



A Study on the Legal Regulation of
Pension Funds Investment

养老金投资监管 法律制度研究

江玉荣 著

非
外
借



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

安徽省2016年高校优秀青年人才支持计划重点项目（项目编号：gxyqZD2016267）

A Study on the Legal Regulation of
Pension Funds Investment

养老基金投资监管 法律制度研究

江玉荣 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

养老金投资监管法律制度研究 / 江玉荣著. -- 北京 : 法律出版社, 2018

ISBN 978 - 7 - 5197 - 1796 - 4

I. ①养… II. ①江… III. ①养老保险基金—监管制度—法律—研究—中国 IV. ①D922.284.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 309748 号

养老金投资监管法律制度研究

YANGLAO JIJIN TOUZI JIANGUAN FALÜ ZHIDU YANJIU

江玉荣 著

策划编辑 刘晓萌

责任编辑 刘晓萌

装帧设计 李 瞻

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京虎彩文化传播有限公司

责任校对 马 丽

责任印制 吕亚莉

编辑统筹 财经法治出版分社

开本 A5

印张 8.125

字数 218 千

版本 2018 年 9 月第 1 版

印次 2018 年 9 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

网址/ www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/ info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/ jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号: ISBN 978 - 7 - 5197 - 1796 - 4

定价: 48.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

目 录

绪 论	1
一、问题的提出及研究意义	1
(一)问题的提出	1
(二)研究意义	6
二、研究范围和相关概念的界定	7
(一)研究范围	7
(二)相关概念的厘清	8
三、研究现状综述与评析	11
(一)国外研究现状及评析	11
(二)国内研究现状及评析	16
四、研究思路、方法、创新	21
(一)研究思路	21
(二)研究方法	22
(三)主要创新	24

第一章 养老基金投资发展与监管问题的提出	26
一、养老基金制度的发展变迁	28
(一) 社会养老保障:从少数人的恩惠到普遍意义上权利的演变	28
(二) 当下养老基金制度改革的发展趋势	32
(三) 当下养老基金制度改革加速了养老基金投资发展进程	43
二、养老基金投资属性分析与监管问题的提出	47
(一) 养老基金投资属性与投资风险	47
(二) 养老基金投资监管的现实必要性	52
(三) 养老基金投资监管的理论基础及评析	54
三、我国养老基金投资发展现状与监管存在的问题	61
(一) 我国养老基金投资发展现状	61
(二) 我国养老基金投资监管现状与问题	69
小结	70
第二章 养老基金投资监管权配置的实证分析与我国的选择	72
一、养老基金投资监管权配置的不同体制分析	73
(一) 养老基金投资监管权概述	73
(二) 养老基金投资监管权配置的影响因素	77
(三) 养老基金投资监管权配置的几种体制	79
二、国外养老基金投资监管权配置体制实证分析及启示	82
(一) 澳大利亚养老基金监管权配置	82
(二) 智利养老基金监管权配置	86
(三) 英国养老基金监管权配置	89
(四) 美国养老基金投资监管权配置	93

(五) 启示	95
三、我国养老金投资监管权配置体制的选择	98
(一) 我国养老基金投资监管权配置体制现状分析	98
(二) 专业化监管权配置体制是我国养老基金投资监管 必然的选择	101
(三) 养老基金专业化监管权配置体制之下我国监管 主体设计	102
小结	109
第三章 养老基金投资监管模式的国际发展及对 我国的启示	110
一、养老基金投资监管模式的分析比较	111
(一) 养老基金投资监管的两种模式	111
(二) 审慎人规则要优于数量限制监管	114
二、养老基金投资监管模式的国际发展趋势	117
(一) 由严格数量限制监管逐渐向审慎人规则过渡 并相互融合	117
(二) 在审慎人规则中引入风险性监管措施	118
(三) “审慎人”的标准不断提高	119
(四) 进行多样化资产配置分散风险	121
(五) 实行多基金计划	122
三、我国养老基金投资监管模式的改革: 逐步引入 审慎人规则	124
(一) 我国现行养老基金投资监管模式及其改革的 必要性	124
(二) 我国养老保险基金投资引入审慎人监管的挑战	126
(三) 我国借鉴审慎人规则的发展设计	129

