

WILEY

养老金译丛

全球顶尖养老金研究专家的权威之作
养老金行业从业者和政策制定者的必读之书
全球众多管理者、实战者和学者一致推荐

养老金革命

PENSION REVOLUTION

A Solution to the Pensions Crisis



〔美〕基思·P·安巴克希尔 (Keith P. Ambachtsheer) / 著

董禹 / 译



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

养老金译丛

养老金革命

PENSION REVOLUTION

A Solution to the Pensions Crisis



〔美〕基思P.安巴克希尔 (Keith P. Ambachtsheer) / 著

董禹 / 译



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书版权登记号：北京市版权局著作权合同登记图字：01-2013-4452

Keith P. Ambachtsheer; Pension Revolution: A Solution to the Pensions Crisis (ISBN: 9780470087237), published by John Wiley & Sons.

Copyright © 2007 by Keith P. Ambachtsheer. All Rights Reserved.

This translation published under license. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyright holder.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons International Rights, Inc. 授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

图书在版编目 (CIP) 数据

养老金革命 / (美) 基思 P. 安巴克希尔著; 董禹译. —北京: 机械工业出版社, 2014. 3

(养老金译丛)

ISBN 978-7-111-46194-4

I. ①养… II. ①安… ②董… III. ①退休金—劳动制度—研究

IV. ①F241. 34

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 054587 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 坚喜斌 王 慧

责任印制: 李 洋

三河市宏达印刷有限公司印刷

2014 年 5 月第 1 版·第 1 次印刷

170mm × 242mm · 22.75 印张 · 1 插页 · 323 千字

标准书号: ISBN 978-7-111-46194-4

定价: 68.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

电话服务

网络服务

社服务中心: (010) 88361066

教材网: <http://www.cmpedu.com>

销售一部: (010) 68326294

机工官网: <http://www.cmpbook.com>

销售二部: (010) 88379649

机工官博: <http://weibo.com/cmp1952>

读者购书热线: (010) 88379203

封面无防伪标均为盗版



丛书翻译委员会

主任 尹 隆

委员 (排名不分先后)

尹 隆 王 蒙 王莉莉

肖明智 尹 银 董 禹

“养老金的又一次革命！本书侧重于介绍未来私人养老金、养老金计划设计、养老金收益、融资和风险分担。正如我们期待的那样，作者高瞻远瞩、视角新颖、分析到位，可称得上是 21 世纪的德鲁克。”

戈登·克拉克 (Gordon Clark, 1976)

牛津大学地理学教授和环境研究中心主任

“全球养老金融资已经濒临危机的边缘。基思和其他人一样，都在思考如何完善和重组至关重要，但极不稳固的社会结构，使退休员工的生活得到保障。这本书是智慧的结晶，你一定会从中受益。”

理查德·恩尼斯 (Richard Ennis, 1977)

美国 Ennis Knupp & Associates 创始人和董事长；《金融分析家杂志》编辑

“我和基思相识并在一起工作了许多年，一直期待着他最新的关于养老基金的商业分析。我希望他能够提出一个发人深省的‘解决办法’，让我们好好去思考这个行业的路在何方。”

南希·埃弗雷特 (Nancy Everett, 1978)

通用汽车资产管理分公司总裁及首席执行官 (CEO)

“我并不是全盘接受基思提出的关于养老金革命的结论和解决办法，但这本书的意义在于‘抛砖引玉’，它让我们每个人去深思有关养老金革命的问题。这是一本发人深省的书，试图引导我们去寻找那个最理想的结果。”

加里·芬德利 (Gary Findlay, 1979)

美国密苏里州员工退休系统执行主管

“治愈养老金疾病的方法？这本《养老金革命》基于作者之前的研究和相关事实，称得上是治愈养老金顽疾的一剂良方。但它能否真正有效，还将取决于拥有监管权力的一方。”

