

个人账户基金委托投资中的代理问题分析

——兼论对委托投资机构的激励和约束机制建设

刘德浩

(西北大学公共管理学院 西安 710069)

摘要: 个人账户基金委托投资中由于信息不对称和委托代理双方的目标函数不一致, 不可避免的会出现代理问题: “逆选择”、不完备契约、“道德风险”等。代理问题的出现导致委托人的利益受损, 为了保证代理人的行为不偏离或损害委托人的利益, 作为委托人一方的社会保障基金会必须加强激励机制和约束机制的建设: 合理的薪酬契约和资格拍卖制度的建立, 将促使处于信息优势地位的基金管理公司实现信息自显, 从而实现二者利益的最佳结合, 达到激励约束相容状态。

关键词: 个人账户养老金 代理问题 激励机制 约束机制

社会保障基金是社会保障制度得以运行和可持续发展的核心, 各国为了保障基金的安全, 实现基金的保值增值, 从本国实际出发, 借鉴各国的成功经验, 采取了不同的基金管理模式。大致来讲, 根据管理主体来分, 世界上主要的基金管理模式分为: 政府集中型基金管理模式和私营竞争型基金管理模式。虽然两种不同模式各有优缺点, 但纵观世界, 社会保障基金私营化已经成为世界趋势。我国实行的是“统账结合”的基本养老保险制度。现行的制度模式是由政府部门集中混账管理的模式, 这一管理模式存在种种弊端, 最明显的一点为: 个人账户的空账化问题。为了解决个人账户问题, 实务界和学术界都进行了研讨。现在的主流观点是将个人账户做实, 采取私营化的投资运营策略。

笔者认为个人账户具有明确的所有权归属, 账户持有者作为基金最终受益人应该享有一定的投资权; 但是由于个人直接投资金融市场或选择不同的基金管理公司委托理财, 受个人获取信息的渠道和成本, 以及个人知识、能力等的制约, 无法作出最优的决策。笔者建议采取个人账户基金持有人—社会保障基金会—基金管理公司的投资运营模式。很显然, 在此模式中存在着二重委托—代理关系, 基金会处于独特的地位, 既处于委托人的地位, 又履行代理人的义务。在本文的分析中, 将假设基金会和个人具有完全相同的目标函数, 并仅就第二重委托—代理关系进行分析, 即仅考虑基金会和基金管理公司之间的委托代理问题。

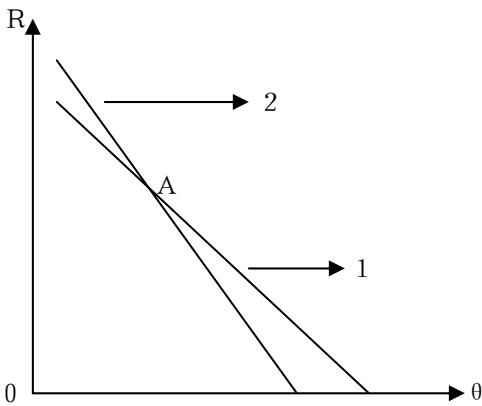
1、不对称信息下的代理问题理论综述

以科斯为代表的现代企业理论的一个基本命题是, 企业是一系列契约(合同)的组合(nextus of contracts), 个人之间交易产权的一种方式。著名的资本结构理论专家詹森和麦克林进一步发展了他们的观点, 认为: “企业不是简单的个人, 而是一种法律构造, 它是一个通过契约关系框架把冲突各方引向平衡的复杂过程的中心” [1]。我国学者张维迎更是一针见血的指出, 企业作为一种契约, 本身没有“所有者”, 并主张用“委托权”(principalship)代替“所有权”(ownership) [2]。在他们看来, 企业不过是其内部管理者 and 外部资金提供者持有的交叉组合证券。从上面的论述, 我们不难得出结论: 企业中的委托代理关系实质是双方(或多方)之间的法律化的契约, 是各利益主体进行交易的结果。詹森和麦克林在其经典名篇《企业理论: 管理行为、代理成本和所有权结构》中将代理关系明确定义为: “一个或多个委托人委托某一代理人(包括授予代理人相应的决策权)代为采取某些行为的一项契约。” [3]

