

养老金资产信托管理的适用性分析

Asset managing of pension is the main way of pension increment.

Traditional mode

赵 曼 刘江军

(中南财经政法大学公共管理学院)

摘 要: 养老金资产管理是实现养老金保值增值的主要渠道。我国传统的养老金资产管理模式为委托代理制度, 主要特征是通过层层委托代理对养老金资产进行管理。但是, 该制度具有约束机制弱化、代理效率低下、养老金无法实现有效保值增值等问题。本文从产权的角度把养老金资产划分为共有产权性质和私人产权性质两类。论证了传统委托代理型制度只适用于具有现收现付和资金调剂特征的共有产权养老金的资产管理。对于私有产权性质养老金的资产管理应该采取信托管理的模式, 以提高运作效率, 实现资产安全和长期稳定保值增值。

关键词: 养老金; 资产管理; 产权; 委托代理; 信托

Abstract: Asset managing of pension is the main way of pension increment. Traditional mode of pension asset managing is principal-agent system. Main characteristic of old mode is principal-agent relationship layer-upon-layer. The problem of this system is lack of constraint and inspiration mechanism. This article divide the pension asset into two types from property right: intercommunity property and personal property and analyses that principal-agent system is only fit for intercommunity-property pension asset managing. Then summarizes personal property pension should use trust system for efficient asset increment.

Keywords: pension; asset managing; property right; principal-agent; trust

一、传统委托代理型养老金资产管理制度及其主要问题

现阶段, 我国养老金制度分为三个层次: 第一层次以基本养老保险为核心, 由政府强制推行, 实行社会统筹与个人账户相结合的模式; 第二层次以企业年金为核心, 由雇主自愿选择实行, 采取个人账户积累模式; 第三层次以个人储蓄性养老保险为补充, 由个人自愿选择参与。与此相适应, 可以把养老金的资产分为五个资产管理账户, 分别是全国社会保障基金账户、社会统筹账户、个人缴费账户、企业年金和个人储蓄账户。但是, 因为我国的个人储蓄账户可以随时支取存款, 属于非锁定性质, 不是实质意义上的养老账户, 所以在本文不予考虑。

在五个账户中, 根据产权的特性可以分为两类: 一是共有产权账户, 包括全国社会保障

资金账户和社会统筹账户。主要特征是账户内的资产具有共有产权的特性，参加养老统筹的每一个人都可以平均分享相关权力。二是私有产权账户，包括个人缴费账户、企业年金账户。这两个账户的共同特征是采取个人账户的形式，因此账户内的资产具有私有产权的性质，资产使用与转让以及收入的享用权界定给了一个特定的自然人，可以通过自由合约将这些权利转让给其他人，在法律允许的范围内，他对这些权利的使用不受到限制。

表 1 养老金账户的分类

账户类型	产权性质	账户资产特点
全国社会保障基金账户	共有产权账户	中央政府集中的养老金，具体管理机构是全国社会保障基金理事会，调剂性质
社会统筹账户		各地政府管理，实行现收现付的制度，只有少量资金积累，基本养老保险范畴。
个人缴费账户	私有产权账户	各地政府管理，名义为基金积累制，实际为现收现付的制度，只有少量资金积累，基本养老保险范畴。
企业年金		市场化、个人账户形式，非强制性建立，完全积累，第二支柱养老保险范畴。

在传统体制下，不论是共有产权账户（全国社会保障基金账户、社会统筹账户）还是私有产权账户（个人缴费账户）的养老金资产的管理都是通过层层委托代理实现的，即养老保障的参与者作为委托人委托政府作为代理人管理养老金资产。养老金资产管理的委托代理机制与一般的委托代理机制不同，一般市场交易中形成的委托代理关系是委托人与代理人双方经过反复讨价还价，不断博弈而形成的一种契约关系，而养老金资产管理中的委托代理关系形成是政府强制作用的结果。在这种委托代理中委托人与代理人之间的关系之外，还有政府与委托人、政府与代理人之间的关系。这种委托代理制度具有以下两个特征：

一是委托人缺位现象严重，缺少约束机制。传统的养老金资产管理中的委托人与代理人之间的委托代理关系不是由双方博弈产生，而是由政府强制作用而成。所以同一般委托代理关系相比，委托人主导地位受到削弱，这一方面表现为代理人是唯一的，即政府，委托人对代理人无法选择，没有任何有效约束；另一方面表现为委托人对养老金没有明晰的使用权，养老金资产可能用于当期养老金支出，也可能纳入用于政府投资，委托人无法决定，甚至无法知晓。委托人约束的弱化导致养老金资产管理的内部人控制现象严重，运作效率极为低下。

