

论社会保障基金投资营运的市场化与安全^{*}

李全伦

(中南财经政法大学 公共管理学院, 湖北 武汉 430064)

摘要: 社会保障基金投资营运过程由三级委托代理关系和两种辅助性的委托代理关系构成, 这种委托代理结构精巧地将社会保障基金投资营运过程的参与主体有机地组织起来, 在考虑社会保障基金安全的前提下, 逐步增强社会保障基金投资营运的市场化程度。投保人、管理人、经理人、实业公司所构成的三级委托代理关系导致社会保障基金的投资运营依次从非市场化、半市场化, 达到完全市场化。投资人 I_1 、 I_2 分别与经理人、实业公司之间的委托代理有力地强化了社会保障基金投资营运的市场化, 管理人、经理人分别与托管人之间的委托代理增强了社会保障基金投资营运的安全性, 尤其是社会保障基金本金的安全。

关键词: 基金投资营运; 委托; 代理; 市场化

中图分类号: D632.1 文献标识码: A 文章编号: 1000-4149(2004)05-0075-06

Marketization and Security of Social Security Fund Investment

LI Quan_lun

(School of Public Management, Zhongnan University of Economics and Law,
Wuhan City, Hubei Province, 430064)

Abstract: The social security fund investing process is made up of three grade principal_agents and two_class assistant principal_agents. Three principal_agents build up a kind of framework, which exquisitely make different participants into a kind of organism. When the safety and increment of social security fund investing process are ensured, the marketization of social security fund investing process should be focused on.

Keywords: fund investment and operation; principal_agent; marketization

社会保障基金从筹集到投资营运的整个过程是由三级委托代理关系和两种辅助性的委托代理关系构成的, 这些委托代理关系将目标函数不同的各类参与主体有机地统一起来, 形成相互约束与激励的有机整体 (如图 1)。其中, 三级委托代理关系分别是: 投保人与管理人之间的一级委托代理关系、管理人与经理人之间的二级委托代理关系、经理人与实业公司之间的三级委托代理关系; 两种辅助性的委托代理关系分别是: 投资人 I_1 、 I_2 分别与经理人、实业公司之间的委托代理关系; 管理人、经理人分别与托管人之间的委托代理关系^[1]。

收稿日期: 2004-02-12

^{*} 本文受中南财经政法大学人才引进基金资助。

作者简介: 李全伦 (本名李波) (1967-), 男, 湖北随州市人, 经济学博士, 中南财经政法大学公共管理学院讲师, 主要研究方向为共同基金投资、劳动与就业。

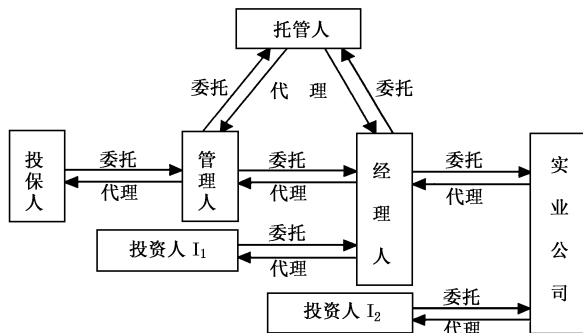


图1 社会保障基金投资营运过程中的委托代理结构

一、社会保障基金投资营运的非市场化过程

根据国家的有关政策,符合参与社会保障条件的居民(公民)都是投保人^①,投保人按照一定的标准将现期收入的一部分缴纳给国家指定的管理人(一般是国家的一个行政职能部门,如劳动与社会保障部门,它们代表国家行使管理权和代理权),从而形成社会保障基金的一级委托代理关系,完成社会保障基金的筹资。在一级委托代理中,投保人不仅仅是将自己的一部分收入委托给管理人,管理人也不仅仅是代理投保人这部分收入(即社会保障基金)的经营与管理权。这是表面的现象和形式。更重要的是,投保人将自己跨时期的、稳定的社会保障权委托给了管理人,管理人承诺确保投保人相应的社会保障权。这是社会保障基金一级委托代理的实质。从另一个角度看,投保人与管理人之间的委托代理关系也可以视为社会保障基金的一级投资关系,其中,投保人是投资主体,管理人是受资主体。投保人通过缴纳社会保障费(税),即向管理人投资,获得跨时期的、稳定的社会保障权,即未来的社会保障收益。这种社会保障收益既可能高于又可能低于投保人最初缴纳的社会保障税(费),但一般应高于投保人的投资成本。这是提高投保人投资(或投保)积极性和自觉性的关键。

