

社会保障社会化探析与构建 ——以第三部门发展为视角

The tropism and construction of the socialization of social security

——From the perspective of the tertiary section

唐 莉 胡宏伟 郭席四

(武汉科技大学文法与经济学院, 430081)

(School of Literature, laws and economics, Wu Han University of Science and Technology, Wuhan 430081, China)

摘 要: 第三部门的产生和发展对社会保障社会化进程起着根本作用。第三部门是社会经济和政治发展的必然产物, 社会保障的进一步发展必须遵从社会化的发展趋势, 而第三部门是推进这一过程的主体。本文阐述了第三部门的基本含义和特征, 回顾了我国第三部门的兴起和发展, 着重分析了第三部门在促进社会保障社会化的过程中的作用, 并从健全法制等多角度提出相关对策和建议。

关键词: 第三部门; 社会保障; 作用

Abstract: The tertiary section plays an important role in the social development. This paper pays more attention on the development and function of the tertiary section and raised some solutions from the perspective of improving the construction of the law. Consequently, We should do our best to develop the tertiary section, then it will be helpful for the stability and prosperity of the society.

Keywords: The tertiary section; social security; function

第三部门在政府失效、市场失灵时可以起到“拾遗补缺”的作用, 同时还可以起到增加社会保障责任主体, 增大全社会福利总量, 为社会弱势群体提供多样化的社会服务等重要作用。因此, 我国政府应从政策等各方面为第三部门的发展提供有利环境。

一、我国第三部门兴起与发展

(一)含义和特征

“第三部门”是西方制度背景下的一个产物, 从概念上讲, 一切既不属于公共部门, 又不属于以营利为目的的所有社会组织, 都可以归为这一类。这一术语经常和非营利机构、慈善组织、非政府机构等交替使用¹。第三部门作为政府部门和企业部门外的独立部门, 其应具有相区别的基本特征。一是组织性, 即有正式组织和常设机构, 非正式、临时的和随意性聚会不在其内; 二是民间性, 即在体制上独立于政府, 既不是政府的一部分, 又不受

¹ 王民等.中国社团改革: 从政府选择到社会选择.社会科学文献出版社.2001 年第 12-15 页

制于政府；三是非营利性，即组织不以营利为目的，且盈余不得在所有者和管理者中分配；四是自治性，即自己管理自己，享有管理上的充分自主权；五是志愿性，即参与的基础是自愿而非强制²。

(二)第三部门在我国兴起与发展

改革开放以来，特别是社会主义市场经济体制的逐步建立与完善，人民生活水平逐年提高，但在发展的过程中也出现了许多政府和市场都难以解决的社会问题，诸如环境保护、消除贫困、失业问题、义务教育、社区服务、行业管理等。这些问题都无法单纯依靠政府力量和市场机制来彻底解决。人类的实践表明，如果没有一个稳定、健全、有效的社会领域支持，政府和市场都不能得到有效运行，正是在这种社会背景下，第三部门走上了历史舞台。第三部门的显著特征是非营利性、志愿性和专业主义。正是这些显著特征决定了它在现代社会经济生活中不可或缺的地位，显示了其强大的社会功能。第三部门具有比政府公共部门更灵活、更好的创新机制和更为广泛的群众参与基础，所以它能够使公民的参与需要得到满足，缓解社会突出问题的压力，解决一些政府解决不了的问题，从而避免“政府失灵”现象的产生。同时，由于第三部门具有非营利性、志愿性特点，所以它能通过社会福利服务这种利他行动来促进社会服务的完善，增进社会的信任，解决市场所不能解决的问题，从而避免“市场失灵”现象的产生。另外现代社会的多元性也推动了第三部门的发展。

