

企业年金委托代理链条上的风险及应对策略

蒋志慧 干胜道(博士生导师)

(四川大学工商管理学院 成都 610064)

【摘要】随着人口老龄化问题的日益凸显,我国的养老保障体系受到越来越多人的关注。企业年金作为养老保险体系的第二大支柱,其安全性将与亿万人的切身利益密切相关。本文基于信息不对称理论分析我国企业年金委托代理链条上存在于各主体间的风险,并从年金计划模式的修正、博弈理论的契约完备性等角度提出应对策略,具有一定的现实意义。

【关键词】企业年金 委托代理链条 风险 应对策略

一、企业年金委托代理链条概述

我国企业年金是在缴费确定型计划下的信托运营模式。缴费确定型计划,即DC计划,雇主和雇员按预定的标准向独立的个人账户定期或不定期缴纳固定的款项,待雇员退休后,根据缴费的情况及投资的收益一次性或定期向雇员支付年金。DC计划是完全积累式的企业年金计划方案,其个人账户的资产取决于雇主和雇员的缴费金额、投资收益的高低、退休年龄的大小等因素。在DC计划中,雇员掌握个人账户中资产的投资决策权,其投资收益的风险也完全由雇员承担。

在我国由于年金知识尚未普及,企业年金的投资决策权交给了计划管理人,从而免去了对投资者的教育环节。正因为如此,我国企业年金计划也有了一定的特殊性。在信托运营模式下,企业年金涉及的管理主体有受益人(雇员)、委托人(雇主)、受托人、投资管理人和账户管理人。受益人和委托人是委托代理链条的起点,具体执行年金投资运营的投资管理人是委托代理链条的终点。各主体之间有多层委托代理关系,主要有企业年金委托人和受托人之间的所有权代理关系——信托关系;受托人与投资管理人和账户管理人、年金托管人之间的经营权代理关系——传统的委托代理关系。委托代理层次的增加必然增加初始委托人与最终代理人之间的距离,使得监督变得更加缺乏效率。每层委托代理关系都存在代理人违背委托人意愿的可能性,风险控制链条也相应加长。企业年金信托运营下的风险链条如图1所示:

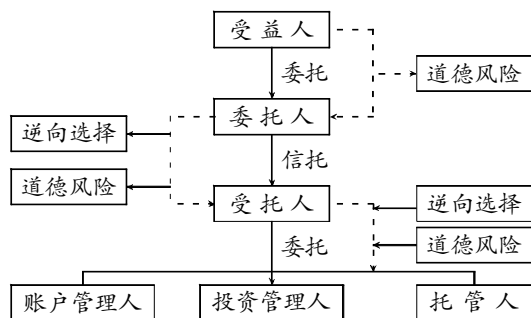


图1 企业年金信托运营下的风险链条

二、企业年金委托代理链条上存在的风险

1. 受益人与委托人之间激励约束机制的弱化对受益人产生的道德风险。在DC计划中,企业年金实行个人账户管理,雇员承担年金运营的所有风险,年金的投资决策权理应由雇员掌控。但由于我国对于年金的运营机制构建还处于起步阶段,雇员对年金的相关知识缺乏了解,于是雇员将年金委托给企业进行整体投资管理,受益人与委托人之间的关系如同公司的股东和管理者,即所有权和经营权分离。两权分离使受益人无法直接控制企业年金的投资运营,其收益情况直接受到委托人的投资理念的影响。雇员的目标是年金基金投资的安全稳定、年金的保值和增值,而企业的最终目标是追求自身利益的最大化。在这种情况下,雇员和企业的利益函数往往呈现反向变动关系,委托人的决策很可能损害受益人的利益。委托人在整个委托代理链条中处于相对特殊的地位,既要保证链条上游受益人的利益,又要对受托人进行监督。然而,委托人的利益与年金运营链条中各部分的利益联系并不紧密。我国DC计划中的企业年金的控制权基本在受托方,而未来现金流的流入方是受益人,根据资产的定义,企业年金作为独立核算主体将不构成企业的资产。企业只在缴费环节进行非资本化会计核算,而对年金后续运营的情况不再进行跟踪核算,在年报中披露甚少,年金的运营情况不直接影响企业的市场价值。

