

美国 DC 型企业年金计划投资运营与借鉴

陈 星(博士)

(中国地质大学(武汉)政法学院 武汉 430074)

【摘要】 DC 型企业年金计划是美国雇主向雇员提供退休待遇的主导型工具。本文从投资管理、资产配置与投资绩效、投资工具创新与法律修订三方面对美国 DC 型计划的投资运营展开动态的研究,并结合我国实际,阐述了进一步提高我国企业年金专业化投资水平的思考与建议。

【关键词】 企业年金 DC 型计划 投资运营

DC 型与 DB 型企业年金计划是美国企业年金计划最基本的两种类型,从企业年金计划产生至 20 世纪 80 年代前半期,DB 型计划一直是美国雇主向雇员提供退休待遇的主导型工具;而 20 世纪 80 年代后期起,DC 型计划快速发展,逐步取代了 DB 型计划的主导地位。

美国企业年金计划的建立属于自愿性质,其运营完全根据发起的协议进行,目标在于提供充足的退休收入保障。企业年金的投资运营是保证计划参与者充足退休收入的关键。本文重点探讨美国 DC 型企业年金计划如何在动态的经济条件下投资运营,其中有哪些科学方法与实践经验可以借鉴。

一、美国 DC 型企业年金计划的投资管理

美国 DC 型企业年金计划的历史悠久,最早可以追溯到 1797 年杰莱廷(Gallation)玻璃工厂建立的利润分享计划,1927 年后出现了货币购买型计划,又被称为现金购买养老金计划,也是较早的 DC 型计划(Samuel H. Williamson,1995)。在 DC 型计划产生的初级阶段,计划参与者没有投资选择权,随着《雇员退休收入保障法》的颁布,计划参与者才逐渐开始拥有投资选择权。

DC 型计划的投资管理模式共有三种。第一种模式是投资管理人或投资顾问先协助企业选择适当的投资工具,再由企业审定,然后计划参与者根据提供的投资工具自行进行投资,这是大多数 DC 型计划采取的模式。第二种模式是企业通过招标挑选投资管理人或投资顾问,然后与委托的投资管理人或投资顾问一同选择投资工具进行资产配置,一同承担受托人责任,最后计划参与者根据提供的投资选择自主投资。投资管理人或投资顾问在选定投资工具后会不断监视其运作表现,每季度向企业提供一次报告,内容涉及关于资本市场的宏观分析和评论、对所选投资基金的评审、对所选基金管理人及公司状况的评论与调查、对确定的资产配置及其表现的分析、对于需重新考虑的投资的辨别与讨论等,以便及时调整资产配置,获得更好的收益。第三种模式是企业内部财务部门或投资部门自行统一投资管理,此模式主要存在于金融服务行业(林羿,2006)。

根据《雇员退休收入保障法》404(C)款的规定,DC 型计划投资的主办者应承担的以下责任,即向参加计划的员工提供具备合理风险和收益特征的投资选择,至少需提供三个“核心”投资工具以供选择,并监控投资工具确保它们一直表现合理。404(C)款还鼓励企业对雇员进行投资教育,这被推定为 DC 型计划发起人应尽的义务。获得投资选择权的员工可以投资者的身份,直接参与美国企业年金市场中的投资,在企业设定的投资范围内做出投资决策。

较为特殊的是,参加 401(K)计划的员工获得投资选择权的时间要晚于其他 DC 型计划的参与者。1978 年修订的美国《国内税法》催生出 401(K)计划,最初的投资操作与后来通行的方式并不一样。当时各大企业纷纷建立了 401(K)计划退休账户,雇员将工资的一部分存入独立的个人账户。账户总资产由企业统一管理,虽独立于企业资产却用于企业再投资,通常的方式是购买本企业的股票(王洪春等,2006)。1981 年底《401(K)计划实施细则》发布后,参与计划的员工才逐渐获得投资选择权。如表 1 所示,20 世纪 90 年代至 21 世纪初,401(K)计划提供的投资选择逐渐增多。

