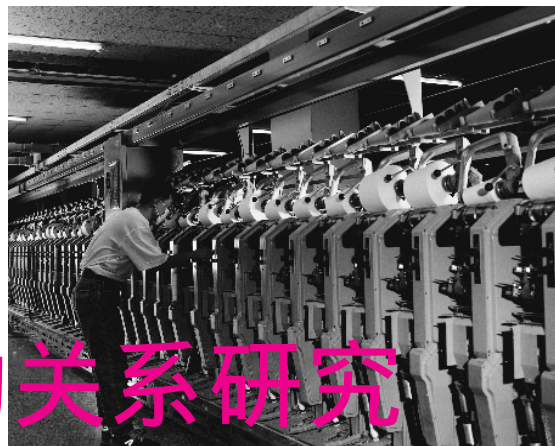


企业年金基金投资与 资本市场互动关系研究



高晓倩

(厦门大学金融系, 福建 厦门 361005)

摘要: 企业年金的性质决定了它进入资本市场进行投资的必然性, 而我国资本市场的发育不成熟制约着企业年金的发展规模。基于中国企业年金投资现状及其与资本市场的互动影响, 我国应进一步完善资本市场, 充分发挥其应有作用, 实现企业年金与资本市场的有效结合与共同发展。

关键词: 企业年金; 资本市场; 企业年金基金; 投资

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-2740(2006)12-0020-03

企业年金基金是许多国家长期资本的一个主要来源, 并且基金的投资相对自由, 能够产生更高的收益, 优化资金资源的配置。作为一种长期性的后备基金, 企业年金的资本化使其拥有了双重性质: 一方面它是对工薪和薪金征收的分担费用积累的结果, 保证劳动者能成为退休金的领取者, 使他们能够定期领取稳定的养老金; 另一方面, 一旦储蓄积累的数量超过一定限度, 基金就会转移到非银行金融机构, 其职能是在保持这种巨额货币资本流动性的基础上使其最大限度地增值。这样, 年金的性质就发生了根本变化, 它不再是单纯的储蓄, 已成为“金融资本中心的构成要素, 并在投机金融中占据首要地位”(理查·法奈蒂)。企业年金入市, 无疑将给中国证券、基金管理、寿险、资产管理各行业及其他各种具备受托资产管理的专业机构的发展带来新的挑战和机遇。

一、中国企业年金的发展现状

我国养老保险体系的基本框架始于 20 世纪 80 年代末和 90 年代初, 2000 年我国将企业补充养老保险正式更名为企业年金, 开始在部分地区试点实行。经过 10 多年的建设, 企业年金在我国有了较大发展, 从覆盖率来看, 截至 2003 年, 全国参加企业年金的员工近 700 万人, 占基本养老保险参保职工的 6%, 当年企业年金积累总规模已达 350 亿元, 人均近 5000 元。但与其他发达国家相比, 发展相对缓慢。2005 年 8 月 2 日, 劳动和社会保障部下发的《关于公布第一批企业年金基金管理机构的通告》公布了第一批 37 家企业年金基金管理机构的名单。这标志着企业年金进入资本市场工作已进入实质性操作阶段。但由于企业年金的相关市场监管、开户管理等法规尚未出台, 使得企业年金至今仍无法进入股市、债市等投资渠道。据估算, 我国企业年金的存量规模近 1000 亿元, 一旦企业年金投资基金的开户问题得到解决, 市场正式启动, 每年新增资

金将在 800 亿~1000 亿元左右, 若按 30% 左右的入市比例, 企业年金将通过直接和间接的方式每年供给股票市场的资金约 300 亿元。

二、企业年金入市投资对资本市场的影响

(一) 企业年金投资对现有基金市场的影响

1. 企业年金自身经营的特点以及对资金安全性、流动性的高度要求, 促使基金公司创立针对企业年金的新的开放式基金。同时, 由于企业年金计划的参保人作为长期投资者, 其资金的投入和撤出相对稳定, 也为采取开放式基金的形式提供了前提条件。