二是政府集监管人与代理人职责为一身。在传统体制下，我国养老金资产管理的责任高度集中于政府，具体执行者是各级劳动和社会保障部门以及全国社会保障基金理事会。虽然全国社会保障基金账户资产以专业化形式外包管理，但是实际代理人全国社会保障基金理事会仍然是政府的代表。代理人和监管人不分，进一步导致外部约束弱化，加强了内部人控制，导致养老金运作效率低下。

由此可见，传统养老金资产管理制度的主要问题是政府垄断管理导致外部约束弱化，代理效率低下，养老金资产无法实现有效的保值增值。如果说在传统的现收现付的养老金制度下，基金积累相对较少，养老金管理的重点是收缴环节，该问题还不会成为主要矛盾。那么，

随着企业年金的发展以及个人账户空帐的解决,提高养老金资产管理效率,寻找合适的保值增值渠道已经成为养老金管理的重点,而信托管理模式毫无疑问是其中一个重要的发展方向。

二、养老金资产信托管理的适用性分析

(一) 养老金资产信托管理制度的主要特点

养老金资产信托管理是养老金市场化运行的一种方式,是指养老金的委托人基于对受托人的信任,把养老金委托给受托人,由受托人按照委托人的意愿,以自己名义为受益人的利益或者特定目的,进行养老金管理或者处分的一种经济行为,是财产管理制度的一种。信托制度以财产为核心,以信任为基础,以专业化受托管理为方式。与传统的委托代理制度相比,信托制度作为一种独特的理财制度,其主要特点有:

1、严格的义务约束机制和监督机制。信托管理制度具有严格的义务约束机制和监督机制。在信托制度中,委托人要把所有权中的占有权、使用权、处分权全部让渡于受托人,财产要实际交付给受托人,委托人因而也就失去了对这部分财产的直接支配权,但财产所有权项下的受益权归于受益人,受托人为受益人的利益管理和处分财产,委托人、受托人和受益人之间是相互分离又相互制约的关系;在这方面,委托代理制度与信托管理制度则有着明显的区分。委托代理制度中没有这种约束和监督机制,代理人直接为被代理人的利益管理处分财产,约束只是单方面的。

2、当事人关系多元化。在信托制度下,当事人包括委托人、受托人和受益人三方,表现为多边信用关系,在委托链条之后出现了受益人;在委托代理制度下,关系人仅包括代理人与被代理人两方,表现为双边信用关系。

3、信托财产法定独立。信托关系一经合法设立,信托财产即具有了法律的独立性。这种独立性表现在信托财产从委托人、受托人乃至受益人的自有财产中分离出来,成为独立运作的财产。信托财产区别于委托人未设立信托的财产,也区别于受托人的固有财产,可以不受委托人或受托人财务状况恶化甚至破产的影响,委托人、受托人或受益人的债权人一般也无法对信托财产主张权利,具有破产隔离功能。

4、合作关系长期性。在委托代理中,被代理人可以随意解除代理关系,缺乏必要的稳定性,无法进行长期投资。信托关系则以信托财产为中心,一经成立原则上信托契约不能解除,期限长,相比具有较大稳定性。

(二) 共有产权账户资产信托化管理适用性分析

根据信托管理制度的基本特征,信托管理制度并不适用包括全国社会保障基金账户和社会统筹账户养老金在内的共有产权养老金账户资产的管理。主要原因有二:

一是因为共有产权账户养老金资产具有平均分配包括受益权在内的所有权力的特点,所有参加养老保障的人都是受益人,都可以平均享受养老金的收益,具有公益性产品的性质,从而导致受益人之间搭便车现象的普遍存在。因此在委托链条上增加受益人不仅不会刺激共有产权内的任何一个成员对受托人进行监查,相反还会增加制度运行成本。