迈克尔·格兰丁 (Michael Grandin, 1980)
加拿大卡尔加里大学哈斯凯因商学院董事及前院长

“基思·安巴克希尔关于养老金的著作一直都值得拜读，这是同领域的作者难以企及的成就。他的作品可以帮助养老金计划中的利益相关者明确目标、监管方式、绩效评估方法、表达方式和执行等方面的问题。作者提出的优化养老金模型给未来的养老金计划提供了全新的参考依据。”

杰克·格雷 (Jake Gray, 1981)
澳大利亚 GMO 有限责任公司国际投资策略专家；
澳大利亚 Sunsuper 公司顾问

“基思花费了大量的时间来思考、研究、写作和谈论如何取得更好的投资表现及养老金结果。当前，全球养老金系统正处在交叉路口，这本书也许可以让决策者和养老金计划成员受到启发。”

克劳德·拉穆勒 (Claude Lamoureux, 1982)
加拿大安大略教师养老金计划总裁及首席执行官

“这个世界上没有人比基思·安巴克希尔更了解养老金了。《养老金革命》全面地介绍了全球养老金危机，并为未来的养老金改革描绘了蓝图。”

博尔腾·马尔基尔 (Burton Malkeil, 1983)
普林斯顿大学经济学教授；
《漫步华尔街》作者

“作为基思的《安巴克希尔书信集》的忠实读者，我感觉他的作品是发人深省、高瞻远瞩、并具有创新性的。他的新书是养老基金管理人员的必读书。如果能把书中的观点付诸实践，全球的养老金计划成员都有可能从中受益。”

罗德里克·明斯特思 (Roderick Munsters, 1984)

荷兰 ABP 养老基金首席投资官

“深层次的监管体制改革已经彻底改变了公开上市企业的监管方式。现在，安巴克希尔向这些企业的雇主们和机构投资者提出了挑战，让他们重新审视自己，并对受托实践进行改革。”

戴维·贝蒂 (David Beatty, 1985)

加拿大优良监管联合会总经理

“我在 10 年前了解到基思·安巴克希尔的前沿思想和思考，我后悔自己没能早一点发现它们。安巴克希尔向我们提供了对于养老金监管、收益设计和投资政策方面明智且实际的策略思考。如果你正在为养老金危机感到头疼与困惑，那么这本《养老金革命》是一个不错的选择。”

戴维·布里茨斯坦 (David Blitzstein, 1986)

美国联合食物 & 商业国际员工工会收益协调部总监

“在自由市场经济下，养老金计划是社会系统和金融系统至关重要的组成部分，但目前的表现却差强人意。为摆脱养老金危机，这本《养老金革命》可以看作具有先锋意义的尝试。它值得我们关注。”

杰克·鲍戈 (Jake Bogle, 1987)

美国万加德集团创始人和前任首席执行官

“在过去的若干年中，基思·安巴克希尔通过成立 CEM 公司和出版《安巴克希尔书信集》，触发了全球对于养老金计划的关注。这本《养老金革命》无疑也起到了相似的作用。书中提到的相关问题应该引起养老金受托人、专业人士和监管人员的足够重视。《养老金革命》一定能够为养老金辩论和设计可持续养老金系统作出重要贡献。”

