

2004年4月23日,劳动和社会保障部、中国银监会、中国证监会和中国保监会联合发布《企业年金基金管理试行办法》,并于同年5月1日起和《企业年金试行办法》同时施行。2004年11月10日,劳动和社会保障部会同中国证监会联合发布了《关于企业年金基金证券投资有关问题的通知》及其配套附件《企业年金基金证券投资登记结算业务指南》。2005年2月4日,劳动和社会保障部公布了《企业年金基金管理机构核准认定暂行办法》等四个文件,并自3月1日起实行,企业年金直接进入股市即将正式启动。

随着企业年金投资范围的不断扩大,如何加强监管成为一个重要课题。在企业年金投资的监管领域,依据监管当局对投资资产组合类别和比率的限制程度,存在定量限制监管和“审慎人”规则两种基本监管模式。这两种模式的选择由于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、监管当局的经验及法律渊源等诸多因素的影响,并且其对一国企业年金的风险和收益模式有着十分重要的作用,因而这一问题一直都是企业年金监管领域备受关注的问题。

定量限制监管和“审慎人”规则监管模式

定量限制监管就是对企业年金投资资产的数量限制,一般对投资于高波动性和流动性较差的资产都有禁止性规定或比率限额。实行这类硬性规定的主要是欧洲大陆法系的国家和一些发展中国家和地区,它们对企业年金投资组合的限制主要体现在:限制企业年金的自我投资,即对企业年金投资于发起人的股票或债券进行限制,以防范发起人的破产风险或利益冲突的出现;限定各种投资工具在投资组合总额中所占的最高比例或最低持有额(主要是政府债券),有些国家还对最低收益率作出了规定。

相比较之下,“审慎人”规则的内涵更为复杂,并有一定的法律渊源和演变过程。“审慎人”规则根植于盎格鲁—撒克逊国家的信托法,其特征是在以判例为基础的普通法中发展起来的。1830年的哈维德诉亚莫瑞判例开启了“审慎人”规则的先河,判决书中定义:受托人要诚实和细心,应该审慎地、细心地和有所谋略地履行自己的职责,关注他们基金的长期头寸以及投资资本的可追求收益和投资安全,而不是考虑如何投机。在此之后的一百多年里,股票投资被认为风险太高而不适合任何审慎的委托人,而资本市场和金融理论,特别是现代资产组合理论的发展在逐步改变和丰富着审慎行为的内涵,使其包含了分散投资的含义。美国1974年的《雇员退休收入保障法》中就特别声明养老金经理在投资决策时必须满足审慎投资人标准的要求之一是计划的资产分散化。考虑到现代投资理论,美国司法部在制定新的审慎投资人的法律标准时也采取了弹性的标准:应将所有投资视为投资组合的一部分,而不能在单个资产的基础上作判断。可见,“审慎人”规则是与金融市场和投资理论密切相关的,因而具有动态特征。

盎格鲁—撒克逊国家对养老金的监管都遵循了“审慎人”规则,以美国、英国和澳大利亚最为典型,它们对养老金的资产组合没有太多限制,一般只规定了发行人、各类投资工具、风险、所有权集中,而不规定资产持有类别的上限。同时,加拿大、意大利等国在“审慎人”规则的基础上又融入了定量限制的因素,而且在自我投资额、所有权集中性、国外资产方面,遵循“审慎人”规则的国家多数也会有定量限制,只是相较于定量限制的国家,比例更为宽松(见表1)。

可见,“审慎人”规则具有相当大程度的灵活性,衡量的是投资决策过程而非结果,是一种适应资本市场和金融理论发展的动态型自我监管,但同时投资管理人的内部控制和治理结构、监管当局的监管能力和司法体系都有较高的要求,其核心在企业年金的内部治理上,而监管当局也对年金投资的内控方面有更为严格的信息披露要求。

定量限制监管与“审慎人”规则监管的效果比较



从监管实践来看，拥有明确的数量和比例限制的定量限制监管更利于监管当局的操作，但也使监管当局承担了更多的责任，同时也制约了市场的活跃程度。而“审慎人”规则的动态特征向监管者提出了更高的挑战，这种因时而变化的弹性要求监管者与金融市场和投资理论的进展步调一致，更是一门相机而动的艺术。这也决定了拥有丰富监管经验的发达国家往往更宜于采用“审慎人”规则。

从两种模式对投资组合选择的影响来看，审慎人规则模式下的英国、美国、日本、加拿大、意大利、荷兰其企业年金平均持有的国内股票、实体投资和国外资产这些“高风险资产”的比例都显著的高于德国、法国、瑞典这些实行定量限制监管的国家，而后者持有的国债、贷款比例则明显偏高。

