

导言：养老金计划管理的主要内容

美国人口正日趋老龄化。不论移民政策出现何种大调整，美国 60 岁及 60 岁以上老年人口占总人口的比例，仍将从目前的不到 20% 上升到 2030 年的 30%。据报道，美国劳动人口与退休人口之比将从目前的 5:1 上升到 50 年后的 3:1。《经济学家》（1996，S8）调查表明：美国 80% 的劳动者对未来社会保障制度是否能够提供与现在退休者养老金水平相当的养老金，表示“不太自信”乃至“毫无信心”。

美国的就业岗位仍处于变化调整过程之中，传统制造业逐步萎缩，服务和技术行业日益蓬勃发展。与此同时，私人和公共养老金基金无论就其资产规模、资本存量还是其在金融市场的重要地位而言，均呈现出令人振奋的增长势头。正是这类养老金计划，为美国员工 65 岁退休之后提供大量的资产和收入。由于养老金计划对职业的定位和选择具有重要影响，因而，令人满意的养老金决策计划和养老金资产管理模式具有举足轻重的意义。

受养老基金与人口老龄化进程影响的至少包括正领取和将领取退休养老金的雇员及其家庭成员。公共和私营部门的雇主作为养老金计划的提供者也将受到影响，因为雇主作为计划的提供者，其管理计划的方式直接受到经营机构运作效果的制约；再则，雇主股权所有者，即私营企业的股东和公共部门的纳税人以及作为雇员代表的工会均非常关注养老金及其管理；最后，国家政策制定者、企业高级管理人员、董事会成员、公共部门官员、公共养老金计划董事会、律师等都会不同程度地关注养老金计划，不论是作为计划提供者、计划受益人的雇员，还是作为直接影响美国养老金制度运行成败的决策者，均是如此。

养老金计划管理曾被视为单纯的投资管理。果真如此，那世界就未免太单纯了！诚然，确立投资原则和制定决策的确非常重要，其他众多因素亦不可低估，其重要性有时甚至会决定养老金投资过程的成败。本书试图为养老金计划的管理提供综合的分析框架，将养老金计划管理若干制约因素有机地融入稳健投资管理

的运作框架之中，并试图达到两个目的：其一，养老金计划管理的绩效直接取决于计划运作各方面内在的特殊关联，如计划与发起机构的关系，公共与私营部门的关系。其二，揭示养老基金决策的复杂过程，强调其整体性和系统性，而不是将若干似是而非的各种要素孤立开来进行分析。

美国养老金由各类形式构成，基本类型为确定给付型（Defined Benefit, DB）计划和确定缴费型（Defined Contribution, DC）计划。两类计划构成本书的分析基础。当然并不排除讨论其他潜在养老金计划的可能，如组合性基金保障计划、现金余额计划、其他混合类计划等亦提供了重要的选择。因而，为了更好地理解各类养老金计划的基本结构，本书第一章介绍为什么需要养老金计划，即考察养老金计划的基本功能：提供退休资产或税收分配的收益、保险、投资效益，吸引高素质雇员，激励员工；提供程度不同的退休收入补偿计划等。第二章进一步讨论各类养老金计划的具体结构以及不同机构的最佳选择优势，分析企业如何选择最恰当的各类养老金计划。

养老金计划管理与其说具有很强的立法特性，不如说具有独特的道义特征。显然，养老金计划体现一种内在的信任关系，受托人对养老金计划的实施承担忠诚的责任，对受益者（一般指计划提供者的员工）提供忠实的承诺。尽管公共或私营养老金计划在法律标准方面存在着诸多差异，而养老金计划管理的优劣则最终取决于计划双方的信任关系及有效的利益制衡机制，这是第三章首先提出并贯穿全书的重要议题。

对确定给付型养老金计划应深入系统地予以讨论，并为指导计划管理和决策提供全面综合的政策思路。养老金计划并非存在于空谷之中，它必然与发起机构密切关联。事实上，正是由计划提供者决定养老金计划的筹资规模，然而计划提供者无法单纯按照自己的意愿运营养老金计划。养老金计划的结构和合同服从于劳动力市场中雇主和雇员之间的劳动合同关系。

养老金计划的特定结构和确定计划信任的合同在很大程度上制约和影响养老基金资产管理的财务状况。第四章分析了养老投资政策的若干中心议题，如政策框架如何确定，如何对员工提供有效保障并根据动态变化的客观环境进行及时调整。

无论是采取旨在管理大规模资产的确定给付型计划，还是直接由雇员参与的由大量小额资产构成的确定缴费型计划，养老基金关注的一个核心要素是基金的投资营运及其绩效。在讨论的众多投资问题中，最为重要的是：什么是最合

理的长期战略性资产配置。这一中心问题的讨论将引发若干相关议题：什么样的资产是恰当投资的资产？如何确定资产的合理配置？资产配置如何适应动态变化的金融市场环境？第五章从现代投资理论与实务分析的视角讨论并回答了这些问题。此外，本章还讨论了管理养老金计划中资产的选择和战略分配的方法与技术。第六章关注如何制定战略性资产配置策略，以及制定决策时需要考虑的若干因素。由于制定这类决策的过程异常复杂，建立战略性资产分布的分析框架构成本章讨论的一个重要内容。