近年来，中国的公益性非营利组织和公益事业得到了迅速发展，数量、质量和涉及领域都有所提高和扩大。据民政部统计，1989年中国非政府组织只有4446个，截止2002年底，中国共有包含公益组织在内的社会团体13万多个，基金会1268个，涉及扶贫、教育、环境保护、法律援助等诸多方面。而截止到2003年年底，中国民政部门共登记各类非政府组织26.66万个，年均增长34%；其中社会团体与基金会合计14.2万个，基金会1300多家；民办非企12.4万个，年均增长23%。如把卫生、教育类民办非企纳入登记范围，则中国民办非企总量最少应在30万至40万家；外国商会15个。非营利机构数量的多寡在一定程度上反映了一个社会整体的福利水平和社会民主的发展程度。西方的社会保障模式是以强大的非营利组织的存在和起作用而著称的，其构成为整个模式的最有力支柱。西方发达国家的第三部门，是在现代民主制度与现代市场经济建立后才兴起的。在这些国家中，市场体系健全，生产力高度发达，民主政治秩序已经巩固，法制体系健全，法治理念深入人心，社会保障体系完备，社会福利水平高，特别是有着发达的公民社会组织，民间有深厚的慈善和志愿活动传统。以美国为例，1992年美国的第三部门约有113万个组织，其中公益服务性组织约有74万个。在公益服务性组织中，社会福利组织13.5万个。与国外相比，中国非政府组织数量偏少、质量较低、活力不强、作用发挥不明显，总体上仍处于发展初级阶段。如中国每万人拥有非政府组织数量仅2.1个，这个比例不仅远远低于发达国家，而且低于印度和巴西，与埃及接近。

二、第三部门在我国社会保障体系中的作用

(一)政府社会保障职能的有益补充者

在社会保障中政府应承担大部分义务，但是由于我国经济发展水平与发达国家相比还有

² 周志忍 陈庆云.自律与他律----第三部门监督机制个案研究[M].浙江人民出版社.1999年第8页.

很大差距，社会保障的实施中还存在很多问题：如覆盖面小，实施范围窄；社会化程度低，保障功能差；管理体制分散，政出多门，缺乏完整的立法和统一的管理办法等，其中最主要的问题在于社会保障项目少，实施者少。可以将非营利组织作为社会保障的多元主体之一，提高社会保障社会化的程度。目前第三部门介入社会保障的方式有二种：一是接受政府委托经办有关社会保障事务，即使政府承担几乎所有的维持福利机构的开支，也并不意味着这些机构必须为政府所有；二是非营利组织介入较多的是社会福利事务(如各国民办的养老院、公益医院、康复服务中心等等)，社会救助与社会保险领域也有民营机构介入，他们多是提供相关的福利或公益服务，提供现金与实物援助的较少。这也就是非营利组织自主组织实施社会保障事务。

（二）为弱势群体提供不同层次的社会服务

在中国经济转型时期，出现的一些弱势群体，如农民、进城打工者、下岗职工、退休、失业者、老弱病残妇孺等，他们不仅需要增加自身福利，更重要的是需要维护自身的权益。实际上也就是要为弱者争取社会公正。在市场经济和生产社会化及专业化条件下，社会竞争较为激烈，社会经济领域按照利益最大化的原则运作，不可能完全顾及“弱者”的利益。政府机制追求的是公民的普遍权利保证，即从最普遍的意义上关怀公民的现实生活，不可能照顾到每个公民或者某些特殊群体的方方面面。于是，市场机制和政府机制之间就出现了一定的“剩余空间”。在这个空间内，部分弱势群体既是市场所不能顾及的，也是政府无力关注的。

