

论基本养老金安全投资的制度保障机制

张宇润 施海智

摘要: 基本养老金是百姓的养老保命钱,确保资产安全是其投资运营的首要原则。要在保障资产安全的前提下实现稳健性收益,必须建立有效的信托约束机制、组合投资制度机制和监管制度机制。通过信托机制,使基本养老金在专业化投资运营中处于相对安全可控的状态;投资组合机制可以化解个体风险和局部市场的整体性风险;通过监管机制可以规范和约束基金管理人的行为,有利于实现基本养老金资产的安全增值。

关键词: 基本养老金;投资安全;信托机制;组合投资;监管

中图分类号: D922.29 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-5019(2017)06-0148-09

基金项目: 教育部2012年规划基金项目“社会保险基金投资运营法律规制研究”(12YJA820097)

作者简介: 张宇润,安徽大学法学院暨经济法研究中心教授,法学博士(安徽合肥 230601);施海智,北方民族大学法学院副教授,法学博士(宁夏银川 750021)。

十几年来我国基本养老金主要存于银行,少量投资于国债,年均收益率不足2%,低于3%的通胀率^①。由于缺乏投资安排,我国基本养老金相对于通胀水平处于缩水状态中。市场化投资运营可以应对通胀的风险。企业年金、全国社保基金和基本养老金是我国养老金的三大支柱,前两部分已经进行市场化运作,效果良好。2015年8月23日,国务院出台《基本养老保险基金投资管理办法》(以下简称《办法》),其中第4条规定“养老基金投资应当坚持市场化、多元化、专业化的原则,确保资产安全,实现保值增值。”截至2015年底,我国基本养老金累计结余约39937亿元,可用于投资的资产约2万亿元^②。目前我国基本养老金投资运营准

备工作已经完成,委托投资运营已经起航^③。由于养老金的特殊性质,在其结余资金的投资运营中,保障基金的安全是前提。资本市场波动或危机会冲击养老金的支付能力,因而必须建立严格而科学的制度控制养老金投资风险。

一、信托约束机制

投资运营是一项复杂的金融业务,尤其是权益类资产的投资具有较高的风险,没有专业技能,胡乱投资只能以重大损失告终。养老金投资运营必须走专业化道路,但由于养老金的委托人和最终受益人都不太熟悉投资业务,信托制度为其投资运营提供了方便法门。信托就是“受人之托,代人理财”。委托人自己不善于

^① 王栋琳《媒体称未来大多数人退休金水平仅能维持温饱》,《中国证券报》2014年6月18日A01版。

^② 陈果、张倩婷《养老金政策上突破三大难题 入市时机已成熟》新浪网, <http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2016-12-06/doc-ifxyiyq2546959.shtml> 2016-12-06。

^③ 2017年1月7日,广西壮族自治区与全国社会保障理事会正式签署《基本养老保险基金委托投资合同》,成为《基本养老保险基金投资管理办法》出台后全国基本养老保险基金委托投资的第一个签约省份。签约后,广西将先后有400亿资金委托投资。

管理财产,可以将财产委托给专业机构管理,取得的收益归属于委托人或委托人指定的受益人,委托人支付一定比例的佣金或管理费^①。我国基本养老金投资收益率低的一个重要原因是现行的“碎片化”管理方式,全国有2000多个社保统筹单位,分别由省级、地级市甚至县级政府管理。通过信托机制实现专业化运营,可以集中各个社保统筹单位筹集的基本养老金,形成规模较大的统一的养老金资金池,克服地区和部门利益的阻隔问题,从而实现更好的效益,并为养老金的全国统筹创造条件。

通过信托机制将养老金资产交由专业机构进行受托管理、托管和投资运营。养老金的受托机构、托管机构和投资管理机构都是资本市场中具有专业性运作经验和能力的资产管理机构、商业银行和投资管理机构。我国全国社保基金和企业年金投资运营的效果良好,就是通过信托机制实现专业化运作的结果。我国全国社保基金自2001年成立以来,年均投资收益率为8.82%,超过同期通胀率6.47个百分点。其委托投资的资产中,80%以上委托基金管理公司管理^②。企业年金自2007年以来的年化收益率为7.87%,其中40%以上委托基金管理公司管理^③。受托机构选择基金管理人,需要关注基金管理人的诚信记录、内部治理结构和风险控制能力、往年的投资业绩、研究分析市场的能力、投资理念和投资风格等等。目前我国社保基金理事会选择基金管理人一般定位于诚信记录良好、投资业绩持续良好、坚持价值投资理念和风格的投资管理机构。

