

养老保险基金投资管理中的委托代理问题

于 洪

(上海财经大学 公共经济与管理学院, 上海 200083)

摘 要:在市场经济条件下,养老保险基金的投资运作日趋重要。如何对其进行有效的管理,是摆在我们面前的一个亟待解决的问题。本文阐述了我国目前投资管理的现状和存在的问题,并结合不同管理模式的比较分析,指出从委托—代理框架入手,通过竞争或招标等公开方式建立起来的投资管理体系,会带来效率改进。并在此基础上提出了相关的政策建议。

关键词:养老保险基金;委托—代理关系;投资管理

中图分类号:F840.67 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)09-0047-07

完整的养老保险基金管理应当包括收支管理和投资管理两方面的内容。随着市场经济体系的进一步完善,养老保险基金投资管理的重要性日益凸现。按照公共经济学理论,在市场经济条件下,当养老保险基金依照市场规律运行和发展时,由基金所有者直接运用养老保险基金已经很难满足效率与公平的要求。因此,基金所有者委托基金运营者代理基金投资运营业务显得十分必要,而建立在委托—代理关系基础上的养老保险基金投资管理势必成为一个重要的课题。

一、我国目前养老保险基金投资管理现状以及存在的问题

我国的养老保险制度改革是从 1984 年国有企业推行退休费社会统筹开始的,近年来已取得三次重大进展。一是 1991 年 6 月,国务院发布的《关于企业职工养老保险制度改革的决定》,明确实行养老保险社会统筹,费用由国家、企业、职工个人三方负担,基金实行部分积累。二是 1995 年 3 月,国务院发布的《关于企业职工养老保险制度改革通知》,明确基本养老保险费用由企业和个人共同负担,实行社会统筹和个人账户相结合的制度,并逐步形成包括基本保险、企业补充保险、个人储蓄性保险的多层次养老保险体系。三是 1997 年 7 月,国务院发布的《国务院关于建立统一的企业职工养老保险制度的决定》,旨在解决基本养老保险制度不统一和管理分散化问题,以适应社会主义市场经济体制及社会保险走向法制化的需要。

目前,我国的企业养老保险制度虽已初步建立,但是在实际运作中尚存在不少问题。长期以来,我国养老保险基金实行的是多家管理、自成体系(分散在各省、市、自治区以及行业主管部门中)的模式。管理机构的多元化,使养老保险基金过于分散,难以进行统一的运营和有效的管理。这又会造成政出多门、业务交叉、操作成本上升、使用效率下降等问题。更重要的是,我国养老保险基金的社会统筹,从开始筹划到具体负责实施,政策制定者与负责养老保险基金的收支、运营的管理者之间界限模糊,呈现政府双重角色下运营主体缺位的特征,从而无法彻底消除基金挪

收稿日期:2002-04-29

作者简介:于洪(1976—),女,山东潍坊人,上海财经大学公共经济与管理学院博士生。

用、管理费用过高等现象。虽然近年来出台了一系列有效措施,但主要集中在构建基本制度框架和解决各种历史遗留问题方面,就养老保险基金的投资管理而言,则明显滞后。

就我国基金投资的发展实践来看,在市场发育不完善的情况下尚存在很多缺陷。由于养老保险基金投资经营的特殊性,基金投资机构对市场调节信号不敏感;与基金投资机构相比,被保险人的信息又相对缺乏,被保险人的经济福利不能最大化,加之有的基金投资机构、保险公司违规经营,无序竞争,有时还会由于虚假的信息提供和不公正的交易而使被保险人的利益蒙受重大损失。因此,目前我国养老保险基金运用的渠道仍然过于狭窄,而且投资收益率不高、市场容量不大、流通变现能力较差,大量社会保险基金缺乏投向,在很难获得保值增值的条件下又承担着未来的巨额给付重担。可见,我国养老保险基金发展的历史虽然不长,但由于体制缺陷等原因,一些保险基金的风险累积已经开始出现。据预测,到2010年我国65岁以上的人口将达到11000万,到2035年约为27000万,其老年人口的增长速度远远高于世界平均水平。因此,尽快在委托—代理制度框架下,进行有效的基金投资管理,达到保值增值的目的,是十分必要的。如果对这些问题缺乏足够的认识并不及时加以缓解,那么所引发的社会问题将会是深层次的。