第七章、第八章拓宽了前几章分析的内容，进一步考察了养老金计划的投资营运情况，以及导致养老基金投资业绩欠佳的若干因素。第七章分析了如何评估养老金计划的营运状况，讨论了养老金资产营运分析框架中必须关注的若干问题。第八章分析养老金计划营运评价工具的作用与局限，并为该基金投资营运提出了若干政策建议。

风险与风险管理问题在第九章和第十章进行系统探讨。对任何机构而言，投资风险管理实属不易。养老基金则面临大量风险并难以通过传统风险控制方式得到处置。因而，实施养老金风险管理则必须高度关注诸多复杂因素，如养老金计划健康营运的盈余能力的影响，套头与收益策略差额的控制，新兴 Var （风险价值）技术工具的运用，注重分析与谨慎使用金融衍生工具等方面。

养老金计划管理的一个重要领域乃是管理投资组合策略的有效控制。养老金计划是聘用内部经理人员还是寻求外部投资专家？监控管理者存在哪些陷阱？评估养老金计划管理的最佳途径何在？如何实现投资管理费用的低廉与合理？第十一章分析养老金计划管理者选择与决策的若干基本问题，提供了评价投资费用的基本方法，以及计划提供者支付货币和直接支付佣金的效果评价。

养老金会计虽然并非严格意义上的管理问题，但由于使用各类未能真实反映经济运行实际的会计信息误导决策，从而导致潜在的严重危害，应当引起高度关注。养老金计划管理者必须熟悉养老金财务报告中的各种复杂会计准则，必须充分重视养老金计划会计中的主观判断因素，后者通常会导致异常严重的后果。第十二章分析了养老金计划管理必须涉及的若干重要的会计问题，表明会计信息的失真和误导将给养老金计划的各类决策带来极为严重的后果。

第十三章讨论养老基金如何发挥公司股东的作用，养老金计划如何在公司治理结构方面发挥重要作用。这类问题的复杂性缘于其参与其间的两刃性，其极端重要性正在于全面的养老金计划的管理范式对计划的运作有重要的影响，并对

21 世纪公司治理结构问题产生潜在的影响。

最后一章是全书论述的一个总结，它提供了一个清晰的概括，概要讨论了作者特别关注的一些问题。第十四章后的附录，则是对本主要问题的若干延伸性的讨论。

本书对所有关注公共和私营养老金计划的人士均有重要参考价值。首席财务官自然会对此深感兴趣，养老金计划管理者、投资管理人员、专业咨询机构、公司董事会成员、公共养老金受托人等均可能从中获益，对养老金计划精算师、会计师乃至关注养老金计划的其他各方人士也有重要价值，某些信息对非金融专业人士或许具有更大的挑战性。本书可能对本领域的专业技术人员和专家更有直接价值。然而，养老金计划管理是颇具挑战性的课题，希望我们的分析结论不会让人过分气馁。书中个别内容如风险管理和金融衍生工具等对某些读者而言可能有一定的难度，但我们希望读者理解：养老金计划管理并非易事，若干问题的讨论并非只提供简单化结论或简单方法。

本书希望成为成功管理养老金计划投资的指南，并为改进养老金计划的营运效果提供政策建议。我们希望读者对这类问题的兴趣会日趋浓厚，当然更重要的还在于领会本书的重要实用价值。

我们感谢为本书初稿提供帮助和建议的众多读者，如剑桥协会的丽贝卡·沃伦 (Rebecca Warren)，哥伦比亚大学的罗杰·默里 (Roger Murray)，斯腾森大学法学院的查尔斯·埃尔森 (Charles Elson)，以及其他为本书提供帮助的各位默默无闻的人士。感谢哈佛商学院出版社的玛乔里·威廉姆斯 (Marjorie Williams) 和克瑞斯汀·桑德伯瑞 (Kirsten Sandberg) 的帮助和支持。最后，感谢马希拉·罗格 (Marcella Logue) 和玛丽·雷德尔 (Mary Rader) 的支持和理解。

第一章 为什么需要养老金计划

为各类机构的雇员提供的养老金计划：基本概念

养老金计划是指为企业雇员提供退休养老金的一项员工福利计划。一般而言，养老金计划的提供者有三种类型：（1）雇主，如企业或政府机构；（2）雇员组织，如工会；（3）由两个或两个以上雇主与一个或多个员工机构联盟。由于养老金计划的提供者是具有不同利益和需要的不同团体，其结构和计划管理均呈现出差异性。