相对于普通的委托合同,信托本质上是一种存在权力制衡和约束机制的财产管理制度,委托人的财产在信托机制中更安全,管理更有效率^④。养老金投资信托机制可以隔断委托人(政府)干预投资的纽带,受托人可以充分发挥专业才能,政府不得干预养老金受托人的投资

运营活动^⑤。不过,不同于普通的信托机制,也不同于证券投资基金信托机制,养老金投资信托机制主体构成更加复杂,不同性质的养老金投资运营信托机制主体构成也有一定的差异。养老金投资信托机制属于多层次信托制衡机制,分权制衡原则在养老金投资运营中主要体现在不同的机构和组织分别承担不同的义务和职责。根据《企业年金基金投资管理办法》的规定,企业年金投资信托机制中分别设立受托人、账户管理人、托管人和投资管理人角色,不同主体具有不同的职责和义务,形成了相互制衡的机制。全国社会保障基金由全国社会保障基金理事会管理,它负责投资运营部分资产,而大部分资产则委托给基金管理公司或其他专业投资管理机构投资运营,因而形成了社保基金理事会与受托人、托管人之间的信托制衡机制^⑥。

根据《办法》规定,基本养老金投资信托机制的主体构成中有委托人、受托机构、托管机构和投资管理机构。其中,委托人是省一级人民政府,是基本养老金的统筹管理机构,是基本养老金账户的名义所有人,由它与受托机构签订委托投资合同;受托机构是指国家设立、国务院授权的养老金管理机构,是基本养老金的资产管理人,对养老金资产实施全方位管理和控制,它可以直接投资运营一部分养老金资产,将其余部分委托给其他专业机构投资,它与托管机构签订托管合同,与投资管理机构签订投资管理合同;托管机构为适格的托管银行,对养老金资产负有保管和安全保护的责任;投资管理机构是适格的基金管理公司或其他专业投资管理机构,负责对养老金资产的实际投资运营。在基本养老金投资信托多层次制衡机制中,受托机构居于中心位置,它是政府的受托管理人,是养老金账户的管理者,另一方面,它又是托管机构和投资管理机构的委托人。

① 陶广峰主编《金融法》,北京:中国人民大学出版社,2009年,第236页。

② 参见《全国社会保障基金理事会基金年度报告》(2015年度)。

③ 李丹丹《用专业化制度化保障养老金安全入市》,《上海证券报》2015年7月25日01版。

④ [日]中野正俊《信托法》,张建军译,北京:中国方正出版社,2004年,第68页。

⑤ 倪受彬《公共养老金投资中的受信人义务》,《法学》2014年第1期。

⑥ 江玉荣《养老基金投资监管法律问题研究》,博士学位论文,合肥:安徽大学,2014年,第92页。

这种多层次信托机制相对于普通信托机制存在着更有效的分权制衡机制,对养老金资产的安全保护效能更高,使基本养老金在专业化投资运营中处于相对安全可控的状态。普通信托中信托财产完全处于受托人的控制之下,受托人可以随意处分财产,甚至可能发生监守自盗的行为后果。而养老金投资信托机制则将普通信托受托人的职能分解为由几个机构行使,受托机构履行资产管理职能,并监督养老金资产的总体运营;托管机构履行资产的保管责任,并监督投资管理机构的投资行为;投资管理机构专门负责养老金资产具体的投资运营,实现养老金资产的保值和增值。在这种信托机制下,养老金资产与受托机构、托管机构和投资管理机构的固有财产及其管理的其他财产不发生关联,独立运行,只对养老金资产本身运行所产生的债权债务关系负责。即使上述机构解散、被依法撤销或者被依法宣告破产均不影响养老金资产的独立运行。

目前我国基本养老金的受托机构是全国社保基金理事会,它管理运作基金经验丰富,有成熟的管理团队,业绩已经被实践证明。然而,目前我国社保基金理事会管理的资产规模已经十分庞大。根据《全国社会保障基金理事会基金年度报告(2015年度)》,2015年全国社保基金理事会管理的资产就达19138.21亿元,我国基本养老金结余的规模也十分庞大,未来还会不断增加,且需要单独管理和独立核算,将来条件成熟后可以考虑选择新的受托机构,比如养老保险公司。只要该养老保险公司是国有公司或国有控股公司并经国务院授权即可符合《办法》所要求的受托机构的条件。2015年8月,保监会出台《养老保障管理业务管理办法》,规定养老保险公司具有受托管理、账户管理、风险管理、投资管理、待遇支付、薪酬递延、福利计划等方面的职能,向委托人提供合适的产品和服务。养老保险公司的地位相当于企业年金的受托人、账户管理人和基本养老金的受托机构。按照郑秉文观点,捆绑式养老保险公司可以