小结	132
第四章 养老基金投资市场准入监管法律制度	134
一、养老基金投资市场准入规制的界定与目标	135
(一) 养老基金投资多层次信托治理模式下的市场 准入之界定	135
(二) 养老基金投资市场准入规制的目标	136
(三) 养老基金投资市场准入监管制度的主要内容	138
二、我国养老基金投资准入监管制度现状与问题分析	142
(一) 我国养老基金投资准入监管制度现状	142
(二) 我国养老基金投资准入规制之分析	148
三、我国养老基金投资准入法律规制的完善	155
(一) 建立养老基金投资准入机构法律约束机制	155
(二) 明确数量规制目标, 构建合理的养老基金投资 市场规模	155
(三) 建立并完善养老基金投资退出制度	156
(四) 完善养老基金投资从业人员资格制度	157
(五) 在兼顾养老基金投资准入差异化规制基础上克服 碎片化弊端	158
小结	159
第五章 养老基金投资业务运营监管法律制度	160
一、养老基金投资信息披露监管法律制度	162
(一) 养老基金投资信息披露概述	163
(二) 养老基金投资信息披露制度发展特点	166
(三) 我国养老基金投资信息披露制度问题与完善	169
二、养老基金投资关联交易监管法律制度	174
(一) 养老基金投资关联交易基本问题的阐述	174

(二) 养老基金投资关联交易监管及制度之比较	182
(三) 我国养老基金投资关联交易的监管与限制	185
小结	188
第六章 养老基金投资退出监管法律制度	190
一、养老基金投资退出监管的一般分析	191
(一) 多层次信托养老基金投资运营模式与退出的界定 ...	191
(二) 养老基金投资退出监管必要性分析	194
二、我国养老基金投资退出监管的现状和问题	196
(一) 我国养老基金投资退出监管现状分析	196
(二) 我国养老基金投资退出监管法律制度存在的问题 ...	200
三、我国养老基金投资退出监管法律制度的构建	203
(一) 构建养老基金投资退出监管法律制度的指导思想 ...	203
(二) 养老基金退出监管法律完善的具体建议	204
小结	207
第七章 养老基金投资风险补偿法律制度	208
一、养老基金投资风险补偿机制一般分析	209
(一) 养老基金投资风险补偿机制的含义及类型	209
(二) 构建养老基金投资风险补偿机制的必要性	210
二、养老基金投资风险补偿机制国际经验	213
(一) DB 型养老基金投资风险补偿机制国际经验及 面临的挑战	213
(二) DC 型养老基金投资风险补偿机制国际经验	220
三、我国养老基金投资风险补偿机制的构建	225
(一) 我国养老基金投资风险补偿机制现状分析与 存在的问题	225
(二) 完善我国养老基金投资风险补偿机制具体建议	228

小结	231
结 论	233
参考文献	237

绪 论

一、问题的提出及研究意义

(一) 问题的提出

1. 人口老龄化将是我国社会的常态

在人类基本战胜饥荒、有效攻克细菌、病毒之后,无论人们是否愿意,人类进入老龄化的趋势将不可逆转。^①我国面临的形势不容乐观,根据联合国测算,我国目前60岁以上老年人占总人口的16%,而到2050年,60岁以上人口将达到4.38亿人,占那时人口总数的30%以上,约占世界老年人口的20%以上。^②如彼福尔所说:“人口老龄化继续发展下去所产生的冲击将不亚于全球化、城市化、工业化等人类历史上任何

^① 根据联合国《人口老龄化及其社会经济后果》确定的划分标准,当一个国家或地区65岁及以上老年人口数量占总人口比例超过7%时,则意味着这个国家或地区进入人口老龄化社会。

^② “The 2017 Revision of World Population Prospects”,载 <https://esa.un.org/unpd/wpp/>,最后访问日期:2017年8月19日。

一次伟大的经济与社会革命。”^①彼得·德鲁克也曾指出：“人口结构的变化比其他任何革命事件对个人和家庭的影响都更为直接、更为迅速。”^②2008年以来对欧元区造成重创的欧债危机，原因虽然是多方面的，但养老基金也是引发欧洲债务危机的一个重要诱因，在这些国家特别是希腊和意大利的救助方案里，均含有养老金制度改革清单。