二、在养老保险基金投资管理中实行委托—代理制度的必要性

从养老保险制度的体系来看,无论是部分积累模式还是完全积累模式,都要涉及养老基金的运营和保值增值问题。从各国的实践来看,不管是国营还是民营,养老基金参与资本市场都是不可避免的。例如,2000年美国养老基金所持有的公司股票的市值占整个股票市值的23.2%,其中私人养老基金持有比例为12.9%,州和地方养老基金持有比例为10.3%。可见,庞大的资金规模,有效的竞争机制,加之严格的监管,使得养老基金不仅成为稳定资本市场进而顺利地实现保值增值的重要力量,而且还起到了调整投资结构、促进经济发展的重要作用。

我国养老保险基金投资管理不力的根本原因,在于缺乏真正独立的运营主体。如果在进行社会保障管理体系设计时将养老保险基金纳入到一个综合性的社会保障基金中去,通过委托—代理关系的建立,赋予其独立的地位,那么,在市场规律的作用下,投资管理者对于各种保值增值的渠道就会有一种自发的选择机制。这对事关广大群众基本生活保障的资金在储蓄和保险方面功能的发挥,无疑是非常重要的。同时,养老保险基金独立经营运作之后,各级相关政府机关均可从具体的基金营运事务中摆脱出来而专心致力于对基金运作的监督管理,在一定程度上又加强了基金的监管力度及有效性。

由于社会养老保险能起到“安全网”和“减震器”的作用,而且在创立之初带有明显的强制性和政府行为特征,因此,政府也有责任监督养老保险基金,但这并不是说政府应直接参与管理。政府之所以进入养老保险领域,其根本原因在于该领域存在若干市场缺陷,比如收入分配差距过大,对养老价值的低估,以及养老保险市场的逆向选择和市场残缺等等。但严格从公共产品所具有的特征(非排斥性和非竞争性)来考察,养老保险并非公共产品,而是具有私有产品的性质。因为公民必须先尽交费(税)义务,并在符合一定条件的基础上才能享受这一服务。

由此可见,和中国其它股份公司相同,养老保险基金如果由以企业家为代表的独立团体来经营会收到较大的效果。这要求创立一个新的养老基金管理行业,并给予企业法人代表经营和管理帐户的更大自由。在委托—代理关系的框架下,养老保险基金的所有者及委托人有更换投资管理者的自由,而投资管理者必须减低成本、提高管理效率才能保持竞争力,吸引较多的顾客。对于作为养老保险基金所有者代表的国务院劳动与社会保障部而言,其职能划分应以监督为主。

三、养老保险基金投资管理的委托—代理模式选择

1. 养老保险基金投资管理中所涉及到的对象。养老基金投资管理中存在大量的委托—代

理关系,主要涉及到养老基金的投保人、受益人、委托人和投资管理人等。养老基金的投保人是指基金的缴费人,可以是雇员或雇主。受益人主要是指获取养老金权利的人,大多情况下与基金的投保人是同一人或投保人权利的继承人。基金的委托人是基金受益人的集合体,它通过理事会代行受益人对基金的所有权,理事会或董事会负责选择投资管理人代表养老基金经营管理养老基金资产,并对投资管理人的投资行为进行监管。基金的投资管理人是养老基金运营中最核心的要素,一般由具有基金管理经验的专家组成,受养老基金委托人的委托来管理养老基金,行使基金的经营权。按照与养老基金委托人签定的委托资产协议运用基金资产投资并管理基金资产,及时、足额向基金受托人支付基金收益,编制基金财务报告并向受托人和政府监管机构报告。

由此,我们可以看到,在基金的投资管理过程中会涉及到两个层面上的委托—代理关系。第一个层面为养老基金的投保人(受益人)与委托人之间的关系,第二个层面则为基金委托人与投资管理人之间的关系。由于我国采用单一委托人制,本文将着重就基金委托人与投资管理人之间的委托—代理模式进行比较分析。

2. 委托—代理模式的国际比较。

(1)直接投资型。在这种模式中委托人兼投资管理人,委托代理关系较为简单。新加坡即采取这种模式,其养老基金的收支管理和运营都由中央公积金局全面负责。以智利为首的拉丁美洲国家也大都采取这种模式。这些国家的养老基金管理公司(AFP),负责收取缴费、保存记录、投资资产并支付津贴,同时担当了基金受托人和投资管理人的职责。