降低养老金的运营成本、管理成本和沟通成本,对资本市场和养老金运行机制具有充分的理解和研究能力,综合服务能力强大,可弥补单一资格受托人短视的缺陷^①。其实,捆绑式养老保险公司的设立成本比较大,尤其是不容易聚集优秀的投资管理人才,因为养老金的投资管理目标是追求保障资产安全基础上的稳健性收益,不是追求市场最大化收益,在以利益为根本驱动力的市场机制中,养老金管理机构不一定比纯市场投资管理机构更能吸引优秀人才。笔者认为,给予养老保险公司一定的选择权比较好,它既可以直接投资,也可以选择优秀的投资管理机构。养老保险公司在养老金资产的管理方面居核心地位,但在具体投资运营上,投资管理人的行为最为关键,它决定了养老金资产的实际收益水平,引入竞争机制,让更多的市场主体参与,有利于提高养老金投资收益。

二、组合投资制度机制

不同于普通的商事性的投资基金,养老金类似保险资金,始终面临资金收取和支付的流动性要求,养老金不能将全部资产对外投资,要保持一定的流动性,以应付退休人员生活费的支出。虽然养老金可以拿出一部分对外进行投资,但也要按照一定比例进行分配。有学者认为,组合投资是化解资本市场风险的有效方式^②。资本市场中存在着各种各样的风险,包括个体风险和系统性风险,投资组合可以化解个体风险和局部市场的整体性风险。

(一) 整体资产组合投资规则

作为投资标的的金融资产从整体上可以分为货币类资产(如活期存款、货币基金、一年期内的定期存款和短期债券等)、固定收益类资产(如一年期以上的债券和存款等)、权益类资产(如股票、股票型基金等)、另类资产(如项目投资、贷款等)等,这些资产的风险系数是不同的。为了保障养老金资产投资的整体安全,在各大类资产的投资比例上应该有所限制,确保投资收益的长期性和稳健性,另一方面控制大

^① 郑秉文《建立“捆绑式”养老金管理公司》,《社会保障制度》2007年第10期。

^② 唐运舒、胡琪《基本养老金市场化投资的理论依据与风险控制》,《华东经济管理》2014年第8期。

类资产风险敞口,防止因某一类资产的系统性风险给养老金资产带来重大损失。

英美法系市场经济国家的养老金投资法律确定审慎人规则,法律对养老金的投资比例和投资类别一般不限制,而由投资管理者按照审慎人规则自主确定投资范围和比例,不过要求投资管理者建立严格的内部风险控制机制^①。审慎人规则并非拒绝投资比例和范围的限制,而是将这种比例交由投资管理人自主掌握,分散投资仍是其规则的具体表现^②。美国基本养老金的投资范围受到严格限制,企业年金投资限制相对宽松。美国第一支柱基本养老金主要投资于国债,不投资股市,安全性极高;而美国第二支柱企业年金(即401K计划)和第三支柱商业养老保险计划,在资本市场中的投资行为没有比例限制。1982年至2012年,美国企业年金的投资收益增长率与美国道琼斯指数的增长率几乎相当,相关系数达到90%以上^③。

大陆法系国家养老金投资法律长期实行数量限制规则,对权益类资产和高风险资产实行严格的投资比例限制。比如德国过去就规定养老金投资股市的资产不能超过30%,不动产投资不能超过25%^④。欧盟委员会曾经评价数量限制监管规则限制了基金管理人根据市场变化进行选择的主动权。研究结果显示1980—1995年,实施审慎人规则的国家养老金投资年回报率为7.8%,而实施数量限制规则的国家养老金投资年回报率是5.8%。因此,实行数量限制的国家在21世纪初也逐渐向审慎人规则转变^⑤。

投资监管政策的松紧与资本市场的成熟程度和法治水平相关。市场化本身就是法律行为的重复博弈的制度演进过程,是个体自由与纪律的平衡的结果,市场化程度越高,意味着制度

越成熟,个体的行为能力和自我约束能力越强大,外部监管的必要性也就越低。在金融市场成熟的国家,一般对养老金投资证券市场比例无限制。据2011年6月OECD对30个国家养老金投资监管的调查数据显示,18个国家不限制养老金投资比例,6个国家没有限制养老金投资OECD国家的资本市场的比例,2个国家对养老金投向欧盟、欧洲经济区国家或者评级A-以上国家证券市场的比例没有限制^⑥。据统计,美国有50%左右的养老金资产投资于股票,从1980年至2002年间,养老金投资于大型公司和小型公司股票收益率分别为15.9%和16.2%^⑦。