人口老龄化对社会的冲击在我国将会表现得更加明显。由于受计划生育人口政策的影响，我国“人口红利”将渐行渐远，不得不面临“未富先老”和“未备先老”的双重挑战。作为社会保障权核心的社会养老保障权经历了一个从恩惠到权利的转变过程，当代社会公民的一项基本人权及现代社会文明标志之一，就是为其社会成员提供社会养老保障。根据世界银行的预测，2001～2075年中国基本养老保险的收支缺口累计将达9.115万亿元。^③在老龄化到来之时，如何负担如此庞大的养老任务，我国现在已不是“未雨绸缪”，而是“迫在眉睫”。我国亿万老人“老有所依”目标的实现取决于多种因素，通过建立养老基金来应对退休金支付，业已成为世界各国和各地区的普遍共识和基本运作形式。那么如何实现养老基金的保值增值，使养老基金的总支出规模始终与不断增长的老龄人口需求相匹配；成为养老基金制度的核心和基本问题。

2. 我国养老保险基金已经积累到了一定的规模

养老基金是世界上很有影响力的机构投资者之一，在资本市场中占据举足轻重的地位。自20世纪90年代我国进行养老改革

① Pifer, Alan J., Lydia Bronte, eds., *Our aging society: Paradox and promise*, WW Norton & Company, 1986, p. 3.

② [美]彼得·德鲁克：《养老金革命》，刘伟译，东方出版社2009年版，第3页。

③ Nakashima K., N. Howe, R. Jackson, *China's Long March to Retirement Reform—The Graying of the Middle Kingdom Revisited*, CSIS Publications, 2009, p. 6.

以来,养老保险基金逐渐积累,特别是近10年内,养老保险基金规模越来越大。截至2016年年底,职工缴纳养老保险的人数为3.79亿人,基金总收入3.51万亿元,同比增长19.5%;总支出3.19万亿元,同比增长23.4%;当期结余约3200亿元,累计结余3.86万亿元。^①在补充养老基金方面,2017年第一季度末我国企业年金资金达到11,456.47亿元,参与人数为2316万人,比2005年增长近15倍;近4年有245万人领取企业年金,人均月领额从980元增至1850元,职业年金已有37.8亿元的收入并开始有微量支出。^②定位为我国国家养老储备基金的全国社会保障基金于2001年开始投资运营,截至2016年年底资产总额达20,423.28亿元。^③

3. 对养老基金投资运营是应对人口老龄化根本措施之一

陈果和张倩婷的研究报告指出,按照2%的年均投资收益率,到2050年我国基本养老金累积缺口将达到43万亿元。^④根据《中国养老金发展报告》,中国基本养老金的投资收益率年均约为2%,若减去通胀率,2000~2015年的平均年化收益率约-0.25%,年均贬值72亿元。截至2015年个人账户记账规模已

① 陈果、张倩婷:《养老金政策上突破三大难题 入市时机已成熟》,载新浪财经网:<http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2016-12-06/doc-ifxyiayq2546959.shtml>,最后访问日期:2016年12月7日。

② 《2017年一季度全国企业年金基金业务数据摘要》,载人力资源和社会保障部网:http://www.mohrss.gov.cn/gkml/xxgk/201706/t20170614_272393.html,最后访问日期:2017年5月26日。

③ 《全国社会保障基金理事会社保基金年度报告(2016年度)》,载全国社保基金理事会网:http://www.ssf.gov.cn/cwsj/ndbg/201706/t20170612_7277.html,最后访问日期:2017年4月16日。

④ 陈果、张倩婷:《养老金政策上突破三大难题 入市时机已成熟》,载新浪财经网:<http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2016-12-06/doc-ifxyiayq2546959.shtml>,最后访问日期:2016年12月7日。

达4.71万亿元,而养老金累计结余仅3.99万亿元,资金缺口约7000亿元,而且此缺口有逐渐扩大的趋势。^①这主要是由于基本养老金的投资对象主要是存款和国债,就现金流视角而言其是绝对安全的,但收益率很低,因此养老金没有直接分享国民经济发展的成果。而全国社保基金则有较高的投资自主权,自其建立以来,年化投资收益率为8.37%。在全国社保基金权益中,累计财政性净拨入7959.61亿元,累计投资增值8082.97亿元。^②应对人口老龄化的养老生活问题,更为有效的办法是让目前账户里的闲置资金运动起来,使之产生资本的力量。提高养老金的投资运营能力是一种积极的措施,对社会的发展和安定团结具有正面效应。货币是一种资本,如果让资本发挥效能,就能产生利润。资本效能越大,利润越高。以诺贝尔基金为例,1901年其设立时基金数额只有3100万瑞士法郎,设立之时投资标的为国债和银行存款以及其他低风险证券,由于支付奖金等原因,该基金逐渐缩水。20世纪50年代之后,诺贝尔基金开始投资股市。1953年美国规定,诺贝尔基金在美国所进行的投资活动一律享受免税待遇,同年,瑞典政府给予诺贝尔基金的投资自主决定权。此后,诺贝尔基金资产净值呈加速上升态势,到2012年年底,资产总额达到28.6亿瑞士法郎,每年支付奖金超过1亿瑞士法郎。美国安大略省教师退休金计划(Ontario Teacher's Pension Plan,OTPP)是一家成立于1990年的职业养老基金,截至2016年年底净资产已达