从两种模式下企业年金的投资效果来看，实证分析表明“审慎人”规则在收益率和风险上更胜一筹。对于定量监管的消极影响，欧盟曾指出“定量监管阻碍了资产的优化配置和证券选择，可能导致风险和收益的次优选择”，这主要是因为定量限制监管过分强调单一资产的风险，而忽略了投资组合可以分散风险，不能投资于衍生工具和国际证券实际上加大了投资的系统风险，并极有可能导致投资组合的趋同，使年金成为政府预算赤字的融资手段。

Davis and Steil 的研究(见表 3)证明采取“审慎人”监管模式的国家，其养老金的收益率高于采取定量限制监管模式的国家，而其风险则低于后者。智利和日本的养老金发展也有力证实了这一点：在发展养老金初期，智利实行了严格的定量限制监管，养老金的投资收益率低于股票市场、债券市场指数等市场基准指数的增长率，有时甚至低于银行定期存款的收益。在逐步放松限制后，收益率也上升了。1966 年日本企业年金制度建立时，政府曾对年金的投资作了“5:3:2”的限制，即国债投资不少于 50%，国内和国外股票投资均不高于 30%，房地产等其他投资不高于 20%。20 世纪 90 年代日本经济泡沫破灭给企业年金收益带来极大的影响。由于定量限制监管往往没有注意到投资工具风险的相关性，反而集中了风险。如在 1998 年，瑞士的企业年金通过投资于房产抵押相关的债券和向住房信贷机构发放贷款，实际对房地产市场的投资高达 35%，面临着更大的潜在风险。

当前企业年金投资监管的演变趋势

随着一国资本市场的深化、企业年金规模的壮大及监管者水平的提高，各国一般会逐步从定量限制监管模式向“审慎人”监管过渡，放松对投资工具和比例的限制，这也促使企业年金的投资工具呈现多元化的趋势。即使是遵循“审慎人”规则的美国和英国，其养老金进入股票市场的比率也是渐进的(见表 4)。

以智利和日本为例，这两国的监管模式的变革都遵循了从定量限制监管逐步放宽管制并向“审慎人”规则方向发展清晰的变化轨迹。智利的养老金建立于 1981 年，起初限于资本市场的落后和养老金规模较小，智利实行了严格的投资限制，养老金的投资范围仅限于政府债券、定期储蓄和非常有限的私人债券和股票上，并对不同类别的资产设置最高上限：政府债券的投资限额是 100%，抵押证券的投资限额是 80%，定期存款的投资限额是 70%。随着资本市场在深度和广度上的拓展，监管水平的提高及各方参与者经验的丰富，严格限制的规则也逐渐放宽：1992 年对投资于外国证券解禁，股票的限制比例从 30% 提高到 70%，外国证券的投资比例从 9% 提高到 12%，相应地，固定受益证券的投资比例则减少了，对证券化资产的投资限制也从 70% 降至 1998 年的 50%(见表 5)。

与此相适应，智利养老金投资组合也呈现了多元化的趋势。在养老金建立的前五年，全部都投资于固定收益证券，截至 1990 年只有 11% 的养老金投资于股票，到 1995 年增长到 30%，而海外投资的比例也上升到 6%。



1996年日本企业年金建立之初，政府也设立了“5:3:2”的限定比例。20世纪90年代日本经济泡沫使投资收益达不到预定利率，日本政府于1997年完全取消了对企业年金的投资限制，企业年金的投资管理人可完全根据企业的委托自行决定投资组合。禁令解除后，日本企业年金投资股票的比重提高了，而存贷款比例相应下降。

我国企业年金监管模式的选择及发展趋势

我国对企业年金投资的监管基本上遵循了定量限制的思路。《企业年金基金管理试行办法》中第四十七条和第四十九条对投资工具比例和所有权集中都制定了详细的定量限制。其中，流动性产品及货币市场基金的比例，不低于基金净资产的20%；固定收益类产品及可转换债、债券基金的比例，不高于基金净资产的50%，投资国债的比例不低于基金净资产的20%；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%，投资股票的比例不高于基金净资产的20%。单个投资管理人管理的企业年金基金财产，投资于一家企业所发行的证券或单只证券投资基金，按市场价计算，不得超过该企业所发行证券或该基金份额的5%；也不得超过其管理的企业年金基金财产总值的10%。第五十条、五十一条还规定了有条件性和禁止性的交易。

我国目前选择定量限制监管模式显然是同我国的宏观金融环境、监管能力和企业的微观治理水平相吻合的。从各国选择监管模式的情况来看，均综合了金融市场的发育程度等一系列因素加以考虑。发达国家完善的金融市场和复杂的监管体系为“审慎人”规则确保年金的安全提供了良好的外部环境。而发展中国家在年金建立之初，由于投资管理人和监管层经验的欠缺、资本市场的高波动性、投资管理人自我监管和治理结构的不完善、法律方面的障碍、资本账户的管制以及“审慎人”规则要求的高透明度的信息披露等现实的条件限制，都从各个方面决定了其不宜采用“审慎人”规则，而应制定较为严格详尽的投资限制，这也是我国目前的企业年金监管采取该种模式的现实合理之处。