《办法》第37条确立了大类资产的组合投资原则,基本养老金投资标的资产可达20多种。其中,货币类资产的比例不得低于资产净值的5%,以保持养老金资产具有较好的流动性;一年期以上的固定收益类资产合计不得高于养老金资产净值的135%,因其风险比较低而收益相对稳定,成为养老金的最主要的配置品种;股票和股票型基金等权益类资产有最高比例限制,合计不得高于基金资产净值的30%,这类资产收益可能较高,但风险较大。基本养老金投资权益类资产的比例低于全国社保基金40%的标准,主要是考虑到其更高的安全性要求。基本养老金也可以投资国家重大项目和重点企业股权,分享国家经济改革的成果,但这类资产投资回收期较长,风险类似于权益类资产,因而有最高投资比例限制,合计不得高于资产净值的20%。为了套期保值和平衡金融产品现货头寸风险,养老金可以参与金融期货和期权等金融衍生品交易,但不能进行纯粹的投机性交易行为。

我国目前只能实行数量限制制度规则,主

① 江玉荣《养老基金投资监管法律问题研究》,博士学位论文,合肥:安徽大学法学院,2014年,第72~74页。

② Davis, E. Philip & Yu Weihu, Should Pension Investing Be Regulated? *Rotman International Journal of Pension Management*, no. 2, 1993, pp. 34-40.

③ 祁斌《养老金入市要坚守“三原则”》,《中国证券报》2013年3月4日A17版。

④ Davis, E. Philip, Prudent Person Rules or Quantitative Restrictive Restriction? The Regulation of Long-Term Institutional Investors' Portfolios, *Journal of Pension Economics and Finance*, no. 1, 2002, pp. 157-191.

⑤ 江玉荣《养老保险基金投资监管模式的国际发展及对我国的启示》,《学术界》2013年第1期。

⑥ 李东平等《促进养老金与资本市场良性互动》,《中国证券报》2013年3月4日A09版。

⑦ 郗可《借助资本市场缓解老龄化问题》,《中国证券报》2013年10月13日A04版。

要是因为我国养老金投资实践历史短暂,处于摸着石头过河的阶段,没有经验教训可以总结,没有形成规律性的认识,投资经理人制度不成熟。而且,我国资本市场投机气氛浓厚,尤其是我国的股票市场投资者热衷于跟风炒作,没有形成价值投资文化理念。虽然我国资本市场法律体系已经形成,但还有许多缺陷,尤其是法律实施机制的效率还有待进一步提高。笔者建议,待养老金投资实践经历比较长的时期,法律机制和投资文化比较成熟之后,再从数量限制规则逐渐过渡到审慎人规则。其实,《办法》已经为这种过渡埋下了伏笔^①。

(二) 具体投资组合比例规则

具体投资组合也应遵循比例限制规则。养老金投资每一大类资产,都应该至少投资数十种甚至上百种金融产品,这样可以避免单个金融产品的风险爆发给养老金资产带来重大损失。任何金融产品都存在风险,银行有破产倒闭的风险,欧债危机表明政府债券也具有风险。本文主要谈谈化解股票投资风险和企业债券投资风险的比例限制规则问题。

我国股市中的投资者以博取市场短期差价为主,普通投资者被市场主力机构或操纵大户牵着鼻子,大多数股民长期亏损。这主要有两个方面的原因:一是法律制度不健全,尤其是监管机构对违法违规行为的监管力度不够,违法成本较低;二是我国股市还属于新兴市场,市场结构以散户为主,机构投资者占比不高,投资者的投资理念不成熟,这样的市场很容易被市场庄家激发羊群效应和跟风行为,大多数散户成为庄家的盘中餐。实际上,投资股市的本质应该是通过长期持有公司的股票,伴随着公司的成长而实现投资资产收益的持续增长,而不是获取股价的价差。成熟股市的养老金一般长期持有蓝筹股,养老金成为名副其实的资本家或生产资料“所有者”^②。养老基金的性质属于长

期性资金,追求稳定和长期的收益,养老金入市有利于向市场输入正确的投资理念,对转变我国股市的投机炒作之风具有现实的重要意义。但市场充满着噪音,初期入市的养老金不可能不受影响,因此应该用严格的法律机制约束养老金的投资行为。《办法》规定了投资股市的最大比例为资产净值总额的30%,但对具体的股票投资比例没有规定。股票市场不确定事件很多,某一家甚至某一类公司都可能遭受黑天鹅事件,比如2012年伊利公司遭遇“全优2、3、4段婴儿配方奶粉”产品汞含量异常、茅台等酒类公司遭遇塑化剂风波,相关公司股票短期内暴跌。在股票投资组合中,养老金投资于某一公司股票不得超过该公司股票发行量的5%,也不得超过同一养老金投资该类资产净值的10%。我国《企业年金基金管理办法》在这方面已经有所规定^③。因此,应修订《办法》或制定更详细的实施规则,对基本养老金投资具体的股票等权益类资产的比例做出更明确的限定。此外,委托投资管理合同更应该进一步细化,并明确养老金直接投资股票应以蓝筹股为主。2015年6月和7月的股灾表明,低市盈率蓝筹股市值损失相对于中小创公司和垃圾股要小得多。

