

养老基金运营中的委托—代理问题及其对策研究

Research into the principal-agent problems in the operation of pension funds and the relevant countermeasures

孙永勇

摘 要: 本文详细分析了养老基金运营中可能出现的各种委托代理问题,探讨了许多国家为解决这种问题而采取的主要对策——控制和制衡机制、激励机制和外部监督机制。本文还从委托-代理问题的角度对中国的养老基金监管提出了一些建议。

关键词: 养老基金 运营 委托-代理 对策

Abstract: This paper analyses various principal-agent problems that may appear in the operation of pension funds, probes into the main countermeasures——control and balance mechanism, stimulative mechanism and exterior supervisory mechanism, which are put in practice by many countries to deal with these problems. This paper also puts forward some advices for the supervision of pension funds in China from the angle of principal-agent problems.

Keywords: pension funds operation principal-agent countermeasures

一、养老基金运营中的委托代理问题

当委托人通过同代理人签订契约而把一定的权利赋予代理人之后,代理人一般会因为获取信息更容易或成本更小而比委托人更确切地了解被分配工作的详细信息,也更充分地了解自己的行为状况、能力和偏好,从而导致代理人比委托人具有信息优势。这时,由于委托人无法掌握有关代理人行动的所有信息或者难以准确判断代理人的特征、业绩和契约完成情况,利己的代理人就有可能在追求自身利益最大化目标的过程中不考虑委托人的目标函数,或者将自己的目标置于委托人的目标之上,甚至可能出现损害委托人利益的行为。于是,委托-代理问题就产生了。

养老基金的运营从本质上讲就是一种代理理财行为,即养老基金的实际所有人委托他人运营养老基金资产。在这种代理理财行为中,同样可能因为信息不对称而产生委托-代理问题。为了分析养老基金运营中的委托-代理问题,可以按照代理关系把大部分世界上现有养老基金的运营模式大致划分成两种:

(一) 有代表基金成员行使管理权的董事会(或管理委员会)的运营模式

这是目前大部分发达国家的职业养老金计划采取的主要模式:养老基金的实际所有者委托一个托管人(如基金会、信托基金或共同基金的董事会(或管理委员会))全面负责基金管理;董事会(或管理委员会)虽然拥有管理基金的法定责任,但一般不直接参与管理活动,

而是把具体的管理活动委托给其他机构，比如：把投资运营委托给管理公司或基金经理，把保管业务委托给银行或保险公司，把审计业务委托给会计师事务所等。不过，当基金规模比较大时，一些基金管理活动可以由董事会（或管理委员会）下属相关职能部门承担，但董事会（或管理委员会）一般也不干预具体的基金管理活动，而是只制定一些管理政策。基金管理公司、基金经理或董事会（或管理委员会）下属相关职能部门的内部也可能由于复杂的授权或分工而形成另外一个层次的委托-代理关系。这样，实际上形成了至少三个层次的委托-代理关系，每个层次都可能产生委托-代理问题。

从受托人的角度看，有可能存在产生以下几种委托-代理问题的诱因：

第一，董事会（或管理委员会）在制定政策时有可能为了董事会（或管理委员会）成员的利益而脱离使基金实际所有者的利益最大化这一根本目标。比如：在一些雇主或雇主组织发起的职业养老金计划中，董事会（或管理委员会）成员一般与雇主存在着千丝万缕的联系，所以，他们可能会在雇主的影响或压力，规定把一些基金投入到雇主的股份中并从中获益，而这种投资对计划的成员（即雇员）来说一般不是利益最大化的。在美国的许多大公司，比如可口可乐、通用电气、麦当劳、宝洁等，员工都把相当多的养老基金投资于本公司的股份，这其中显然有雇主施加的压力或影响。而安然事件使本公司员工投资于本公司股份的养老基金几乎化为乌有，证明了这种投资蕴藏着巨大的风险。董事会（或管理委员会）成员还可能因为从制定政策并监督实施中获得的利益或者不这么做将受到的惩罚小于他们为此付出的代价而不努力或尽力工作。

第二，基金管理公司、基金经理或董事会（或管理委员会）下属相关职能部门为了谋取自身利益最大化而忽视董事会（或管理委员会）制定的政策或目标，或者将自己的目标置于董事会（或管理委员会）制定的目标之上，甚至可能出现损害养老基金实际所有人利益的行为。银行或保险公司也有可能做出类似的行为。这其中既包括主动地违背董事会（或管理委员会）制定的政策和目标，也包括不努力去实现董事会（或管理委员会）制定的政策和目标。这些机构这么做的前提条件一般包括：这些机构认为他们的违规行为不会被发现，或者，即使被发现，他们所遭受的损失也远远低于一旦冒险成功所获得的收益。