在我国，贫困人口、老龄人口等弱势群体往往由于缺少利益代言人，其各方面的利益容易被忽视。社会弱势群体承担着社会转型的代价，为了防止“水桶效应”的出现——即社会风险最容易在承受力最低的社会群体身上爆发，可以将非营利组织作为其代言人，确保他们的利益不受损害，以促进社会进步、保证社会稳定。从这个意义上来说，“第三部门”的发展，是有利于推动社会平衡与社会公正的。比如，城市农民工工资拖欠问题，这类问题需要靠农民工自身组织承担。但由于这类社会维权组织的极不健全，政府不得不承担这些本应由社会组织承担的工作。这从另一方面也说明，政府从无限政府向有限政府转移，如果没有第三部门的广泛发展，这种转移也是极其困难的。第三部门一般是由专业人员和志愿人员组成，可以为志愿者与社会发生联系提供服务的平台。由于志愿者了解社会各阶层的问题与需求，因此，他们的志愿服务就有着一定的针对性，明确服务应当从何处入手，以何种形式展开，哪些人、哪些地区需要帮助；哪些问题亟待解决、该如何解决。这样可以通过服务将国家政策传达给社会公众同时也可以广泛搜集、获取社会公众对国家政策的态度与看法，并形成反馈意见。

（三）弥补公共福利不足

第三部门的出现使得一些处于困境中的社会成员可以得到物质情感帮助和心理上的福利满足。需要强调的是，志愿者行动只能作为建立和健全社会保障制度和保障体系的补充措施而存在，而不能代替社会保障制度和体系本身。第三部门为各种社会成员提供了较宽松的活动空间，社会成员可以通过各种方式满足其多样性和多层次的愿望和实现其利益，能够起排解社会怨气、释放社会压力的作用，也使各种不同的社会群体能够依法共存相容，增进社会容忍度。同时也是社会可持续发展的重要保障³，在第三部门中贯穿的宽容、互助、互惠、

³ 赵黎青. 非营利部门与中国发展. 香港社会科学出版社. 2001 年, 第 63 页.

利他和公益精神，不仅能够在第三部门内促进社会和谐，而且还可缓和或消除因营利性企业部门和政府部门所引发和造成的一些社会矛盾，从而有助于维持整个社会的稳定。

三、启示与对策

（一）建立健全法律法规，完善政策制定

目前，我国对第三部门管理的法律、法规不够健全，现有的若干关于第三部门的管理主要是一些行政法规，有的甚至是行政部门的内部工作指导性文件，主要是依靠行政主管部门的管理而缺乏完善的立法，这种管理方式已与建立法治国家严重不符，因此国家应加快对第三部门管理的立法，以法律手段对第三部门加以管理，减少行政干预，改变长期以来对第三部门“重登记、轻管理”，“重行政管理、轻依法管理”的局面。从而构建更加科学合理的第三部门管理体制。另外，政府应对第三部门的经营活动免税，以促进其发展。

（二）多途径拓宽第三部门筹资渠道

第三部门的筹资在很大程度上取决于企业、公民的志愿性和社会经济发展水平。只有经济文化发展到一定水平，企业、公民才愿意捐资给非营利组织，因此我国要加快第三部门发展，最终还是依靠经济的进一步发展和社会主义公民意识的完善。第三部门不以营利为目的，并不等于不可以营利，它应大力提供医疗、教育等事业的适当有偿服务，也该有自己的利润，只是其利润不能分配给组织里的个人，而应该属于组织，成为组织筹措资金的一部分，为完成组织的目标和使命而使用。当然第三部门在相当程度上还要依赖政府的资助，第三部门的自治性不应成为政府减少或拒绝资助的理由。

（三）建立和完善监督机制

由于第三部门的特殊性和我国信任政府的文化传统，第三部门在替代政府从事公共事业时，人们的信任至关重要，高标准的道德要求是其发展的基础。因此，必须建立和完善对第三部门的监督机制，促进第三部门的发展。从过去的经验来看，一旦政府放松了管制，第三部门违法乱纪的行为就会增多，并陷入“一乱就管，一管就死”的恶性循环局面。所以必须建立一种监督机制来取代政府部门退出后形成的权利真空。根据我国现有的国情，政府在提供社会福利服务时，可以考虑采取民营并以第三部门以往的绩效为参考依据。如当前严重的人口老龄化问题，应该鼓励民间创办养老院缓解政府压力，真正使第三部门做到“为政府分忧，为百姓解愁”的作用。