委托人在和代理人签订契约, 形成代理关系之前, 为了实现自己利益最大化的目标, 必然

会采取有效措施尽可能多的获取对方相关信息。但是，由于信息不对称，作为代理人的一方享有自己的全部信息，掌握着大量的私人信息，处于信息强势地位。委托人和代理人作为“理性经济人”，在进行决策时都会以各自的利益最大化为目标函数。如果代理人认为与潜在的委托人之间达成委托代理合约，符合自己利益最大化的目标，那么他将有足够的动力促成这一契约的达成。但是，在潜在的契约双方目标函数存在冲突或差异时，并非一定导致契约的流产。只要一方采取一定的信息控制手段，将对达成契约不利的信息在信息传递过程中过滤，由于信息不对称的客观存在，最终委托代理契约仍能够缔结。但是，在双方目标函数不一致尤其是存在冲突时，将无法保证代理人的行为完全从委托人的利益最大化为出发点，委托人的利益将受损。这就构成了契约签订之前的“逆选择问题”。同时由于未来的不确定性、环境的复杂性和人的有限理性，双方在签订契约时，无法对未来的情况做出完全的预测，并通过具体的条款将它们写进契约（合同）里面，即使可能并试图那样做，高额的缔约成本也使这种努力在经济上得不偿失[4]。也就是说在实际操作中无法得到一个完备契约，这种契约准确地描述了与交易有关的所有未来可能出现的状态(the state of the world)，以及每种状况下契约各方的权利和责任[5]。在具体的委托代理关系形成后，由于信息不对称，委托人和代理人无法掌握双方的完整信息并对未来可能的结果做出充分的预测。代理人在契约签订以后对自己工作努力程度及代理行为和工作能力的实际信息具有独享性，委托人无法及时有效全面的掌握代理人的私人信息，使代理人有可能利用自己的信息优势地位从事机会主义行为，即存在从事建立在损害委托人利益基础上实现自己利益最大化的可能，也就是说存在发生“道德风险”的概率。

但是，无论是事前的“逆选择问题”还是事后的“道德风险”都将严重损害委托人的利益，成为实现委托人帕累托资源最优配置的主要障碍。上述分析告诉我们，委托人和代理人的目标函数不一致是导致不对称信息下委托代理问题的根本因素。所以，为了使得委托代理双方在交易过程中的利益得到最大限度的满足，在信息不对称客观存在的情况下，寻求实现二者目标函数的交点成为解决问题的核心。如图一，曲线1、2分别为现委托人和代理人的效用曲线，其中 $R_1 = R(\theta)$ ， $R_2 = R(\theta)$ （ R 代表效用， θ 代表各种影响因素如努力程度等），如果能确定A点的位置将解决委托代理问题，实现资源的最优配置。激励理论正是基于不对称信息下的委托代理理论进行分析和研究的，众多经济学家通过多方论证，认为实现激励约束相容是解决代理问题，实现委托人和代理人利益一致的有效方案，也就实现了曲线1、2相交，使A点得到确认。简单来说，为了实现不对称信息下的委托代理关系，在签订委托代理契约中应包含相关的激励机制设计和约束机制的构建，二者缺一不可。



(图一)

2、个人账户养老基金委托代理关系中的代理问题分析

我们将上述委托代理问题的相关分析应用到个人账户基金私营化管理中，有利于澄清委托

理财中可能出现代理问题，对于我们在契约签订时有有效的规避可能出现的风险有积极意义。

在个人账户基金委托投资过程中，社会保障基金会作为委托人通过与基金管理公司签订委托理财的契约（合同），将其掌握的个人账户养老基金的运营权交由基金管理公司履行，并赋予基金管理公司相应的投资决策权，这样双方形成了典型的委托—代理关系。在这一契约中，作为委托人的基金会负有挑选合格的基金管理公司参与基金投资之责，并监督其投资过程，以保证基金管理公司日常投资活动严格遵照契约的约定，保证委托人的利益最大化目标得以实现（基金的安全性和收益性的最佳结合）。但是，如前所述，这就涉及到契约签订之前的选择基金管理公司的问题和契约签订中的具体条款的设计以及契约签订后的监督等环节的问题。