第三，银行或保险公司与基金管理公司、基金经理或董事会（或管理委员会）下属相关职能部门有可能合谋获利而损害基金实际所有者的利益，审计机构也有可能与基金管理公司、基金经理或董事会（或管理委员会）下属相关职能部门合谋，甚至董事会（或管理委员会）也有可能加入合谋的行列。这种合谋，在金融市场比较发达、监管制度比较完善的发达国家发生的可能性很小，到在一些官商勾结比较严重的发展中国家还是有可能产生的。

第四，基金管理公司、基金经理或董事会（或管理委员会）下属相关职能部门，银行或保险公司以及审计机构内部具体负责相关业务的个人或机构也有可能为了自身的利益而违背或忽视上级部门的政策或目标。巴林银行的倒闭等众多事例都一再提醒人们——金融机构内部控制系统在许多情况下不仅没有人们想象得那么完美，而且有可能给这些机构致命一击，当然也有可能牵连到这些机构管理的养老基金。

从委托人的角度看，也有可能存在产生委托-代理问题的土壤：

第一、基金的实际所有者可能由于信息缺乏或精力有限无法完全了解从而监督董事会（或管理委员会）的活动，也可能由于没有实施监督的合适渠道而没有积极监督董事会（或

管理委员会)的活动,还可能由于“搭便车”心理而寄希望于他人采取监督董事会(或管理委员会)的行动,自己可以不劳而获,从而导致整体上对董事会(或管理委员会)监督不足。

第二,即使董事会(或管理委员会)成员都想努力工作,他们也可能由于事前或事后的信息不对称¹而无法实现自己制定的目标。首先,在从事养老基金投资或保管业务的代理人市场上,作为委托人的董事会(或管理委员会)所知道的代理人的初始信息一般是有限的甚至可能是不准确的,仅凭这些有限的和不一定准确的信息,董事会(或管理委员会)不一定能够选择出一个或几个令其能够在事后感到满意的代理人。因为,在这种代理人市场中,经常用作传递的信号就是金融机构的信用等级和以往的投资业绩。而在现实经济中,这种信用等级制度有的是被私人公司作为一种商品而生产出来的,有的是由政府作为一种公共物品提供给它的需求者的。可是难题就在于这种信用等级制度和投资业绩表现是根据基金投资管理公司过往的表现而取得的,并非是今后衡量的统一标准;而过往投资业绩也不能准确说明基金投资管理公司采用积极型投资策略是多么成功,因为投资业绩的影响因素较多。其次,在选定代理人之后,董事会(或管理委员会)对有关基金管理的具体活动的信息的了解可能不如代理人,使得董事会(或管理委员会)有时可能无法及时察觉后者的不当行为,或者难以准确判断或评价后者的行为,因而无法及时采取相应的行动。董事会(或管理委员会)的不作为或不尽力产生于个人账户基金管理机构与基金投资管理公司的委托代理风险来自于两方面:

第三,基金管理公司、基金经理、董事会(或管理委员会)下属相关职能部门、银行或保险公司、审计机构可能无法了解内部的相关业务的具体执行者的所有信息或活动情况从而实现十分有效的控制,或者认为为加强这种控制所付出的代价超过他们从中得到的好处而不愿采取行动。

(二) 没有代表基金成员行使管理权的董事会(或管理委员会)的运营模式

这种模式是指养老基金的实际所有者直接委托某种金融机构负责养老基金的运营,它可以是开放式基金公司(没有董事会(或管理委员会)),也可以是保险公司和银行。

由管理公司运作且没有董事会(或管理委员会)的开放式基金是大部分拉美国家法律所允许的唯一运营模式。²在其他一些国家,也允许按照这种模式运营养老基金,但一般不是唯一的法定模式。这些基金基本上都像没有投票权的共同基金一样运作。特别是,他们直接投资于由主要市场或发行人提供的工具,在基金内部做出战略和选择决策。在有些地方,管理公司是另一个金融机构的附属机构(这在拉美很普遍),这些金融机构仅仅把养老基金作为他们提供的产品之一来买卖和管理。这意味着,母公司的任何问题都会影响养老基金。没有董事会(或管理委员会),基金成员没有投票权,只有期望通过用足投票来实施纪律约束。