2. 契约签订前,委托人和受托人、受托人和投资管理之间信息不对称带来的逆向选择风险。信息不对称将会使委托人和受托人、受托人和投资管理人在签订契约前出现逆向选择。在委托人选择受托人的过程中,受托人对自身的投资管理能力和运营效率等方面的信息是比较清晰的,相对于委托人处于信息优势地位,它可能对个人信息进行粉饰或隐瞒。在这种假设前提下,委托人会要求受托人给予更多的承诺和承担更多的责任,以避免信息不对称带来的风险。而在需求方如此高的要求下,优质的年金管理人的成本收益将失衡,从而被市场淘汰。委托人将“逆向选择”劣质年金管理人,如此循环将造成企业年金市场的运作无效性。

当受托人和投资管理人由不同的机构担任时,二者的角色相当于企业的高层管理者和基层管理者。专业的投资管理人对“一线的”投资市场环境、投资产品及相关信息一般有较为清晰的认识。受托人作为高层管理者虽然能掌控宏观的投资策略和方向,但对具体的投资组合和投资资产的风险则处于信息劣势地位。受托人和投资管理人之间也存在信息不对称。同理,信息不对称也会引发受托人的“逆向选择”行为。

3. 契约签订后,委托人和受托人、受托人和投资管理人之间信息不对称带来的道德风险。委托人和受托人之间为信托关系,信托关系赋予了企业年金受托人充分的自由度和较大的财产控制权,受托人可以自己的名义从事除信托契约和法律规定不能做的事情之外的活动。在受托人签订信托协定进行企业年金的运营后,受托人处于年金委托代理链条的权力中心,受托人将负责指定投资管理人、账户管理人和托管人对企业年金系统进行有效的操作,并指导、监督各部分职能的有效实现。受托人的收益主要由固定管理费用构成,《企业年金基金管理试行办法》规定:“受托人提取的管理费不高于投资管理企业年金基金财产净值的0.2%。”这容易使受托人在确定其投资理念时过于追求年金净值的最大化,从而忽略了年金管理的风险以及受益人与委托人的利益。受托人在享有财产控制权的同时并未承担相应的投资风险,权力和责任的不对等极可能引发道德风险。

就像受益人和委托人、委托人和受托人一样,受托人和投资管理人之间也存在不同的“利益板块”。《企业年金基金管理试行办法》规定:“投资管理人提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%。”由此可见,投资管理人的利益由委托管理费构成,投资管理人可能采取如动用企业年金基金大量购买母公司发行的股票、动用企业年金基金为其控股公司在新股承销、配股过程中输送利益、介入利益相关公司的治理而大量购买该公司的股票等冒险的投资行为来提高基金资产的净值。作为年金受益人的托管对象——委托人,其责任则是以受益人的利益为前提,保证企业年金基金的安全性和保值增值。二者之间的利益冲突也会引发投资管理人的道德风险。

三、企业年金委托代理链条上的风险应对策略

1. 修正企业年金计划模式,提高信息透明度,凸显委托人的监控作用,降低委托人道德风险。企业年金的有效运营会激励员工,使企业价值提升,从而会给企业带来隐性利益。而隐性利益往往不能给雇主带来直观的感受。笔者认为,可以通过对企业年金计划的修正使企业年金的隐性利益显性化。与DC计划相对应的DB计划(受益确定型计划)下,雇员退休后享受的退休金是事先确定的,由于未来的金额将受到诸多不确定因素的影响,年金的缴付会根据环境的变化按照精算模型随时进行调整;年金投资的风险完全由雇主承担,投资决策权也完全由雇主掌握。此时雇主不仅要在企业年金缴费环节进行非资本化核算,还要在年金运营环节进行资本化核算。年金运营的好坏将直接影响企业的财务运行状况,从而影响企业自身的价值。应以DB计划为企业年金计划的中心,并在

