两种模式的优点以不断完善我国年金投资监管模式, 对于提高我国企业年金的保障程度、缓解未来的养老压力非常重要。

2. 文献综述

1875年美国运通公司建立了全世界第一个企业年金计划(陈全伟, 2008) [4], 之后便迅速在国际范围内得到推广。世界各国对企业年金有不同的称呼, 如雇主养老计划、私人养老金、职业年金等, 虽然用词不同, 但其所指的都是雇主以基本养老保险为基础, 为雇员建立的补充养老保险计划。我国企业年金于2004年正式建立, 它在养老体系中的功能主要是缓解国家财政负担、完善企业激励机制和提高个人养老保障等(董捷和何静, 2022) [5]。

企业年金投资监管模式受到一国金融市场的发育程度、投资管理人内控制度的完善程度、监管当局的经验以及法律渊源等因素的影响(巴曙松和华中炜, 2005) [6], 因此各国在选择模式的时候还要考虑很多现实因素。我国企业年金建立初期, 受到金融市场不发达、金融机构不成熟和法律制度不健全等因素的影响, 采用了严格限量监管模式。崔陈晨(2011) [7]认为在发展初期为了保障投资者的利益, 应当加企业年金投资限量监管模式, 并不断完善金融市场、提高中介水平。但随着我国金融市场和金融机构的不断完善以及养老金需求越来越大, 许多学者开始支持企业年金实行混合监管模式。张云(2007) [8]认为, 无论是从企业年金监管模式的国际演变趋势、年金收益率的历史经验、还是现代投资理论以及风险防范等方面来看, 审慎监管模式都是较优选择, 但需注意从严格限量监管过渡到审慎监管给监管者带来的挑战。丛春霞(2010) [9]同样提出, 从投资收益和发展趋势来看, 审慎监管模式都更加完善, 所以我国应当将审慎监管理念融入严格限量监管模式中, 通过信息披露制度去推动投资管理人的内控制度, 使其真正成为诚实勤勉的审慎投资人, 同事要放开投资限制, 在保障基金安全的前提下获取更高收益。路锦非(2012) [10]对我国企业年金投资监管模式进行了经济学模型分析, 结果显示该模式会导致寡头垄断, 最终导致服务价格过高从而影响市场运行效率, 而对多个国家的实证分析结果显示, 审慎监管模式在实践中能够兼顾风险控制和高收益率两个优点, 但基于我国现实情况, 应当采取混合监管模式并逐步引导企业年金投资监管走向审慎监管模式。李倩倩和赵正堂(2017) [11]利用27个OECD国家的数据进行实证检验, 证明了审慎人规则对于企业年金投资收益率存在显著的正向影响, 因此提出了我国现阶段可以构建混合型投资监管模式, 在审慎监管的基础上融入定量资产限制。李亚军(2017) [12]总结了英国养老金制度的改革的经验, 认为严格限量监管与信托投资不匹配, 我国应当尽快研究并实施审慎监管模式。刘桂莲(2021) [13]从资产配置的角度进行分析, 认为我国企业年金存在可投资资产规模小、资产配置结构不佳和资产配置同质化等问题, 可以学习美国和澳大利亚的经验, 实施多元化的资产配置策略。

总的来说, 目前我国支持混合监管的学者较多, 有关研究多以实行审慎监管的美国、英国、澳大利亚等发达国家为借鉴。本研究认为, 在监管模式转变的过程中, 我们除了引入审慎监管的理念之外, 也应当学习严格限量监管的优秀实践, 弥补目前我国企业年金投资监管模式中存在的不足。因此以美国和智利为借鉴, 意图结合两种模式的优点, 为我国企业年金投资监管模式的优化提供建议。

3. 我国企业年金投资监管的现状和问题

(一) 我国企业年金投资监管现状

从基金管理模式上来看, 我国企业年金采取信托管理模式, 实际操作中既存在信托关系也存在委托关系。管理过程涉委托人、受托人、托管人、投资管理人和账户管理人等主体。企业和职工作为委托人与受托人签订受托管理合同, 两者之间为信托关系。受托人可以是企业建立的企业年金理事会, 也可以

是符合要求的法人受托机构。企业年金理事会由企业和职工代表组成，也可以聘请外部专家加入。受托人与账户管理人、托管人、投资管理人之间签订委托管理合同，双方为委托代理关系。

