

多元化——养老 社会保险基金管理的合理选择

李 珍 孙永勇

摘要: 本文从我国各方面的实际情况出发,从理论上分析了将会影响我国建立养老社会保险基金投资运行体系的一些主要因素,指出多元化是我国养老社会保险基金管理的合理选择,并对未来的养老社会保险基金的合理运行进行了构思,强调应该建立专门的监管机构,并创建专业投资机构的筛选、运作和淘汰机制,通过层层代理建立一个适应社会主义市场经济要求的高效运转的投资监管体系。

关键词: 养老保险基金 多元化投资 监管体制

社会保险基金是国家为了实施各种社会保险项目而运用法律手段建立起来的专款专用的经费。为了保证几十年以后基金的实际购买力和偿付能力,就必须正确运用保险基金,使累积的基金不断增值。尽管近几年来我国政府仍一再强调社会保险基金结余只能按规定购买国家债券和存入银行专户,以确保社会保险基金的安全。但是,随着我国社会主义市场经济的发展和资本市场的日趋成熟,人口老龄化的不断加剧,社会保险支付负担的膨胀以及收支失衡趋势的加速将迫使我们重新审视社会保险基金的保值增值途径。在充分考虑各方面因素的基础上,本文认为,投资主体、投资工具和投资对象的多元化以及相应的制度框架是养老社会保险基金保值增值的合理选择。可喜的是,2000年底,国务院通过决定,要求各级财政调整支出结构,逐步增加对社会保障资金的支出。这表明,我国政府事实上已经开始着手偿付转制成本。而且,个人账户实账化工作已经开始。这一切,使得本文的有关探讨显得更具实际意义。

一、投资主体多元化的合理选择

1. 投资主体多元化

(1) 理论界的探讨。关于养老社会保险基金投资主体问题,许多国家结合本国国情做出了迥异的选择,如:智利及拉美国家强调建立专门独立于其他金融保险机构的养老保险基金管理公司(AFP),并已经为本国社会、经济发展做出了重要贡献;新加坡中央公积金制度(CPF)规定所有投资都要通过中央公积金局指定的投资托管人进行;英国由国家来直接管理社会保障基金;美国通过相对独立的信托基金来管理等。我国理论界借鉴国外的经验和教训,结合本国的实际情况,也对此进行了许多有益的探讨,并取得了一定的成果。李珍通过对社会保障基金管理制度进行国际比较,从社会统筹基金与个人账户基金的区别以及我国资本市场的现状出发,提出了社会统筹基金与个人账户基金分开管理的构想,即:由具有相对独立性的政府社会保障基金管理机构管理社会统筹部分的基金,由基金管理公司来经营管理个人账户上的基金。李绍光从委托-代理理论出发,分析了有可能成为养老金基金托管人的银行和各主要非银行金融机构,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。林义在分析了东欧国家养老保险基金管理的经验和教训后指出,我国应该选择相对集中、有较高社会公众信用基础并相对独立的社会保障银行作为养老保险基金管理的基本模式。冯兰瑞从部门利益对基金管理的的影响出发,提出个人账户基金应分散由经过政府严格选择批准的若干金融机构来管理。杨宜勇认为,比较适合我国社会保险基金投资运营现状的是组建中国社会保险基金管理公司。对此问题的讨论

可谓“仁者见仁,智者见智”。

(2) 投资主体多元化的内容。在借鉴国外的经验教训和理论界已有的研究成果并深入分析本国各方面具体情况后,我们仍然坚持原来提出的多元化投资模式,但本文将进一步深化原有的观点。我们这里所说的投资主体多元化是指:首先,社会统筹基金与个人账户基金应该分开管理,社会统筹基金可以交给与政府相对独立的非营利性投资机构来管理,个人账户基金则可以交给足够数量的特定的专业投资机构来管理;其次,对于个人账户基金,只要是有实力并符合法定条件的金融投资机构,不论它是商业银行、保险公司、信托投资机构、基金管理公司,还是其他任何投资机构,也不论它在哪个城市,都可以经过法定的筛选程序并通过公开招标方式而被依法授予经营管理权,成为或成立养老社会保险个人账户基金的专业投资机构;第三,建立比较有序的竞争机制和优胜劣汰机制,使养老社会保险个人账户基金投资体系成为一个开放、透明、高效的运作系统,即:任何符合条件的金融投资机构都可以在规定的时间内申请并参与竞标以成为或成立养老社会保险个人账户基金专业投资机构,已经不符合条件的养老社会保险个人账户基金专业投资机构应该及时被剥夺管理权。

