

论发展企业补充养老保险与完善证券市场的关系

中国人民大学财金学院 朱青

养老问题是当今世界各国普遍面临的一大社会经济难题，在人口老化的国家情况更是如此。我国由于从 70 年代以来一直实行人口控制政策，因而也出现了人口老化的问题，而且与发达国家相比，我国的人口老化速度快，老年人口的规模大。据权威部门预测，到本世纪末，我国将步入老龄化社会，60 岁以上老年人口占总人口的比重将超过 10%。如何应付这一巨大的老年群体的养老问题已成为摆在我国政府面前亟待解决的新课题。尤其是长期以来，我国城市职工老有所养的问题一直是靠国家的养老保险来解决的。随着人口的迅速老化，国家的养老负担急剧增加，这种状况给单一依赖国家的老年经济保障模式带来了极大的挑战。这个问题如不及时加以解决，国家今后在养老保险方面将会不堪重负。而纵观世界各国的养老体制，多数国家实行的是所谓多层次的养老保险体系，即国家的养老保险与企业补充养老保险、个人自愿养老储蓄共同发展，养老责任由国家、企业和个人共同承担。通过研究国外的养老保险体制我们还发现，企业补充保险与证券市场之间存在着一种相互依托、相互促进的关系，发展企业补充养老保险完全可以与发展和完善证券市场紧密地结合起来。过去人们在谈论企业补充养老保险的意义时，总是将其与减轻国家社会保险的负担相联系，但对于养老基金可以促进证券市场的健康发展却谈论得不多。实际上，在我国证券市场尚属起步阶段的今天，大力发展企业基金式的养老保险既可以减轻国家的养老负担，同时也有利于培育和壮大我国新兴的证券市场，达到“一石两鸟”的作用。

一、企业补充养老保险的筹资模式分析

企业补充养老保险发展对证券市场的意义，必须首先从企业养老保险的筹资模式谈起。我们知道，养老保险是一种长期性的保险项目，而且保险责任很容易预测，所以，它的筹资模式可以采用基金式，即保险计划通过缴费事先积累起一笔储备基金，以应付未来向保险计划的参加者支付养老金的需要。养老保险计划是政府举办的，它可以采用现收现付的筹资模式，即保险计划当期的缴费收入全部用于当期养老金的支出，保险计划基本上不留多少储备基

金。现收现付的养老保险计划是靠政府的征税权来支撑的，计划的参加者虽然没有给自己积累养老基金，但却有政府未来向其支付养老金的承诺。企业发起的补充养老保险属于私人性质，是一种自愿的保险，政府不会对其担保或进行承诺。企业养老金计划的正常运行就需要在筹资模式上实行基金式，用积累起来的养老基金来履行对计划参加者支付养老金的承诺。在这种情况下，养老基金的保值增值就具有了十分重要的意义，养老基金的投资因而也就成了企业补充保险计划运营中的一个十分重要的问题。

从国外的实践来看，企业补充养老保险一般也都实行的是基金式筹资模式。在西方国家，企业举办补充养老保险主要采取对外投保和参加养老基金会等方式。所谓对外投保，是指企业代表职工与保险公司签订保险合同，企业职工的养老责任由保险公司承保。保险公司则按照保险统计的原则计算企业和职工每年应向保险公司缴纳的保费，并将保费收入积累起来，形成一笔储备基金。保险公司可以采取“个人保单安排”和“团体养老金计划”向投保人提供保险。在美国、英国、日本等国家许多企业采用对外投保方式实施企业养老计划，从而使人寿保险公司积累起很大一笔养老基金。例如，1993年，美国人寿保险公司管理的养老基金资产已达10435亿美元，占人寿保险公司全部资产的58%。通过参加养老基金会向职工提供养老保险，即企业委托一个具有独立法人地位的信托基金来办理其养老金计划。养老基金会是一个独立的、非盈利性实体，它一般吸收同行业的企业加入。养老基金会的受托管理机构一般由成员企业的雇主或工会代表选举组成，其职责是雇用基金管理者以及雇用负责收取保费和支付养老金的私人管理公司，养老基金会本身并不直接提供以上服务。目前这种通过私人养老基金会的方式举办的企业补充养老保险在英、美等国更为普遍。例如，1993年，美国各种私人养老基金会拥有的资产共计23361亿美元，与人寿保险公司管理的养老基金资产之比为2.2:1。

二、 企业养老基金进入证券市场的意义

企业补充养老保险一般都实行基金式的筹资模式，而企业的养老保险计划所承担的养老金支付责任又是一种长期的负债。这样，企业的养老保险计划就可以形成一笔长期性的相对稳定的基金，这笔基金的投资期限大约在20年以上。作为这笔养老基金资产的管理者，为了保证企业养老计划参加者的切身利