在投资限制上，参照 2022 年的《关于调整年金基金投资范围的通知》，我国企业年金资产仅限于境内投资和香港市场投资，境内投资范围包括银行存款、标准化债权类资产、债券回购、信托产品、债权投资计划、公开募集证券投资基金、股票、股指期货、国债期货、养老金产品，香港市场投资指年金基金通过股票型养老金产品或公开募集证券投资基金，投资内地与香港股票市场交易互联互通机制下允许买卖的香港联合交易所上市股票[14]。投资范围和投资的数量限制如表 1。

Table 1. Restrictions on the scope and quantity of Chinese enterprise annuity investment
表 1. 我国企业年金投资范围和数量限制

	投资范围	投资限制
	境外投资	不允许
境内投资	流动性投资	≥投资资产净值的 5%
	固定收益类投资	≤投资资产净值的 135%
	权益类投资	≤投资资产净值的 40%
	信托产品、债权投资计划，以及信托产品型、债权投资计划型养老金产品	≤投资资产净值的 30%
	一家企业所发行的股票，单期发行的同一品种 标准化债权类资产，单只证券投资基金	1) 分别不得超过上述证券发行量、该基金份额的 5%； 2) ≤基金财产净值的 10%

资料来源：中华人民共和国人力资源和社会保障部官方网站。

信息披露方面，《企业年金基金管理办法》规定：企业年金受托人向委托人负责，在每季度结束后 30 日内向委托人提交企业年金基金管理季度报告，并在年度结束后 60 日内向委托人提交企业年金基金管理和财务会计年度报告；托管人、账户管理人和投资管理人向受托人负责，在每季度结束 15 日内和每年度结束 45 日内向受托人提交各自的报告；在此基础上，账户管理人还要向企业和受益人提供企业年金基金企业账户和个人账户信息查询服务，并向受益人提供年度权益报告[15]。除此之外，人力资源社会保障部社会保险基金监管局会定期公布季度与年度的企业年金基金业务数据摘要。

法律规范方面，《企业年金办法》和《企业年金基金管理办法》是我国现行法律法规中与企业年金投资运营最直接相关的。原劳动部于 1995 年发布的《关于建立企业补充养老保险制度的意见》是第一个有关企业年金的正式文件。2003 年发布的《企业年金试行办法》标志企业年金正式开始市场化投资运营。2004 年发布的《企业年金基金管理试行办法》限制了投资范围并且对信息披露做出了规定，同年发布的《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》建立了企业年金管理机构的准入与退出机制。2011 年，新修订的《企业年金基金管理办法》出台，新增了一些监管条款，明确了人社部可采取的监督措施，并对违规行为的处理方法做出了说明。2017 年《企业年金办法》发布，从企业年金的订立、筹集、账户管理、待遇支付到监督管理等环节做出了更加全面的规定。除此之外，由于企业年金投资运营过程也受到《中华人民共和国合同法》《中国人民共和国信托法》《中国人民共和国商业银行法》《中国人民共和国保险法》等上位法的约束。

(二) 我国企业年金投资监管存在的问题

1) 投资约束过多

我国对于企业年金投资的工具和比例限制过多。企业年金资产配置主要是固定收益类，权益类资产的配置比例较低，虽然理论上规定不得超过资产净值的 40%，在原有基础上上调了 10%，但在实际中权

益类资产配置比例基本在 10% 左右, 很少超过 20% (刘桂莲, 2021) [9]。权益类资产的收益率较高, 在资产配置中占比小, 导致养老金整体收益不高。此外, 虽然限制资产比例在一定程度上可以达到规避风险的作用, 但同时也限制了投资组合的多元化, 从这一角度来说, 并不利于投资风险的分散化。金融市场是动态的, 相对于多变的市场环境来说, 严格限量监管缺乏弹性, 不能通过灵活的资产配置对市场变化做出迅速反应。而且限制过多也不利于金融机构以及基金管理人发挥能动性, 从长期来看不利于培育优秀的投资管理人, 也不利于资本市场的发育。

2) 受益人无投资选择权

从学界普遍认可的延期工资理论来看, 企业年金是一种延期支付的工资, 其中企业缴费部分是企业本就该支付给员工工资福利待遇中的一部分, 只是将支付时间从当期延后到员工退休而已, 因此年金资产的所有权理应归属于员工个人, 员工至少应当拥有部分投资选择权。而我国只能由受托机构或者企业年金理事会对年金管理人进行选择, 员工作为投资的受益者和最终的风险承担者, 没有参与投资决策的权利。