就投保人的流动性偏好而言,社会保障的筹资过程在本质上必须实施国家强制。社会保障基金的一级委托代理关系是由强制性的委托与代理构成的,其强制性表现在:一方面,不管投保人是否愿意,投保人必须按规定的标准向管理人缴纳一定的社会保障费(税);另一方面,投保人必须将一定的社会保障费(税)交给国家指定的管理人。在社会保障基金的一级委托代理关系中,投保人尽管数量众多,但在本质上是被动参与者,需要一定的国家强制,而管理人是主动参与者,是唯一的,是非市场化的独立主体,处于绝对垄断的地位。投保人影响或改变管理人行为的成本相当高,而且存在着严重的外部性和“搭便车”现象,投保人最终获得的社会保障收益并不因其努力程度的高低而有所增减。因此,投保人在一定的程度上隶属于管理人,投保人与管理人之间以及投保人相互之间都不存在市场化竞争的基础。社会保障基金的一级投资营运过程是非市场化的。

社会保障基金的一级投资营运过程所要完成的任务是社会保障基金的筹集。这个任务是否能顺利完成主要取决于两个因素:国家强制力和国家信用。国家强制力是最后的、根本的保证,一般只体现一种威慑力;国家信用是长期的、有效的保证,一般随国家实力、管理人行为的变化而改变。管理人的行为在很大程度上影响并反应国家信用,国家信用能够有效地提高投保人投保的自觉程度和积极性。

^① 关于社会保障基金的“投保人”,有不同的界定。一种看法认为,投保人包括职工和企业,因为企业也缴纳了社会保障税(费);另一种观点认为,投保人只包括缴纳社会保障税(费)的职工,由于企业所缴纳的社会保障税(费)在本质上是职工劳动收入的一部分。本文沿用后一种含义。

二、社会保障基金投资营运的半市场化过程

社会保障基金的管理人（如劳动与社会保障部门）向投保人筹集到社会保障基金，一般并不直接进行投资营运，而是委托给经理人（一般是社会保障基金投资公司）来经营，从而形成社会保障基金的二级委托代理关系，即社会保障基金的二级投资关系，实现社会保障基金的行政管理模式向市场化经营管理模式的转变。在社会保障基金的二级投资关系中，管理人是投资主体，经理人是受资主体^①。

管理人将社会保障基金的经营权委托给经理人，保留了社会保障基金的管理权和监督权，成为社会保障基金二级投资运营过程中的投资人。管理人对社会保障基金的管理权和监督权，不仅表现在对基金投资本金的赎回权，更重要的是体现在对基金经营增值的部分索取权，这是管理人将社会保障基金的经营权委托给经理人的根本出发点。经理人代理管理人行使对社会保障基金的经营权，是因为经理人相对于管理人具有经营优势，能够使社会保障基金实现更大的增值。这是经理人取得社会保障基金代理权，尤其是长期代理权的根本保证。经理人的收入主要取决于社会保障基金的增值程度，即经理人具有对社会保障基金经营增值的部分索取权。这对经理人行为形成有效的内部约束和内部激励。

社会保障基金的二级投资营运过程是半市场化的。在经理人市场上，经理人不是惟一的，是真正的市场主体，经理人之间存在市场化的竞争。经理人为争夺社会保障基金的经营权构成激烈竞争，这种竞争不仅对经理人的行为形成有效的外部约束和外部激励，而且对管理人的行为形成有效的制约。在社会保障基金的二级委托代理关系中，一方面，管理人尽管仍然处在垄断地位，但是不能强迫经理人为其代理社会保障基金的经营权，任何经理人也不能垄断社会保障基金的经营权，经理人与管理人是平等的，不存在隶属关系；另一方面，经理人不仅拥有自由参与社会保障基金投资运营的市场机制，而且拥有自由退出社会保障基金投资运营的市场机制。这种市场机制导致管理人与经理人之间竞争，但是，由于管理人的惟一性造成这种竞争极为不充分。因此，社会保障基金的二级投资运营是半市场化的过程。

构建社会保障基金的二级委托代理关系是为了实现基金投资运营向完全市场化转变。社会保障基金投资运营的市场化，从管理人的角度看，取决于基金本金的安全性和经营社会保障基金所能够达到的增值程度，其中，更关键的是后者；从基金经理人的角度看，取决于经理人的资质、经营能力和信用。管理人不仅关心基金的安全性，更看中基金投资的增值程度，而经理人主观上仅仅关心基金投资的增值程度，但客观结果导致基金的安全，因为基金投资的增值程度越高，基金越安全。由此看见，管理人与经理人在追求基金投资增值最大化的目标上达成统一，这是社会保障基金二级投资营运过程市场化的核心。