要促进社会保障的社会化进程，就必须大力发展第三部门，建立主体多元化的中国社会保障制度，拓宽筹资渠道，减轻政府负担，为社会弱势群体提供更多的帮助。因此，为第三部门的发展创造一个良好的环境，促进我国第三部门快速、健康发展，是政府推动社会保障发展的题中之意，是我国社会保障事业发展的必然要求。

参考文献：

1. 熊跃根.转型经济国家中的“第三部门”发展：对中国现实的解释[J].社会学研究.2001(3).
2. 邓国胜.营利组织的评估体系研究[J].中国行政管理.2001(8).
3. 郑功成.中国的贫困问题与非营利组织扶贫的发展[J].中国软科学.2002(7).
4. 秦晖.全球化进程与入世后的中国第三部门[J].南方周末.2002年8月.

5. 张小劲.非政府组织研究：一个正在兴起的热门课题[J].政治学.2003(6).
6. 康晓光. “转型时期的中国社团” [J].中国青年科技.1999(3).
7. 王名. “第三部门” 管理概述[M].北京：中国人民大学出版社.2002 年.
8. 田凯. “国外非营利组织理论述评” [J].中国行政管理.2003(6).
9. 申毅. “非营利组织兴起的经济分析” [J].贵州工业大学学报.2003(3).
10. 里贾纳.E.赫兹琳杰.非赢利组织管理[M].北京:中国人民大学出版社.2000 年.

试论社保基金投资的负代理成本

Negative Agency Cost of Investment of Social Security Funds

刘俊宇

(武汉大学社会保障研究中心 430072)

(Center for Social Security Research of Wuhan University, 430072)

摘要: 社保基金进入资本市场进行委托理财投资,理论上存在着委托代理成本和代理风险,实际上由于受托人基于自身利益最大化的利益输送行为而呈现负代理成本。文章构建分析模型论述了负代理成本的理论假说,通过实证分析证实了负代理成本的存在,并讨论了其可能产生的经济效应。

关键词: 社保基金 投资 代理成本

Abstract: There exists positive agency cost to the social security funds when investing in capital market in theory, but actually it turns to negative due to fiduciary's profit transfer in order to maximize profit for himself. We construct a model to discuss hypothesis and content of the negative agency cost theory, validate its existence by positive analysis with data, and also put forward its potential economic effects.

Keywords: Social Security Funds, Investment, Agency Cost

一、问题的提出: 社保基金委托理财的研究回顾

从理论上讲,有关社保基金投资运作的委托—代理问题的探讨要早于实践,并持续至今。部分学者集中讨论其中的委托—代理关系的存在及表现,如乔庆梅(2004)认为社保基金的管理人与持有人之间存在严重信息不对称,导致基金运营中的代理风险;许利民(2003)认为社保基金由基金管理人和托管人负责运营,形成了典型的委托代理关系,基金管理人会利用自身的信息优势,降低努力程度,违反信赖义务和忠实义务,从而损害委托人的利益;更多学者在承认委托—代理风险的基础上,提出了解决方案,如郑秉文(2003, 2004)认为当前社保基金不宜投资于系统风险较大的股票市场,从而也就不存在代理问题;姜硕(2003)认为应针对基金管理人设定一个保底收益率或建立准备金制度,以应对可能出现的经营风险;陈志武(2002)等则认为社保基金可简单地进行指数化投资,以防范经营风险和代理风险;李珍(2001, 2002)认为应该建立起养老基金分权式管理和制衡式监督的制度安排,建立起多权分离、各行其职、各负其责的管理制度,通过合理分权和加强监管来降低交易成本;林义(1999)认为我国应该建立相对集中、信用较高并相对独立的社会保障银行来负责管理养老保险基金的投资;李绍光(1998)则认为最好的选择是成立一个独立的非银行金融机构或法人实体来经营社保基金。