2. 针对企业年金资金的性质, 以协议募集方式发行开放式基金, 为企业年金度身定做新的基金品种, 可避免基金的趋同性。同时, 由于年金基金的投资行为较一般的投资者更为理性, 风险承受能力强, 投资周期长, 也有利于基金业的发展和资本市场的稳定。

3. 促使基金管理公司降低费用。目前的基金管理费相对较高, 这并非市场化配置资源的结果, 而是垄断的结果。对企业年金以协议募集方式发行开放式基金, 手续简便, 费用低廉, 可以促进基金管理人之间的竞争, 有利于降低费用, 降低投资管理成本。

4. 年金保险基金可选择更优秀、更适宜的基金管理公司, 共同参与新基金的设立与运作, 有利于基金公司了解企业年金参与者的投资需求。同时, 基金管理公司通过招募大量专业人才, 可以对入市资金的运作进行宏观理性地控制和操作。由于开放式基金透明度较高, 也为企业年金保险代理人(基金会)对其资金运作情况进行监控提供了有利的条件。

(二) 企业年金对证券市场的积极作用

1. 促进证券市场规模的扩大。长期、稳定、巨额的企业年金资产经过精确计算、合理的期限安排和投资组合, 投

入证券市场后可大大增加市场上的资金供给量,刺激并满足筹资主体的资金需求。

2.促进证券市场创新。企业年金资产的特性,使得它对证券投资工具、风险管理手段、交易手段都有特定的要求,因而可以促进证券市场工具和运作方式的创新。

3.扩大机构投资者队伍,促进证券市场稳定发展。企业年金资产管理者是典型的机构投资者,拥有长期、稳定的巨额资金,并且其遵循长期稳健的原则,所以能够在很大程度上消减市场的频繁波动,有效地稳定市场。

4.促进证券市场结构的改善。企业年金资产投资于证券市场,需要根据其收益和风险偏好制定和调整投资组合,而不是单一的投资于某类证券,这在客观上有利于改善证券市场上各种证券资产的比例结构,使其在动态调整中趋于合理。

三、资本市场对企业年金的影响

(一) 资本市场的成熟性对企业年金基金管理的影响

资本市场使企业年金成为一个持有不同资产的机构投资者。这样,企业年金基金的积累在得以资本化的同时,必然要承受资本市场中的各类风险。所以,在既定的资本市场中,各种投资风险要求企业年金基金对其投资理念及负债管理模式作出若干适应性改变,以有效地进行资产组合,在既定的条件下实现最有效率的风险投资回报的搭配。

表 1 2004 年部分国家养老基金投资组合 单位: %

国家	现金与存款	国债	公司债券	贷款	股票	不动产	共同基金	未配置的保险契约	其他投资
比利时	3.3	2.7	1.7	0.3	9.4	1.4	75.2	2.7	3.4
加拿大	5.0	18.7	5.4	..	23.6	3.5	36.7	..	7.2
丹麦	0.3	24.7	29.0	7.2	19.8	2.1	16.9	n.a.	0.0
芬兰	0.9	50.1	0.0	8.5	30.4	9.6	0.0	0.0	0.5
德国	2.6	2.5	26.6	28.1	32.2	3.8	4.2
意大利	5.9	34.8	..	n.a.	8.4	9.2	10.3	24.5	7.1
韩国	7.4	24.3	56.4	9.9	0.2	0.0	0.5	n.a.	1.4
墨西哥	0.0	85.2	11.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.1
挪威	4.7	27.6	32.5	2.7	24.8	4.2	3.5
波兰	5.8	58.9	1.4	0.0	33.4	n.a.	0.0	n.a.	0.5
西班牙	4.9	20.3	36.4	0.0	17.5	0.2	7.5	..	13.3
瑞士	9.9	29.3	..	5.0	19.1	12.3	17.5	..	6.9
土耳其	0.0	72.6	0.0	0.0	13.2	0.0	0.0	0.0	14.2
英国	2.5	14.7	6.8	0.5	43.4	4.3	15.4	6.0	6.3
美国	8.3	6.4	5.0	0.1	35.5	0.6	30.7	9.4	4.0
巴西	44.2	14.9	2.2	3.9	15.9	6.7	11.6	0.0	0.6
哥伦比亚	0.8	48.5	30.1	0.0	6.2	0.0	2.2	0.0	12.2
新加坡	2.7	96.4	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.7