这种模式虽然简单,但由于基金的管理、运营、投资都由同一机构承担,竞争性不足,内部往往缺乏有效的成本约束机制。同时,该模式也缺乏有效的专业化分工协作,行政管理和投资运营两项工作由同一机构同时负责,不仅不利于投资效率的提高,而且承担的投资风险很大。另外,这种模式由受托人亲自投资运营基金资产,对受托人的投资决策能力要求较高。

(2)全部委托型。委托人在监管机构已确认资格的范围内,通过竞争招标的方式选择投资管理人,投资管理人根据养老基金投资立法规定的比例进行组合投资。委托人与投资管理人并非全权委托—代理关系,只是资产投资管理的委托—代理关系,对基金所有者而言,代表其利益的基金委托人是最终的法律责任主体,承担最终的风险。采用这种模式的大多数为社会保障体系建立时间较长,且发展比较成熟的发达国家。例如美国纽约市政府公务员的职业年金,由退休保险投资部作为委托人负责管理,全部基金由花旗银行保管,退休保险投资部委托42个金融机构负责基金投资。澳大利亚也是由基金理事会通过投票表决或招标的方式选择所需要的投资机构,它与基金理事会也是委托—代理关系,主要职责是:依据基金理事会的投资命令进行具体的投资运作;按和约分配投资收益;向资产保管机构提供具体、翔实的投资报告。根据投资结构的不同特性,可以同时委托几个投资机构进行不同资产的投资运作。除此之外,基金理事会还通过公开招标选出提供管理机构和资产保管服务的机构,如商业银行等,建立合约确定的委托—代理关系。

这种模式通过选择不同的机构承担不同的职能的专业化分工,使投资管理人专注于基金投资的投资运营,有利于提高基金运营效率。通过招标选择专业基金投资管理人,可以增加基金投资管理人之间的竞争性,促进基金投资人努力提高基金运营效率,降低经营费用。在这种模式下,委托人作为基金所有权的代表,对投资管理人的投资行为形成有效的约束,并与保管人共同对基金投资管理进行有效的外部监督。这种模式的核心是建立在完善市场基础上的大量委托代理关系,对监管能力较强的发达国家较为合适。

(3)部分委托型。受托人进行固定收益部分投资,风险投资部分委托专业投资管理人运作。这种方式相对于直接型投资而言,受托人的职责范围小了,承担的风险也相应减少,但仍然承担一部分的投资基金的责任。相对于全部委托型来说,部分委托型的分工还不够专业化,因此提高

基金投资效率有限,而且对基金托管人的投资决策能力仍有一定的要求。采取这种模式的国家不很常见。

除此之外,从投资管理人的选择对象角度而言,可以考虑银行、保险公司、信托投资公司、专业基金管理公司、资产管理公司或专门的养老基金管理公司等,但在委托时应当分别予以具体分析。一是商业银行、保险公司和信托投资公司。商业银行、保险公司和信托投资公司在从事养老基金的投资管理业务时,必须将养老基金的管理业务由单独成立的独立法人进行专业经营,并在机构设置、信息披露上符合相关要求。如果将基金管理业务与商业银行、保险公司的自身业务混合经营,那么养老基金就有可能成为商业银行的存款人或债权人,投资运作也就无从谈起。因此国际上选择商业银行、保险公司和信托投资公司作为基金投资管理人的情况不是很多。二是专业基金管理公司或资产管理公司。大多数发达国家补充养老保险基金都是交给专业基金管理公司资产管理公司进行管理,但也要求将养老基金管理业务由单独成立的独立法人进行专业经营,将其所接受的养老基金管理业务与其拥有的其他资产管理业务和基金产品实行分帐管理。许多国家的法律规定,补充养老保险基金的资产必须被分离出来,成为一个具有“明确、单一目的”的法律实体。三是专门的养老基金管理公司。大多数拉美国家的养老基金只允许专门成立的养老基金管理公司管理养老保险基金,实行“一人一帐户”、“一公司一基金”的管理制度,其优点是透明度高;缺陷是成立专门基金公司的创建成本、交易成本和营销成本都很高。一般认为,在金融市场不发达、金融机构自律水平较低、内控制度和监管制度不健全时宜采取这一模式。