① 《养老金入市全面启动:资金已经到账 到位组合已开始投资》,载经济观察网:<http://www.yjcf360.com/guoneinews/15890694.htm>,最后访问日期:2017年8月9日。

② 《全国社会保障基金理事会社保基金年度报告(2016年度)》,载全国社保基金理事会网:http://www.ssf.gov.cn/cwsj/ndbg/201706/t20170612_7277.html,最后访问日期:2017年4月16日。

1756 亿加元,是加拿大最大的单一性职业退休基金。OTPP 的资金来源主要包括参保人员缴费、政府与雇主缴费和投资收益三个方面。而自 1990 年以来,基金资产中来自参保人员缴费的比例仅为 10%,来自政府和雇主缴纳的比例为 12%,其余 78% 均来自投资收益。自成立以来 OTPP 平均年化投资回报率高达 10.1%。^①

4. 养老保险基金投资运营目标的实现需要有效监管

养老基金投资运营有多层次的目标,如实现养老基金的保值、增值和促进资本市场的发展,还有非经济性的目标如社会责任、政治性目的等。多层次的投资运营目标决定养老保险基金投资运营必须考虑多重因素,但最为主要也是进行养老基金投资运营的主要动力是实现养老基金的保值、增值。养老基金本身的社会属性,使之相对于一般投资来说,更加注重投资的安全性,但金融市场风险高度凝聚,如何在风险既定的条件下寻求最大收益,这不仅取决于基金本身的投资策略,也需要外生力量的控制,其中监管约束至关重要。有文献研究表明,良好的监管和养老基金的投资收益密切相关。养老保障程度越高的国家越重视养老基金投资风险的控制,因为如果养老基金不能实现其保值、增值的目标以至于最终不能满足退休人员的需要时,政府就要担起责任,但最终受损的还是普通大众。

5. 我国养老保险基金投资监管之路任重而道远

历史地看,养老基金投资运营和监管并非同步产生,养老基金监管是养老基金投资运营发展到一定程度的产物,并随着养老基金投资运营的新趋势和整个金融监管新特点而不断调整、丰富其内容。自 2001 年全国社会保障基金成立和 2004 年《企业年金

① 《安大略省教师退休金计划(OTPP)投资运营状况简介》,载全国社保基金理事会网:<http://www.ssf.gov.cn/yjypz/201705/P020170523618444491119.pdf>,最后访问日期:2017 年 6 月 13 日。

试行办法》《企业年金管理试行办法》颁布以来,我国真正意义上对养老保险基金投资运营不过 10 多年的时间,在投资收益方面也取得了一定的成绩,如 2001 ~ 2010 年,全国社会保障基金的投资平均收益达到了 9.17%;2012 年 21 家企业年金基金投资管理人全部取得正收益,整体取得 5.68% 的加权平均收益率。但总体而言,我国养老保险基金市场化投资管理体制并没有确立,监管体系和法律框架还存在诸多问题,如监管主体不明确、监管碎片化、信息披露制度不完善、没有建立养老保险基金投资风险预警指标体系、对投资管理人缺乏有效的监督等。一个直接的表现就是当前我国还实施严格的数量监管模式,该模式对养老基金投资比例和数量进行严格控制,通常是对高信用风险或低流动性的投资产品进行最高限制,也对投资到风险低的产品作最低规定,如银行存款和购买国债。这与我国资本市场本身的缺陷有关,但主要原因是对监管能力的不信任。虽然业界和理论界强烈呼吁扩大养老基金投资范围,减少养老基金投资限制,但由于有效监管制度的缺失和对金融市场尤其是资本市场的担忧,虽然当前对企业年金和全国社会保障基金有放开的迹象,但进展非常缓慢。扩大养老基金投资范围,从国债和银行存款等风险较低但收益也较低的投资品种走向股票、股权、海外等更高风险的资产类别是必然趋势,也是国外养老保险基金比较成熟的做法,我国当务之急就是要完善监管体制、加快立法脚步、制定清晰的监管流程,有效监管、控制和防范日趋复杂化的养老基金投资运营风险。