养老金计划可由公共部门建立（如联邦代表机构、州和地方政府雇员），亦可由私营部门主要是企业建立。由于公共与私营养老金之间存在重大差异，有必要加以区分。其一，公共部门的养老金计划不存在税收减免，原因在于该类计划不需缴税（虽然公共部门的养老金计划参加者可享受养老金储蓄和投资方面的税收优惠）。其二，公共养老金计划不受《雇员退休收入保障法》约束。与私营养老金计划不同，公共养老金计划不需要遵循有关强制性基金标准，或无须明确申述受托人责任，并且受益人不受养老金担保公司（PBGC）的保护。

单一雇主的养老金计划可以选择公共计划，亦可选择私营计划。其资产可由计划提供者实施管理，构成雇员养老金。多雇主的养老金计划通常由工会实施管理，并由多个雇主提供资金（如组织卡车雇主们向卡车司机养老基金缴费）。多雇主计划按塔菲特—哈特利（Taft-Hartley）法案建立并服从相关规则。这类计划的主要特征在于需要工会参与管理，通常在员工退休时一次性支付养老保险金。由于接近退休年龄的员工日益增多，这一计划变得越来越重要。

美国养老金计划历史悠久，早在 1636 年就已建立普利茅斯（Plymouth）殖民地军人退休金计划。据员工福利研究所（EBRI）提供的有关信息，1797 年杰莱廷（Gallatin）玻璃工人已建立起利润分享计划。第一份内容完整的养老金计划是 1859 年由济贫机构、贫困长老部、贫困寡妇及儿童长老部门联合设立的。

1875 年快运公司建立起美国第一个由雇主发起的养老金计划，养老金按相当于雇员最后 10 年就业的平均收入的 50% 支付，但 1 年不得超过 500 美元。

养老金计划的肇始不太引人注目，但目前已获得空前的发展。员工福利研究所的资料表明，截至 1993 年底，有 5 100 万公共和私营部门员工参加了养老金计划，私营养老金总资产达到 2.5 万亿美元。公共部门养老基金资产达到 1.4 万亿美元，工会养老金计划资产（纳入私人计划资产）达到 3 000 亿美元。若按此趋势发展，20 世纪末养老金计划的总资产可达到 7 万亿美元。

养老金计划的总资产规模宏大，而且每一年都有更多的资产注入计划，如 1993 年公共和私营养老金计划的缴费总额达到 1 550 亿美元，大约占员工工资总额的 4%。该年私营企业雇主的缴费占工资总额的 2.9%，公营部门计划提供者的缴费率达到 16.1%。1993 年雇主缴费超过 1 000 亿美元。据员工福利研究所估计，公共和私营养老金支付在 1993 年达到 3 190 亿美元。

公共部门养老金计划虽然不受《雇员退休收入保障法》的约束，亦不像私营计划提供全额基金，但通常提供较高水平的养老金。部分是因为大约 30% 的州和地方政府雇员未能享受社会保障待遇，这类雇员主要从养老金计划领取退休养老金。因而，政府机构需要补足差额以使劳动力市场保持竞争性。

不同类型的养老金计划具有不同的特征。从雇主角度分析，为何雇主对养老金计划并不十分热衷？为什么应由雇主提供养老金？雇员的工作业绩与养老金水准是否相称？不同机构提供的养老金是否体现出雇员行为上的差异？如果体现，哪种类型的养老金计划最能实现计划提供者预期的行为目标？圆满回答这类问题并非易事，但却是选择养老金管理范式之前必须慎重考虑的重要问题。同样，既然任何特定类型的养老金计划应当满足计划提供机构和雇员的需要，那么在制定选择决策时，有必要了解养老金计划的类型及其特征，以及熟悉为什么不同的养老金计划具有不同的政策目标。

建立养老金计划的动因考察

首先必须弄清养老金计划为何必要。毕竟多数人参加了社会保障计划，人们为满足退休后收入的资金需要必须进行储蓄和投资。

马克·诺 (Mark Roe) 在 1995 年提供的研究报告表明，建立养老基金的承诺缘于财富增长、人均寿命延长，以及选择提前退休决策以应对日渐减低的当前

工资的劳动者照顾上一代的意愿。这一观点虽然从经济政策的角度看不无意义，但对养老金计划提供者或已建立各类养老金计划的机构而言，却难以提供有价值的参考意见。

博迪（Zvi Bodie）1990年的系统分析为养老金计划提供者或潜在提供者提供了总体上非常有益的建立养老金计划的思路和框架，即认为养老金计划是为面临退休收入风险的劳动者提供退休收入保险的最佳途径。他剖析了五种退休收入风险：

- 工资替代率风险
- 长期性风险
- 社会保障待遇降低风险
- 因储蓄不当而导致投资收益风险
- 通货膨胀风险

如果雇主通过建立养老金计划投资形成具有一定盈利水平的退休收入保险，建立养老金计划的动因则趋于明显。

另外两个主要的因素使养老金计划变得更有吸引力。其一，养老金计划的吸引力正在于通过税收效应提供退休收入；其二，雇主发现养老金计划有利于激励雇员，作为总体保障体系的重要组成部分，恰当、周详的养老金计划有助于调动雇员的劳动生产积极性，调动雇员忠诚于企业的潜能。