在大部分发达国家,保险公司可以直接将养老基金与其资产负债表相剥离来运作,而养老基金成员拥有一个向他们提供养老金的保险合约。而一些国家允许银行运作退休储蓄账户,这意味着养老金资产可以直接进入银行的资产负债表。尽管这些基金中有些有附加约束条件、业绩责任或最低回报,但他们都是规定缴费型,并且被当作另一种储蓄和投资的基本

¹ 李绍光:《养老金制度与资本市场》,中国发展出版社1998年出版,第151—152页。

² 在匈牙利等国,开放式基金也设立董事会(或管理委员会),但董事会(或管理委员会)一般由基金管理公司控制和任命,实际上发挥的作用比较有限。

形式。在某些情况下，养老金账户持有者与其他账户持有者的唯一区别是账户的税收地位——养老金账户的缴费和收益在退休提取之前享受免税待遇。这些保险公司或银行一般有董事会（或管理委员会），养老基金成员并不是其中的代表，除非他们刚好是这些机构的股东。因此，养老基金成员也没有投票权，只有期望通过用足投票来实施纪律约束。

在这种模式下，上一种模式下的一些委托-代理问题不存在了（如：与董事会（或管理委员会）有关的一些委托-代理问题，但“搭便车”问题仍然存在），另外一些委托-代理问题仍然存在（如金融机构内部的委托-代理关系下产生的委托-代理问题）。此外，另一些更普遍的委托-代理问题产生了。这种委托-代理问题主要是由于养老金实际所有者或基金成员个人直接面对某种金融机构而产生的，主要有以下几种：

第一，在选择金融机构时，基金成员由于缺乏相关信息或专业知识而难以对基金公司、银行、保险公司等金融机构的品质或经营活动做出准确的判断或比较，也就难以挑选出最适合自己的养老基金运营者。私营养老基金十分复杂，并以一系列金融机构和金融工具为基础，一般人很难完全了解这所有内容。在一些发达国家，许多人对金融市场的所知超乎我们的想象。英国政府养老基金改革绿皮书指出，“人们实际上几乎不了解养老基金，几乎不知道他们自己的养老准备金以及需要采取什么行动增加养老准备金”³。而据说超过 50% 的美国人不知道债券与股票的差别⁴。在一些发展中国家，连金融市场存在的时间都不长，更不用说一般公众对金融知识的缺乏了。这种基金成员对信息或知识的缺乏使得他们一般采取随意选择或“从众”选择。前者显然很有可能选择错误；后者不仅有可能选择错误，而且有可能导致养老基金管理业务的集中或垄断从而使基金成员处于更不利的地位。

第二，在与金融机构进行谈判时，个人可能由于显然的信息弱势而处于不利地位。英国社会保险部认为，“在养老基金市场，个人权力很有限。私人养老基金很复杂。单个消费者实际上没有和养老基金提供者谈判的权力。有效地循环购买很困难。当他们加入时，他们对合同条款没有任何影响；在他们加入后，他们也没有权力要求采取改进措施”⁵。可见，养老基金成员可能被迫或不自觉地接受了不公平的合同条款，如过高的佣金、较差的服务等。

第三，在委托-代理关系形成之后，基金成员不仅可能由于缺乏相关信息或专业知识而难以准确判断管理者的表现或成绩而及时“用足投票”，还有可能因此受到基金公司、银行、保险公司等金融机构的误导，采取一些有利于这些金融机构而不利自己的行动，例如：购买不适合自己的金融产品。

二、现有解决养老基金运营中的委托-代理问题的主要对策研究

由于养老基金运营中的委托-代理问题不仅复杂，而且很容易像瘟疫一样蔓延，所以，几乎所有存在养老基金运营活动的国家都把它作为相关政策研究的重点。把世界各国的相应对策综合起来，主要可以划分为以下三个方面：

³ United Kingdom Department of Social Security, 1998, *A New Contract for Welfare: Partnership in Pension*, Cm.4179 (London: TSO), p.27.

⁴ Orszag, Peter, and Joseph E. Stiglitz, 1999, “Rethink Pension Reform: Ten Myths About Social Security System,” (Washington: World Bank), <http://www.worldbank.org/pensions>.

⁵ United Kingdom Department of Social Security, 1998, *A New Contract for Welfare: Partnership in Pension*, Cm.4179 (London: TSO), p. 51.