但是，无论从监管实效、投资收益还是演变趋势来看，“审慎人”规则都是较为完善的企业年金监管模式的规则选择。因此，我国当前对于企业年金监管的限制应根据年金规模的壮大和资本市场的深化而有计划、有选择地放宽。有研究表明，当企业年金资产达到GDP的5%时，就可以放松投资限制；当企业年金资产达到GDP的20%时，就可以允许投资于海外资产。办法的第四十八条就指出，根据金融市场变化和投资运作情况，劳动和社会保障部会同中国银监会、中国证监会和中国保监会，适时对企业年金的投资产品和比例进行调整，这就为我国企业年金投资监管模式的过渡预留了空间。企业年金监管部门应在定量限制监管的基础上逐步融入“审慎人”规则的理念，一方面，应通过信息披露推动投资管理人内控制度和治理结构的完善，使其成为真正诚实勤勉的审慎投资人。同时，应随时关注我国金融市场和金融工具的进展以及企业年金的规模，放宽已有投资工具的投资限制，丰富企业年金的投资选择范围，可以参照拉美等发展中国家的经验，提高投资股票、股票基金的比例，并随着QDII的完善和衍生工具的发展，放开国外资产和衍生工具的投资禁地，为企业年金提供安全性和收益性的投资保障。

表1 部分实行“审慎人”规则的OECD国家对投资组合的限制

国家	股票	不动产	债券	投资基金	贷款	银行存款
英国	无限制	无限制	无限制	无限制	禁止与雇主相关的	无限制
美国	无限制	无限制	无限制	无限制	禁止与雇主相关的	无限制
加拿大	无限制	不得高于25%	无限制	无限制	无限制	无限制
意大利	无限制	不允许直接投资	无限制	投资封闭式基金	≤20%	无限制
荷兰	无限制	无限制	无限制	无限制	无限制	无限制
澳大利亚	无限制	无限制	无限制	无限制	无限制	无限制



资料来源: Juan Yermo (2003), survey of investment regulation of pension funds, OECD

表 2 1998 年部分国家年金的投资组合 (单位: %)

流动性资产 贷款 国内债券 国内股票 实体投资 国外资产

英国 401452318

美国 412153011

德国 033431077

日本 5143423018

加拿大 533827315

法国 018651025

意大利 013516480

荷兰 2102120742

瑞典 00642088

芬兰 13069972

平均 384024913

实施审慎人规则国家 5433291015

实施定量限制的国家 017571367

资料来源: Mercer (1999), National flow of funds balance sheets, OECD

表 3 1980—1995 年 OECD 国家养老金投资组合的估计收益

名义收益率(%) 标准差 真实收益率(%) 标准差 真实收益率(1970—1995)(%) 标准差(1970—1995)

英国 15.88.79.89.75.912.8

美国 13.29.28.410.94.511.8

德国 9.77.06.76.965.9

日本 8.99.16.99.44.410.2

加拿大 12.410.07.510.64.810

新西兰 9.26.36.36.74.66

瑞典 11.515.24.915.9213.1

平均 11.59.47.210.04.610.0

实施审慎人监管国家 11.98.77.89.54.810.2

实施审慎人监管国家(除日本)12.78.68.09.55.010.2 实施定量限制的国家 10.611.15.811.44.09.5

资料来源: Davis and Steil (2000), Institutional investors MIT Press, forthcoming.

表 4 部分国家养老金的股票投资比例 (单位: %)

1970 1975 1980 1985 1990 1995 1997

英国 454646586368.772

美国 414143404655.761

日本 1010273652

加拿大 304025312946.955

瑞士 32591614.218

荷兰 14137152026.436

资料来源: Davis E.P., Pension Funds, Retirement-Income Security, and Capital Markets: An International perspective, Oxford: Oxford University press.

表 5 智利养老金投资比例限制 (单位: %)

资产类型 1981 年 1982 年 1985 年 1990 年 1992 年 1995 年 1996 年 1997 年 1998 年

政府债券 10010050454550505050

公司债券 606040404040454545



可转换债券 10101010101010

抵押证券 7040405050505050

信用证 7040405050505050

定期存款 7040405050505050

股票 30303037373737

共同基金 10101010101010

外国证券 3 9 91212

对冲工具 9 9 912

资料来源: Juan Yermo (2000), *Pension Funds in Latin America: Recent Trends and Regulatory Challenges*.