a. 契约签订以前：基金管理公司私人信息不可获得的困境

基金会在选择合格的基金管理公司时，必然会应用相关的指标进行综合考虑分析。一般来讲，主要涉及基金管理公司的以下方面：注册资金、运营业绩、投资理念、诚信度、公司治理结构、专业投资人员的素质等。众所周知，如果基金管理公司获得养老基金的代理资格，将获得丰厚的货币化收益和无形的名誉收益，对它来讲可以说“名利双收”。为此，基金管理公司完全有动力积极运作，以获得基金代理权。由于基金会在对其进行综合考察时，受条件所限，较多的借助历史事实的分析，所获资料多为间接的二手资料，对基金公司的实战操作过程无法观测，尤其是难以得到涉及公司“软件”设施的完整信息；另外，即使基金会能够掌握基金公司较为完备的历史信息，但是由于金融投资市场瞬息万变，并较多的决定于人的智慧，所以历史上的成功并不能预示未来其在这一领域领先。基金管理公司自己应该对自己的实力最了解，掌握着完备信息，作为理性的经济人，公司在向基金会提出代理基金申请时，必然会隐瞒对自己不利的信息，以使企业获得代理养老基金的资格。由于基金会做出决定，选择某几家基金管理公司作为代理人时，无法掌握他们的全部私人信息，自己的利益可能受损，管理公司由于隐瞒自己的真实信息取得代理权并获利，就形成了事前的“逆选择”问题。

b. 契约签订中：不完备契约的形成

签订委托代理合同，理论上讲应涵盖所有的内容：代理人的义务和权利；委托人的义务和权利。作为代理人来讲，其义务中最重要的一条应为：必须严格按照有关投资规则，以基金的最大化收益和安全为目标。但是，由于未来的不确定性、环境的复杂性和人的有限理性，双方在签订契约时，无法对未来的情况做出完全的预测，并通过具体的条款将它们写进契约（合同）里面，导致合同制订中，无法将所有可能出现的问题给予规定和预防，造成了不完备契约的出现。为以后合同执行中的问题埋下伏笔。

c. 契约签订以后：基金管理公司投资活动的信息不可观测性

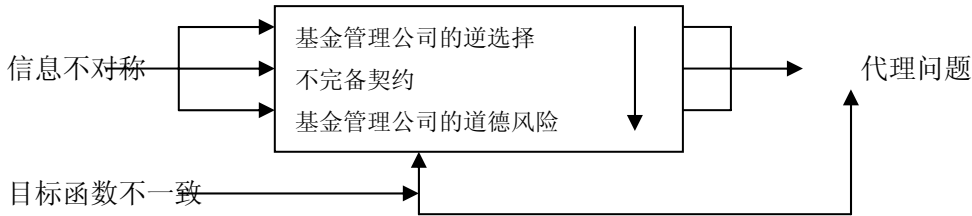
契约执行过程中，最大的问题在于基金管理公司是否努力工作，是否以基金会的最大利益为投资活动的出发点和归宿。基金管理公司代理养老基金，获得的货币化收益一般包括基金管理费和收益提成两部分，其中基金管理费根据基金的净值按一定比例提取，不受当期收益率的影响，可以说是无风险的固定收益。那么，基金管理公司为了获得更多的管理费，将可能采取短视的做法，追求基金净值最大化，而放弃了在保证基金安全性前提下基金收益最大化的目标。