笔者同意上述学者关于社保基金委托理财过程中产生代理成本的分析,但同时认为,部

分学者的理论分析着重于代理风险的讨论及防范,过于一般化;部分学者的政策建议面临着实施的过高机会成本。在此,笔者提出当前社保基金委托投资的负代理成本假说,指出由于社保基金的特殊性及未来入市的巨大发展空间,使其在当前委托理财过程中不仅没有出现代理风险,反而面临着“负代理成本”,即受托人会利用所管理的其它基金资产向社保基金输送利益,从而降低社保基金承担的真实代理成本水平。由此,社保基金所面临的真实代理成本成为本文的研究对象。为方便分析,下文中的社保基金,特指全国社会保障基金。

二、负代理成本理论假说

(一) 假说的前提及假设

按照的委托—代理理论原理,在委托理财模式下,社保基金的代理风险表现在:由于社保基金(委托人)与基金管理公司(受托人)之间存在着信息不对称,受托人天然地相对于委托人而言具有对受托资产的诸如投资决策、投资动态、投资绩效等方面的信息优势,因此受托人可能会利用这些信息优势,采取不利于委托人的投资行为来为自己谋利,如增加交易频率以获取手续费收入、与受托人利益相关的第三方进行合谋等,从而损害委托人的利益。委托人一方面按照委托协议付出了协议代理成本,另一方面又面临着受托人的道德风险所产生的额外损失,总体上承担了过高的实际代理成本。

负代理成本假说则认为,在面临多个委托主体的情况下,基金管理公司(受托人)会基于自身的利益最大化动机,利用同时管理多个委托人的资产的便利,在管理受托资产的过程中,通过对部分委托人(如社保基金)输送利益,从而使该部分委托人的实际代理成本降低,甚至成为负值。为了论述负交易成本假说的方便,我们构建如下理论模型加以解释。

本假说模型的前提是:(1)社保基金通过部分投资于资本市场以实现保值增值,回避关于社保基金是否应入市的争论;(2)社保基金入市通过委托合格的基金管理公司开展委托理财,回避社保基金自行投资的可能;(3)受托人管理着多个委托人委托的、相互独立核算的基金资产;(4)委托人与受托人之间的委托代理关系不是一成不变的,委托合约的是否续签及续签委托额度的大小会随着委托理财绩效的变化而变化。

在此前提下,假设:(1)存在两个不同的委托人 A 及 B;(2)存在一个共同的受托人 E;(3)委托人 A 及 B 在 t 时期的委托金额分别为 Q_{at} 及 Q_{bt} ;(4)当期委托代理费用率分别为 C_{at} 及 C_{bt} ;(5)扣除协议代理费用后的当期委托理财收益率分别为 Y_{at} 及 Y_{bt} 。则有

委托人 A 当期所支付的协议代理成本(亦即受托人所获得的受托收益)为 $Q_{at} \cdot C_{at}$, 委托人 A 当期所获得的委托收益(扣除代理成本后)为 $Q_{at} \cdot Y_{at}$, 委托人 B 当期所支付的协议代理成本(亦即受托人所获得的受托收益)为 $Q_{bt} \cdot C_{bt}$, 委托人 B 当期所获得的委托收益(扣除代理成本后)为 $Q_{bt} \cdot Y_{bt}$ 。

(二) 受托人行为目标函数决定

对于受托人来说,其当期总收益函数为 $R_e = (Q_{at} \cdot C_{at} + Q_{bt} \cdot C_{bt})$, 由于受托人的目标是追求自身收益最大化,则其行为目标函数可以表示为:

$$\text{Max}(R_e) = \text{Max}(Q_{at} \cdot C_{at} + Q_{bt} \cdot C_{bt})$$

令 $C_{at} = C_{bt} = C_0$, 即假定受托人对所管理的各委托人的资产收取统一的协议代理费用率,则受托人的行为目标函数可简化为:

$$\text{Max} (R_e) = [\text{Max} (Q_{at} + Q_{bt})] \cdot C_0$$

此时受托人所追求的目标可以定义为所受托管理的资产规模的最大化,这与实际操作当中各基金管理公司的行为目标是一致的。

对于各委托人的委托额度,则分别与其所实现的上期委托投资收益率相关,即有 $Q_t = Q(Y_{t-1})$,表示委托人的本期委托额度是其上期所实现的委托收益率的函数。委托额度函数的变化规律存在两种情况,(1)委托人本期委托额度与上期收益率无关,记为 $Q_t = Q_0$,在这种情况下,不论委托人实现的上期委托收益率为多少,都不影响其下期委托额度,封闭式基金的持有人的委托额度满足这种函数关系;(2)委托人本期委托额度是上期收益率的正相关函数,记为 $Q_t = Q(Y_{t-1})$,且 $dQ/dY > 0$,开放式基金的持有人及社保基金的委托额度满足这种函数关系。

进一步,将假设中的委托人 A 定义为封闭式基金持有人,委托人 B 定义为开放式基金持有人或社保基金,则有 $Q_{at} = Q_{a0}$, $Q_{bt} = Q_b(Y_{bt-1})$,且 $dQ_b/dY_b > 0$ 。由此,受托人的行为目标函数变化为:

$$\text{Max} (R_e) = [\text{Max} (Q_b(Y_{bt-1}))] \cdot C_0 + Q_{a0} \cdot C_0$$

由于目标函数中 Q_{a0} 、 C_0 给定,则受托人总收益 R_e 演变为 Y_{bt-1} 的一个复合函数,记为 $R_e = R(Y_{bt-1})$,且有 $dR_e/dY_b > 0$ 。在这种情况下,受托人有足够的动机通过在其所管理的不同委托人的委托资产中进行输送利润的操作,尽量提升当期 Y_b 值,使委托人 B 有动机增加下一期委托额度,从而增加受托人的下一期代理费用收益,实现自身收益最大化的目标。

(三) 实际代理成本决定

由于这种利润输送关系的存在,委托人的实际代理成本就不再是协议代理成本 $Q_t \cdot C_t$,而要在此基础上对因利润输送而导致的收益不正常增加(或减少)部分予以扣除(或补足)。假设正常的(不存在利润输送行为)委托收益率为 Y_t^* ,满足 $Y_t^* = Y_{at}^* = Y_{bt}^*$,委托人的当期实际代理成本率 C_t^* 为:

$$C_t^* = C_t + (Y_t^* - Y_t)$$

满足利润输送条件的收益率关系构成为 $Y_{bt} > Y_t^* > Y_{at}$,则委托人 B 的当期实际代理成本率 $C_{bt}^* = C_{bt} + (Y_t^* - Y_{bt})$,相应地,委托人 A 的当期实际代理成本率 $C_{at}^* = C_{at} + (Y_t^* - Y_{at})$ 。对于委托人 B 而言,由于 $(Y_t^* - Y_{bt}) < 0$,当 $|Y_t^* - Y_{bt}| > C_{bt}$ 时,将会出现 $C_{bt}^* < 0$,即委托人 B 的实际代理成本率为负值,实际代理成本 ($Q_{bt} \cdot C_{bt}^*$) 也为负值。

当定义委托人 B 为社保基金时,上述推论表明,在委托理财模式下,社保基金的实际代理成本会因为受托人的利益输送行为而呈现负值。

三、负代理成本假说的实证检验

(一) 样本选择

2003 年 6 月 9 日起,南方、博时、华夏、长盛、鹏华、嘉实六家基金管理公司接受全国社保基金的正式委托进入证券市场,六家基金公司一方面受托管理着社会公众的基金资产,另一方面又受托管理着社保基金资产,这一实践为负代理成本假说提供了检验样本。

1、委托人设定:沿用上述假说的指称关系,委托人 A 设定为六家基金公司所管理的全部 26 只封闭式基金的持有人集合体,委托人 B 设定为全国社保基金理事会。其中,六家基

基金公司实际上各自为政,且各基金公司所管理的不同封闭式及开放式基金之间也有相互独立性。为分析方便,本文将六家基金公司视为一个集合体,而且暂不考虑各受托人所管理的开放式基金,由此来设定委托人 A 的范畴。