四、养老保险基金委托—代理关系中的风险约束

养老保险基金投资管理中所面临的最大问题是如何保证这些投资机构能够按照基金所有人的投资意愿或策略行事,这里牵涉到委托—代理关系中的几个基本问题。一般认为,存在信息不对称的委托人和代理人之间要达成对双方有约束力且有效的合同,需满足以下三个基本条件:第一,代理人以行动效用最大化原则选择具体的操作行动,即所谓激励相容条件;第二,在具有“自然”干涉的情况下,代理人履行合同责任后所获收益不能低于某个预定收益额,这是参与条件;第三,在代理人执行这个合同后,委托人所获收益最大化,采用其他合同都不能使委托人的收益超过或等于执行该合同所取得的效用,这是收益最大化条件。

当然,在委托—代理合同不完善时,有可能因利益目标不同、信息不对称等原因,形成委托人与代理人之间潜在的风险。在不完善的市场条件下,代理人总有空子可钻。但是,通过强化委托人对代理人的管理机制,将使代理人经过收益成本比较后,自觉地按照委托人的意愿行事。假设委托人的目标函数为 $Y=Y(X)$;代理人的目标函数为: $X=X(a, W)$, a 为代理人的决策变量,可代表他的努力程度; W 为不受委托人、代理人控制的外生随机变量。这意味着代理人的经营好坏由其努力程度和外界不确定因素共同决定。1996年诺贝尔经济学奖得主莫里斯(Mirrless)指出:如果具有一定的边界,即 W 对 X 的影响是在一个可观测的区间里,即便信息不对称,委托人可以通过事前的警告或鼓励,使代理人不会选择较低的努力水平,并且使委托人、代理人均获得满意的收益水平。通过许多国家的实践,我们可以看到,事实上,如果资本市场是发达的,也就是说,因政策等引起的随机因素 W 是有一定边界的,有效的管理会使得养老保险基金投资管理人自觉地去寻求多种投资方式的组合,例如购买寿险保单、进入“分离基金”和“共同基金”,从而控制风险,实现双方都比较认可的收益水平。

简新华(1998)认为,委托—代理是否有效,取决于代理成效系数(a)的值, a =代理收益/代理成本; $a>1$ 则表示委托—代理有效; $a<1$ 或 $a=1$ 则表示无效。代理成本=代理人的选聘费用+代理人的报酬+监督成本+代理人的职务消费+经营损失;代理收益=代理人经营企业资产的经营收益+委托人自理企业资产的经营收益+委托人因不自理企业资产而从事其他经济活动取

得的收益。其中,经营损失定义为代理人有意无意的经营决策失误和其他损害委托人利益的行为造成剩余损失或资产损失。^①

我国目前实行的是单一委托人制,养老保险基金委托人是确定的(并且假定它与所有人之间的委托代理关系是单一而有效的),那么如果引入竞争机制,产生较多的养老保险基金投资管理人,则最终的委托—代理合同的制定会有利于所有人。在代理人财务公开且具有相对独立性的情况下,比例分成是委托人与代理人分享剩余的最有效的制度安排。但是如果代理人是风险中性的,固定收益是有效的办法。实际上可以看到在商业银行与企业间的博弈过程中,企业也是接受了固定收益的办法,商业银行的固定收益表现为事先约定的贷款利息。通过固定收益的委托—代理后,基金所有人成功地转嫁了风险,代理人获得了剩余索取权,此时代理人的努力是最优的。对于委托人而言,尽管由于剩余索取权的分割和部分转让从静态上看使其利益受损,但这较之委托人自理基金的经营业务,仍是帕累托改进。因为从动态上看,由于代理人获得了部分剩余索取权,其积极性提高了,运用其专业投资技术,可以增加养老保险基金的投资收益,使委托人获得高于自理时的收益。但在这一过程中,应当注意的是,要给养老保险基金投资创造一个良好的外部条件,以避免不能满足莫里斯的 W 边界基本前提的情况出现,从而真正建立起有效的约束机制。