作为税收效应储蓄的养老金计划

政府通过养老金计划的税收优惠政策，使养老金计划对雇主和雇员均有较大的吸引力。此举目的在于减轻要求政府为所有退休者提供收入的政治压力，并有助于老职工逐步退出劳动力大军，为青年人提供新的就业机会。

政府通过两种税收优惠方式促进养老金计划的发展。其一，养老基金缴费享受税收减免优惠。无论是雇主代表其员工缴费，还是个人向养老金计划缴费，均可享受税收方面的优惠，不在于雇主是否为纳税对象（通常参加公共确定给付型计划的雇员需缴费，而参加私营确定给付型计划的雇员无须缴费）。（参见员工福利研究所资料）

其二，对投资收益（包括收入和资产评估收益）实施有利的税收优惠。此举使退休资产的积累和增长高于通过等值征税投资收益的增长，自然对参加公共和私营养老金计划的雇员具有较大吸引力。

需要说明，养老金计划的受益人只是在退休时才需缴税，养老金提取征税按照一般收入税率征收，而不管具体收入的分配是否来自缴费、利息、红利，亦或资本所得。至于是提前扣税，还是长期积累后延期征收，对于按收入税率征收的下一年度税收影响并不是太大。

如：考察个体缴费 30 年，每年缴费 8 000 美元，作为养老基金支出的税收优惠，假定每年投资收益为 10%，30 年后，基金规模增至 1 315 920 美元，若一次性提取可得 921 144 美元。但如果投资不享受税收优惠，投资收益也无延期征税的优惠，那么，情况将完全不同。假定 30% 的税率，每年 5 600 美元（税后等值 8 000 美元），可用于投资。同样，税后收益在 7% 左右（税后等值于税前 % 30 年中，税后投资额将增加到 528 982 美元，只相当于延期征税 57% 的税后养老金实际积累额。^①

上述分析表明强有力税收刺激效应的存在。美国一直沿用高累进收入税结构，直到 1986 年税收制度改革。在老年多层次保障体系下，许多员工在就业期间承担远比退休期间更高的税赋负担。员工通过养老金计划的延期征税而获得较大好处，显然，员工退休时提取较低税率的养老基金，比在正常收入的征税条件下更为有利。虽然 1986 年的税收改革及随后的相关税收改革法案，部分抵消了后者的实施效果，但其影响力仍不可低估。

税收制度对养老金计划的建立和持续发展具有重大作用。养老金计划近年迅速增长的事实表明，养老金的理论起点应当是构建养老金计划必要性的核心命题。如果税收政策促进养老金计划的发展，那么养老金至少部分可视为一种延期的工资收入。养老金计划为雇主和雇员延期征税提供了便利，乃至整体上减少了税收收入（员工退休期间的税率低于就业期间的税率便是如此），雇主和雇员联手抵制美国税收部门，雇员接受以较低征税工资提取较高养老金的形式。雇主通过养老金计划提供比完全征税的总量更低的补偿金额。

养老金制度自身并非尽善尽美。如果养老金待遇是作为延期工资，并仅仅是作为节约税收的方式，那就不应指望有关于既得受益人方面的要求或征收时的其

据员工福利研究所员工福利信息库估计。退休计划的低税收额可能达到 600 亿美元。许多经济学家（如温蒂和威斯）认为现行养老金计划应增加储蓄总量。较多储蓄带来较大投资，进而推动经济增长，较高经济增长率将有效扩大税基，并足以抵消因对养老金计划税收优惠带来的税收下降。当然，这不是普遍认同的观点，一些正在进行的研究表明，如果收入和教育水平保持不变，评价养老金计划似乎并不影响人们的储蓄行为。

他任何附加条件。但既然养老金计划具有这些特征，雇主和雇员税收优惠之外必须对养老金计划的各个方面做全面说明。

作为激励性契约的养老金计划

养老金计划是雇主和雇员之间建立的一种契约关系。但契约并非严格固定的，雇主通常会单方变更合同内容和安排。因而，养老金计划需要双方的深入理解和沟通。

我们知道，不同种类的契约型计划可能导致雇员的多样性行为。第二次世界大战和朝鲜战争期间，政府强制性工资与价格管制刺激了雇主和雇员对养老金计划的兴致。在实行工资控制的情形下，雇主仍需雇员，但难以通过现期收入方式提供高工资。因而，不少雇主则通过建立养老金计划的方式来提升总体补偿水平。因为根据工资—物价控制法，养老金未被计算为工资（在个人效率超过80%的背景下，养老金计划则因大幅度税收优惠而得到进一步刺激）。

雇主随即发现养老金合同对员工工作热情的激励不同于等量货币直接以现金补偿形式发放，尤其是发现养老金计划有利于雇员共同组织建立更为牢固的联盟，有助于雇员选择更合理的离开企业的时间，有助于提高企业的劳动生产率。所以，养老金计划实际上是延期支付工资的一种方式，并为长期工龄职工早期低工资支付的一种补偿方式。