3) 法律法规不完善

在我国现行法律法规中, 直接规范企业年金管理主体行为的主要《企业年金办法》《企业年金基金管理办法》和《企业年金管理机构资格认定暂行办法》, 除此之外, 相关监管规定多以通知的形式发布, 这些法规的立法层次较低, 难以制定强有力的监管措施, 对于参与企业年金管理的各主体的违规行为惩治作用较弱, 难以有效保障年金投资的安全和高效运作。立法层次较高的《中华人民共和国合同法》《中华人民共和国信托法》《中华人民共和国商业银行法》《中华人民共和国保险法》等未对企业年金做出专门规定, 并且未授权人社部对金融机构有任何管理权限, 导致企业年金的监管缺乏权威性的法律依据。

4) 信息披露制度不健全

我国关于企业年金信息披露的要求大多为原则性要求, 仅简单规定了披露的时间要求, 对披露内容的全面性和规范性等都没有细致规定, 对未按规定信息披露的行为也没有规定相应处罚。企业年金受托人、投资管理人、托管人和账户管理人按规定披露的各种报告并不主动面向受益人公开, 而面向受益人公开的《企业年金基金业务数据摘要》中披露的信息比较笼统, 通过这些信息, 受益人并不能对自己的年金情况形成全面的了解。受益人在信息披露中处于劣势地位, 也难以通过这些信息对基金运营进行有效监督。

5) 基金缺乏担保

我国设立了企业年金风险准备制度以保障待遇的正常给付。《企业年金基金管理办法》规定, 投资管理人从当期收取的管理费(不高于投资管理企业年金基金财产净值的 1.2%)中提取 20% 作为企业年金基金投资管理风险准备金, 专项用于弥补合同终止时所管理投资组合企业年金当期委托投资的投资亏损。也就是投资管理人所提取的风险准备金不得超过其所管理企业年金基金财产净值的 0.24%。如果使用风险准备金补偿投资亏损后仍存在亏损, 并没有规定由企业还是投资管理人负责清偿, 那么这一亏损最终只能由企业年金受益人来承担。除了风险准备金, 我国没有其他收益率担保措施, 没有设立最低收益原则, 也没有企业年金基金担保公司, 如果年金投资出现大的亏损或者遇到通货膨胀比较严重的年份, 仅靠风险准备金难以弥补基金亏损, 将会导致年金替代率降低, 影响员工退休时的生活水平。

4. 国外企业年金投资监管实践

(一) 审慎监管模式下的美国 401 (k) 计划

从基金管理模式上看, 401 (k) 计划采用的是信托管理模式。参与计划的主体包括计划承办人、受托人、托管人、投资管理人和账户管理人。根据美国《国内税收法案》规定, 私营企业无论规模大小都可

以建立 401 (k) 计划, 受托人既可以来自企业内部雇用的退休计划专员, 也可以来自企业外部聘请的金融公司, 托管人可以是银行或其他金融机构, 投资管理人指共同基金公司、保险公司、经纪人公司和银行等金融服务公司, 账户管理人由承办人选择, 也可以由投资管理人兼任。

从投资选择权来看, 401 (k) 计划的投资决定权由雇员和雇主共同掌握。通常先由雇主选定计划的投资管理人, 投资管理人为计划提供投资产品选单, 最后由雇员在选单中自行决定投资组合, 也就是说雇员是在给定的养老金产品范围内进行自由选择。除此之外, 401 (k) 计划还为计划参与者提供合格默认投资选择, 即计划参与者对年金管理者提供的投资选择不做修改, 以默认的形式自动确定个人账户的投资组合。合格默认投资选择包括生命周期基金、平衡基金、生活方式基金和管理型账户。

从资产分配来看, 美国对企业年金境内外投资都不设数量限制。在 20 世纪 70 年代以前, 美国的养老金主要进行的是传统投资, 70 年代以后包括私营养老金在内的养老基金开始涉足非传统投资(陈星, 2013) [16]。目前 401 (k) 计划的投资范围包括 6 大类: 股票基金、公司股票、平衡基金、债券基金、GICs 和其他稳定价值基金以及货币基金。从表 2 可知, 近年来 401 (k) 计划主要投资于股票基金和平衡基金, 两种资产的比例加起来占到了近 70%, 货币基金占 401 (k) 计划投资的比例最小, 且占比有逐年下降的趋势。在境外投资方面, 境外股票基金投资占比从 1990 年的 4% 上升到 2020 年 9 月底的 15%, 提高了 11 个百分点(刘桂莲, 2021) [13]。