益，在兼顾安全性的前提下，应当为养老基金寻找一种高收益的投资对象。这就要求养老基金进入证券市场。由于投资风险和投资策略都要受投资期限长短的影响，作为一个长期投资者，养老基金适当投资于普通股票等具有高收益率的金融资产是可行的。当然，股票投资会有风险，但如果把养老基金交由专业投资机构进行运作，按照现代资产组合理论进行投资管理，股票投资的风险并不是完全不能规避或降低的。在养老基金进入证券市场寻求高收益的同时，也就为证券市场注入了一股巨大和稳定的资金来源。

在证券市场上，养老基金作为机构投资者，其稳健的长期投资决策和巨大的资本运营规模，对保证证券市场的稳定、高效运行可以起到十分重要的作用。可见，养老基金与证券市场之间可以形成一种相互促进的关系，在相互促进中二者可以获得共同的发展。国外一些国家的实践也证明了这一点。目前各国对私人养老保险基金的投资有不同的管理办法。有的国家只对养老基金的投资作原则上的规定，例如，美国、英国、荷兰等国规定私人养老基金的投资要遵循“审慎管理原则”，但对企业养老基金的资产结构不作具体的规定。也有的国家例如日本、瑞士、瑞典、德国、丹麦等国则对私人养老保险基金的投资结构有严格的限定。

这种限定有两种形式。一是规定养老基金投资于无风险或风险小的金融资产的部分不得低于一定比例。如比利时政府规定，企业养老基金投资于政府债券的部分不得低于 15%；丹麦政府规定私人养老基金投资于政府债券、金融机构债券、银行存款等安全资产的比重不得低于 60%。二是规定养老基金投资于风险资产的上限。如瑞士对养老基金资产结构规定的上限是：国内股票，30%；外国股票，10%；外国货币资产，20%。然而，无论各国对企业养老基金投资的规定是松是严，但还没有哪一个国家规定企业的补充养老保险基金必须全部投资到政府的债券上。这与一些国家（例如美国）规定社会保险基金必须全部投资于政府债券的限定有明显的区别。总的来说，各国企业养老保险基金相对于社会保险基金而言都有较大的资产结构选择空间和投资的灵活性。这为企业养老基金活跃于证券市场，尤其是活跃于股票市场提供了可能。

在西方国家中，美国是企业养老基金与股票市场联系最紧密的国家。在美国的资本市场上主要有三类机构投资者，即各种养老基金、捐赠基金和投资基

金（共同基金）。从 1960 年代早期开始，养老基金持有的普通股票在数量上一直领先，其相对重要性也日益增加，目前已成为资本市场上最大的机构投资者。1990 年代中期美国各种企业养老基金的资产已经达到了约 3 万亿美元，约占证券市场上交易的所有证券价值的三分之一。在这 3 万亿美元的养老基金资产中，公司股票占 45%，美国政府的债券约占 17%，公司债约占 13%，定期存款约占 9%，共同基金资产约占 3%。1960 年代，美国的养老基金只拥有纽约证券交易所上市股票市值的 5%，到 1995 年该比例已上升到 30%。在美国，养老基金几乎成了机构投资者的代名词，人们一提到机构投资者，一般就是指养老基金。由于养老基金在资本市场上占据了如此重要的地位，所以有的美国经济学家甚至说：“美国的证券市场不是在华尔街，而是在养老基金”。

在美国，企业养老基金的投资有以下几种管理方式。一是养老基金会自己的专业投资管理人员进行管理，采取这种做法的主要是一些大型的养老基金会，它们往往拥有庞大的养老保险基金。另一种是养老基金会把养老基金投资的日常管理职责委托给专业的投资管理公司，养老基金的所有者或保险计划的主办者负责制定养老基金资产配置的总体政策，专业投资管理公司负责基金资产的日常管理。有的较大的养老基金会还要把自己的资产委托给几家投资管理公司，在投资管理者之间分散投资风险。这样，养老基金在每个投资管理公司的资产组合内分散风险的必要性就大大地下降了。为了使公司雇员可以在证券组合之间进行选择，80 年代末、90 年代初一些企业把养老基金的投资对象转向了共同基金。养老基金向共同基金购买一种特殊的投资管理服务，称为有管理的混合基金（Managed Commingled Funds）。另外，还有一些小的养老基金会把养老基金委托给银行信托部门或委托给人寿保险公司进行投资。需要指出的是，在美国资本市场上，除了有企业养老基金之外，还有州和地方政府雇员的养老基金。这种公共养老基金也采用基金模式，而且也投资于各种金融资产。如果把企业养老基金、人寿保险公司的养老储备基金以及州和地方政府雇员的养老基金都考虑进来，这些养老基金目前在美国证券市场上持有的证券价值大约要占到全部证券交易价值的 40%，这无疑是对美国证券市场的一种巨大的支持。