作为补偿机制的养老金计划：两种观点

如前所述，单纯税收优惠方面的考虑可以解释建立养老金计划的理由。而养老金计划建立的基础是其被视为工资的延期支付。由此借用布隆（Bulow）的术语，劳动力市场将被视为现货市场。

在现货市场，劳动者在任一时期通过工资、养老金、医疗保险金获得的补偿等值于该时期雇员生产的市场价值，雇员获得所有应得的补偿，此一时期和下一阶段之间没有剩余物品存在。既然丝毫不存在剩余物品的交换，补偿结构完全不利于雇主和雇员建立长期的合作关系。

罗杰（Logue）、拉依尔（Lazear）等学者提出了相反的观点。他们认为雇员在其早期职业生涯中，从雇主那里获得的补偿数额要低于其贡献的实际价值，而雇员在晚期职业生涯中获得的补偿要高于其贡献的实际价值（从技术上说，雇员晚期职业生涯的补偿值要高于为雇主工作的货币现值）。

根据这种观点，劳动力市场并非现货市场，而是多种关系介于其间的由若干

时间链构成的契约性市场。雇主和雇员的联系绝非单纯的每天劳动的交易过程，相反，是雇主和雇员之间建立的长期隐性契约关系。雇员通过辛勤工作，获得薪资，并通过养老金计划弥补其在从业早期阶段的较低工资收入。值得关注的是，近一时期的企业缩小规模、关闭、资产出售等重组过程，亦表明这一事实，即公司同其雇员存在着隐性契约关系。尽管在某些时候，此推论并不能提供充足证据。

当然两种观点的争论并不影响养老金计划是否被视为隐性契约，亦不影响雇员是否要充分了解早期就业生涯总体补偿计划的某些不足。相反，养老金计划的设计是否真正包含上述内容，以及雇员如何获得成功，这些问题则更值得关注。多数证据表明，劳动力市场事实上包含着诸多隐性契约要素。

我们可以提供劳动力市场隐性契约关系的多项案例。例如，20世纪70年代初期，许多雇主建立养老金计划，采取职工就业期间的年工资乘以就业期限（年）再乘以某一比例如1.5%的方式计算退休养老金。但由于70年代的通货膨胀，为适应物价上涨幅度，职工工资增幅很快。职工早期就业期间的工资几乎与后期生涯没有关联，甚至没有任何承诺，如某人在60年代初年收入为10 000美元，70年代中期工资水平可能上升到每年30 000美元。为应对这一形势，雇主迅速调整了养老金支付的计算公式，通过采用职工退休前最后1年的平均收入（或最后3~5年平均收入）作为计算基础，而不是以职工整个就业期间的平均收入为基础，再乘以职工服务年限和养老金系数。通过这种调整，可以帮助雇员抵消因通货膨胀所致的退休收入损失，使养老金支付水平达到雇主愿意提供的水准（当然，养老金计划的提供者也可提供某种指数比的比例，用以乘就业期限，以抵消通货膨胀的影响，保证养老金的实际现金价值。但这种机制可能会割断反映雇员工作的工资现值与养老金水平的内在关联）。

诚然，这一调整机制为即将退休的职工提供了某种补偿，但对已退休职工并无明显的帮助。许多雇主在20世纪70年代为那些享受通货膨胀损失的已退休职工提供补偿，尽管这不是法律上规定的义务，雇主们仍在继续从事这一工作，隐性契约关系的本质逐步趋于明朗化，不存在法律上的义务，或许更多的是一种道义责任。这其中固然存在某种同情因素，但雇主的目的在于向在职雇员表明，如果雇主或养老金计划提供者在财力允许的情况下，当员工遭受通货膨胀风险时，仍会继续提供及时的补偿。如果现有雇员没有认识到这是对其未来的一种隐性保障，雇员一定会坚持较高的工资待遇，明示合同性补偿等。但大多数雇员对能否

享受已退休人员在通货膨胀背景下的隐性契约待遇，则表示怀疑。换言之，许多雇员相信他们的养老金计划将不同程度地与雇主保持部分默契，虽然实际情况存在差异。

养老金计划的激励动因

基于对养老金契约关系背景的理解，我们继续从不同角度考察养老金计划对雇员的激励动因，侧重于养老金计划的特征如何影响员工的长期性、服务性和生产积极性问题。

长期性 许多经济学家如考特利科夫（Kotlikoff）和怀斯（Wise）认为，可以运用养老金计划拥有长期专业队伍，尤其是通过养老金计划获得受益权和再转移权。

例如，假定雇主凭借其标准、表现和费用决定对中间管理层雇员进行调整。原则上养老金计划的条款主要针对中层经理人员，如果雇员过早离开企业，可能在养老金待遇上受到经济方面的制裁。方法之一是在养老金计划的设计中，大幅度地增加员工退休前的收入比重，中年或年轻雇员如果考虑跳槽，则可能蒙受非常严重的养老金损失。或者，对提前离开企业者给予经济惩罚，而对长期从业者给予奖励。但在设计养老金计划的具体条款时，私人养老金计划必须设法避免因内部收入服务部门设立的非歧视性条款发生冲突。