Table 2. Asset allocation of 401 (k) plan

表 2. 401 (k) 计划资产分布

年份 \ 资产种类	股票基金	公司股票	平衡基金	债券基金	GICs 和其他稳定价值基金	货币基金
2011	39%	8%	21%	12%	11%	4%
2012	39%	7%	22%	12%	10%	4%
2013	44%	7%	23%	9%	7%	4%
2014	43%	7%	25%	8%	6%	4%
2015	43%	7%	26%	8%	6%	4%
2016	44%	6%	27%	8%	6%	3%
2017	40%	4%	30%	8%	6%	2%
2018	39%	5%	31%	8%	6%	2%
2019	42%	5%	34%	8%	7%	1%
2020	42%	4%	35%	9%	6%	1%

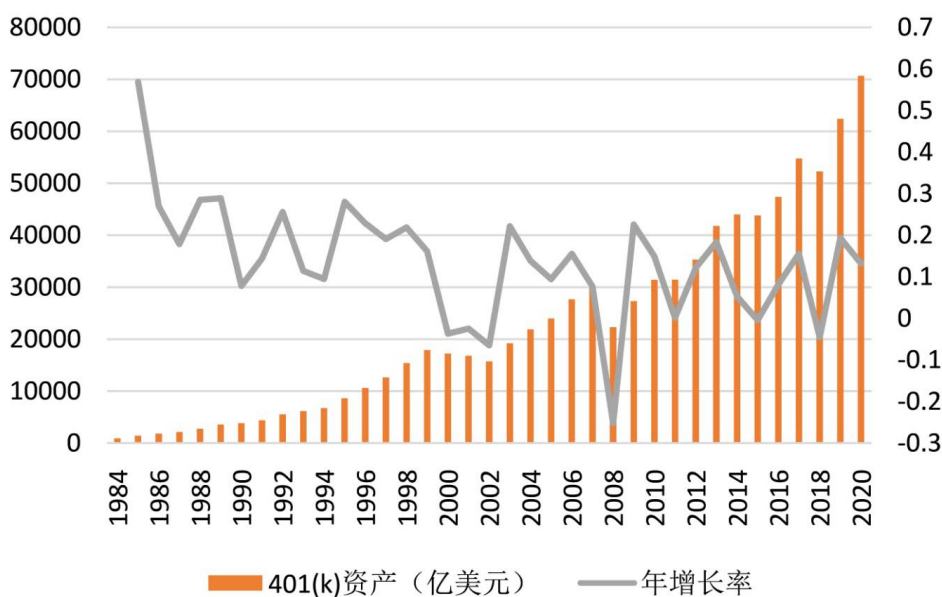
注: 某些小比例的资产未被计入, 因此各项资产占比加总不为 100%。资料来源: 401 (k) Plan Aseet Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2020. [17]

从法律保障来看, 美国企业年金建立在《国内税收法》和《雇员退休收入保障法》两部联邦级法律之上。1938 年, 《国内税收法》改变了企业可以在亏损时期随意撤销雇员退休基金的情况。1942 年修订的《国内税收法》提出了企业年金计划设计和运作的指导原则。1958 年《联邦福利与养老金计划披露法》对信息披露做出了规定。1974 年《雇员退休收入保障法》诞生, 对养老金计划信息披露、雇主缴费基本要求、受托人职责、退休计划终止的担保等做出了规定。20 世纪初, 为了方便不具备投资知识的计划参与者做出最优投资决策, 2006 年颁布的《养老金保护法》对 401 (k) 计划默认投资选择作出了规定。

在信息披露方面, 美国《雇员退休收入保障法》规定: 所有商业化运营的养老金计划都要进行信息披露, 并对每一项披露文件的内容、报告对象、报告时间等都做出严格规定。信息披露对象包括税务局、

劳工部、养老金权益担保公司以及养老金计划参与者。披露必须按照法定的形式和程序进行，在时间上包括年报、季报、随时账户查询等。需要披露的内容包括计划条款、计划财务状况和计划参与者根据现有条款将会获得的权利。此外，劳工部每年还会发布 Form5500 年度报告摘要，总结有关私人养老金的数据。如果负有信息披露义务的主体未按要求进行披露，将被国内税收局和劳工部处以罚款，如不合规披露行为是故意为之，可能面临 1 年以上的监禁(周煜，2018) [18]。此外，美国还要求养老金计划的受托人要接受公众的咨询和质询，公众发现违规等情况时可以向劳工部进行报告和揭发(周麦玲，2020) [19]。