三、 国外经验对我国的借鉴意义

美国的证券市场有 40%是靠各种养老基金支撑的，这是美国资本市场相对稳定的一个重要原因。相比之下，我国证券市场上缺少的正是这种资金雄厚、以长期投资为主的机构投资者。我国证券市场发展的一个显著特点是投资者结构以中小散户为主体，虽有一些投资基金，但数量少，规模小，行不成气候。据统计，到 1997 年底，在沪深两个证券交易所上市及联网的投资基金只有 25 只，市值约 56 亿元，与两地 A 股总市值 17153 亿元相比简直微不足道。由于中小散户主导了证券市场，而且他们的投机意识较强，所以造成了我国证券市场运行很不规范，市场上“炒”风盛行，股价波动性很大。有人统计，我国沪深股市股票的年周转率 1996 年达到了 1000%，比世界高周转率的股市还要高出许多，如日本股票周转率 1987 年达到了最高水平，但也不过才是 80%。现在需要考虑的是，我们是否也可以像美国那样通过发展企业补充养老保险的方式来培育我国的机构投资者，完善证券市场，这是一个很值得研究的新课题。

发展企业补充养老保险必然要生成一笔巨大的养老基金，这笔钱当然不能全部用于购买风险较大的公司股票和公司债券。但养老基金毕竟需要保值增值，需要有一个好的投资回报。从这一点来看，将一部分养老基金投资于股市也是有必要的，不能一概排斥。美国的情况就是一个很好的说明。按照法律规定，美国的社会保险储备基金必须全部投资于联邦政府的特种债券。1980 年—1990 年，美国老年、遗属社会保险（OASI）基金的平均实际收益率为 4.8%，而同一时期，美国企业的养老基金由于大量投资于股票，平均实际收益率则高达 8%。世界上有许多国家由于过分强调养老基金投资的安全性，结果投资效益很差，导致养老基金大幅度贬值，这方面的例子屡见不鲜。80 年代就有许多国家社会保险基金投资的实际收益率是负数，例如，秘鲁为 -37.4%，土耳其为 -23.8%，赞比亚是 -23.4%，委内瑞拉为 -15.3%，埃及为 -11.7%，厄瓜多尔为 -10%，等等。

我国目前养老社会保险已有 700 多亿元的储备基金，按规定大部分要投资于政府债券，尽管国家已经给予了比较优惠的利率，但由于利率是固定的，在通货膨胀率高的年份这笔养老基金的实际收益率仍可能是负数。

我们国家养老保险实行的是现收现付式，养老金的水平并不完全取决于养老储备基金的投资收益率，因为这时向退休者发放的养老金最终是靠政府的征税权作保证的。即使投资收益出现了负数，问题也不是很大，不会影响退休职工的养老金的发放。但如果实行企业补充养老保险，养老金就失去了政府征税权的保障，这时养老金的发放水平就完全取决于养老基金的投资状况。养老基金的投资效益好，退休职工就可以多得一些实惠。从这个意义上说，应当允许企业的养老基金投资涉足股票。我们说应当允许企业养老保险基金涉足股票，这里还有一层考虑，即企业举办的养老保险毕竟是补充性的，是在国家的基本养老保险基础上建立的，企业的保险计划发放的养老金并不是退休职工的“保命钱”，而是给其生活“锦上添花”。所以，企业养老基金投资于股票抗风险的能力大于社会保险。社会保险基金提供是退休职工的“保命钱”，它的投资必须确保万无一失，而企业补充保险基金的投资在收益性和安全性之间则有较大的回旋余地。正是出于这种考虑，所以一些国家比如美国不允许养老保险基金投资股票，但却允许企业补充养老基金投资股票。在我国发展企业补充养老保险并允许企业养老基金进入股市，对我国的国有企业改造也有积极的意义。十五大报告提出，对大中型国有企业要进行规范的公司制改革，对国有企业实行战略性改组，采取多种形式抓大放小。然而这一切都离不开一个稳定、规范和发达的证券市场。如果我们能够利用发展企业补充养老保险的机会向我国的证券市场注入资金和活力，则必然会推动国有企业的改组、改制和改造。从国际比较上看，我们国家的股市发展潜力还很大。例如，美国股市的市值是其 GDP 的 1.3 倍，而我国仅为 23%。股市的发展需要注入资金，在这种情况下，大力发展企业补充保险，并将企业养老基金这笔稳定的资金来源适当注入股市，这样就会在解决我国城市职工养老问题的同时，也为我国的股票市场发展注入新的活力，从而最终也有利于解决我国国有企业的改组、改造。

主要参考资料：

- ① Michael P. McLendon: Privatization and Capital Market Development, 1996
- ② Robert C. Radcliffe: Investment (Fifth Edition), 1997

③ Stanley B. Block: Foundations of Financial Management, 1997

④ Frank J. Fabozzi & Franco Modigliani: Capital Markets Institutions and Instruments (second Edition), 1997

中国人民大学财金学院 朱青

本文发表在《财贸经济》，1999年第7期