二是共有产权账户的资产具有现收现付或者调剂的性质,资产积累额相对养老金收支总额较小,同时支取具有相当大的不确定性,从而要求较高的资产流动性和安全性,不属于长

期积累资金的范畴。可以直接采取短期交易成本相对较低的委托代理制度，而不需要采取以长期契约为特征的信托管理制度。

（三）信托管理是私有产权账户资产管理的必然选择

信托管理制度主要适用于以个人账户为主要特征的私有产权账户，包括个人缴费账户，企业年金账户和个人储蓄账户的养老金资产。这主要表现在以下几个方面：

1、受益人约束机制强化提高养老金运作效率

个人账户制养老金的首要特点就是实现了私有产权明晰化。个人账户的建立，把养老保障基金收入的享用权界定给了一个特定的人，即特定的受益人。因此，受益人是个人账户私有产权的实际所有者。在私有产权下，所有者在做出一项行动决策时，他就会考虑未来的收益和成本倾向，并选择他认为能使他的私有权利的现期价值最大化的方式，来做出使用资源的安排；而且他为获取收益所产生的成本也只能由他个人来承担，可以清楚的界定自己的责任和利益边界。信托管理制度的当事人包括委托人、受托人和受益人，在委托的链条之后出现了受益人。而受益人作为养老金信托中享有信托受益权的人，是养老金信托的直接受益人，有足够的激励提高养老金运作效率，从而解决了传统的委托代理养老金资产管理制度下一直困扰着人们的所有者主体缺位问题。

2、符合私有产权账户养老金资产管理的基本要求

私有产权账户养老金资产从资金性质上属于一种具有强制特征的长期储蓄资金，具有以下几个重要的特征：第一、资金长期性。各国在对个人账户的私有养老金资产给与税收优惠等方面支持的同时，均强制性要求个人不得在退休以前支取，因此养老基金收入和支出的时间跨度期极长，支付责任期限平均是二十到二十五年；第二、支付稳定性。从个人来看，个人退休支取养老金有确定的时间点，因此可以做出精确的投资规划；从社会来看，参加养老保险的工作人员和退休人员的比例可以较为准确的估算，这样就保证了整个社会私有养老金存量具有可预期性，从而有利于整个社会对私有养老金的投资进行长期安排。以上两个特点决定了私有养老金资产管理的基本要求是在合理安全性的基础上保证资金的长期稳定保值增值，所谓合理安全性是指作为退休生活保障的养老金不允许出现资产非法挪用等意外损失，以免影响个人的退休生活；长期稳定保值增值是指个人作为私有养老金的拥有者，必然要求养老金在长期内的保值增值以抵御通货膨胀带来的资产实际价值下降的风险。

私有养老金资产管理的要求与信托制度的基本特征十分吻合。首先，信托当事人严格的义务约束机制和监督机制有利于保障养老金的相对安全，防止任何一方单方面为自身利益损害养老金资产；其次信托财产的法定独立性特征和破产隔离功能恰恰保障了养老保险基金应有的安全和稳定，防止资产因为委托人、受托人和受益人自身经营的失误而出现损失；再次，信托契约的长期性与养老保险基金长期投资的特征相吻合，可以实现养老金的长期专业化运营，保证养老金资产的长期增值，避免受托人的短期操作行为；最后，作为受托人的资产管理机构多为信托投资公司、证券公司等具有的专业理财特长的相关机构，受托人在执行信托事务时，拥有为执行信托事务所必需的广泛权限，不受委托人和受益人的约束，除非法律另有规定或委托人有所保留或限制。因此信托管理中的受托人比委托代理中的代理人拥有的权限大，这样有利于养老金经营主体根据专业知识而非行政命令来运营养老金资产，从而摆脱政府的行政干预。

3、可以兼顾企业年金制度中的委托人和受益人的利益

企业年金账户是私有产权养老金账户的一个重要组成部分。我国企业年金是非强制性，包括两个直接的当事人：企业雇员为受益人、雇主和雇员同为委托人，但是雇主作为企业年金的发起人拥有更大的决策权，有权指定受托人及其他管理角色。在企业年金运作过程中，雇主和雇员之间的利益是既对立又统一的关系。

雇主在企业年金的发展中起着主导作用，是决定企业年金发展水平的关键性因素。在大多数时候，雇主建立企业年金的目的和雇员是一致的，例如都是为了雇员日后退休生活的考虑，也希望自己和员工的出资被合理运用，以及企业更特殊的目的，比如增加员工忠诚度，改善劳资关系等。但是，在部分情况下，雇主也具有独立的利益，甚至可能损害雇员（受益人）的利益，例如雇主可能在由于运营资金紧张的情况下不经过雇员同意而挪用企业年金账户资产，造成养老金资产的意外损失。企业雇员是企业年金的出资人和受益人，其主要行为就是定期足额缴款，以及日后领取养老金。这种行为目的决定了雇员的主要义务就是缴款，也决定了雇员对基金财产保值增值的期待，期望基金运作而不会因包括雇主在内的任何第三人管理权力的滥用损害资产价值。