埃尔斯·鲍斯（Else Bos, 1988）

荷兰 PGGM 投资公司首席执行官

致三十年前就预测了养老金革命的彼得·德鲁克（Peter Druck）；
致为这本书的完成提供了灵感的维吉妮娅·阿特金（Virginia Atkin）。

彼得·德鲁克预言的 养老金革命终于要来了

1976年，彼得·德鲁克（Peter Drucker）出版了《看不见的革命：养老基金社会主义化是如何进入美国的》一书，这是一部关于养老金前瞻性研究的力作。受其启发，10年之后，我写作并出版了第一本关于养老金的研究著作《养老基金及其底线》。又过了10年，我和唐·以斯拉（Don Ezra）共同编写了《养老金的卓越性：为利益相关者创造价值》。再度跨越十年，这本《养老金革命》也正式出版了。此书的写作动机源于2001—2005年发生的一系列经济事件，这让我对德鲁克在30年前提出的观点和主张有了更加深刻的理解。近年来，传统的收益确定型（收益确定型养老金）和缴费确定型（缴费确定型养老金）养老金计划的缺陷已逐渐显露。在近期发生的经济危机中，参与全球养老金计划的制订与执行的雇主、立法者、监管者以及专业人士（精算师、会计师和法律从业者）全都束手无策，不得不眼睁睁地看着养老金计划的根基逐渐瓦解。

尽管由一种全新的养老金计划取代传统的养老金计划是大势所趋，但这个过程却注定十分艰难和缓慢，这是因为：在公司或企业收益确定型养老金计划下，管理人员和一般员工之间存在着代理和委托关系的矛盾；而在公共收益确定型养老金计划下，多个利益相关集团存在着博弈关系，在追求收益最大化的同时，也会激发“冲突”。除此之外，不成熟的养老金法律、法规和监管制度，又进一步阻碍了养老金改革。这些事实都证明了

德鲁克提出的养老金“合法性”问题还没有得到彻底解决。较之以往，现在的情况似乎变得有些不同。2001~2005年间，传统养老金计划岌岌可危，需要全面革新，养老金“合法性”问题成为焦点。本书正是在这种新的经济形势下，对养老金“合法性”作出的具有革新性和实践意义的探讨。

我在1985年写了第一本书，目的是指导委托人和管理者制定企业养老金计划。在书的最后一章“私人养老金系统的挑战：实现‘合法性’”中，我重申了德鲁克10年前提出的警告：养老金系统不该存在于政治的真空地带。通过独立并专业的监管，养老基金既可以保障员工的退休生活，同时储蓄的退休金也能成为创造新财富的资本来源。通过这个“双重红利”过程，养老金制度到底该资本主义化还是社会主义化的历史矛盾也可被最终调和。反之，如果疏于监管，养老金将由受托方自行管理和支配，上述所提到的“双重红利”将很难被实现。德鲁克曾警告，除非将“独立和专业监管”纳入养老金管理制度，否则“具有跨时代进步意义”的结果将仅仅是奢望。

第一本书出版之后，我成立了KPA咨询服务有限公司，撰写并出版了《安巴克希尔书信集》，之后成立了CEM基准测试股份有限公司。通过对德鲁克“合法性”理论的深刻理解和对养老金金融投资理论的研究，我始终在为客户和读者提供关于养老金监管、金融和投资战略的合法化建议，并衡量养老金组织的绩效。到了20世纪90年代，我把研究重点再次放到德鲁克“合法性”理论的最基本要求——将养老金变成具有严格监管，相对独立，单目标的实体上。基于我的研究发现和实际工作经验，我和唐·以斯拉共同编写了我的第二本书《养老金的卓越性：为利益相关者创造价值》。这本书提供了养老金投资理念、资产负债管理等方面的实用信息。更为重要的是，它还解决了长期困扰人们的养老金行业中的代理和监管等问题。

这本《养老金革命》其实是我在KPA咨询服务有限公司时写给客户的信件集。它记录了我在过去的5年从拥护养老金“进化论”到支持养老金“革命论”的转变过程。我要感谢卡洛琳·凯特布莱德（Caroline Cake-