五、我国如何实施有效的养老保险基金投资管理

1. 从市场化角度构建我国养老保险基金投资管理体系。从市场化角度进行养老保险基金的投资管理,首先就要引入委托—代理关系。就我国的实践来看,劳动与社会保障部作为全国性的社会保障管理机构,行使着养老保险基金所有人的职能,亦即担负着基金法人主体的角色。作为社会保障的最高权力机关,它肩负着养老保险的行政管理和事业管理的双重责任。如果由其直接投资,则必然要成立自己的投资机构,加大基金的管理成本。如果能够直接利用资本市场中的专门投资机构,既能有效地转移风险,也可以通过竞争降低成本,增加管理的透明度。至于如何选择投资管理人的问题,则可以通过公开招标的方式来进行。由于我国尚不具备专门的养老保险基金的投资机构,可供养老保险基金法人选择的投资机构主要是资本市场的金融中介机构,如基金管理公司与证券经纪公司等。经过一定资质认证的基金管理机构均可参加投标,为了分散风险,可以将标的拆细分别进行。政府应建立一个由胜任的专门人才组成的评标委员会,其职能包括对相互竞争的基金管理机构实行筛选和管理。当然,这是完全市场化的委托—代理方式,对公开公正的市场环境以及资本市场的成熟程度要求较高。我国目前市场体系尚不发达,可供选择的投资工具数量有限,因此,为有效降低养老保险基金的投资风险,在起步阶段政府可以采取一定措施,对养老保险基金的运用途径及比例等加以控制,但最终还是要逐步建立竞争性投标机制,完全实行企业化运作,由市场来选择好的基金投资管理者。

我国目前实行的是单一委托人制,因此在此重点讨论的是基金委托人与受托人(投资管理人)之间的委托—代理关系的有效建立,而假定基金委托人能够完全充分地表达基金投保人这一真正意义上的所有权人的意愿,并代表其行事。实际上投保人(受益人)与委托人这对委托—代理关系之间也存在不同的选择结果(在多委托人制条件下,这种情况尤为明显),当市场发展到一定程度的时候,也应注意到不同选择结果有可能带来的效率改进。

2. 实施对基金投资管理机构的有效监管。目前我国养老保险基金的投资管理仍存在不少问题,而其中一个主要方面就是监督机制不完善。要达到对基金投资机构的有效监管,首先应当建立真实充分的信息披露制度。我们知道,作为整个委托代理链条的初始环节,最初的投保人有权了解养老保险基金在任何时候的运营状况,而信息传递的不对称性又是养老保险基金运营中很难避免的问题,因此建立养老保险基金的信息公开披露制度并提高养老保险基金账户的透明

度是十分必要的,可以说是基金投资监管制度框架的基础。而且由于风险往往是一种动态的反应,如果能够对相关信息加以持续动态披露,无疑将大大有利于监管制度的实施效果。其次,建立科学完善的基金监管政策工具和组织体系。要实现对基金投资机构的有效监管,离不开相应的政策工具,而政策工具的欠缺,是我国基金监管目前难以奏效的根本原因之一。政策工具的完善可以从以下几个方面入手,例如,出台规范基金投资市场主体行为的相关法规和实施细则,形成规范基金投资市场所必须的法律环境;建立完善的基金监管报表制度,充分利用设计科学的报表和业务监管指标体系对基金投资机构进行全面、及时的风险监测;设立再投资机构,以便监管部门通过调整再保险政策实现对保险市场的间接调控。除此之外,建立科学的基金监管组织体系也是十分必要的。基金运作中出现各项漏损的主要原因就在于政事合一。养老保险的经办机构和管理机关没有分离,从而无法形成相互制约的约束机制。在下级绝对服从上级的组织规则中,管理机构不仅无法承担养老保险基金按市场规律运作的责任,而且还会出现养老保险基金被挪用、侵吞等错位风险。因此,监管必须建立在基金投资管理的委托—代理框架基础上,避免出现“裁判员”同时又是“运动员”的情况。

需要注意的是,监管不能有阻碍基金投资机构的创新,更不能成为基金投资机构发展的障碍。监管的目的就是为了降低风险,但并不等于彻底消灭风险。事实上,任何一家基金投资机构所经营的对象就是风险。许多系统风险都不是监管机构能够通过其监管行为来加以控制的,例如,整个经济景气指数的下降,可能造成行业收缩,增加投资风险;投资新的标的或尝试新的任务,可能因为经验不足而对公司造成风险等。如果监管机构对此缺乏深入的认识,很可能会限制基金投资机构的业务创新和结构转型,最终限制其发展。