表 1 401(K)计划提供的投资选择的平均数量

年 份	1995	1997	1999	2001	2003	2004	2005
投资选择的数量	6	8	11	12	14	14	14

资料来源:401 (K) Plans:A 25 Year Retrospective,November 2006。

二、美国 DC 型企业年金计划的资产配置与投资绩效

资产配置是根据既定的投资目标,确定基金在不同资本市场、不同资产类别、不同投资风格以及不同期限等方面的投资比例(崔少敏等,2007)。研究表明,DC 型计划参与者的投资决定主要是受计划主办者提供的投资选择的影响。20 世纪 70 年代之前,DC 型计划与 DB 型计划一般都选择传统型资产类别如股票、债券、共同基金、现金及其等价物。20 世纪 70 年代之后,包括私营养老金在内的美国养老基金就已经开始涉足另类投资,如不动产投资。表 2 中数据显示,1985 至

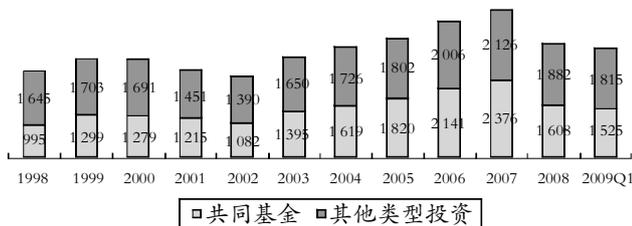
2007年,DC型企业年金计划的另类投资比例逐年下降,但仍有一定比例的资产配置属于另类投资。

表2 DC型企业年金计划的资产配置 (1985~2007年)

年份	现金与流动性资产	国债与机构债务	公司债券与外国债券	国内股票与国外股票	共同基金	其他投资
1985	12%	13%	5%	42%	1%	27%
1990	12%	9%	7%	36%	5%	31%
1995	6%	6%	4%	40%	20%	24%
2000	5%	5%	3%	36%	36%	15%
2005	5%	4%	3%	38%	38%	12%
2007	5%	5%	3%	37%	40%	11%

资料来源:Ilana Boivie, Beth Almeida, "Patience is a Virtue Asset Allocation Patterns in DB and DC Plans", national institute on retirement security Issue Brief, July 2008。

在美国广义的DC型养老金计划中,共同基金投资占有相当的地位,如下图所示。2000~2001年,由于美国股市大跌,包括共同基金资产在内的DC型养老基金资产出现了一定程度的缩水;2003年以后,DC型养老基金资产积累一直保持增长的势头;2005~2007年,共同基金的投资一度超过其他类型投资;至2008年,次贷危机引发的金融海啸席卷美国,DC型养老基金中的共同基金资产再次减少。



DC型计划对共同基金的持有情况

注释:单位:十亿美元;DC型计划包括401(K)、403(B)、457、基奥计划以及其他不具备401(K)特征的计划,如利润分享计划、节俭储蓄计划、股票红利计划、货币购买计划等。

资料来源:The U.S. Retirement Market, First Quarter 2009, August 2009。

401(K)计划是DC型计划中最主要的一类。2008年底,401(K)计划资产中有1.1万亿美元投资于共同基金,如表3所示。共同基金占401(K)计划市场的份额从1990年的9%增至2007年底的54%,但在2008年底又降为47%。

表3 401(K)计划资产的分布 单位:十亿美元

年份	2000	2002	2004	2006	2007	2008
共同基金	816	702	1 080	1 458	1 633	1 095
其他资产	908	702	1 109	1 310	1 392	1 255

资料来源:2009 investment company fact book。

由于受到金融危机的影响,2007年10月至2008年10月,401(K)计划及个人退休账户所持有的股票资产价值下跌

了2万亿美元(Alicia Munnell等,2009)。美国富达投资集团2009年1月发布研究报告,数百万美国员工的401(K)计划资产在2008年的损失比例高达27%(Nancy Trejos,2009)。针对以上情况,举办DC型计划的企业积极采取措施以减少需承担的风险,主要方式是增减DC型计划的投资选择并采取更严格的方式管理信托投资风险。据华信惠悦咨询公司发布的研究报告,至2008年6月底,美国DC型养老金计划的基金类型调整情况为:51%的公司对计划进行了基金增减。