从运营效益上看，如图 1 所示，从 1984 年到 2020 年，401 (k)计划的资产规模从 917.54 亿美元增长到 70687.7 亿美元，年均增长率高达 13%，除了 2008 年受到金融危机的影响导致较大的资产损失外，资产规模基本保持正增长，积累了大量资金。2020 年 401 (k)计划的基金资产规模相当于美国同年 GDP 的 33.56%，而我国 2020 年底全国企业年金基金积累仅相当于当年 GDP 的 2.21%。



数据来源：US Department of Labor, Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs 1975~2020. [20]

Figure 1. Changes in 401 (k) asset size and growth rates

图 1. 401 (k)资产规模和资产增长率变化情况图

(二) 严格限量监管模式下的智利私人养老金

从基金管理模式上看，智利企业年金采取的也是信托管理模式。在智利，养老基金管理公司(AFPs)是以管理养老基金和提供退休金为唯一目标的私营机构。AFP的业务包括管理个人账户、进行养老基金投资、确认和管理养老金给付、提供服务和信息等。除了养老账户资金由托管银行保管外，AFP负责养老金运营的全过程。雇员选择一家 AFP，与其形成委托代理关系并向其缴费。AFP可以设立 5 支投资基金，雇员根据自身风险偏好进行选择。在领取养老金时，雇员可选择账户中剩余资金仍由 AFP 进行投资管理，或是将养老金资产转移给保险公司，退休后领取固定数额的年金。

从投资选择权上看，智利企业年金计划参与人可以自由选择 AFPs 并且每年可以更换一次。每个 AFP 拥有五只基金，即 A、B、C、D、E 类养老基金，根据法律规定，55 岁以下的男性雇员和 50 岁以上的女性雇员可以自由选择基金类型，或者将自己的缴费配置到两个类型的基金中。同时，智利企业年金也存在默认投资选择，如果雇员在加入计划时未选择基金类型，那么根据规定，35 岁以下的雇员将默认选择

B类基金；36~55岁的男性雇员以及36~50岁的女性雇员将默认选择C基金；55岁及的男性雇员和50岁以上女性雇员将默认选择D类基金。

从资产分配来看，智利企业年金投资工具和投资范围由中央银行和养老基金监管局(SAFP)共同制定。1985年智利开始放松企业年金的投资限制，开放股票投资，1990年开放国外固定收益类产品投资，1994年开放国外股票投资(丁怡，2015) [21]。如今，智利企业年金的投资工具包括银行存款、股票、不动产、公共部门发行的票据和债券、私营部门发行的债券、散户投资基金以及贷款。从表3可知，在境内投资比例限制上，从A类到E类基金对股票、不动产、私营部门发行的债券以及贷款的投资比例限制依次下降，对公共部门发行的票据和债券以及银行存款的投资比例限制依次上升。从表4可看出，各类基金对境外投资占总投资比例的限制依次为下降，A类基金的风险相对最大，E类基金最安全。

Table 3. Domestic investment restrictions of Chilean enterprise annuity

表 3. 智利企业年金境内投资限制

基金投资类型	股票	不动产	公共部门发行的票据和债券	私营部门发行的债券	散户投资基金	私募基金	贷款	银行存款
Fund A	80%	13%	40%	30%	100%	0	13%	60%
Fund B	60%	11%	40%	30%	100%	0	11%	75%
Fund C	40%	9%	50%	10%	100%	0	9%	85%
Fund D	20%	6%	70%	10%	100%	0	6%	95%
Fund E	5%	5%	80%	3%	100%	0	5%	100%

资料来源：OECD (2022), Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds and Other Pension Providers 2022.

Table 4. Overseas investment restrictions of Chilean enterprise annuity

表 4. 智利企业年金境外投资限制

投资组合种类	所有境外资产	股票	不动产	公共部门发行的票据和债券	私营部门发行的债券	散户投资基金	私募基金	贷款	银行存款
Fund A	100%	80%	13%	-	-	-	13%	13%	-
Fund B	90%	60%	11%	-	-	-	11%	11%	-
Fund C	75%	40%	9%	-	-	-	9%	9%	-
Fund D	45%	20%	6%	-	-	-	6%	6%	-
Fund E	35%	5%	5%	-	-	-	5%	5%	-

资料来源：OECD (2022), Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds and Other Pension Providers 2022.