2、观测期设定:从 2003 年 6 月 9 日六家基金管理公司接受社保基金委托之日起,至 2003 年 12 月 31 日会计年度终了日止。

3、委托额度设定:观测期始,委托人 A 的委托额度小计为 527.465 亿元,委托人 B 的委托额度为 67.36 亿元。其中,委托人 A 的额度为 2003 年 6 月 9 日(周一)六家基金公司所管理的 26 只封闭式基金的净值之和,以各基金公布的 2003 年 6 月 6 日(周五)收盘净值为依据计算。委托人 B 的额度则依据《2003 年全国社会保障基金年度报告》的材料,2003 年全国社保基金委托股票投资的投资总量为 67.36 亿元,占资产总量的 5.1%。

4、名义代理成本率设定:取 $C_a=C_b=0.015$,即受托人按所受托管理资产额度的 1.5%向委托人收取管理费用。在实际当中,委托人还需向托管人等有关当事人支付成本,为分析方便,在此一并计入受托人名下,表示委托人所承担的总体名义代理成本率。

(二) 实证结果

样本	Q_t (亿元)	$Q_t \cdot Y_t$ (亿元)	Y_t	Y_t^*	$Y_t^*-Y_t$	C_t^*
A	南方	87.4225	5.6115	0.0642		
	博时	114.6245	5.0305	0.0439		
	华夏	98.9830	4.5270	0.0457		
	鹏华	79.6305	1.6965	0.0213		
	长盛	86.1905	2.3810	0.0276		
	嘉实	60.6140	3.4400	0.0568		
	小计	527.4650	22.6865	0.0430	0.0519	0.0089
B	社保	67.3600	8.1768	0.1214	0.0519	(0.0695)
	合计	594.8250	30.8633	0.0519		

经过数据计算及处理,得到实证结果如下表所示:

1、 Y_{at} 及 Y_{bt} 值。

在观测期内, Y_{at} 值为 0.0430, Y_{bt} 值为 0.1214。其中,以各基金公布的 2003 年 12 月 31 日收盘净值为依据计算,26 只封闭式基金在观测期内的净值增长额小计为 22.6825 亿元,相对于 527.465 亿元的委托额度,则委托人 A 的加权委托收益率为 0.0430。依据项怀诚在全国社保基金理事会第一次新闻发布会上公布的材料,2003 年全国社保基金实现年度收益 34.07 亿元,股票市场回报占社保基金总收益的 24%,计算为 8.1768 亿元,相对于 67.36 亿元的委托额度,则委托人 B 的委托收益率为 0.1214。

2、 Y_t^* 值。

在观测期内, Y_t^* 值为 0.0519。数值为委托人 A 及委托人 B 的加权委托收益率,代表不存在利润输送时的正常收益率水平。

3、 C_{at}^* 及 C_{bt}^* 值。

$$C_{at}^* = C_{at} + (Y_t^* - Y_{at}) = 0.0239, \quad C_{bt}^* = C_{bt} + (Y_t^* - Y_{bt}) = -0.0545$$

实证结果表明,在观测期内,社保基金进入证券市场开展股票委托理财的实际代理成本率为负值,当期具体估算值为-5.45%。

四、负代理成本的经济效应分析

（一）负代理成本现象与传统的委托—代理理论没有矛盾

表面上看，负代理成本现象似乎有背于传统的委托—代理理论的观点，实际上却是委托—代理理论在多委托人模式下的一个合理推论。委托—代理理论的核心，不在于强调受托人对委托人造成利益损害的结果（当受托人认为对委托人的利益损害于己无益时，这种损害甚至不会发生），而在于强调受托人追求自身利益最大化的原始动机，这种动机往往不符合委托人的利益。也就是说，委托—代理理论的立足点在于对受托人作为一个经济人的理性分析。在多委托人的委托—代理理财模式下，受托人基于追求自身利益最大化的动机，利用其自身相对于委托人的信息优势行事，当受托人判断采取更加有利于委托人 B 的行事措施更能提高自身利益时，委托人 A 的应得利益在受托人的操纵下向委托人 B 转移就不可避免。这里面有一个隐含的前提是，受托人进行这种委托人之间的利益输送不会招致额外的成本，如监管处罚、委托人 A 退出等，从而使受托人的预期利益减少。因此，负代理成本现象的存在，不仅不与委托—代理理论相矛盾，反而正是该理论在复杂模式下的体现。