三、社会保障基金投资营运的完全市场化过程

经理人即社会保障基金投资公司一般并不直接投资创办实业公司，而是运用基金的现金资产购买实业公司发行的股票、债券等，充当实业公司的融资中介，无止尽地追逐风险小、收益高的股票、债券，达到规避风险、实现基金投资收益最大化的目的。实业公司利用社会保障基金购置生产所需要素，创办实业，组织生产，创造价值，其主观上追求自身利润最大化，但客观上可以实现社会保障基金的增值，确保基金安全。在经理人投资于实业公司（或实业公司向经理人融资）的过程中，经理人拥有资本（即社会保障基金的现金资产），但需要转让、出售；实业公司

^① 关于社会保障基金的管理人与经理人有不同的划分。本文认为，若基金的筹资和给付与投资营运职能由同一个主体来完成，那么就不存在管理人与经理人的划分，也不存在管理人与经理人之间的委托代理关系；若基金的筹资和给付职能由政府的职能部门承担，基金的投资营运职能由独立的市场主体（基金投资公司）完成，那么，承担基金筹资和给付职能的即是管理人，承担基金投资经营职能的即是经理人。前者即是社会保障基金的直接投资模式，后者即是社会保障基金的间接投资模式。本文以后者为分析对象。

拥有投资项目（即社会保障基金投资的最终归宿），但缺乏资本。由此可见，经理人与实业公司在资本市场上达到互补，从而形成社会保障基金的三级委托代理关系，即社会保障基金的三级投资关系，其中，经理人是投资主体，实业公司是受资主体。

社会保障基金的三级投资营运过程是完全市场化的。作为委托主体和代理主体，经理人和实业公司都是真正的、独立的市场主体，且都不是惟一的。委托主体（经理人）不仅有众多的实业公司可供其选择，而且有众多的投资工具（股票、债券、期货、期权、房地产等）可供选择。代理主体（实业公司）不仅有众多的融资对象（普通投资者、机构投资者）可供其选择，而且有众多的融资手段（银行信贷、股票、债券、期货、期权等）可供其选择^[9]。发达的资本市场，一方面为经理人追逐社会保障基金投资回报最大化、规避投资风险、进行及时与随时选择提供了可能；另一方面又为实业公司降低融资成本、回避融资风险、及时调整行为提供了可能。因此，在社会保障基金的三级投资营运过程中，经理人相互之间、实业公司相互之间，以及经理人与实业公司之间，都存在激烈的市场竞争。经理人与实业公司之间的委托代理是高度开放的、动态的，是完全市场化的。

社会保障基金的三级投资运营过程是社会保障基金实现实质性增值的开始，该过程的完成，标志着社会保障基金从货币流通领域进入生产领域，从资本市场进入生产资料市场，也标志着社会保障基金的投资运营实现了完全市场化。

需要说明的是，投资运营完全市场化是指国家不再直接参与并承担社会保障基金微观上的具体投资运营，而是由真正意义上的独立市场主体承担基金的投资运营。但是，这并不意味着排斥政府对基金投资运营过程的监管，相反，却需要通过事先确定的手段和程序加强监管。这时，监管不仅来源于基金管理人，还来源于其他政府职能部门，如证监会等。

四、社会保障基金投资营运市场化的强化

根据社会保障基金的有关政策和《证券法》，经理人（基金投资公司）除代理的社会保障基金之外，一般还可以向社会公众发售基金券，购买基金券或受益凭证者就是投资人 I_1 ；实业公司一般不仅向基金经理人，还向社会公众出售股票、债券等，购买实业公司的股票、债券者便是投资人 I_2 。这样，如果经理人的基金券、实业公司的股票的销售过程完成，就形成了投资人 I_1 、 I_2 分别与经理人、实业公司之间的委托代理关系，也可称作投资关系。在这种投资关系中，投资人 I_1 是投资主体，经理人是受资主体；投资人 I_2 是投资主体，实业公司是受资主体。投资人 I_1 、 I_2 分别与经理人、实业公司之间的委托代理关系，相对于社会保障基金的投资运营过程而言，是辅助性的，是为了强化社会保障基金投资营运的市场化程度，也是社会保障基金利用资本市场实现保值增值的必要条件。