我们可以借助资本结构理论的相关知识对基金管理公司潜在的自利行为做出分析。一般的，基金管理公司代理投资的养老基金在管理公司的财务报表中应处于负债范畴。我们知道，公众公司的债权人无权干涉公司日常经营活动，只有在公司出现严重经营危机时，才可以接管企业，进行破产清算；与普通公众股份公司发行债券借债相同，基金会作为债权人，对资金的日常运作也无决策权，只能主动的监督管理公司的投资行为是否遵守契约规定，当基金管理公司做出严重损害基金会利益的行为时，对其做出惩罚，如罚款等，直到最严重的惩罚——中止委托代理合同，此时基金会直接接管了基金。但是，等到基金安全受到严重威胁，基金会介入时，基金损失已成为既成事实，养老基金的安全受到威胁。为什么作为债务人的基金管理公司不积极履行契约规定？事实上，詹森和麦克林的理论已经对此问题进行了充分的研究。他们认为，企业管理者对通过借

债获得的资金一般会采取高风险的投资策略，因为对管理者来讲，如果投资成功，他们将获得大部分甚至全部利益；如果失败，大多数风险都将转嫁到债权人身上，财务杠杆系数越大，转嫁的比例越大。由于风险转嫁机制的客观存在，公司管理者出于自身利益最大化的考虑，可能会选择高风险的投资渠道，追求高收益。据此，詹森和麦克林也就得出：在高比例负债的资本结构中，所有者—管理者具有投资于高收益、高风险项目的强烈动机 [6]。如前所述，基金管理公司代理的养老基金对他们来讲属于债务收入。为了简单，我们假定基金管理公司中负责养老基金投资的项目部门为独立核算的经济单位，所以对它来讲属于 100% 的负债经营。他获得的最高收益就是根据基金净值计算的高的基础佣金收益，所以追求基金高的净值成为其目标，导致其短期化的投资行为。根据麦克林等的分析，为了达到短期内高基金净值的目标，基金管理公司有采取高风险的投资策略的动力。如前所分析的，如果成功将获得高的收益，失败将由基金会（即个人账户持有人）承担后果。但是，基金会作为委托人却无法完全及时掌握基金管理公司的投资活动，导致基金管理公司为了自身利益最大化而做出偏离委托人目标函数和代理合同的行为，形成了经济学中经常提及的“道德风险”问题。

当然，基金管理公司还可能存在“偷懒行为”。也就是说，基金管理公司为了获得稳定的佣金收益，不积极的根据市场行情的变化，捕捉投资机会，获取最大化收益，而是采取消极的投资策略。但很显然，基金管理公司的投资行为并未违背合同和有关基金投资规定，基金会根据合同无法提出异议，但实际造成了基金的损失。对这一问题，在信息不对称情况下无法很好的限制。类似的问题还有基金公司的关联交易、暗箱操作等行为，基金会无法给予有效的监督。

通过前面的分析，我们可以进一步发现：信息不对称固然是导致代理问题的重要因素，但委托人和代理人之间目标函数不一致则是代理问题出现的根本原因（见图二）。可以看出，由于信息不对称和目标函数不一致，导致基金会和基金管理公司的委托代理关系出现了代理问题：在签订委托代理合同之前可能会出现后者的“逆选择”问题，在契约签订时会陷入不完备契约的困境，在代理关系产生后基金会无法有效监督基金管理公司的行为，有出现“道德风险”的概率。从代理人的角度看，基金管理公司在做出决策时的自利倾向是导致上述“逆选择”问题、不完备契约问题、“道德风险”问题出现的根源。但是，在经济人假设下，代理人在不违反契约前提下的自利行为是其必然选择，所以试图通过法律强制手段解决问题，在隐匿信息客观存在的情况下是难以奏效的。所以，我们必须寻求委托人和代理人利益的结合点，才能从根本上解决代理问题带来的利益损失，使双方都获得正常利润，这就实现了资源的帕累托最优配置。也就是，为了保证代理人的行为不偏离委托人的目标函数或不损害委托人的利益，必须寻求信息不对称情况下的委托人和代理人之间的激励约束相容机制，也就是构建合理的监督激励机制和约束机制。（见图二）



（图二）

3、个人账户养老基金委托代理关系中的激励约束相容机制的构建

在由委托代理关系导致的利益博弈中，往往是委托人的利益受损。委托人作为以追求利益最大化为目标的主体，有动力采取积极措施构建合理的激励机制和约束机制，达成上述的激励约束相容状态。