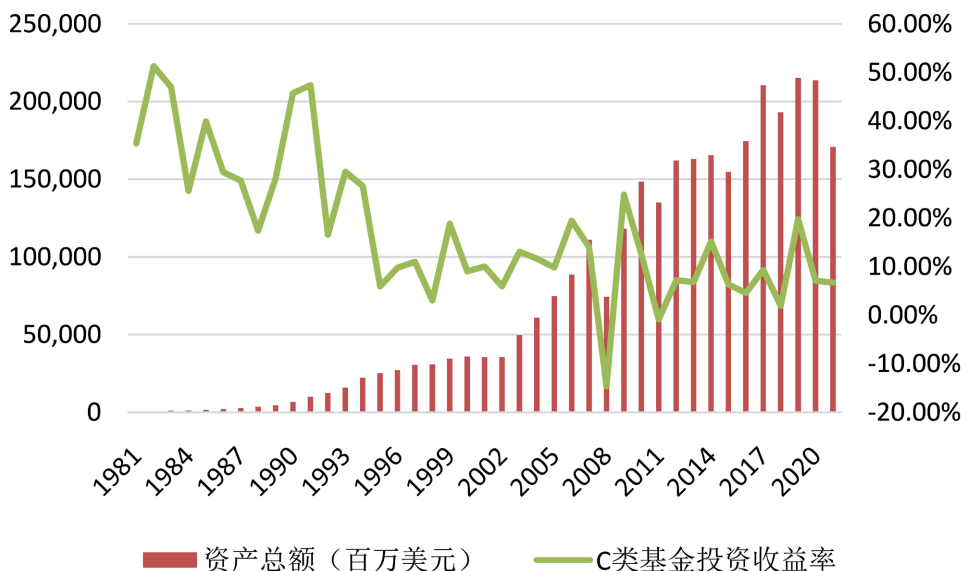
从法律方面来看，规范智利企业年金投资运营的法律主要是《3500号律令》。该律令共十八章，规范了企业年金的筹集、投资运营、待遇给付等重要环节，对投资工具和投资比例的规定也十分明确，精准到了每一类基金对每一种产品的投资条件和限制。除此之外，还专门针对企业年金的托管机构 AFPs 做出了许多规定，包括服务宗旨、准入条件、基金配置方式、信息披露要求以及违规行为的处罚等。对于 AFPs 的监管机构 SAFP 也做出了很细致的规定，明确了 SAFP 的权限、义务和职能。

在信息披露上，AFPs 要为参加企业年金的雇员提供总结报告、基金回报率信息、个人账户投资回报信息、佣金结构和管理成本报告、个性化养老金预测信息、基金操作行为信息、董事会成员信息等。并且每个 AFP 都要建立网站，方便企业年金计划参与者进行个人账户转移、基金类型转换、获取信息报告以及提起申诉等操作。养老金监管局每 4 个月会公布一份“AFP 服务质量指数”报告，该报告反映的是

每家 AFP 的养老金事务处理过程、与参保成员的关系以及账户管理方面的信息(房连泉, 2015) [22]。

此外, 智利政府对企业年金的投资回报率有硬性规定。AFPs 管理的 A 类和 B 类基金收益率不能比该类基金年平均实际收益率低 4 个百分点以上, 或者低于年平均实际收益率的 50%; C 类、D 类和 E 类基金的收益率不能比该类基金近三年平均收益率低 2 个百分点以上, 或者低于近三年平均实际收益率的 50%。法律要求每家 AFP 都应该建立准备金制度, 准备金比例为每只基金的 1%, 当基金的投资回报率达不到最低要求时, 首先用准备金进行弥补。智利还对养老金的投资收益设置上限, 当基金收益率比 AFPs 行业平均收益率高出 2 个百分点以上, 或者比平均收益率高出 50% 以上时, 超出部分要作为“盈余储备金”储存起来, 用于弥补基金资产发生亏损时实际收益率与最低收益率之间的差额。

从投资收益上来看, 由图 2 可见, 从 1981 年以来, 智利企业年金资产规模增长迅速, 截至 2021 年底, 基金总额累计达到 1707.09 亿美元, 占当年 GDP 的 53.84%。在投资收益率方面, 以风险级别处于中等位置的 C 类基金为例, 虽然投资收益率有下降的趋势, 但年平均收益率仍高达 17.46%, 近十年的平均收益率为 8.49%, 近五年的平均收益率为 8.97%, 均保持在较高水平。