bread)和在威利(Wiley)工作的朋友们对本书的编辑,感谢安·赫霍弗(Ann Henhoeffter)的组织协调和休伯特·朗姆(Hubert Lum)的技术支持。在你们的帮助下,这些信件被更新、编辑,并最终形成了包含一系列有序章节的七个相关主题。书中的主题涉及:养老金政治、建立更好的养老金计划、解决养老金代理和监管问题、明确可信的投资信念、管理养老金计划中的风险、有效衡量投资结果及养老金、政治和投资行业的分析。本书的每一章都有独立的观点和主张,因此可以单独阅读。如果依照七个主题依次阅读,你就可以发现每个主要观点的形成过程。书中首先提到的是21世纪早期养老金革命的进展,接着阐述的是如何才能使养老金真正做到“合法化”,在结论处提出了一个没有内在矛盾冲突的全新养老金计划:优化养老金系统(优化养老金)。这个系统可以帮助识别养老金内在和外在的托管问题,提供更加灵活有效的监管机制,探寻具有常识性或创新性的投资理念。同时,由于未来消费的不确定性,可能产生投资风险,此系统通过风险预算的方法控制风险,并对养老金的绩效进行评估。以上这些都是对传统的养老金计划前所未有的改变。

本书的最后一章是对属于收益确定型养老金计划的公共部门雇佣人员退休系统(PERS)的案例分析,其中涉及养老金的委托代理、监管、风险测量和管理等相关问题。这是前不久刚成立的多伦多大学洛特曼国际养老金管理中心(ICPM)第一份研究成果的其中一部分。这个中心由17个全球最具发展眼光的养老金机构出资资助,其中心任务是利用整体化研究来帮助养老金机构提升在利益相关者和社会大众眼中的“合法性”。

彼得·德鲁克终于可以欣慰了。

基思 P. 安巴克希尔

2006年9月

序 言

为什么需要养老金革命？

当前，越来越多的人意识到一些发达国家的养老金系统出现了问题，如果找不到强力有效的“治疗药物”，若干年后，退休员工将可能面临没有养老金收入的风险。在北美、欧洲和大洋洲，来自不同领域（商业、劳工、政府和专业群体）的有识之士，纷纷公开表示对于本国养老金在覆盖范围、数额及安全性等方面的担忧。被纳入养老金计划的员工比例总体偏低，即便是那些参与到养老金计划中的员工，其养老金数额也不足以保障他们的生活。近些年，很多企业陆续终止了传统收益确定型养老金计划，而那些还在苟延残喘的计划，账户中已没有足够的资金偿还负债。

收益确定型养老金计划遇到麻烦

养老金体系出现危机已是共识，而针对这个危机却始终没有一个统一的解决方案。有些评论家认为应当继续沿用收益确定型养老金计划，他们坚信大力推广收益确定型养老金计划可以一次性解决养老金在覆盖范围、数额以及安全性等方面的问题，一劳永逸。实际上，我也认为养老金计划需要被“拯救”，但我却不同意仅仅指望收益确定型养老金计划就可以解决全体员工的养老金问题。在这本书的第一、二部分，我主要列举了收益确定型养老金计划中存在的致命性缺陷。尽管收益确定型养老金计划具有共同承担风险的特点，但它并没有明确规定风险承担的方式，以及该由谁

来承担。在“博弈论能否帮助完善养老金计划？”一章中，我提醒读者，著名的博弈论专家约翰·纳什（John Nash）早在几十年前就曾告诫我们，那些含糊不清的“合约”最终将会演变成一场存在着输赢的博弈。

所以我们不需要为有关收益确定型养老金计划的资产负债表中的盈余部分归谁所有的争论而大惊小怪。在企业环境中，20世纪90年代所出现的养老金计划的盈余，曾引发计划成员和股东之间关于所有权的争论，这场闹剧直到法庭和监管方的共同介入才最终得以平息。当市场大环境不好，养老金计划出现赤字时，计划成员通过持有公司债券和股东讨价还价，寻找“救命稻草”来减少经济损失。在“美联航事件：点燃美国养老金系统危机的导火索”一章中，我以美联航近期发生的一系列事件作为案例，具体分析了这种现象。从书中的很多章节和第八部分 PERS 的案例分析中可以看出，在公共部门的背景下，上述矛盾表现得并不是那么突出，纳税人和公务员们一起，正在悄无声息地消费掉本该属于未来几代的养老金计划成员的“盈余”。举个例子，加拿大安大略省政府和教师联盟曾草率地作出决定，减少缴费数额，提高养老金收入，那些在90年代积累的养老金计划的盈余被很快挥霍一空。尽管之后的投资获得了可观的收益，但截止到2005年年底，此养老金计划还是出现了0.32亿美元的漏洞。面对如此大数额的赤字，没有任何一方站出来承担责任，更不要说提出解决方案了。从行为博弈论的观点来看，集体承担风险的养老金计划（收益确定型养老金计划）根本起不到消除风险的作用，它能做的只不过是把风险的强度由大变小罢了。