(1) 构建合理的激励机制

基于信息不对称问题的客观存在，作为委托人的基金会应该努力寻求合理的激励手段，促使代理人能在不损害委托人利益的条件下达到自己利益的最大满足。我们知道，激励手段包括货币形式的激励和非货币形式的激励，它们各自发挥着应有的作用。在个人账户养老基金的委托代理中，非货币激励主要指的是企业名誉、信誉等无形资产的收益。根据有效市场假说理论（EMH），在一完全竞争的市场环境中，如果信息的传递不存在障碍并且能完全反映市场状态，那么市场的外部压力将促使基金管理公司努力工作。但问题在于，我国市场环境并非完全竞争，信息不对称和信用机制不健全，使得市场信息失灵或滞后，其对公司的激励作用下降。可以说，在我国现实情况下，试图通过非货币化的无形资产收益作为激励手段往往是失效的。

在这里我们主要考虑以委托人作为实施主体的货币形式的激励。有研究表明：许多机制都能协调企业经营者（代理人）和股东（代理人）的利益取向，限制企业经营者自利行为产生的代理成本。其中报酬契约是协调企业经营者（代理人）和股东（代理人）利益的关键机制，可以减少代理成本[7]。笔者认为，在养老基金的委托投资契约中，应包含一个合理的报酬契约，其应包括：基础薪金、收益激励。

a、基础薪金

基础薪金是基金管理公司的报酬收入中不随经营投资收益率变化的固定部分。根据现行的投资基金的佣金给付模式，一般根据所代理基金的净值的一定比例提取管理费，作为公司的固定收益，即无风险收益。基础薪金的计算模式由于与当期基金净值有关，可能会导致基金管理公司为获得高的佣金，采取短视的投资行为，这一动机违背了养老金追求长期价值最大化的目标。但是，任何一个基金经理都具有厌恶风险的特点，所以在其薪金构成上应该有基础薪金，起到基本的保障作用。为了满足基金经理的基本保障需要，又合理规避可能出现的基金经理追求当期会计报表中净值最大化的短视行为，建议对基础薪金的计算根据所代理养老金的原始资本额计算，并在合适的时间对不同会计年度的基金净值进行平均，调整计算基数。

基础薪金的功能定位在于为基金经理的基本保障需求提供满足，剥离它和经营业绩的关联，所以说它起不到对基金经理的激励作用，需要其他的渠道给予弥补，发挥激励作用。

b、收益激励

报酬契约中的收益激励是基于基金管理公司的会计信息，以收益率指标为基础的短期激励行为。根据会计信息进行激励，使基金经理的报酬与经营绩效紧密相关，基金经理参与基金利润的分配，有利于促使其努力工作。但是，问题在于以当年会计信息的业绩指标为依据的利益激励，较易受经理阶层的操控，出现经理层的“内部人控制”等机会主义行为，损害基金所有人的利益。另外，完全依据当期会计收益的激励措施，由于种种原因，比如会计利润受不确定因素的影响，在反映基金经理业绩时有一定的滞后性；当期会计收益的方式忽略了经理为基金的长期投资目标而作的努力，诱使基金经理的“短视”行为。也就是说，完全以会计信息作为激励依据，无法得到完整的统计量，无法确切的反映经理的业绩。国内学者的研究也表明了以会计利润为基础的短期激励容易导致经理层的盈余操控（魏明海，2000）。所以，为了起到激励作用，又防止基金经理的“短视”行为，建议对收益激励采取延期支付的方式，一般推迟3—5年[8]。如果以后的实践证实了某一会计年度的高收益率是基金经理为了获得高的奖励，以牺牲基金的长期利益为代价的机会主义投资行为形成的，其收益激励的收入将被没收。这种做法不仅起到了激励基金经理努力工作，而且将基金经理的长期利益和基金本身的利益结合起来，具有很好的效果。