资料来源: OECD Global Pension Statistics

说明: “..”表示该数据不可获得; “n.a.”表示不存在该数据。

如表 1 所示,除受养老保险政策的影响外,一个国家特定的资本市场及发展程度直接影响到年金基金的资产组合。如果资本市场不成熟,在年金基金的资产组合中,流动性资产的比例一般不会太大,资金较多地投向长期资产。因为年金基金的债务期较长,可以持有更大比例的长期回报率较高的资产。资本市场的发展状况直接决定了企业年金基金可以采用的投资种类以及各种投资工具安全性的大小。

1.成熟的资本市场投机性较弱,资本资产价格在短期内相对稳定,能够比较真实地反映上市公司的价值,对从事长期投资的企业年金基金来说,市场价格风险较小。

2.成熟的资本市场利率波动幅度小,可以在很大程度上作合理预期,使企业年金基金的负债风险减小,从根本上保证了企业年金基金的不断扩展。如在一个较成熟的资本市场中,就有可以对人口救济进行分析预测,对企业年金基金的筹集、运用和支付作出妥善安排。

3.成熟的资本市场系统性风险较小,能够提供多种投资途径,通过有效的资产组合,获取稳定、高额的投资收益。

4.成熟的资本市场基础设施比较完善,市场流动性较强,能够充分满足企业年金基金的投资需要。另外,成熟的资本市场信息披露更加准确,市场规模大,能容纳企业年金基金的巨额投资需要。

显然,发达国家的资本市场具有相对较高的流动性,加上专业的投资管理组织和信息网络等中介机构,企业年金基金资产的流动性得以充分实现,可以保证满足企业年金基金本身对各种不确定性的需要,为企业年金基金管理人的投资决策和管理提供高效、迅捷的市场服务。发展中国家因资本市场发展不成熟,如缺乏金融工具、市场缺乏有效的监管和制度非均衡而呈现出异常突出的投机性,使得公司债券风险加大,市场波动剧烈,致使年金基金难以有效地组合资产,无法高效运用通过年金基金形成的现实资本。而新兴资本市场较高的通货膨胀率不仅使实际利率较低,进而影响企业年金基金的实际收益;另外,由于经济的多变性和快速增长也很难对未来市场利率形成正确的预期,从而影响企业年金基金管理者决策的正确性和基金投资的收益水平。同时我们发现,新兴资本市场由于缺乏管理经验、市场规模小,使市场波动幅度大,系统风险处于较高的水平。

(二) 资本市场对企业年金基金规模的约束

从企业年金进入资本市场理论及国际经验来看,由于企业年金基金对资产投资风险—收益的特殊要求,客观上需要政府部门对此作出科学的安排,以有效地通过企业年金基金进入资本市场促进资本市场效率的提高及经济的持续发展。

在利率市场化、资本市场开放以及对金融机构监管得到完善之前,应对企业年金基金投资的上限和下限作出严格的规定,尤其要对其投资于股市作出精心安排。投资比例限制主要分为两类,一是宏观的比例限制,即企业年

金总资产的规模占资本市场市价总值或净资产总值的比例;二是微观比例限制,即单个企业年金基金的股票市场投资规模占该基金总资产值的比例,微观比例限制实际上是对企业年金基金的投资组合的结构控制。

中国资本市场的资本容纳能力(在一定收益率条件下)将限制中国企业年金基金的投资规模。截至2002年12月31日,中国资本市场中的1230只人民币普通股的年报数据显示,深、沪两市的上市公司2002年度总利润额为873.74亿元,净资产总值为14786.7亿元,市价总值达38329.14亿元。也就是说中国上市公司如果将所有的利润全部用来分配,可以分配873.74亿元,而实际的现金分红只有465.45亿元。如果企业年金基金的60%投资于股票市场,而这部分资产占整个市场的比重不超过30%,则企业年金保险基金规模分别是6242亿元(按市值投资)和4714亿元(按净资产值投资)(见表2)。