从投资收益和待遇支付两方面看,美国DC型企业年金计划的投资运营在整体上较为有效和成功。以计划参与者大于等于100人的DC型计划为例,如表4所示,1987~2006年间的大部分年份里,计划的总收益率为正数,其中超过一半的年份里取得了高达两位数的收益率,而负收益率的情况仅出现在2000~2002年股市危机时期。可见,只要国家经济不衰退、没有经济震荡或经济危机,DC型计划投资都能取得较好的收益,这为退休金支付提供了经济保证。

表4a 1987~1996年美国DC型企业年金计划的投资收益率(参与者大于等于100人)

年份	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
收益率	4.8%	13.1%	9.4%	3.5%	15.1%	9.8%	9.8%	3.8%	20.0%	15.0%

表4b 1997~2006年美国DC型企业年金计划的投资收益率(参与者大于等于100人)

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
收益率	19.3%	15.8%	12.5%	-3.0%	-6.0%	-10.6%	17.9%	10.3%	6.5%	12.4%

资料来源:Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs, U. S. Department of Labor Employee Benefits Security Administration, February 2009。

三、美国DC型企业年金计划投资工具创新与法律修订

对于DC型计划单个参与者而言,投资选择过多也会影响投资操作。大部分雇员不具备作出复杂投资决定的技能,还有许多人甚至不愿意在退休计划方面花费太多时间。在这一背景下,由专业人士管理而且资产配置实行多元化的生命周期基金和生活方式基金等新的投资工具问世。

生命周期基金又称目标退休日期基金(TDFs),它向投资者提供了一项简单、新型且高效的投资计划方案,参与者选择与自己预期退休时间相符的基金,不必作出持续性财务决策,而包括选择资产类别、随着时间的推移再平衡投资组合等工作由基金经理人承担。(Olivia S. Mitchell等,2007)生活方式基金又称独立的平衡基金,它的投资组合定位于静态的风险和预期收益特征,而不是投资期限。一般基金经理人是根据预先确定的风险程度将股票基金、债券基金、货币市场基金等按固定的比例混合在一起,从而组成一支新的基金。生活方式基金为投资者设计资产配置并均衡调节组合,不运用随时间而变化的投资规则,要求投资者定期重新评估其财务状况(特别是对投资风险的耐受力)并选择合适的组合。1996至2005年,选择提供此类基金的计划所占比例保持上升趋势。1996年仅12.1%的401(K)计划选择提供生活方式或生命周期基金,

2003年约有1/3的401(K)计划倾向于生活方式或生命周期基金,到2005年近半数的401(K)计划都进行了生活方式或生命周期基金的投资,详见表5:

表5 401(K)计划投资生活方式或生命周期基金的比例

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
比例(%)	12.1	14.8	20.4	21.2	27.6	32.1	30.0	33.1	39.4	48.5

资料来源:401(K) Plans:A 25-Year Retrospective, November 2006。

2006年8月,美国《2006年养老金保护法》出台,对《雇员退休收入保障法》和《1986年税法》关于401(K)计划投资方面的规定作了重要修订,表现出美国退休政策的重大转变。该法案第624条规定,雇主可以引导DC型退休计划的资产投资“合规的默认投资选择”(QDIA)。合规的默认投资选择主要包括生命周期基金和生活方式基金。也就是说,按照原《雇员退休收入保障法》的规定,DC型计划的受托人只能为计划参与者提供投资选择,不能为他们做投资决定。而《2006年养老金保护法》规定,如果计划参与者不为自己账户余额的投资做任何决定或采取任何行动,受托人可以将生命周期基金或生活方式基金作为他们的默认投资选择。

对这两种基金实际运作的对比调查分析显示,就长期资本增值而言,平衡基金的表现优于生命周期基金,但它同时也增加了计划参与者在临近退休年份里的风险。生命周期基金在增值方面的表现只是尚可,却可以较好地减少风险。对于希望积累财富,同时又想在职业生涯末期将风险降到最低的DC型计划参与者而言,根据年龄和收入状况来调节权益类资产的比例,将股票和固定收入型投资选择合并为一支单独的基金,选择生命周期基金不失是一种合理而简便的方案。