(2) 约束机制的构建——市场准入的竞争机制设计

社会保障基金会作为委托理财的主体，负有选择代理主体之责，即选择合格并且最优的基金管理公司进入养老金委托投资市场。选择合格而且最优的基金管理公司是保证双方的契约忠实执行，实现委托人利益的基础和前提。如前分析，由于基金管理公司掌握者私人信息，处于信息强势地位，基金会无法完全掌握所有信息。如果不给予新的外力，基金管理公司就没有动力将自

己的私人信息自觉显露，供基金会作决策时参考。是否可以通过一定的制度设计，通过外力作用，激励基金管理公司将私人信息自动显示？笔者建议采取个人账户养老基金代理投资资格拍卖制度。

根据《中华人民共和国拍卖法》对拍卖标的物的规定：“拍卖标的应当是委托人所有或者依法可以处分的物品和财产权利。”个人账户养老基金的委托投资资格符合标的物性质，它是基金会依法处分的一种财产权利。养老基金代理投资资格拍卖制度和现行的法律制度不相抵触，具有操作的现实法律依据和可行性。

资格拍卖制度的竞价过程具有信号传递功能，能够提供一个申请机构自动显示私人信息的机制。资格拍卖制度设计包括三部分：进入条件，即参加拍卖的条件、出价竞拍、处罚机制[9]。

首先，合格的竞拍者是保证拍卖有效的前提。在竞拍日之前，基金会应通过新闻媒体、报刊杂志或发邀请函等方式向社会各界广泛公告，公告中应详细说明参加竞拍的条件，包括应缴纳的竞拍抵押金数额，竞拍的时间、地点等。各竞拍单位应在规定期限内将竞拍资料交至基金会，由基金会进行资格审查，并告知是否受理其竞拍申请。被受理参加竞拍的单位必须按时参加竞拍活动，并缴纳一定的抵押金。如果因自身原因未出席竞拍会，将没收抵押金。竞拍成功的单位的竞拍抵押金暂时存放到基金会指定的银行专户中，待委托代理合同终止时，如基金管理公司无违规行为，并且在日常的监督中未发现其在竞拍中提供虚假申请材料，抵押金将退还基金管理公司。但如果其在日常经营中出现违规行为，此抵押金将被没收；或者是基金会在监管中，发现基金管理公司在竞拍申请中提供虚假资料，将被取消代理资格，抵押金也将被没收，并可能被追究民事甚至刑事责任。当然，对于竞拍抵押金的设置应起到一定的惩罚性功能，其定价应该合理。

其次，基金管理公司自有资产与养老基金资产高度相关的公司在追求企业利润最大化目标激励下有最大动力为养老基金的收益和安全而决定其投资行为[10]。为此，竞拍的价格或者说竞拍成功者的标准为：基金管理公司愿将公司自有资产的多大百分比（之所以不采取绝对数额，原因在于各基金管理公司的自有资产规模不一，无可比性）与养老基金混账投资，采取统一投资策略。愿意投入较高百分比的公司，说明其愿意承担对养老基金的投资风险，对自己的投资能力较为认可，并且将严格按照“谨慎人”的原则管理养老基金资产。因为如果因自己投资能力较低，导致养老基金无法达到委托理财契约中规定的最低收益率，差额部分将由投入运营的自有资金冲抵（这一点应该在基金委托代理契约中给与规定），对基金管理公司来讲是净损失；这也说明基金管理公司将遵守职业操守，严格按照契约规定和“谨慎人”的原则进行操作，因为此时公司和基金会利益“一荣俱荣，一损俱损”。

可见，竞拍机制的实质是建立一种制度框架，使拥有私人信息的一方实现信息的自我显示，化解由信息不对称和目标函数不一致造成的代理问题。个人账户养老基金代理投资资格拍卖制度可以将基金会无法掌握和无法监控的基金管理公司掌握的私人信息通过制度得以自动显示，实现了由基金会从基金管理公司“掏信息”转化为公司自己“吐信息”的转换。较好的解决了代理人潜在的“逆选择”和“道德风险”问题。当然通过采取拍卖制度，使基金会挑选合格而且最优的基金管理公司的行为处于公开、透明的社会监督之下，可以有效防止基金管理公司可能的寻租行为，以维护市场的公平竞争。