此基础上融入DC计划的部分元素,即运营风险不是由委托人(雇主)完全承担,而是在受益人(雇员)和委托人之间以合理比例进行分摊,从而形成受益人和委托人的合作博弈。

2. 委托代理合同中引入基数确定三原则,完善契约,减少信息不对称带来的逆向选择风险。引入基数确定三原则来规范委托人、受托人与投资管理人之间的委托代理合同,一方面将受托人或投资管理人的利益加以明确,另一方面将受益人和委托人的风险传递给受托人、投资管理人,从而达到利益与风险均衡。其具体三项原则为:

(1) 委托人、受托人、投资管理人共同确定企业年金委托代理合同投资回报率基数,最终合同确定的投资回报率C是委托人要求的数额D和受托人或投资管理人自报的投资回报率S的加权平均数: $C=(1-W) \times D+W \times S$,其中 $W \in (0,1)$ 。最终合同回报率C全部归委托人,即“基数全交”。

(2) 受托人或投资管理人的实际投资回报率 $A > C$ 时,超过部分Q1将作为奖励归代理人所有;当 $A < C$ 时,不足收益部分以相同比例由受托人或投资管理人补足, $Q1 \in (0,1)$ 。

(3) 实际回报率 $A > S$ 时,将对受托人或投资管理人收取“少报罚金”,其数额= $(S-A) \times Q2$, $Q2 \in (0,1)$ 。

在这种机制下,代理人的净收益P为:

$$P = \begin{cases} (A-C) \times Q1 + (S-A) \times Q2 & S \leq A \\ (A-C) \times Q1 & S > A \end{cases}$$

委托人或投资管理人的净收益图如下:

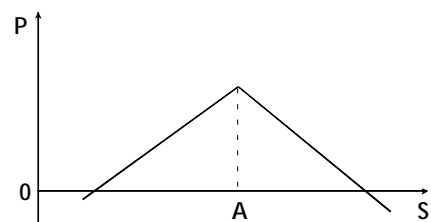


图2

由此可知,只有受托人向委托人、投资管理人向受托人真实报告自己的经营能力时,其自身才能获得最大净收益。通过该机制能在一定程度上保证受托人、投资管理人提供经营业绩信息的真实性。

3. 通过线性报酬机制在一定程度上统一委托人和代理人的利益板块,降低道德风险。目前,我国对受托人和投资管理人采取的是固定报酬机制,受托人和投资管理人的收益为固定值。而在该机制下,受益人和委托人的利益是会受到损害的。如果在固定报酬的基础上补充绩效报酬,则在一定程度上能将受益人、委托人的利益同受托人、投资管理人的利益联系起来。以风险链条中的委托人和受托人为例,委托人可以选择委托或不委托,当其选择委托后在固定报酬和线性报酬中选择其一;当受托人看到委托人的行动后则可决定应采取自己的行动。假设受托人选择勤勉工作时,将获得固定管理费用R1,其工作成本为C1;当其选择舞弊时,则获得固定管理费用R2,同时带来舞弊收益E,其工作成本为C2。通常情况下, $C1 > C2, E > 0$ 。受托人的线性报酬可以表示为 $R2 + aY1$,受托

基于现金流量分析的财务危机预警系统构建

牟伟明 徐霞

(常州工学院 江苏常州 213002)

【摘要】 本文首先对现金流量财务指标与财务危机预警之间的关系进行了理论分析,然后选取样本公司 2007 年的财务数据运用主成分分析法提取公共因子,并在提取主成分因子的基础上建立预警模型,接着对该模型进行了有效性测试,结果表明建立在现金流量财务指标基础上的预警模型能对企业财务危机起到有效的预警作用。

【关键词】 现金流量 财务危机 因子分析

一、基于现金流量的财务危机预警指标体系

1. 基础指标的选取与计算。由于不同公司具有不同的危机模式,为使预警模型更具说服力,本文考虑影响公司现金流量的主要因素,归结各个因素,选择模型指标如表 1 所示。