企业债券等固定收益类资产也存在风险,投资该类资产也应分门别类地实行比例控制。2015年在山水水泥、运煤化等信用债违约事件发生后不久,12月7日,四川圣达集团确认“12圣达债”违约,成为2015年以来债券市场实质违约的第八例^④。2016年末一个月的时间里,河北物流、大连机床等6只债券构成实质性违约^⑤。可见,养老金投资企业债券并非没有风险。因此,就企业债券投资而言,基本养老金投资债券除了受到《办法》所规定的大类资产比例限制外,还应制定更详细的实施办法,规定养老金投资于一家企业发行的债券不得超过债券

① 《基本养老保险基金投资管理办法》第38条规定“根据金融市场变化和投资运营情况,国务院有关主管部门适时报请国务院对养老基金投资范围和比例进行调整。”

② [美]彼得·德鲁克《养老金革命》,沈国华译,北京:机械工业出版社,2015年,第2页。

③ 张宇润《养老金投资股市应遵循的几个原则》,《中国工人》2014年第10期。

④ 王姣《债券实质违约又添新案例 信用利差加速分化》,《中国证券报》2015年12月8日A11版。

⑤ 王姣《信用债:加杠杆盛宴已散场》,《中国证券报》2016年12月14日A10版。

发行量的5%,也不得超过同一养老金投资该类资产净值的10%。此外,养老金投资单个企业债券的范围应限于投资级而非垃圾债券,最好是A级以上品种。这些需要通过投资管理信托合同来约束投资管理人的行为。

三、监管制度约束机制

投机是人的天性,快速盈利可以最大化行为人的成功光环。尽管美国的股票市场比较成熟,制度比较健全,但美国养老金管理者也如大多数共同基金管理人一样具有投机的冲动。约翰·博格是世界著名基金公司美国先锋集团的创始人,他就指出美国养老金“投资太少、投机太多”。投机理念在金融市场中形成扼杀人们通过劳动创造财富的观念的病态社会^①。其实,美国股票市场的投机氛围比我国股票市场要清淡许多,养老金总体而言还是长期投资者,一般实施购买蓝筹股并持有的投资策略。我国基本养老金受托机构和投资管理机构同样具有投机的天性,而且我国资本市场制度还不够健全,成熟的投资文化尚未完全形成,更需要通过制度和监管机制加以规范和约束投机行为。

(一) 健全监管法律制度

养老金投资运营必须有制度规则作为前提,否则养老金资产就处于极不安全的状态中。我国证券投资基金的制度安排和监管规则比较健全,为基本养老金投资运营提供了很好的制度基础和经验基础,但基本养老金的投资运营更强调安全性和稳健性,投资信托机制中的分权制衡机制更为严格。在制度层面,要在委托、受托、投资和监督各个环节明确确定各个主体之间权利、义务和责任^②。我国已经初步建立了与养老金投资运营相关的法律体系,以《证券法》《信托法》《证券投资基金法》《社会保险法》四部法律为基础,形成了包括其他法律的相关规定、行政法规和行政规章的法律制度体系。《办法》吸取了全国社保基金和企业年金投资运营制度的经验和教训,并曾向社会广泛

征求意见,制度设计更具合理性。但《办法》仍然有很多缺陷,需要修订或制定更详细的实施细则。下文仅就保障投资安全的监管制度谈谈需要完善的地方:(1) 建立受益人保护制度。目前我国养老金受益人保护制度薄弱,《企业年金基金管理办法》和《职业年金基金管理暂行办法》虽然明确受益人的概念,但权利设置稀少,而《办法》甚至没有明确受益人的概念,更不用说权利了,似乎受益人与养老金资产没有关系。而实际上,受益人是养老金资产的终极所有者,是养老金的最终享有者。《办法》修订时应明确受益人的概念,增加受益人权利保护的规定。受益人对基本养老金投资运营情况具有监督权,包括查阅投资运营信息资料的权利,质询和建议的权利,当受托机构、投资管理人和托管人损害养老金权益时的救济权利。此外,还要规定受益人监督权的实现方式。(2) 完善信息披露制度。基本养老金信息披露是委托人和受益人了解基本养老金投资运营情况的前提,信息披露制度使基本养老金信托投资活动置于相关信托权利主体和社会公众监督之下,养老金受托机构、投资管理机构和托管机构必须真实、准确、完整和及时地披露应当披露的信息,否则应当承担相应的法律责任。美国《退休收入保障法》《税收法》《企业年金安全与透明法》《国家雇员储蓄及信托资产担保法案》《固定受益额证券法案》等相关法律对养老金投资信息披露进行了详细的规定,尤其强调对投资风险的披露^③。我国《办法》第8章专章规定了基本养老金投资运营的信息披露制度,不过操作性不强,比如年度报告和季度报告应该包括哪些内容,什么情况下应该发布临时报告都没有明确,尤其是投资风险信息披露不明确,这些方面需要改进和完善。(3) 完善公平交易制度。基本养老金投资运营必须严格遵守公平交易制度,同一管理人应公平对待投资组合,严禁在不同投资组合之间进行利益输送或内幕交易行为。投资管理人在进行投资行为时