从养老保险基金投资运作管理的整体条件来看,还应当营造公平竞争的市场环境。随着我国投资市场主体多元化,基金投资机构之间的相互竞争是不可避免的。竞争的公平与否,是市场成熟的标志之一。监管机构应当采取同一尺度监管国有独资、股份制基金机构、中外合资基金机构等,在政策实施方面不能尺度不一,应当通过充分的公平竞争,推动我国基金投资机构的改革,提高其赢利能力以及抗风险能力。此外,发挥行业协会作用也是十分重要的。许多国家的实践证明,市场成熟度越高,行业协会的作用就会越大,基金投资市场也是如此。基金行业协会应成为监管机构与基金投资机构之间的桥梁,在投资产品定价和反对不正当竞争等企业自律方面发挥重要作用。

我国养老保险制度的建立才刚刚起步,因此,养老保险基金投资管理过程的合理性和有效性,都会直接影响到社会对该项制度的信任与支持,而这无疑是该项制度能否顺利实施的基础所在。如何让养老保险制度,乃至整个社会保障体系,真正成为市场经济发展的推动力量,是值得每一个管理者认真研究思考的重要课题。

注释:

①简新华:《委托代理风险与国有企业改革》,载《经济研究》1998年第9期。

参考文献:

- [1]简新华. 委托代理风险与国有企业改革[J]. 经济研究,1998,(9).
- [2]王发运. 国外养老保险基金投资综述[J]. 中国投资与建设,1995,(9).
- [3]李文浩. 调整机构:提高我国养老保险基金投资收益率的前提[J]. 人口与经济,2000,(5).
- [4]阎中兴. 国外养老保险改革近况[J]. 世界经济与政治论坛,2000,(2).

(下转第60页)

A Research on the Characteristics and Measures of Small and Medium-sized Enterprises' Financing in Industrial Clusters

WEI Shou-hua¹, LIU Guang-hai², SHAO Dong-tao³

(1,3. Department of Urban and Environment of Peking University, Beijing 100871, China;

2. Department of Geography, Jinan University, Jinan 250002, China)

Abstract: From Central and Northern Italy, California in America to Zhejiang Province in China, the regional economic mode of small and medium-sized enterprises in industrial clusters shows greatly dynamics. Based on geographical proximity and specialization, they have different characteristics of indirect financing from those usual small and medium-sized enterprises outside the industrial clusters, with increased information symmetry, reduced transaction cost, high return and low risk. What's more, it is demonstrated in the paper that in the repeated dynamic game between banks and enterprises, a kind of cooperation between them can be established on the basis of "credit and cooperation", which enables banks to enhance credit loan to solve the important problem of inadequate guarantee of small and medium-sized enterprises in their loans, by taking advantage of the trust of enterprises. In the end, after summarizing some common measures to solve the difficult problem for small and medium-sized enterprises in financing, the author proposes three tactics of optimizing stock: 1) to strengthen the banks' function of research on industry; 2) to try out contract type auspice banking system in industrial cluster; 3) to enhance credit loan in clusters to solve the financing problems of small and medium-sized enterprises.

Key words: industrial cluster; small and medium-sized enterprises; loan financing; adverse selection and moral risk; transaction cost; risk and return; contract type auspice banking system; credit loan

收稿日期: 2002 年 10 月 15 日; 修稿日期: 2002 年 11 月 15 日

(上接第 52 页)

The Relationship between Entrustment and Agency in Investment Administration of Endowment Insurance Fund

YU Hong

(School of Public Economics and Management, Shanghai University
of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: The investment of endowment insurance fund becomes more and more important in the market economy. Therefore, how to carry out its management effectively is a key problem, which has to be settled urgently. This paper expounds the current situation and the existing problems of the investment administration in China. Then, with the comparison of different management models, it holds that the establishment of the investment administration through competition or public bidding, starting from the relationship between entrustment and agency could bring the improvement on efficiency. In the end it offers some relevant suggestions on policies.

Key words: the endowment insurance fund; the relationship between entrustment and agency; investment administration