服务性 养老金计划能够为职工在正常退休年龄离岗而不是任意超过雇主乐意接受的时间表离岗，提供某种有力的约束（反年龄歧视法允许雇员拥有选择权）。例如，许多雇主在员工服务期达到某一最高限制时，就不再提高养老金给付水平。有些雇主在员工服务 30 年后停止计算工龄，服务期限在 45 年的员工的养老保险金不比服务时间明显少多年的员工多。当然，员工就业期限越长，年龄越长，领取养老金的时间也相对缩短。于是，许多养老金计划并不鼓励员工正常退休之后仍继续工作，因为这将降低养老金总体水平。

正如拉依尔等提出的，养老金也可运用于某些服务性给付。提前退休可以让年老的、生产能力较弱的、支付费用更高的雇员退休，而吸收更高效、费用低廉的雇员。养老金计划可通过提高雇员工资的方式鼓励其提前退休。第二章的确定给付型计划部分将对此做深入讨论。

生产积极性 养老金计划能够极大地促进企业提高生产效率。金融理论认为，拥有资产者比非拥有者具有更好的绩效。因而，某些特殊的养老金制度（如员工持股计划，见附录 1）的建立，则是使雇员生产积极性和雇主普通股有着部

分关联的计划。通过员工持股计划，使员工成为所有者中的一员，雇主、员工和其他所有者构成利益共同体，从理论上说，有利于提高劳动生产率。

当然，员工持股计划对公共养老金计划并不适用，因为计划提供者由政府或其他非盈利组织。但无论是公共部门还是私营部门，养老金计划可采取再转移的方式，让知识技能有序和有效地从更有经验的老年工人向拥有较少经验的年轻工人转移。老职工在长期的工作中，以其独特的经历、经验和技能同企业成长相伴，积累了相当丰富的隐性资产，通过老职工的传、帮、带，将长期积累的对企业具有潜在价值的人力资本传递给后继者。雇员隐性资产的积累以及其他股东的利益等，均有助于促进企业生产力的提升。

鼓励诚信行为，提升员工选择能力

通过构建某种类型的养老金计划，可以部分解决雇主面临的其他两类问题。其一，许多雇主必须考虑采取某种方式来增进雇员诚实工作的积极性，尤其是对从事公共安全和公共管理但又超越于金融市场规则管辖之外的公共部门的雇员来说，就显得更为重要；其二，雇主均面临选择合格雇员的问题。

养老金与诚信行为

以警察官员为例。人们一般认同于警察局官员公正、诚实的形象，赋予他们严格执法、惩治腐败及非法行为的职责。如何鼓励职工保持这一职业道德而无须承担过量的监督成本呢？

一种方法是提供丰厚的奖金，使警察的诚信行为起到一种榜样的示范作用。例如，在员工退休或业绩达到预定标准时发放奖金（奖励诚信行为）。但警察如果涉嫌犯罪或被发现有不检点的行为，则处以重罚。尤其是军队和公共安全部门，一旦发现员工的严重越轨行为，则取消其所有确定给付型计划养老金待遇。即使是私营部门的员工，亦将会被秋后算账。特克斯克（Texaco）的执行官明确披露过，如果员工被发现有严重过失行为，其养老金将被扣减。

大量研究显示，公共部门雇主比私营部门雇主更乐意采用工资和养老金不同组合的补偿方案。佐恩（Zorn）的研究表明，私营部门的员工获得按工资及其他补充性支付的补偿方式（74.2%）要高于公共部门（70.7%）。公共部门员工获得养老金补偿形式的比例占总补偿额的12.4%，而私营部门仅占8.9%。不排除其他因素，如政治方面的激励因素促使公共部门雇主提高养老金水平。由于公共养老基金中既得受益权进度表的规定不受《雇员退休收入保障法》的约束，并且

市场期限较私人养老金计划更长，期限的规定基于激励员工的诚信行为方面的考虑，以便获得日后大量以养老金支配权形式存在的补偿。按照雇员退休收入保障法规定的受益权要求，私人雇主则存在较大限制。

养老金计划有助于企业选择雇员

爱普莱特 (Ippolito) 发展了一种理论，认为养老金计划可视为一种评价员工贡献程度并予以分类的机制。为便于说明，假定有两种员工类型：A 组员工对现实工作业绩拥有很高的未来期望值，很少以生病为由请假，坚持工作，看重职业声誉，注重低成本支出，非常注意设备的维护，勤奋工作并渴望得到表彰与奖励；B 组员工则完全不同于 A 组员工，经常无病呻吟，既不注重对设备的维护，工作上也不十分卖力。