有关收益确定型养老金计划的谜题在第五部分被深入地探讨。如果我们无法全面了解收益确定型养老金计划，自然也无法很好地控制其风险。但了解的过程也许比想象的要困难很多。收益确定型养老金计划的财务担保是什么？它们是名义上的，还是与通货膨胀指数绑定的？如果没有足够的资产去抵偿负债，养老金计划将受到什么影响？计划成员的养老金收益变少？缴费数额变高？还是两者都有？抑或是两者都没有？这些措施是否取决于未来不确定的事件？未定权益估价法是否可以让情况变得明朗化？本书的第五部分将回答上述问题。

缴费确定型养老金计划也不能解决问题

既然收益确定型养老金计划存在着这样或那样的弊端，那么哪一种养老金计划普遍地适用于全体员工呢？有些人坚定地认为缴费确定型养老金计划是该问题的答案。在缴费确定型养老金模式下，雇主和员工共同向养老金账户缴费，并由管理者将养老基金分配到不同的投资项目中。可以肯定的是，缴费确定型养老金计划避免了收益确定型养老金计划中风险承担和资产归属的问题。第二部分里的一些章节，如在“人性的弱点及代理机构失职：符合建立现实世界的养老金计划”中，我指出缴费确定型养老金计划自身存在着三个缺陷。第一，根据行为金融学研究，在涉及自己未来的经济利益时，大多数人会变成犹豫不决、反复无常，甚至是不理智的计划者和决策者。第二，由于信息不对称和经济利益不一致，金融服务业在退休金管理操作过程中有机可乘，导致许多计划成员无故缴纳高额的金融服务费，这笔额外开销是造成养老金收益不理想的另一个主要原因。第三，在缴费确定型养老金计划中，因长寿产生的额外费用由养老金计划成员自己承担，但于情于理我们都不该让那些长寿的退休者失去生活保障。

既然传统的收益确定型养老金计划和缴费确定型养老金计划都不能从根本上解决全球养老金系统出现的种种问题，那是否存在着一个相对“完美”的计划，既能够避免收益确定型养老金计划中因集体承担风险而引起的权益之争，同时又能够有效地规避人性的弱点，对冲缴费确定型养老金计划中的长寿风险。在第一、二部分很多章节里，我介绍了一种兼具革新性和实践性的解决方法——优化养老金计划。

优化养老金计划通过自动加入和自动操作机制随时调整养老金成员的缴费率，从而解决了因人性的弱点而产生矛盾等相关问题。同时，优化养老金计划根据成员的年龄制定最佳投资政策，在一定条件的约束下，为其创造最大的养老金收益。自动操作机制是指缴费率和投资计划随时进行调整，不受优化养老金计划其他成员的影响。另外，作为自动操作机制的一部分，优化养老金计划通过购买延期生命年金来对冲长寿风险。由于生命