① 约翰·博格《投资还是投机——资本市场的沉沦与角逐》,宋达译,北京:机械工业出版社,2013年,第256页。

② 江玉荣《我国基本养老保险基金投资立法完善》,《现代经济探讨》2013年第9期。

③ 江玉荣《养老基金投资监管法律问题研究》,博士学位论文,第109页。

应公平对待养老金资产与其管理的其他财产,公平对待其管理的不同的养老金资产。受托机构、托管机构和投资管理机构及从业人员在履行职责时一旦与自我利益发生关联,应当遵循回避原则;严禁利用未公开信息的老鼠仓行为。(4) 建立大数据监控体系制度。大数据监控体系制度是现代网络社会对法律制度建设的的基本要求,法律制度及其实施机制要与时俱进。大数据监控体系在金融监管方面寻找违法和违规行为的蛛丝马迹是有效的,我国证券监管部门和交易所运用大数据监控系统发现了很多内幕交易行为、操纵市场行为和利用未公开信息的老鼠仓行为等重要线索。

(二) 完善监管体系

养老金投资监管体系属于资本市场监管体系的重要组成部分,由政府监管机制和市场自律机制构成。政府监管是法定型监管,必须以法律为依据,这是法治社会对现代政府的基本要求,政府监管的范围、权限、职责、措施、程序、处罚依据和标准由法律直接规定,政府没有法律之外的权力。市场自律是市场主体为了市场的整体利益和秩序而实施的自我约束和合同自治行为。我国养老金投资监管体系是以政府监管为主导,并充分重视市场自律的监管体系。

1. 完善政府监管体系

人力资源和社会保障部(简称人社部)和财政部居于养老金监管体系的核心位置,是由政府机构的性质和职能决定的。养老金体系属于社会保障体系的重要组成部分,属于人社部的专属监管范畴。人社部制定基本养老金的有关政策,人力资源和社会保障行政部门对养老金投资信托关系主体及其行为进行全方位监管。我国《办法》对基本养老金信托关系主体资格的监管主体没有明确,这是明显的缺陷。我国《企业年金基金管理办法》第78条规定了人社部对受托机构、托管人、投资管理人开展企业年金基金管理相关业务资格的审批权,而《办法》则没有这方面的规定。笔者认为,基本养老金受托机构是国家设立、国务院授权的养老金管理机构,其受托管理资格不需要人社部审批,但基本养老金的托管人和投资管理人资格则需要经过人社部审批。此外,《办法》也没

有明确人社部对基本养老金投资信托合同的登记、备案权以及对信息披露的监督权。这些缺陷希望在修订《办法》时加以弥补。另一个核心监管主体是财政部。由于基本养老金属于财政专户基金,其收入和支出纳入国家财政预算,据此可以落实养老金投资报告制度、备案制度和对社会的信息披露制度。不过,财政部门主要监管资金的流动,一般不对信托当事人实施资格监管。财政部和人社部的分工很明确,财政部的注意力集中于基金专户,人社部的注意力集中于养老金投资关系当事人及其行为。

但养老金投资运营是通过信托机制实现的,养老金信托关系中,托管人和投资管理人都是金融机构,这些金融机构都具有自己的相关业务主管机构,比如证券公司和基金管理公司的主管机构是证监会,保险公司的主管机构是保监会,信托公司和商业银行的主管机构是银监会,这些金融机构首先要取得业务主管机构的许可,才可以向人社部申请养老金信托管理业务。人社部针对养老金信托主体的问责权限主要是警告、责令限期改正、暂停和取消养老金相关业务资格,但是没有没收违法所得和罚款的权力。比如对托管人的罚款权应由银监会行使,对基金管理公司的罚款权属于证监会。针对养老金投资违法违规行为,人社部、财政部、金融监管机构还要与公安机关、司法机关、国资委、审计署、纪检部门之间建立监管信息通道和协作机制。