A 组员工展示了其作为高素质生产性员工的良好品质。他们以现实努力工作作为未来期望的高回报，希望未来获得较高储蓄而不是现实的消费，如寻求低贴现率，他们勤奋工作并期待未来的养老金更高。

B 组员工则展示了低素质工人宁愿承受某种风险的品质。尤其是不安分守己，在需要努力工作时消极怠工，对现有工作的未来实际预期十分消极，相对于现实消费而言，更期待较低的储蓄（如寻求高贴现率倾向）。换言之，这类员工不太看重未来养老金计划的实际功效。

假定有两位雇主：雇主 X 和雇主 Y。雇主 X 提供待遇较为可观的养老金计划，而雇主 Y 则提供较高水准的工资但无养老金计划。按照爱普莱特提出的理论，A 组员工更倾向于由雇主 X 建立的旨在提供较高货币现值的养老金计划，并发现雇主 X 的总体补偿方案更优于雇主 Y。而 B 组员工则对未来养老金货币价值不感兴趣，而倾向于雇主 Y 提供的较高水平的现实工资收入。

在竞争环境中，A 组员工将获得较高边际产品的价值，亦即成为雇主乐意支付工资及养老金、稳住高素质员工队伍的理由。依据爱普莱特的理论，希望拥有高素质 A 组员工的雇主可以有两种选择：选择一，雇主将寻求“低贴现者”（产生潜在高费用）方式，评估员工并向更多的生产性员工支付更高的工资（也将产生潜在高费用）；选择二，运用养老金计划吸引和长期拥有高素质、低贴现的员工。

这一“自然选择”的理论是否能够解释为何雇主愿意建立养老金计划以及雇员为何需要养老金计划等类似问题呢？显然，其他多种因素，诸如税收优惠、奖励长期性工作热情等均应予以考虑，但对于个人贴现率水平差异的评价以及缘于

人们对未来预期行为结果的不同评判标准和评价方式，似乎具有某种说服力。然而，在个人贴现水平与高素质员工的行为特征之间应建立起高度的关联性，乃是分析问题的关键所在。

结 论

概而言之，本章讨论的有关养老金计划的内在激励机制以及雇员希望养老金计划作为一种安全的退休收入来源，均表现出养老金计划是一项很有意义的退休收入补偿计划。

首先，广义上的养老金计划是一项强调税收减免的补偿方式。雇主和雇员在税收体系中共同获益，可谓两全其美，对雇员而言，通过税收优惠机制的转换可获得更高的退休收入补偿；对雇主而言，则可支付较低的总补偿费用（如在第二章和其他章将讨论的那样，良好的投资业绩会给雇主降低费用带来更多的潜在优势）。

其次，养老金计划可视为一种旨在激励雇员生产和工作行为的长期契约方式。养老金计划的合理设计将是企业管理和合理利用人力资源的有效方式，通过雇主的多种选择方式可以充分发挥企业的整体优势，以适应不断变化的内外环境。

再次，养老金计划是解决某些特殊问题的有效方式。养老金计划将非常有利于增进企业雇员的忠诚行为，在彼此充满信任的企业文化背景下，有利于企业降低管理成本。此外，养老金计划还是吸引和保持高素质员工队伍的一件非常有效的潜在武器。

毫无疑问，养老金计划对大多数雇主而言是非常有用的方式，对几乎所有雇员而言均是有益的退休收入计划。稳定的财务基础乃是养老金计划可持续发展的前提条件。问题的症结在于何种类型的养老金计划最适合于特定的雇主，何种类型的养老金计划对特定雇员更具吸引力。

第二章 选择最优的养老金计划

提供一项养老金计划的最为重要的方面，就在于决定什么样的计划结构是最优的。对此，需要就一些基本问题做出抉择：养老金计划选择提供的是确定给付型模式还是确定缴费型模式，或者是混合型养老金计划模式？（员工持股计划是一种非常特殊的确定缴费型计划，关于这部分内容将在附录 1 中单独论述。）为了做出正确的决策，养老金计划发起人和其他决策人员必须清楚，这些养老金计划在筹资、发起人责任、收益保障等方面存在差异，在谁承担投资风险和收益方面有所相同。

确定给付型计划

确定给付型计划保证员工在退休后可以定期收到一定数量的退休收入。通常，养老金是在受益人退休之后开始支付，直到受益人离开这美丽的人间（如果存在遗属权力条款，支付期可能长于受益人生命期）。故养老金计划发起人要承担死亡风险。也就是说，一些受益人可能寿命很长，从而在较长时间里领取养老金。在养老金计划的结构框架上，最为重要的方面就是养老金给付公式、替代率和筹资。

养老金给付公式

正如第一章所言，20 世纪 70 年代早期，养老金给付公式一般用特定雇主手下工作的员工在其整个职业生涯中所得到的平均工资额乘以工作年限，再乘以养老金收益系数即得到养老金给付额。例如，一个年平均工资额为 2.5 万美元、为同一雇主工作了 30 年的工人，假设其雇主的养老金收益系数为 1.5%，则其养老金收益为每年 1.125 万美元（这种计算方式假设养老金计划并未与员工的社会保障收入合并，后边章节会详加讨论）。在 70 年代末 80 年代初，许多雇主转而采