年金的定价和管理取决于保险公司的政策，因此避免了养老金盈余或赤字归属权的争论。

专业性合作

为了解决代理问题，优化养老金计划遵循公平交易、专业性合作的原则，避免内生矛盾，减少金融服务的成本。金融机构设计、管理和经营问题将分别在第三、四、五、六部分一一进行分析说明。专业性养老金合作概念是德鲁克 1976 年版的《养老金革命》中最重要的组成部分，他明确指出如果养老金变成养老金管理者的“囊中之物”，革命将永远不会发生。养老金管理机构应该遵循公平交易原则，鼓励专业性合作，以“为每一位养老金计划成员创造收益”为唯一目标。书中的第三、八部分阐述了理想养老金计划的设计和监管。养老金管理应该是“由里至外”且利他的，而不是“由外至里”且利己的。

第四部分将不同方面的革命整合成为一个养老金革命的故事。有效的养老金合作应该具有基于研究，并能及时洞察新信息和新视角的相互关联的投资信念。根据我的观察，大部分养老金投资信念都不符合这个要求。大部分的养老金投资信念基于历史经验法则、轶事或者金融服务机构的意见。实际上这些“第二手”的信念更倾向于满足金融服务机构的利益，而不是为计划成员谋取福利。专业养老金合作具有革新性，它发展出了属于自己的投资技巧和理念，并通过最前沿的研究成果对其进行完善。第五、六和八部分进一步介绍专业养老金合作该如何定义、量化和管理风险，以及如何评估和汇报投资结果。

优化养老金计划——一个转折点

既然优化养老金计划有着自动操作、专业性合作的特点，那为什么这类养老金计划却迟迟没有被推广呢？其实事实恰恰相反，此书中很多章节所引用的教师保险与养老金协会—大学退休金基金（TIAA-CREF）就是典

型的优化养老金计划。TIAA-CREF 是一个拥有 3.5 亿美元，覆盖超过 300 万美国在职和退休的从事大学教育和科研工作者的退休金系统，彼得·德鲁克本人也曾参与其中多年。在工作期间，员工和雇主共同向 TIAA - CREF 计划缴费，其比例高达员工薪酬的 18%。之后，管理者将一定份额的养老金转换成生命年金，以确保员工在退休后安享晚年，没有后顾之忧。这个在 1918 年通过卡内基公司捐赠所成立的养老基金，被看成是历史上经营最成功的养老金计划。除此之外，荷兰和澳大利亚政府也一直在积极推行高效的优化养老金计划，并根据工业和地方分支进行相应调整，旨在将全体员工纳入养老金体系。但遗憾的是，在全球范围内，优化养老金计划的数目非常有限。

得益于养老金的 100% 覆盖和足额发放，荷兰和澳大利亚政府不再需要花费大量财政资金去补贴即付即取型的第一支柱社会保障计划。另外，全民参与和重视可以促进养老金系统的优化设计及实施。优化养老金计划作为一种养老金解决方案，可以使经济消费模式保持长期稳定，并产生一个善于创造财富的独立投资阶级。但在北美，关于强制性养老金系统利与弊的讨论甚至还没有开始。造成这种局面的原因之一是公共政策上的忽视，其次就是缺乏利用计划性和整体性的方法解决问题。我很遗憾看到，那些在养老金王国拥有最精明“头脑”的人竟一直热衷于“修复”收益确定型养老金计划，妄想使其变得相对容易管理和具有可持续性。在我看来，这根本就是徒劳的！

在养老金制度改革方面，英国政府已经开始行动起来。据在第七部分的一篇名为《特纳报告：全球养老金改革的蓝本》的文章报道，英国财政部要求特纳委员会对全国员工养老金覆盖情况进行调研，并对养老金系统提出改进方法。该委员会于 2005 年 11 月 30 日提交了最终版报告。到目前为止，其最重要的建议是自动将没有被任何养老金计划保护的员工纳入国家养老金储蓄计划（NPSS），并规定其养老金的缴费率为 8%。据该委员会估算，一位中等收入的员工，可以通过 NPSS 计划和国家基本保障获得相当于其退休前一半工资的养老金。NPSS 借鉴了很多优化养老金计划中的制度和原则，如该委员会建议 NPSS 计划应采用自动操作机制中的生命周