（一）控制和制衡机制

这里的控制机制主要指的是各机构内部的控制系统，而制衡机制指的是各机构之间的相互牵制，从而使得没有任何一方可以肆无忌惮地采取违规行动。

1. 各机构内部控制机制

这里主要指的是养老基金董事会（或管理委员会）和基金管理公司、银行、保险公司等基金管理者的内部控制系统。在上述第一种运营模式中，明确董事会（或管理委员会）的组成、董事会（或管理委员会）成员的投票权以及责任和义务有助于改进基金管理并使代理风险最小化。其中，董事会（或管理委员会）的组成是关键，只有董事会（或管理委员会）的组成具有广泛的代表性，特别是包含有足以代表基金成员利益的成员，才能从根本上解决基金成员与董事会（或管理委员会）之间的委托-代理问题。在美国，养老基金的董事会（或管理委员会）一般由雇主代表、雇员代表和一些专家构成。在英国，1995 年的养老基金法案已经阐明并强化了托管人的作用，还十分强调对托管人的教育。然而，在经合组织国家，职业养老金计划中董事会（或管理委员会）的重要性还部分取决于专门性法规。而在这种模式下基金管理公司、基金经理、银行或保险公司以及审计机构的内部控制一般属于相应的金融法规调整的范畴，这里我们就不再赘述。

在拉美国家基金管理公司运作的开放式基金中，内部控制原则主要应用于基金管理公司本身，比如：基金管理公司必须独自进行养老基金管理；基金管理公司不能将其管理职能授权或转包给他人；每家基金管理公司只能管理一只养老基金等。养老基金管理的质量在很大的程度上取决于基金管理公司董事会章程的质量（例如，自己处理利益冲突的规则，确定董事会成员责任的规则，披露董事会成员或个人义务的规则）。在一些国家保险公司或银行运营的养老基金中，养老基金管理的质量取决于公司治理和管理的质量，基本上取决于保险公司和银行的机构、法律和管制体系。

2. 各机构之间的相互制衡机制

养老基金的各运营机构之间的相互制衡将各机构的权利、职能置于监督之下，使任何机构既能独立地行使自身职能，又无绝对的不受约束的权利，从而实现集权与分权的统一，有效的制约各层次代理人的行为，降低代理成本。例如：通过适当的安排，在把养老基金交给与基金公司相独立的商业银行或保险公司保管，以减少或控制基金管理公司或基金经理欺骗和盗窃的机会，并通过独立保管人拒绝实施违反投资指导线和其他规则的交易活动，强化谨慎性监管（即独立保管原则）；在一些法律制度完善的发达国家，要求由外部审计人对养老基金账户进行审计，不仅提供了准确而独立的评价，而且构成了养老基金监督的最重要的工具。外部审计要向监督者报告所有问题，否则将承担法律责任。这里需要注意的是，权利的相互制约固然可以减少权利的滥用，但相互牵制也可能产生各机构相互掣肘，导致制度运行无效率，并且降低监督的权威性。

（二）激励机制

为了解决委托-代理问题，常用的激励方案主要有以下三种：

第一，收入分享的补偿方案。让基金投资管理公司分享一部分投资收益的方案能使其更加努力。如果代理人的工作绩效达到或超过了委托人事先制订的相关指标，就可对超过的部分发放一笔与投资收益相关的奖金，这种类型的激励方案实际上是一种正向的激励。不过，

这种激励方案如果设计不好可能产生新的委托-代理问题：如果相与投资收益关联的奖金水平足够高，就可能刺激多个代理人之间的恶性竞争，促使代理人成为高风险爱好者，特别是，为了获取更多的报酬，他们倾向于选择风险超过基金成员承受水平的投资组合；如果相与投资收益关联的奖金水平太低，这种方案将和最低收益保证没太大区别（下文将详细分析这个问题）。

第二，内部劳动市场的激励方案。委托人把所有代理人根据各自努力程度的大小逐一进行排队，向多努力的代理人支付较多报酬，而向少努力的代理人支付较少报酬。显然，这种激励办法的参照标准是代理人的相对绩效而不是绝对绩效。因此当代理人的工作绩效中包含了较大程度的偶然性的时候，它就会是一种较好的激励方案。这种方案面临的一个难题是怎样选择一个适当的奖金水平，以便在委托人定义的统计均衡点上激励所有的代理人都去付出最大的努力。此外，上一种激励方案所可能产生的新的委托-代理问题在这种方案下仍然可能产生。