用最终工资作为支付标准的受益计算公式，雇主可以用最后 1 年的工资水平，也可以用最后 3~5 年的平均工资水平来决定养老金受益水平。但是，通货膨胀加剧了养老金收益的变化，因而使 30 年工资水平均值化的做法开始显示出一定的合理性。

现在通用的养老金给付公式是服务年限乘以最后 3 年的平均工资，再乘以 1.5%。据此计算，一个在工作岗位上服务了 30 年、最后 3 年的平均工资为 4 万美元的员工，每年可得到的养老金收益为 1.8 万美元。该公式有利于长寿者，有利于高工资的员工，它也产生了过高的受益水平，从而诱导人们提前退休。然而对于养老金计划发起人而言，这一切都是有成本的。采用最终工资标准的计算公式极大地增加了养老金计划的风险和工资中通货膨胀部分给发起人带来的风险。若通货膨胀水平突然出人意料地高涨——或者仅是一种温和的通货膨胀（但高于预期水平），这一计算公式增强了人们期望受益水平将会高于预期水平的心理。也许为养老金计划筹集的资产，其收益可以补偿通货膨胀的影响，但收益不能抵消通货膨胀的风险。

确定给付型计划还有其他计算方式，它们一般适用于非同业工会的员工。对于这些员工或多雇主养老金计划，养老金给付公式一般为统一收入基数乘以工作年限。当然，较之于以最终工资水平计算的公式而言，该计算方法可能产生相同的结果，但它取决于统一收入基数的大小。统一收入基数金额又是雇主同工会谈判的结果。

替代率

在决定养老金计划给付水平的标准时，雇主一般先从确定替代率标准入手。替代率是指养老金收益和社会保障收入对于工资的替代程度，它是占最终支付额一定百分比的每年的养老金支付额。替代率的经济意义在于，当养老金计划发起人希望员工退休并同意员工的补偿要求时，诱使员工办理退休（发起人也向那些受益于社会保障的员工提供保险以防社保给付减少）。

确定替代率时，一般假设员工是在正常的退休年龄退休，职业生涯一般为 30~40 年。因此，若一个员工的规划养老金收益为 2 万美元，并且其最终工资额预计为 4 万美元，则建议养老金替代率为 50%。也就是说，养老金收益将替代员工目前工资水平的 50%。

为了确定合适的替代率，雇主首先要考虑在最有利于自身的同时，该替代率

是否会促使员工提前退休。其次，当对员工的现金补偿折现值小于该笔现金对于雇主的贡献价值时，预期 50% 的替代率是否足以为现在的员工提供足够的补偿。例如，社会保障支付不包括在 50% 的养老金替代率中，则员工的退休收入将大于最终工资的 50%——即 50% 的替代率加上社会保障待遇水平。这将极大地诱发提前退休，并且提供更大规模的延期补偿。为了解决这些问题，养老金计划发起人通常会雇用一些顾问，通过其掌握的数据库信息，告诉委托人其他的养老金计划发起人正在做什么。相互比较有助于揭示员工对雇主提供的工作和技术所愿意接受的回报。这将帮助雇主明白现金工资同养老金之间的平衡关系。一些雇主认为社会保障给付是养老金计划的一部分。因而，他们确立了包括社会保障给付在内的替代率目标。这些关联的养老金计划稍后将加以讨论。

筹资

养老金计划可以建立在现收现付制基础之上，也可以通过专门提取部分资产积累，再加上计划发起人未来的缴费，以确保足额支付承诺的收益水平。确定给付型计划所筹基金可能过多（此种情况下，基金数额大于未来所需支付的养老金）、适中或过少。随着时间的推移，积累不足的养老金计划必须通过发起人的额外缴费或投资回报来加以解决。因此，养老金计划的筹资能力可部分地用下列指标来描述：即在特定的时限，养老金计划的融资稳健度和抗风险能力。一旦养老金计划的目标替代率以及对未来工资和预期寿命的估计值得以确定，养老金计划发起人就需要在精算师和财务专家的帮助下，测算出备选的资产配置和投资收益率的预期水平。财务顾问和养老金计划发起人就能够据此推算出如何将现收保费投资于养老金计划，如何将后续年份收取的保费用来支付其承诺的养老金。如果已投资保费金额加上基金的收益超过需要支付的养老金数额，那么雇主可以降低或取消未来的缴费。但若基金收益低于预期水平，缺口部分则应由雇主补偿。对于私营养老金计划来说，这种做法在《雇员退休收入保障法》框架下是一项法定责任；但对公共养老金计划则没有全面的筹资要求。

对于确定给付型计划，应该注意的是，即使基金额和未来的投资收益不足以给付养老金，养老金受益人也有权利得到承诺的养老金。在基金收益高时，养老金计划发起人获利，在收益低或规划不佳时则要承担风险。