2. 建立健全功能监管体系

我国目前金融监管体制属于以机构监管为主导的分业监管体制,并在各监管主体之间建立了信息共享机制。在我国混业经营不断深化的时代背景下,这种机构监管体制的问题越来越多,导致监管真空、监管套利和相互推诿责任的现象经常发生,应当向以行为监管为导向的功能监管体系转轨。功能监管是指根据金融行为的性质确定监管对象和监管主体的监管模式。功能监管模式不是对机构监管模式的否定,而是否定之否定,这种模式有利于区分金融产品的性质,明确监管主体、监管边界和监管责任。

养老金投资监管涉及社会保障行为和金融

行为的监管,这两种行为监管在不同的条件下有主次之别。从社会保障视角,人社部和财政部门是监管主角;就具体的投资运营而言,实际上属于金融资管业务,必须纳入金融监管体系范畴。养老金投资关系主体结构复杂,托管人一般是银行,但投资管理机构可能是证券公司、保险公司、基金管理公司、资产管理公司和信托公司等,从事内幕交易和老鼠仓行为的机构或资管账户可能来自证券、基金、保险和信托行业,因此,养老金投资活动的监管主体可能是证监会、保监会和银监会。这就需要建立功能监管体系,即根据被监管行为的主要性质和被监管主体的地位和作用,以某一监管主体为主,其他监管主体配合的监管体系。就养老金投资行为涉及内幕交易、操纵市场和老鼠仓行为等不正当证券行为而言,无疑应以证监会为主角;如果涉嫌证券犯罪,证监会和公安司法部门是监管主角,其他相关部门包括人社部、银监会、保监会、审计署等部门配合实施监管行为^①。

3. 完善市场自律机制

养老金投资的市场自律机制包括两个层面:一是信托约束机制;二是自律组织的约束机制。市场自律不是通过外部法律监管实现公平交易秩序,而是通过道德修行、合同和团体章程规范市场主体行为,以达到共治和良治的目标。相比于政府外部他律约束,市场主体具有自我规范的动力,它们熟悉资本市场的实际交易行为,常常比政府外部监管更有效率^②。虽然自律监管的权威性和强制力不如政府法定型监管,但其惩戒机制力量也不可小视。自律组织或自治团体视情节轻重,给予违反纪律者以警示约谈、发警示函、业内通报、公开谴责、暂停会员权利或取消会员资格等惩戒措施。自律机制是我国养老金监管体系的重要组成部分,是政府法定型监管机制的有益补充,市场自律不能与法律的强制性规定相冲突。

养老金投资信托监督机制是一种建立在信

托合同基础上的当事人之间的利益激励和制衡机制,信托权利主体为自身的利益和整体的利益具有监督义务主体的动力,监督效果很好。基本养老金的委托人是养老金账户的名义所有人,通过委托投资合同监督受托机构的资产管理行为,并对受益人负责。受托机构居于养老金投资多层次信托机制的核心地位,它建立养老金受托投资信托关系的制度规则,一方面要对委托人履行受托责任,另一方面通过托管合同和投资管理合同监督托管人和投资管理人的行为。托管机构对基本养老金资产负有安全保护和监督投资运营行为的责任。一方面,它监督投资管理机构具体的投资运营行为,并定期向受托机构提交养老金托管和财务会计报告,报告投资监督情况;另一方面,它有责任制止投资管理机构违反法律法规和信托合同约定的不当投资行为,有责任向受托机构报告投资管理机构的不良投资行为。从信托关系的监督机制看,委托人是资产的名义所有者,居于监督关系的最高层级,由其选任受托机构;受托机构是养老金资产的实际控制人,由其选任托管机构和投资管理机构,居于监督关系的核心层级;而托管机构因为实际占有养老金资产,掌握养老金资产的实际变化,对投资管理机构的投资运营活动实施现实层面的监督。养老金资产的投资和实际运营由投资管理机构实施,投资管理机构在信托关系中处于被监督者的位置,但它是养老金资产的实际操作者,它的行为直接关涉养老金资产的命运,正因为如此,投资管理机构需要健全内部治理和风险控制机制。《办法》没有明确受益人的地位和监督权,是一种缺陷,修订时应确立基本养老金受益人的地位以及对委托人和养老金投资信托行为的监督权。