数据来源: FIAP 网站, <https://www.fiapinternacional.org/>

Figure 2. Changes in asset size and growth rates of Chilean enterprises annuity

图 2. 智利企业年金资产规模和投资收益率变化情况图

5. 未来我国企业年金投资监管模式的发展建议

(一) 放宽投资约束

同为严格限量监管的智利在一开始对企业年金的投资限制也是非常严格的, 但随着资本市场的发展在不断放宽限制, 事实证明智利放宽投资限制后保持了较高的投资收益率。美国作为审慎监管的典型代表, 企业年金一直保持着较高的收益率。随着资本市场的不断发展成熟, 我国可以在现有监管模式上适当融入“审慎”的理念, 建立企业年金投资限制动态调整机制, 根据市场和金融机构的发展变化, 每隔几年对投资限制做出一次调整, 适当放宽投资工具种类和投资比例限制, 给予投资管理人更大的自主权, 增加投资的灵活性。另外也可以适当增加海外投资, 通过适当的海外投资分散国内投资的系统性风险。

(二) 开放投资选择权

雇员作为企业年金的受益人, 应当拥有投资选择权。美国投资公司协会(ICI)的研究显示, 2020 年底,

年轻群体将其 401 (k)资产中超过 80%的部分投资于股票, 而 60 岁左右的人将其 401 (k)资产的 56%投资于股票(Holden 和 Sarah 等, 2022) [17]。由此可见不同年龄群体存在不同的风险偏好, 同样的投资组合并不能满足所有群体的需求, 因此可以借鉴美国的经验, 让雇员在给定的投资组合范围内进行自由选择, 给予雇员“有限选择权”。但并不是所有人都拥有做出最优投资决策的能力, 因此可以结合美国和智利的做法, 制定不同风险等级的默认投资选择, 雇员可只对风险等级做出选择即可。如雇员对投资组合不做任何选择, 则根据受益人的年龄为其选择风险程度相匹配的默认投资。

(三) 完善法律保障

我国有关企业年金管理的法律法规很多, 但立法层次都不高, 可以学习智利, 将有关规定整理融合成后出台《企业年金法》。企业年金投资运营涉及银行、保险、证券、信托等金融领域, 涉及到的主体多, 管理过程也复杂, 应当整合现有法律法规, 制定完善的《企业年金法》, 除了对企业年金筹集、运营和给付等环节进行规范外, 也应对监管主体、监管程序、监管措施以及信息披露等方面做出更具体和更具操作性的规定, 对违规行为按照情节轻重设定合适的处罚措施。这样不仅为监管机构的日常监督行为提供了法律支撑, 也为受益人的权益保护提供了可靠依据。并且《企业年金法》在法律效益上来说要高于目前使用的各种“办法”和“通知”, 更具权威性, 对违规行为的威慑力也更大。

(四) 加大信息披露力度

信息披露不仅可以使受益人更加了解企业年金的运营情况, 吸引等多人参与企业年金计划, 也是监管部门、受益人和社会各界对企业年金运营进行监管的重要基础。我国应当学习美国的经验, 细化企业年金信息披露规则, 除了披露的时间要求外, 还要分主体明确披露的具体内容, 制定规范化的披露流程和信息呈现方式, 使年金的投资运营更加透明化。除了常规的信息披露渠道外, 还可以通过微信公众号、抖音、小红书等年轻人聚集的新媒体平台进行信息披露, 增加年轻群体对企业年金的了解, 吸引更多人参与企业年金。对不按要求进行披露的, 也应明确惩罚规则, 对不同程度的违规披露行为实施不同惩罚, 惩罚措施要可落实并具有威慑作用。此外, 为了改善受益人在信息披露中的劣势地位, 可以借鉴美国引入举报程序, 人社部作为最主要的监督机构受理群众举报, 明确可举报的情形、行为严重程度以及对应的惩罚措施, 让企业年金受益人可以合理、合法地维护自身权益。