在投资人 I_1 与经理人之间的委托代理关系中，经理人面对众多的投资人 I_1 ，而且投资人 I_1 处在高度动态的变化过程中，投资人 I_1 可以按照一定的、事先确定的标准变现基金券或受益凭证（一般为上一期基金净值），退出社会保障基金的投资营运过程。经理人要增强自己的资金实力，必须努力提高基金净值和基金预期收益，才能维持现有的投资人 I_1 ，吸引潜在的投资人 I_1 。不同的投资人 I_1 、不同的经理人以及投资人 I_1 与经理人之间都存在激烈的市场竞争。作为社会保障基金投资营运的参与者，投资人 I_1 与管理人平等地成为经理人的投资主体。这种结构不仅构造了投资人 I_1 与管理人之间的竞争，而且强化了管理人与经理人之间的竞争。因此，投资人 I_1 与经理人之间的委托代理关系，在一定的程度上弥补了因管理人的惟一性、垄断性而造成的社会保障基金二级投资营运过程市场化程度不高的问题，强化了市场竞争，分别对管理人和经理人形成约束和激励。

投资人 I_1 向经理人投资，一方面，增强了经理人（基金投资公司）的资金实力，提高了社会保障基金增值的可能性。如果经理人按照其代理的社会保障基金资产 1:1 地向公众发售基金券，并以基金券的面值全部销售出去，那么经理人实际获得的现金资产将是其代理社会保障基金资产的两倍，即从社会保障基金管理人那里获得 1 元基金资产的经营权，通过发售基金券，最终获得 2 元现金资产的经营权。另一方面，投资人 I_1 与经理人之间的委托与代理分散了经理人投资营运社会保障基金的风险，也分享了投资营运的收益。一般来说，投资人 I_1 的参与使社会保障基金投资营运收益增加的程度以及分散的风险大于投资人 I_1 所分享的基金收益。

同理，投资人 I_2 与实业公司之间的委托代理关系确立后，对实业公司来讲，由于融资对象的扩大，增强了实业公司的资产放大效应，提高了实业公司的资金实力。投资人 I_2 参与社会保障基金投资营运，不仅使投资人 I_2 与经理人之间展开了竞争，而且促进了经理人之间的竞争，强化了经理人与实业公司之间的竞争。投资人 I_2 参与社会保障基金投资营运使市场竞争更加充分，一方面，有效地降低了实业公司的融资成本，同时强化了实业公司的市场监督；另一方面，分散了经理人投资实业公司的风险，约束了经理人的行为，激励经理人时刻关注实业公司的经营情况，及时调整投资，规避风险，提高收益。因此，投资人 I_2 与实业公司之间的委托代理关系成为社会保障基金三级投资运营过程市场化的“强化剂”，使竞争更加充分，分别对经理人和实业公司形成约束和激励。

五、社会保障基金投资营运市场化的安全保障

在社会保障基金投资营运的过程中，管理人委托于经理人的只是社会保障基金的经营权，而不是现金资产，社会保障基金的现金资产被管理人委托于托管人（一般是银行）保管，即存入银行。托管人（银行）代理管理人保管社会保障基金的现金资产，按照管理人的指令运用基金的现金资产购买经理人发行的基金券或受益凭证。这样，管理人与托管人（银行）之间也形成了一种委托代理关系。同样，经理人（基金投资公司）也不能直接支取社会保障基金的现金资产，而必须将社会保障基金的现金资产以及其所购买的、实业公司发行的股票、债券等资产委托给托管人（一般是银行）保管。托管人接受经理人的指令进行相应的投资组合。这样，又形成了经理人与托管人之间的委托代理关系。

无论是从管理人和经理人的流动偏好来讲，还是从社会保障基金投资运营成本最小化来看，管理人、经理人分别与托管人之间的委托代理关系都不会在各自利益的驱动下自动形成的，而是必须在制度安排下强制促成的。这种委托代理的制度安排可以使管理人、经理人与托管人之间形成一种既相互合作，又相互制衡、相互监督的关系，有效地限制作为代理人的管理人、经理人因信息优势而损害其委托人利益的败德行为，从而提高社会保障基金投资运营的安全性，尤其是社会保障基金本金的安全^[3]。管理人、经理人分别与托管人之间的委托与代理，如其说是市场行为，是管理人、经理人与托管人追求各自的利益行为，不如说是政府行为，是政府为了社会保障基金投资运营而强制构造的一种安全机制或结构。因此，管理人、经理人分别与托管人之间的关系从根本上说是一种制度化的、强制的委托代理关系，是社会保障基金投资运营市场化过程中的安全保障^[4]。