四、启示与建议

我国企业年金现行的DC型完全积累制信托模式曾经是以美国为主要学习对象,并结合本国实际而确立的。目前,企业年金市场化运营机制已初步建立,市场化运营水平亟待提高。通过以上对美国DC型企业年金投资运营的分析,本文认为有几点值得借鉴与参考:

1. 合理进行年金基金资产配置。我国目前的企业年金大部分已交企业年金基金管理机构运作,另有一部分仍由企业或行业运作。如果移交至企业年金基金管理机构运作,委托人必须制定投资政策,进一步委托投资管理人运营;如由企业或行业自行运作,企业年金理事会也应制定投资政策,选择专业投资机构运营。

美国DC型计划投资经验中有两点最值得注意。第一,总的投资指导原则是进行有效的多样化投资,在给定的风险之下实现预期回报最大化。第二,投资范围从传统型投资逐渐拓展为传统投资与另类投资的结合。DC型计划的资产配置更多实行积极型投资策略,其一般将半数左右的资产投资于权益型基金,其中至少有3/4的资产属于积极管理型基金,目的是追求计划资产未来的价值最大化。

在现有条件下,我国对企业年金投资有严格的数量限制,

不可能完全照搬美国的经验。但追求企业年金计划未来价值最大化的理念应该贯穿于资产配置决策过程。专业化投资管理需要在相对保守的低风险型投资组合与追求高收益的激进型投资组合之间做出最优的选择。在选择权益类资产时,鉴于企业年金金额巨大、运作周期长的特点,需尽量选择质量较好、投资价值较高的上市公司进行长线投资。在资本市场信息披露不断改善的情况下,重点要提高分析能力,认真研究个股的价值和走势,决定最终的投资策略。

随着我国金融市场的不断发展壮大、金融创新程度的加深以及金融产品的多样化,相关监管部门已适度放宽企业年金的投资限制。2011年2月,人力资源和社会保障部联合银监会、证监会、保监会发布《企业年金基金管理办法》,企业年金的投资范围有了细化和拓宽,新增信用等级在投资级以上的金融债、企业(公司)债、可转换债、短期融资券和中期票据等新型金融产品。并将其将固定收益类投资比例上限从50%提至95%;流动性投资比例下限由20%降为5%;股票投资上限由20%升至30%。很明显,政策的调整有利于固定收益类产品配置空间和灵活度的提升,而股票投资比例的上调,则意味着将有大规模的资金进入股市,从中长期来看是利好。

2. 开展投资个性化服务。向企业年金计划参与者提供个性化服务的前提是给予个人投资选择权。美国企业年金个性化服务的开展有三个方面的经验值得学习。首先,持久地进行投资教育。在美国,DC型计划隐含了传授员工投资知识的义务,否则法院可能判定由养老金计划发起人承担投资风险(罗格,2003)。其次,专业投资机构必须向DC型计划参与者提供多项投资选择。最后,进行投资工具创新,并在市场与政府的合力作用下,使这种创新演化为“合规的默认投资选择”。

我国企业年金虽然也采取DC模式,实行信托制管理,但企业年金基金完全交由专业管理机构运作,作为计划参与者的个人并无投资选择权。本文建议在征得相关行政管理部门许可的前提下,让具有良好资质的托管人或投资管理人选择大中型企业进行试点,调查了解职工投资决策水平,有针对性地开展金融教育,普及与企业年金基金投资相关的必备金融知识。在职工的金融行为和决策能力有所提高的基础上,进一步推出个性化服务,给出具体的投资建议。如果职工仍然无法自行做出投资选择,或不愿进行投资决策,则启动事先约定的默认型投资方案进行投资。通过提供企业年金个性化服务,给予个人投资选择权,这对于提高职工的企业年金计划关注度和参与热情将产生积极意义。

主要参考文献

1. 林羿. 美国企业养老金的监管与管理. 北京: 中国财政经济出版社, 2006
2. 王洪春等. 美国社会保障基金投资管理与借鉴. 北京: 中国社会科学出版社, 2006
3. 崔少敏等. 企业年金发展研究. 北京: 中国财政经济出版社, 2007
4. 罗格等著. 林义等译. 养老金计划管理. 北京: 中国劳动保障出版社, 2003