(二) 研究意义

人口老龄化问题在当今世界突出存在,如何实现“老有所养”,各国依据各自国情探索出不同的解决之道。其中以市场化方式积聚社会资源,通过建立养老基金来应对退休金支付,业已成为世界各国的普遍共识和基本运作形式。那么如何实现养老

基金的保值增值,使养老基金的总支出规模始终与不断增长的老齡人口需求相匹配,就成为养老金制度的核心和基本问题,也成为养老金投资运营的首要目标。随着我国养老保险基金规模的扩大,无论是从基金保值、增值和抵御通货膨胀还是从推动资本市场发展角度,其进入资本市场是必然的趋势。一方面老龄化是我国人口结构无法回避的事实,另一方面养老的社会化是现代社会的职责,养老金投资运营目标的实现不仅事关几亿老人的生活保障,甚至关乎整个国家的前途。对于养老保险基金投资我国还处于探索阶段,除资本市场本身的缺陷以外,最大的障碍就是没有建立有效的监管体制和制订有力的监管措施,所以民众对养老保险基金“入市”疑虑重重,有关当局也不敢放开投资限制。由于我国养老基金的投资运营受到当前法律法规的严格限制,对养老保险基金投资监管的法律问题研究,能为养老金投资运营立法提供理论支持,并能够丰富和完善现有理论体系的不足,深化对经济法和社会法的整体性和系统性的认识。同时以养老金投资监管中的疑难法律问题为视角,能为相关立法改革和法律实施提供理论和技术上的支持。

二、研究范围和相关概念的界定

(一) 研究范围

我国养老保险制度改革开始于20世纪90年代初,其初衷就是降低或取消就业福利与企业责任之间的联系,改变计划经济时代实行的“企业社会保障责任”,养老制度明显带有国企改革配套特征。但随着改革的深入和养老保险覆盖面的扩大,此项改革很难在其他群体推广。为了满足不同群体的要求,我国养老保险制度呈现碎片化的趋势,除城镇职工基本养老保险、农村、公务人员以外,各种小碎片制度比比皆是,形成了城市与农村分离、私人部

门与公共部门“双规”的多种退休制度并存局面,产生了多种养老基金制度,如有城镇职工养老保险基金、企业年金、农村新型养老保险基金、商业养老保险基金、全国社会保障基金、城乡居民养老保险基金等。

本书并不打算详尽叙述每一种养老基金,而是主要围绕职工基本养老保险基金、企业年金(职业年金)和全国社会保障基金三类养老基金展开论述。之所以选择以上三种养老基金作为研究对象,除这些基金基本上可以代表我国养老基金的大部分共性特征以外,还有如下理由:职工基本养老保险基金是我国最基础性的养老基金,在整个养老保障体系中占据最为重要的位置,在进行碎片整合时各类养老基金都要和它接轨;企业年金(职业年金)是作为养老金体系第二支柱提出的,其设计之初的替代目标是20%~30%;而成立于2001年的全国社会保障基金,作为一项全国性的储备基金,主要在人口老龄化高峰之时用于国家社会养老金的收支不足,其在成立之初就进入资本市场投资运营并取得了较好的收益。本书的研究也局限在养老基金投资监管领域,养老计划发起、基金筹集、养老金发放等诸多阶段的监管并不在本书研究范围内。

(二) 相关概念的厘清

1. 养老基金

在谈论养老基金之前,必须厘清与之相关的几个概念:一是养老金计划(pension plan; pension scheme),它是为保障员工退休之后正常生活水平的一种社会化的制度安排,在某种意义上也可以说是由政府机构管理的,向退休人员提供养老保障的计划安排。二是养老金,它是指退休人员从退休计划中领取的保证晚年生活的费用。三是养老保险,它是一国政府根据法律、法规,为保障退休者退休后或因丧失劳动能力退出劳动岗位的基本生活而