资本市场的交易所是为资本产品提供集中交易的场所和服务机构,也是一线自律监管者。在规范市场秩序方面,强化交易所一线监管地位,使交易所在督促养老金投资主体提高信息

^① 根据2017年7月7日公安部网站消息,2014年以来,公安机关根据证监会、审计署等有关部门移送案件和群众举报,立案查处了80余起利用未公开信息交易犯罪案件,成功缉捕、劝返了一批不法分子。根据2017年7月7日证监会网站消息,2014年以来,证监会启动99起老鼠仓线索稽查,已对15名从业人员采取禁入措施,查处了马乐、陈志明等一批典型案件。证监会将探索跨部门信息共享,推动出台老鼠仓司法解释。

^② 张宇润《试论经济法属性的证券法基本原则》,《安徽大学学报》2000年第5期。

披露质量、防范异常交易行为和发现违法违规线索等方面发挥重要的作用。资本市场中的行业协会一方面为会员提供服务,为会员整体谋求发展的机会,另一方面也通过行业协会自律规则约束会员的不当行为。证券业协会、保险业协会、基金业协会和养老金协会在道德规范和教育培训方面具有重要职责,让相关从业人员牢记和恪守忠诚、勤勉地服务于委托人和受益人的职业操守。

(三) 完善问责机制和风险补偿机制

问责机制是指问责主体对其管辖范围内的相关义务主体违反职责和义务要求其承担制裁性后果的责任追究制度。在养老金投资运营过程中,信托监督机制和政府监管机制都要有相应的问责机制。问责机制的后果是综合性的,包括民事、行政乃至刑事责任的经济法责任,既要使受害人遭受的损失得到补偿,同时也要具有惩戒性,违法者必须就其违法行为向社会或国家付出代价^①。在民事责任方面,根据《办法》第65条的规定,投资管理机构和托管机构的过错行为导致养老金资产遭受损失,分别向委托人承担各自应承担的民事赔偿责任;如果是存在意思联络的共同行为,应当承担连带赔偿责任。《办法》没有规定受托机构的过错导致养老金资产遭受损失应承担赔偿责任,这是一种不足。受托机构是养老金的实际控制人,自身也可能是养老金的投资管理人,其责任重大,应明确其过错行为导致养老金资产损失,承担民事赔偿责任。《办法》第10章有关条款规定了受托机构、托管机构和投资管理机构违反职责所应承担的行政责任,包括责令限期改正、警告、扣减管理费、没收违法所得、罚款、暂停或终止相关业务资格等,但是没有确定具体的问责主体,这违背了政府法定性监管的基本要求,应该在《办法》修订时明确问责主体。虽然《办

法》第67条明确规定了国家工作人员在养老基金投资管理、监督工作中存在渎职行为的,依法追究其责任,但如何处罚并没有具体规定,应进一步明确。养老金入市的决定权归属于政府,有学者认为,需要建立和完善对养老金投资决策重大失误与渎职行为的问责机制^②。

《办法》还确立了风险准备金制度。受托机构按照基本养老金年度净收益的1%提取一般风险准备金;投资管理机构按照年度管理费的20%提取投资管理风险准备金,其目的是弥补投资亏损。但《办法》的规定还是比较粗糙,只要不发生亏损,风险准备金就不会发挥作用,而实际上养老金投资组合很少发生亏损情况。我们可以吸取智利的经验,将风险准备金与压力机制结合起来。智利养老金监管局要求养老基金管理者对每个投资组合做出最低收益保证,有两个指标:一是对于A类组合或B类组合,比过去3年所有同类基金的平均收益率低4个百分点;对其他类型组合,低2个百分点。二是过去3年所有相同类型基金的平均年收益绝对值的50%。在这两个指标中,选择较低者为最终指标。法律要求所有养老基金管理公司建立“收益波动准备金”,政府还强制要求养老基金管理公司按照不低于养老金资产的1%建立“强制准备金”。这两个准备金账户在投资收益率低于最低收益保证水平时发挥作用,以满足最低水平。智利养老金资产从1981年的3.05亿美元(当年GDP的0.9%)增长到2007年的1100亿美元(当年GDP的64%),养老金平均年收益率为10.2%^③。我国在修订《办法》或制定有关实施细则时,可考虑设立最低收益保证制度,以过去3年所有相同类型基金的平均年收益率的50%为标准,低于此标准,风险准备金就发挥作用,以满足最低收益水平。

责任编辑:徐玲英

① 陶广峰《经济法学》,北京:中国检察出版社,2007年,第105页。

② 孙华《养老金入市集结号吹响 逾万亿资金整装待发》,东方财富网,http://stock.eastmoney.com/news/1424,20151225579170748.html,2015-12-25。

③ 李东平等《借鉴智利养老金经验 向多支柱平稳转换》,《中国证券报》2013年3月11日A09版。