需要说明的是，社会保障基金投资营运的安全性，不仅取决于强制构造出来的管理人、经理人分别与托管人之间的委托代理制度是否完善，而且取决于托管人的托管行为是否规范、有效。

结束语

社会保障基金投资营运过程由三级委托代理关系和两种辅助性的委托代理关系构成，这种委

托代理结构精巧地将社会保障基金投资运营过程的参与主体有机地组织起来, 在考虑社会保障基金安全的前提下, 逐步增强社会保障基金投资营运的市场化程度。投保人、管理人、经理人、实业公司所构成的三级委托代理关系导致社会保障基金的投资运营依次从非市场化、半市场化, 达到完全市场化。投资人 I_1 、 I_2 分别与经理人、实业公司之间的委托代理有力地强化了社会保障基金投资营运的市场化程度, 管理人、经理人分别与托管人之间的委托代理增强了社会保障基金投资营运的安全性, 尤其是社会保障基金本金的安全。除管理人、经理人分别与托管人之间的委托代理关系外, 其他的四种委托代理关系也可以视为投资关系, 每一个委托人都是该级投资关系中的投资主体, 每一个代理人都是该级投资关系中的受资主体, 其中, 管理人和经理人具有多重身份, 既是投资主体, 又是受资主体, 既是委托人, 又是代理人。

社会保障基金的三级以及两种辅助性的委托代理关系是紧密联系、相辅相成的, 它们共同作用使基金投资营运主体之间达到优势互补, 相互制衡, 长期行为与短期行为有效的并存, 形成有效的激励、约束、监督机制。社会保障基金投资营运的市场化过程所形成的委托代理结构, 一方面, 增强了社会保障基金投资营运的增值能力; 另一方面, 提高了社会保障基金投资营运的安全性。

参考文献:

[1] 李绍光. 养老金制度与资本市场 [M]. 北京: 中国发展出版社, 1998: 81- 188.

[2] 赵曼. 社会保障制度结构与运行分析 [M]. 北京: 中国计划出版社, 1997: 104- 189.

[3] Holmstrom. B. Moral Hazard in Team [J] *Bell Journal of Economics*, 1970. 10.

[4] Coase R. H. The Problem of Social Cost [J] *Journal of Law and Economic* 1960. 3 (No. 1, October): 1- 44.

[责任编辑 崔凤垣]

(上接第 74 页)

入, 一定程度上降低了这部分工人寻找、恢复或变换工作的紧迫性, 即降低了西方国家所说的“劳动力流动性”。自 70 年代以来, 由于在业工人的实际工资收入增长速度普遍降低, 而社会福利津贴还在继续提高, 增加了依靠社会福利而非工资收入过活的刺激作用, 降低了劳动积极性, 这样可能会使更多的在业工人宁可选择休息, 而不选择工作, 尽管工资收入比福利收入更高一些。于是, 近十几年来, 西欧国家企业中请病假、事假的工人增多, 工人的缺勤率大大提高, 过高的福利待遇也使本国工人过分挑选职业, 他们有时宁肯坐领救济金也不愿在某些部门和地区工作, 结果这些工作岗位上就业的大多是外国移民, 不利于外汇收支平衡。

3. 超前的社会保障, 使企业失去应有的活力。西欧“福利国家”普遍实行高补贴、高福利、高保护政策, 这在企业中尤为严重。政府把大量精力、财力用于救济和维护落后企业, 而这些被保护的企业大多是效率较低, 成

本较高的工业企业, 它们的产品虽然缺乏竞争力, 但由于有了国库作靠山, 使得这些企业自然不愿冒风险改进经营管理, 提高效率, 转亏为盈, 其结果在工业企业中, 财政补贴助长了亏损, 反过来要求继续补贴。这种保护落后和损害先进的做法对西欧经济产生了深远的不良后果, 在一定程度上导致了“欧洲经济病”。

总之, 西方国家社会保障制度对其经济发展的影响是明显的, 一方面促进了经济的向前发展; 另一方面却又阻碍了经济发展, 使其陷入了难以克服的矛盾之中。可见, 社会保障制度的发展绝对不能脱离经济增长的实际状况, 二者只有保持正常的比例, 社会保障制度才能发挥其应有的作用。

参考文献:

[1] 孙光德、董克用. 社会保障概论. 北京: 中国人民大学出版社, 2000.

[2] 钟明钊. 社会保障法律制度研究. 北京: 法律出版社, 2000.

[责任编辑 崔凤垣]