第三，强迫合同的激励方案。由于代理人的行动往往不好监控而其工作绩效相比之下则容易观察，因而委托人就可制定一个工作标准。如果基金投资管理公司在一定时期内的工作绩效达到了这个事先设定的标准，那么就可以如常地付给其工作报酬；反之，如果代理人没有达到这个标准，那么他就什么都得不到。这个方案实际上就是要求基金管理者向基金成员提供最低收益保证（所保证的最低收益率一般被称为基准收益率），目的是激励基金管理人提高投资管理水平。这实际上是一种负激励或风险分担机制。

目前，绝大多数引进了法定的第二支柱的国家都对第二支柱的投资回报率提供某种形式的保证。有的国家直接由政府提供这种保证，一般以中央保证基金（由所有养老基金的法定缴费来支撑）来支撑，如瑞士等国；有的国家先由基金管理者提供这种保证，一般是通过将私人资本在要求政府保证之前暴露于一定程度的风险之中（例如，基金公司的储备和股票是其管理的资产的一部分），例如智利等拉美国家。对于前一种保证，很有可能会进一步强化基金管理人对高风险的追逐；后一种保证可以很好地约束基金管理人追逐高风险，但设计不好可能会妨碍基金经理的积极进取。此外，尽管所保证的最低收益率保证可以是相对的（如拉美国家⁶），也可以是绝对的（如荷兰等国），但都有可能带来拉美国家已经发现的羊群效应。当基准收益率是养老基金行业的平均水平时，实际上通常是最大的基金确定了基准收益率，小基金只能跟随，而为了避免激烈的收益率竞争，大基金受到鼓励选择低风险-收益资产，如存款和债券；如果基准是一个比较大的市场指数，所有的资产组合可能会群集在该特定指数的周围。羊群效应一般会降低基金经理之间的竞争，从而降低基金经理的努力程度，使养老基金的行业平均收益率达不到应有的水平。一些发达国家职业养老基金的董事会也会在合同中向基金投资管理人提出最低收益率要求，但一般不会形成严重的羊群效应，因为各基金董事会提出的要求也各不相同，很难形成在整个市场占很大份额的领头基金。此外，为了防止基金经理追逐高风险的行为，有些国家还规定了收益率上限（正如在阿根廷、智利、萨尔瓦多和乌拉圭的情况），结果却在基金经理中产生了道德风险。因为，在给定的风险水

⁶ 在拉美和中欧，所保证的最低收益率一般被界定为与所有养老基金的平均投资回报率、某一种更大范围的市场基准或者这两方面的结合体相关。例如，智利养老基金必须获取的最低收益率等于基金业平均实际回报率的 50%，阿根廷养老基金必须获取的最低收益率等于基金业平均名义回报率的 70%。

平上，将不存在获取高于上限的收益率的激励，也就很可能达不到投资组合有效边界上的最优点。更严重的是，这时基金管理者无法通过争取尽可能高的收益率来获取竞争优势，就可能通过做广告和营销活动来竞争，并将由此带来的成本以高额佣金的形式转移给顾客。此外，如果最低收益率与最高收益率之间的差距不是足够大，极有可能进一步加大羊群效应。

此外，这里还需要强调另一种激励机制——基金管理者之间的相互竞争机制。在一些发达国家，激励的竞争是促使基金经理尽职尽责、防止委托-代理问题的主要工具。但是，在有些情况下，竞争机制可能产生新的问题，比如：在智利，激烈的竞争使得基金管理公司竞相采取各种营销手段，导致了管理成本居高不下。

（三）外部监督机制

无数事实表明，光靠养老基金内部的相互制衡和激励机制有时候是不够的，理由很多，例如：各种金融机构有可能合谋，竞争机制可能导致管理成本高昂等。这时，外部监督机制就成为必需的。

外部监督的第一主体本来应该是基金的实际所有者，他们可以通过收集相关信息对基金运营者的经营活动做出评价或判断，并通过抱怨或申诉、直接投票或用足投票来对基金运营者的行为作出反应，迫使后者遵循以基金实际所有者利益最大化为目标的基本原则。但是，正如前文所述，他们面临信息、知识不足或获得足够信息、知识比较困难的问题。为了解决种问题，通常有两种方法：一是改进信息披露，特别是要求基金运营者及时向基金成员提供足以让基金成员做出准确判断的信息；二是对基金成员进行一定的专业知识培训，让他们懂得基本的投资技巧，美国加州公务员退休计划就在这方面做过不少努力。不过，由于“搭便车”心理或精力有限，即使信息充分且拥有一定的专业知识，也并不是每个基金成员都会积极监督基金运营者的活动。正因为如此，其他机构的监督就显得尤其重要。