(五) 完善风险补偿机制

一般来说, 只有 DB 型的企业年金才会通过基金担保公司进行担保以确保养老金的正常给付, 我国企业年金和智利一样是 DC 型, 因此可以借鉴智利的风险补偿机制。首先应该修改对企业年金亏损的定义, 按照现有政策, 企业年金亏损指的是资金净值低于初期数额, 也就是投资收益率为负时认作亏损。可以学习智利, 设定一个最低收益率, 该收益率可根据往年的基金收益设置并定期调整, 当实际收益率低于最低收益率时即为亏损, 就可以用风险准备金进行弥补。其次, 跟智利 1% 的风险准备金提取比例相比, 我国企业年金风险准备金提取比例太低, 可以规定在基金投资收益率高的时候, 提取超额风险准备金, 超额风险准备金跟企业年金一起进行投资, 累积到一定程度后即可停止提取。最后, 由于我国企业年金的定位是补充性养老保险, 并且各地的计划数有很大差别, 为了保证公平, 风险准备金和超额风险准备金都不能弥补亏损时不能由国家来兜底, 但如果出现这种情况, 国家可以根据年金资产规模进行一定比例的补贴, 为企业年金建立最后一道风险防护墙。

参考文献

- [1] 中华人民共和国中央人民政府. 2021 年度国家老龄事业发展公报[EB/OL]. https://www.gov.cn/fuwu/2022-10/26/content_5721786.htm, 2022-10-26.
- [2] 李云龙, 詹家焯, 王晓军. 基本养老保险个人账户的基金模式: 实账积累还是名义记账? [J]. 中国管理科学, 2022, 30(11): 1-12.

- [3] 林义. 社会保险基金管理[M]. 北京: 中国劳动社会保障出版社, 2015: 120.
- [4] 陈全伟. 海外企业年金发展、监管及借鉴[J]. 证券市场导报, 2008(1): 37-41.
- [5] 董捷, 何静. 中国企业年金制度的发展与完善: 功能定位、发展现状及改革方向[J]. 学习与实践, 2022(9): 92-98.
- [6] 巴曙松, 华中炜. 企业年金投资监管模式比较及我国的路径选择[J]. 中国金融, 2005(5): 53-55.
- [7] 崔陈晨. 美国企业年金监管对我国的启示[J]. 经济研究参考, 2011(59): 74-80.
- [8] 张云. 企业年金基金投资监管模式比较与选择[J]. 上海立信会计学院学报, 2007(1): 72-77.
- [9] 丛春霞. 中国企业年金监管研究[J]. 财经问题研究, 2010(10): 92-96.
- [10] 路锦非. 严格准入还是审慎监管: 中国养老金市场的监管模式选择[J]. 上海金融, 2012(1): 53-58+117.
- [11] 李倩倩, 赵正堂. 监管模式选择对企业年金投资效益的影响——来自国际的经验证据[J]. 山东社会科学, 2017(6): 140-147.
- [12] 李亚军. 英国养老金金融化改革的经验和启示[J]. 社会保障研究, 2017(1): 84-94.
- [13] 刘桂莲. 中国企业年金市场化投资的特征、困境及优化措施——基于资产配置的分析[J]. 华中科技大学学报(社会科学版), 2021, 35(3): 48-56+65.
- [14] 中华人民共和国人力资源和社会保障部. 人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知[EB/OL]. http://www.mohrss.gov.cn/shbxjjds/SHBXJDSzhengcewenjian/202012/t20201230_406915.html, 2020-12-30.
- [15] 中华人民共和国人力资源和社会保障部. 企业年金基金管理办法[EB/OL]. http://www.mohrss.gov.cn/shbxjjds/SHBXJDSzhengcewenjian/201102/t20110212_83957.html, 2011-02-23.
- [16] 陈星. 美国企业年金投资与监管研究[M]. 武汉: 中国地质大学出版社, 2013: 187.
- [17] Holden, S., Bass, S. and Copeland, C. (2022) 401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2019. *ICI Research Perspective*, **28**, 1-3. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4152938>
- [18] 周煜. 美国私人养老金法律制度研究[M]. 北京: 法律出版社, 2018: 146.
- [19] 周麦玲. 我国企业年金监管模式研究[D]: [硕士学位论文]. 北京: 对外经济贸易大学保险学院, 2020.
- [20] U.S. Department of Labor. Private Pension Plan Bulletin. <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/EBSA/researchers/statistics/retirement-bulletins/private-pension-plan-bulletins-abstract-2020.pdf>
- [21] 丁怡. 智利企业年金投资运营模式及对中国的借鉴[J]. 湖北经济学院学报, 2015,13(2): 65-70.
- [22] 房连泉. 智利养老金制度研究[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2015: 73.