2. 模型指标的分析。以长期财务预警系统为基础,应从现金流量结构、偿债能力、收益比率、财务弹性、收益质量方面入手防范财务危机。

(1) 现金流量结构指标。现金流量结构是反映企业财务状况的一个重要方面,保持合理的现金流量结构是企业发展的基础。其主要包括以下两个比率: 现金流量比率=现金流入量/现金流出量。该指标用于估测企业现金流入对现金流出的总体保障能力。经营现金流量比率=经营现金流入量/经营现金流出量。该指标估测现金流量主体结构的稳健与安全性。

表1 变量选取及其涵义一览表

指标分类	变量名称	变量涵义
现金流量结构	X1	现金流量比率
	X2	经营现金流量比率
现金偿债能力	X3	经营现金与流动负债比率
	X4	经营现金与债务总额比
	X5	现金利息保障倍数
	X6	全部资金回收率
财务弹性	X7	现金股利保障倍数
现金收益能力	X8	销售现金净流入比
	X9	盈利现金比率
收益质量分析	X10	现金营运指数
	X11	净收益营运指数

人勤勉工作时可获得年金投资收益 Y_1 , 而在舞弊时年金投资收益为 Y_2 , $Y_1 > Y_2$ 。委托人报酬机制的选择过程可以根据图 3 表示的完全信息下的动态博弈模型进行分析:

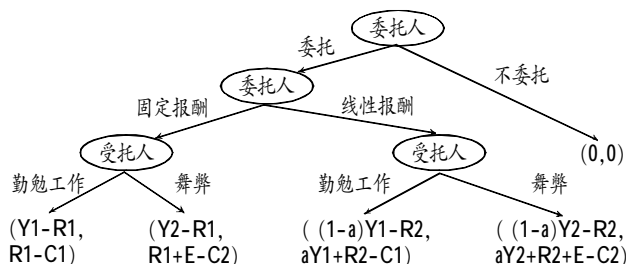


图3 委托人报酬机制选择过程

在该博弈模型中, $R_1 - C_1 < R_1 + E - C_2$, 即受益人或委托人采取固定报酬机制时, 舞弊操作是受托人或投资管理人的严格占优策略, 受益人或委托人只能获得 $Y_2 - R_1$ 的收益。如果受益人或委托人采取线性报酬机制, 当 $aY_1 + R_2 - C_1 > aY_2 + R_2 + E - C_2$, 即 $a > (C_1 - C_2 + E) / (Y_1 - Y_2)$ 时, 努力工作成为受托人或投资管理人的严格占优策略。此时, 若 $(1-a)Y_1 - R_2 > Y_2 - R_1$, 即 $a < (Y_1 - Y_2 + R_1 - R_2) / Y_1$ 时, 线性报酬对于受益人或

委托人来说也是最优策略。由此可知, 当 $(C_1 - C_2 + E) / (Y_1 - Y_2) < a < (Y_1 - Y_2 + R_1 - R_2) / Y_1$ 时, (线性报酬机制, 勤勉工作) 为该博弈的纳什均衡点, 此时, 受益人或委托人选择线性报酬机制进行委托能有效降低道德风险。当 Y_1 与 Y_2 相差很小时, 笔者认为此时市场无法有效识别舞弊行为, 从而有可能使 $(C_1 - C_2 + E) / (Y_1 - Y_2) > (Y_1 - Y_2 + R_1 - R_2) / Y_1$, 线性报酬机制对道德风险防范的有效性也会随之消失。因此, 线性报酬机制的有效性还需依靠年金市场的有效性来实现。另外, 企业年金对资金安全性的高要求使得硬性的线性报酬在实际运用中还存在一定的缺陷。

主要参考文献

1. 财政部. 企业会计准则 2006. 北京: 经济科学出版社, 2006
2. 干胜道. 企业资金安全性控制研究——基于信息不对称的分析框架. 大连: 东北财经大学出版社, 2006
3. 胡子康, 朱涛, 王永县. 基金投资中委托代理问题的博弈分析. 数学的实践与认识, 2007; 21
4. 乔杨, 王晓军. 公共养老金的委托代理问题. 首都经济贸易大学学报, 2007; 1