外部监督的最主要机构通常是政府授权的专门监管机构，它可以是政府的某一个职能部门，也可能是一个非盈利机构，如全国性的基金监管委员会。它的监管范围涉及到从基金征缴、投资到发放的每个环节。至于对基金运营机构，它的职权一般包括：进行资格审查或特许经营权审批⁷，监督基金管理者是否一直遵循相关财务（比如：资产分离、最低资本金和储备、资产定价等方面的要求）、投资限制、佣金限制、信息披露等方面的要求并对违规者做出惩罚。这里需要注意的是，专门监管机构作为一个特定的组织也有自身的利益，它有可能不按照追求基金成员利益最大化的路径实施监管，而是按照自身利益最大化目标行事，甚至可能设立一种“造租（rent）”的制度安排。特别是，当监管权利过分集中于专门监管机构的时候，金融机构通过监管权利保护下的特许权所获得的收益就会大于“租金”的成本，它们就可能会通过“寻租”的方式谋求这种“超额收益”。所以，有必要防范监管机构并不按照追求委托人利益最大化的路径施加监管权利的滥用。这类防范措施主要包括两个方面：一

⁷ 拉美国家一般只允许专门的基金管理公司运作开放式基金形式的养老基金，它们十分重视基金管理公司的资本实力和营业资格（可能包括作为母公司的银行和保险公司在本行业的地位。基金管理公司只有经过严格的许可才能获得特许经营权。而欧美许多国家一般对职业养老基金的基金经理较少实施严格的职业证书要求，并且基本上没有资本金和储备要求，基金经理参与养老基金管理活动也不需要政府批准，而是把这些纳入谨慎性标准之下。当然，这些国家的监督机构会核实基金托管人的职业证书和信誉，以及基金的经营计划（例如，指出资产的经营与管理是在内部还是外部，等等），还采用不给那些有犯罪记录的人签发职业证书或对违反养老基金法律的人给予终身排除在养老基金行业之外的惩罚等更间接的监督方式。

是强化专门监管机构内部控制系统，特别是要像养老基金董事会（或管理委员会）一样吸收基金成员利益的代表参与监管；二是要有其他机构的牵制，一般情况下，可以赋予国家社会保障、财政和审计部门一定的职权。当然，养老基金的运营机构也需要接受这些机构的监督。此外，行业组织的监督有时候也是有益的。

三、结论和建议

从上文中可以看出，无论是什么样的运营模式，只要代理理财的本质不变，养老基金运营中就可能出现委托-代理问题。为了防止或控制委托代理问题，世界各国采取了各种各样的政策或措施，归纳起来，主要包括控制和制衡机制、激励机制和外部监督机制。从各国的实践来看，要较好地解决养老基金运营中的委托-代理问题，不仅这几个方面缺一不可，而且要结合本国的国情找到几者的最佳组合。

对于刚刚起步的中国养老基金，从本研究中我们可以得出以下合理建议：

第一，从防范委托-代理问题来看，第一种运营模式可能更适合中国的具体情况。当前，中国一般民众不仅难以获得有关养老基金的信息，而且十分缺乏相关的专业知识，如果让他们直接面对专业运营机构，两者之间的委托-代理问题就可能比较严重，所以，需要成立一种代表一般基金成员利益的机构（比如由雇员代表、雇主代表、专家等组成的董事会或基金会）来与专业运营机构交涉。

第二，完善的内部控制机制和相互制衡机制对于养老基金监管至关重要，中国应该把建立和完善基金管理者内部的控制机制和相互的制衡机制作为建立和完善中国养老基金监管机制的重中之重。

第三，合理的激励机制应该是一种奖惩分明的安排，这就要求：奖励应该与基金管理者为基金成员带来的利益紧密相关；惩罚则应该足以防止基金管理者的冒险举动。

第四，至于外部监督机制，中国目前关键是要建立或指定一个全国性的养老基金监管机构，并制定养老基金运营者必须遵守的一些规范。笔者认为，从解决委托-代理问题的角度看，拉美国家严格的监管模式至少在短期内要比欧美国家的谨慎性监管更适合中国的国情，因此，我们可以借鉴 这些国家的某些政策。