雇主和雇员之间既合作又斗争的关系就要求企业年金制度必须兼顾委托人雇主和受益人雇员的利益。信托制度可以满足该要求，一方面从制度功能上看，信托制度本身特有的灵活性可以满足不同雇主的要求。雇主在发起企业年金信托时即可在其中保留若干权利，例如，职工在本企业工作若干年以后，才能够享有信托受益权，这有利于促进职工的忠诚度；在职工违反劳动纪律时，为了对该职工进行处罚，在符合法定要求前提下，雇主可以相应减少应计入该职工个人账户的一期或多期养老金数额；在民主协商的基础上，雇主还有权指示受托人调整计入职工个人账户的养老金数额，用以激励有贡献的职工。另一方面，信托制度的财产独立制度和双重所有权可以有效保护雇员的利益。企业年金一旦以信托方式成立，资产就独立于委托人雇主，受托人充分享有财产的所有权，同时财产的受益权则归雇员所有，受托人必须为雇员的利益运用相关资产，从而可以充分保障受益人的受益权利。

因此，企业年金资产以信托方式管理可以有效满足雇主的要求，根据不同企业的实际情况灵活设计具体条款，从而可以促进企业年金的发展。同时也可以有效保护受益人雇员的利益，防止雇主对雇员利益的侵害，是企业年金资产管理的必然选择模式。

三、促进信托型养老金制度的具体措施

（一）养老金私有产权的建立是信托管理的基础

综上所述，养老金信托管理得以发挥预期效果的一个基本前提条件是界定养老金个人账户的私有产权性质，因为只有这样才能充分发挥个人对养老金管理者的约束机制，信托管理才可以真正发挥作用。主要的措施包括：

- 1、必须明确界定个人账户养老金资产的使用权，转让权和收入的享用权，并且对相关权利进行有效的保护，这就要求必须建立相应的监管体系和法律法规作为保障。建议尽快以社会保障法的形式明确个人账户的私有产权性质，并对各项权利加以明确；同时建议建立以劳动和社会保障部为核心的，包括中国证监会，中国保监会等相关机构在内的协调监管机制，共同对养老金运行进行监管，特别要在信托制养老金运行初期加强市场准入制度的建立，降

低养老金运行的风险。

2、产权必须能够交易，这是信托管理对提高养老保险制度效率提高发挥作用的关键。因为产权不能进行交易或转让，资源就不能实现最有效率的配置。这就要求必须赋予个人账户的产权所有人拥有对经营管理人的选择权，通过产权的交易或转让，最终将基金的经营管理权从不善于经营的受托人手中转到那些善于运用这些资产的受托人手中，这样才能保证由最优的经营者来经营管理养老金，保证养老金运营的保值增值。

现在，我国的个人缴费账户虽然属于私有产权的性质，应该由缴费者个人对这部分资金负责，但是现实的情况是政府承担起了对养老基金的全部运营。一方面出于对政府的信任与服从，另一方面，相关部门还没有建立十分完善的信息披露方式，缴费者不愿意也无从去关心这部分自身本该拥有投资权利的资金。个人账户资产产权的不清晰带来这部分资金使用的不规范和投资的低效率。因此必须明确个人账户缴费者的所有权，在此基础上，这部分资金的信托管理才有可能实现。长期内，建议在做实个人缴费账户的基础上，把个人缴费账户和企业年金账户合并，把对经营管理者的选择权交给个人账户的直接拥有者，以降低制度成本，提高制度运行效率。

（二）受托人的独立性是信托型养老金管理制度正常运转的重要环节

在企业年金管理制度中，受托人在委托人雇主和受益人雇员之间起着关键性的作用。一方面可以根据委托人要求建立企业年金，另一方面又可以在企业年金建立以后独立于委托人运作相关资产，保护受益人利益，免除雇主可能对养老金资产的侵害，因此保持受托人的独立性是制度得以正常运转的关键环节。