作为委托人的基金会通过实行基金管理公司的准入资格拍卖制度使信息不对称情况下的代理人的“逆选择”问题通过信息的自显机制得到很好的解决；通过薪酬契约中的收益激励条款的设计和限制性规定，使基金经理的利益和基金的长期利益在最大限度内达到有效结合，较好的规避了代理人可能出现的“道德风险”问题。

4、结束语

个人账户养老基金在委托投资中的代理问题，源于信息不对称情况下的委托人和代理人双方的目标函数不一致。这既是本文分析的现实基础，也是本文的理论假设。委托人和代理人作为“理

性经济人”，在信息不对称的现实状况下，以追求自身利益最大化作为其行为的出发点和归宿，双方形成了利益博弈。通过双方各自占优决策的谈判，最终形成：委托人通过实行代理人认可的激励机制和约束机制，实现了双方的博弈均衡，实现了双方利益的最佳结合，达到了资源的最优配置。

当然，基金的委托投资活动，不仅仅涉及基金会和基金管理公司，而且取决于其他外生变量的影响。为此，我们必须做好与此相应的配套建设：积极培育成熟的经理人市场，加强社会信用机制建设，提供高素质的基金管理人才；加强基金监管，适应金融业“混业经营”的现实，积极完善金融监管体制建设；加快金融市场的发展，促进金融衍生工具的创新，为个人账户基金运营提供更多更有效的金融避险工具，保证基金的安全。

注释:

- [1] 沈艺峰.资本结构理论史.北京:经济科学出版社.1999年,208页
- [2][5] 张维迎.所有制、治理机构及委托—代理关系.经济研究.1996(9)
- [3] M.C.Jensen and W.H.Meckling, “Theory of the firm:Managerial Behavior,Agency Costs and Ownership Structure”, “Journal of Financial Economics”, Vol.3,Nov.4(oct,1976),p.308.
- [4] 郭强、蒋东生.不完全契约与独立董事作用的本质及有效性分析.管理世界.2003(2)
- [6] 沈艺峰.资本结构理论史.北京:经济科学出版社.1999年,214页
- [7] [8] 刘燕.基于代理问题的报酬激励制度.人大复印资料.劳动经济与劳动关系.2003(4)
- [9] 提云涛、杨兰.信息不对称约束下商业银行机构准入监管方式探析.人大复印资料.金融与保险.2003(6)
- [10] 根据现代企业理论，如果经理阶层享有企业的部分剩余索取权，其短视行为和机会主义行为的机率会大大降低。在此，如果基金管理公司通过自有资产的投入，具有所有者和管理者的双重身份。在其基金管理过程中，会考虑自己将会分担的成本比例，因此会影响其投资行为。另外，自有资金的投入也会成为对基金管理公司的长期激励，促使其行为目标的合理界定。这一制度安排，实现了委托人和代理人目标函数的有机结合，起到了激励和约束基金管理公司的双重作用。

The analyzing of agency problems during the principal-investment of the individual account fund

—analyzing the construction of incentive and constrain mechanisms

Liu Dehao

(College of Public Administration, Northwest University, Xi'an 710069)

Abstract: For the reason of the asymmetric information and the different aim-function, it is inevitable to happen agency problems during the course of the individual account's investment, including adverse selection、incomplete contract and normal risk. All these problems cause the principals' benefits damaged. In order to protect the principals' benefits, the board of the social security fund should strengthen the construction of the incentive and constraint mechanisms: the founding of proper salary contract and auction constitution make the fund management companies show their monopoly information, which will realize the perfect joining of the benefits and achieve the state of the incentive compatibility constrains.

key words: individual account fund 、agency problem、incentive mechanism、constrain mechanism

作者简介：刘德浩，西北大学公共管理学院社会保障专业硕士研究生，主要从事社会保障基金管理问题研究。