（二）对委托人 A 的效应

负代理成本假说认为，委托人 A 作为应得利益的被输出方，其所承担的实际代理成本要高于名义代理成本，代理风险显露无余，委托人的利益受到了受托人实质性的损害。当受托人意识到这种基于代理风险的利益损害发生时，它可能会采取用脚投票或提请监管处罚之类的行动来维权。封闭式基金 2003 年年报显示，保险公司成为大多数封闭式基金的最大持有人，仅 2004 上半年，保险公司累计投资封闭式基金达 500 余亿元，而同期封闭式基金净值平均下跌 10% 以上，保险公司的累计亏损超过 50 亿元。由于封闭式基金的持有人不能采取赎回基金份额的方式来退出，由保险公司主导的基金持有人群体对于封闭式基金“封转开”的呼声在近段时间越来越强烈。“封转开”的舆论导向作为现有机制下一种另类的用脚投票方式，实际上间接表达了委托人对受托人的态度。

（三）对委托人 B 的效应

委托人 B 作为一个追求自身利益最大化的经济人主体，作为接受利益输入的一方，显然乐于接受负代理成本的现实，并自然地会产生增加下一期委托额度的动机。全国社保基金理事会在 2004 年 4 月 9 日举行的新闻发布会上已经明确表示，2004 年社保基金将增加股票投资的比例，从 2003 年的 5.1% 提高到 15%，约合 198.75 亿元。从实际运行的情况来看，截至 2004 年底，全国社保基金总资产为 1708 亿元，其中股票投资规模达到 184 亿元，占总资产的 11%。

不同委托人在不同观测时期的行为，从动态的角度支持了负代理成本假说的有效性。

（四）引伸出的课题

如上所述，负代理成本假说实际上是一个多委托人模式下的委托—代理应用模型，在这个模型下，有如下问题需要进行深入探讨，比如：（1）当观测期延长时，受托人的行为模式是否会发生变化，从而导致实际代理成本的变化；（2）如何设计有效的机制来降低代理风险，防范利益转移；（3）社保基金的投资模式是否需要重新设计；等等。

参考文献:

1. 乔庆梅. 社保基金中的委托代理关系[J]. 经济论坛, 2004, (2), P 115-116
2. 郑秉文. DB 型现收现付制社保基金的危机与投资理念[J]. 中国社科院研究生院学报, 2003, (11), P35-48
3. 郑秉文. 社保基金不宜投资股票[J]. 上海劳动保障, 2003, (19) P27-31
4. 姜硕. 浅论社保基金管理中的委托—代理问题[J]. 商业研究, 2003, (7) P131-132
5. 刘俊宇. 社保基金的指数化投资[J]. 投资研究, 2003, (4), P22-25
6. 李珍. 试论养老基金分权式管理和制衡式监督的制度安排[J]. 中国软科学, 2002, (3), P8-13
7. 李珍. 我国养老基金多元化投资问题研究[J]. 中国软科学, 2001, (10), P4-8
8. 陈志武. 社保基金应采用指数投资法[J]. 新财富, 2002, (1), P26-28
9. 许利民. 社会保险基金委托投资管理人法律制度研究[R]. 武汉大学社会保障研究中心资料
10. 林义. 东欧国家养老保险基金管理的启示[J], 经济学家, 1999, (3), P99-104
11. 李绍光. 养老金制度与资本市场[M]. 中国发展出版社, 1998
12. 2003 年全国社会保障基金年度报告[R]. <http://www.ssf.gov.cn/>