我国企业年金制度的受托管理分为两种形式，理事会受托模式和法人机构受托模式。其中理事会受托模式为内部受托模式，如果理事会治理结构不完善，容易使雇主仍旧成为企业年金事实上的控制人。此时受托人和委托人为同一主体，导致监督机制弱化，产生资产被损害的风险，因此必须加强理事会作为受托人的独立性。首先要完善企业年金理事会的构成，以制度的形式规定员工在理事会的最低比例，防止企业管理层对企业年金计划的垄断控制，同时可以聘请外部专家进入企业年金理事会，或者建立企业年金监事会来有效地监督理事会的运作。其次，监管部门要特别注意加强对理事会模式的企业年金账户资产的监管，对理事会的运作是否符合相关规定加以审查。

（三）建立养老金受托人的信誉机制

受托人信誉机制的建立是养老金信托管理制度长期高效运作的关键。养老金作为长期资金，特别注重成本的控制，年平均成本的微小节约都可以在长期内对资金的保值增值产生巨大的影响。选择和监管受托人是养老金运作的重要成本之一，由于养老金资产的受托人是在信息不对称的市场下运行的，会产生以逆向选择与道德风险为主要表现形式的信誉缺失问题，从而大大增加委托人和受益人选择受托人的选择成本，增加相关的监督成本。通过建立受托人信誉机制，可以保证受托人在一个长期博弈的市场中为了长期利益愿意抵挡一次性损害受益人所带来的短期利益的情况，从而可以降低受托人的机会主义倾向，相应也可以降低选择和监管受托人带来的成本。

要建立受托人的信誉机制，就要做到四点：一是要建立受托人失信惩罚机制。通过惩罚机制提高受托人违约成本，具体实现途径有两条，一是市场报复，二是法律惩罚；二是受托

人必须是产权明晰的法人。产权是信誉的基础，产权制度的可以给人们提供一个追求长期利益的稳定预期和重复博弈的规则。产权不清，受托人就无须对自己的行为承担责任，自然就没有必要讲信誉；三是要保证信息传播速度足够快，也就是受托人的失职行为可以很快发现，这就要求从法律上加强受托人信息披露制度；四是要允许受托人之间的合理有序竞争，保证委托人和受益人有足够的选择的机会。

（四）完善资本市场，促进养老金发展

养老金信托管理与资本市场是一个完整体系中不可分割的两个重要的经济因素，资本市场的发展促进了养老金制度的改革和发展，而养老金制度的改革又给资本市场注入了新的活力，促进了资本市场的进步，所以二者的关系是相辅相成，相互促进的。发达的资本市场，可以为养老金提供更复杂的资产配置方式和更多样的风险分散手段，使养老金在风险可控制的范围内实现较高的收益。另外，通过资本市场上的投资选择，取得较高的收益，能够降低养老金缴费率，降低劳动力成本以及人口老龄化的压力，这对养老金的持续健康发展无疑具有特别重要的意义。

但是，养老金要参与资本市场运作，必然面临各种风险，特别是投资风险。从国外养老金运作情况分析，要有效防范投资风险，需要做到两点：一是投资组合坚持分散化、多元化投资原则；二是为保证养老金有效保值增值，股票等高风险投资品种在投资组合中都占有较为重要地位。我国资本市场经过多年发展，虽然已经初步具备了接纳养老金入市的能力，但是仍然存在上市公司业绩不佳，系统性风险较大；金融品种较少，市场缺乏广度与深度等问题，因此必须采取相应的管理措施，以防范养老金的投资运作风险。一是建议采取逐渐放宽投资范围的方式对养老金投资加以控制，初期可以对养老金投资加以较强的限制，规定投资股票等高风险品种的比例，随着资本市场的完善，则可以逐渐放宽投资限制，直至完全取消投资限制；二是建议加快金融创新力度，增加投资品种和避险工具。养老金投资需要有相应的对冲避险工具和投资品种，因此要创造条件适时推出股指期货和期权等金融衍生产品；三是推进资本市场机构化，适时建立专业的养老金公司。资本市场机构化是市场发展的必然方向，养老金公司作为专业的养老金运营机构，可以根据不同的养老金计划乃至个人的特殊需求，为养老金资产管理提供专业化的服务，从而提高养老金资产管理的效率。同时，养老金公司大多集受托人、账户管理人、投资管理人等职能为一体，专业分工内部化可以有效地降低养老金资产管理的运营成本，因此必然会成为养老金资产管理的主要机构。