投资规模的选择主要考虑两个比例:一个是允许投资于股票的基金比重(基金投资比例);另一个是年金资产投资于股票市场应该占资本市场的比重(市场投资比例)。由于目前中国资本市场开发程度相对较低,外汇依然受到国家管制,在这种金融环境下,金融投资品种相对较少,而且中国债券市场规模尚小,大量的民间资产都以银行存款的形式存在,银行存款利息收益率非常低,如果年金资产大规模地存入银行(考虑到年金运营成本,年金资产的收益率将低于银行利率),则年金制度的内在动力将消失,人们不会选择一个比银行存款利率还低的积累方式来保存自己的退休金。

如果考虑到中国债券市场的规模,参考中国企业年金基金规模测算表,应该以60%~70%年金基金投资于股票市场,而且年金基金投资于资本市场的规模不宜对资本市场

产生过大的影响,这是因为年金资产需要较高的变现能力、防止因资产规模过大而操纵股票价格的违法行为。因此,年金资产投资规模占资本市场总价值的比重最好控制在30%以内较为合理。如果将来中国年金市场发展到一定程度,可将年金纳入市场化管理的轨道,即按商业化模式运作,则年金将分散为众多的独立资产,由多家年金投资管理人负责投资运营,尽管年金资产仍不宜超过总资本市场规模的10%,但总的年金资产规模将可以达到资本市场规模的50%以上。

参考文献:

- [1] 邓大松,刘昌平.中国企业年金制度研究[M].北京:人民出版社,2004.
- [2] 李绍光.养老金制度与资本市场[M].北京:中国发展出版社,1998.
- [3] 殷俊.企业年金制度创新与发展研究[M].武汉:武汉大学出版社,2005.
- [4] 杨燕绥.企业年金理论与实务[M].北京:中国劳动社会保障出版社,2003.
- [5] 何孝星.证券投资基金运行论[M].北京:清华大学出版社,2003.
- [6] 马勇,张阳.养老基金与资本市场互动关系研究——实证与基于中国的具体分析[J].重庆社会科学,2004,(1).
- [7] 潘莉.企业年金与我国资本市场发展的几点思考[J].海南金融,2005,(6).

(责任编辑:周冰)
(责任校对:周冰 梁雪芳)

表2 中国企业年金基金规模测算 单位:亿元

	10		20		30		40		50		60	
	市值	净值	市值	净值	市值	净值	市值	净值	市值	净值	市值	净值
20	6242.28	4713.92	12484.56	9427.84	18726.84	14141.75	24969.12	18855.67	31211.40	23569.59	37453.68	28283.51
30	4161.52	3142.61	8323.04	6285.22	12484.56	9427.84	16646.08	12570.45	20807.60	15713.06	24969.12	18855.67
40	3121.14	2356.96	6242.28	4713.92	9363.42	7070.88	12484.56	9427.84	15605.70	11784.79	18726.84	14141.75
50	2496.91	1885.57	4993.82	3771.13	7490.74	5656.70	9987.65	7542.27	12484.56	9427.84	14981.47	11313.40
60	2080.76	1571.31	4161.52	3142.61	6242.28	4713.92	8323.04	6285.22	10403.80	7856.53	12484.56	9427.84
70	1783.51	1346.83	3567.02	2693.67	5350.53	4040.50	7134.03	5387.33	8917.54	6743.17	10701.05	8081.00
80	1560.57	1178.48	3121.14	2356.96	4681.71	3535.44	6242.28	4713.92	7802.85	5892.40	9363.42	7070.88

数据来源:殷俊.企业年金制度创新与发展研究武汉大学出版社,2005版。

说明:1 横向:市场投资比例(%);纵向:基金投资比例(%).

2 收益率值是根据2002年数据计算而得,并作为此表计算的假设条件,即:净资产年收益率=5.91%,市价投资收益率=2.28%。年收益率数据分别采用:可分配收益总额/总净资产值、可分配收益总额/市价总值。