2. 投资主体多元化选择的合理性

(1) “统筹账户”与“个人账户”基金的区别。1993年,在中共十四届三中全会的《决定》中,首次提出了“社会统筹与个人账户相结合”的原则。1995年3月,国务院发布了《关于深化企业养老保险制度改革的通知》,进一步明确了社会统筹与个人账户相结合的改革方向。这一改革精神实际上包含了十分丰富的内容,¹⁰在这里,我们仅分析“统筹账户”基金与“个人账户”基金的区别。首先,从产权性质来看,社会统筹基金属于社会集体所有,个人账户基金属于被保险人个人所有;其次,从财务制度来看,社会统筹基金实行随收即付制度,个人账户基金实行完全积累制度;第三,从资产负债性质来看,个人账户基金实行的是“既定供款制”;社会统筹基金实行的是“既定给付制”;第四,从风险责任来看,社会统筹基金可以通过代际转移使风险在几代人之间进行分散,个人账户则不能如此,主要依靠投资分散化来化解风险;第五,从资金流动性来看,社会统筹基金多为短期资金,要求流动性高,个人账户基金具有长期性质,要求而且能够进行收益较高的投资;等等。

(2) 基金的区别要求管理的主体不同。社会统筹基金和个人账户基金的上述差异,要求社会统筹基金和个人账户基金的管理主体应该有所区别。首先,由于两者的产权不同,根本管理目标也就不同,社会统筹基金更注重社会公平,而个

人账户基金更强调效率,如果放在一起管理,很容易发生管理目标的相互影响和两种基金相互挪用、挤占现象;其次,财务制度的差异决定了两者必然采用不同的财务管理手段和财务评价指标,这为分开管理提供了财务基础;而资产负债性质的不同决定了两者的管理重点不同,社会统筹基金主要是资产管理,而个人账户基金既强调资产管理又注重负债管理;风险责任和资金流动性的不同决定了两者的投资工具和投资对象的差异,社会统筹基金应该更强调安全性和流动性,因而更适合于固定收益投资,个人账户基金应该更强调收益性与安全性的平衡,因而必须进行多元化投资。总之,我们认为,个人账户基金完全而且应该交给商业化操作的专业投资机构经营管理,社会统筹账户基金的经营权却不能交给它们,但可以交给与政府相对独立的非营利性投资机构进行固定收益投资,目的是在保值的基础上严格确保基金的安全性,以防止个人账户风险损失过大对老年人养老金充足性的影响。

(3) 财政体制与“统账”制度框架决定不同级次政府事业机构对基金的管理主体。我国的财政体系分为中央财政和地方财政,各级财政具有相对的独立性,各有自己的收入来源和支出结构。而对于养老保险来说,各级财政都负有不可推卸的责任。特别是省级财政已经拥有了相当大的经济权力,应该在养老保险事务中发挥相应的作用。为了调动各级财政参与养老保险事务的积极性,明确各级财政的责任,有必要明确各级财政支持的对象和范围,这就要求养老保险的管理体系最好与财政体系保持大体一致。

进一步讲,鉴于养老保险体系的各个组成部分的养老职能不同,目前,财政给予的优惠政策也各不相同。虽然社会统筹基金和个人账户基金都应该享有免税优惠,但财政主要对社会统筹账户进行转移支付,而各级财政补贴的对象又有差别,因此,不仅社会统筹基金和个人账户基金的管理主体应该不同,而且社会统筹基金也应该交给不同级次的政府事业机构(即前边提到的专业性养老保险基金管理局)管理。

(4) 竞争机制要求足够数量的不同业的金融投资机构参与个人账户基金管理。对于个人账户基金的管理,要形成有效的竞争机制,就必须有足够数量的不同业的金融投资机构参与。首先,从我国现有的投资机构来看,还没有哪一类机构能够独立肩负起养老保险个人账户基金保值增值的历史使命。国有商业银行虽然有强大的经济实力和众多的金融专业人才,但其功能主要局限在融资方面,在资金运用上受到了诸多限制,资金的投资回报率也不高,银行利率又由国家严格控制,所以,养老保险个人账户基金完全交给商业银行管理将很难达到保值增值的目的。我国的信托投资公司一开始就是地方政府和国有商业银行规避中央政府金融管制的畸形儿,由于与各级政府部门和国有企业关系密切,其投资流动性极差,质量存在着严重问题;而且,由于缺乏有效的监管,投资领域杂乱,很难对其绩效做出比较清晰的判断;再加上这几年来贪污腐败事件层出不穷,资金流失可想而知,也在一定的程度上失去了民心。因此,现有的信托投资公司以其“多病之躯”根本不可能担得起养老保险个人账户基金保值增值的重担。商业保险公司也许能够为养老保险个人账户基金保值增值提供一种途径,但是,虽然自1979年以来我国保险业呈现出迅猛的增长势头,但与发达国家的保险公司相比,我国保险公司的经营管理水平还比较落后,加上国家对其投资活动进行了严格限制,其投资收益率一直比较低;尽管国家可能会逐渐放松对其投资活动的众多限制,可随着外国保险公司的侵入,我国的保险业将面临严峻的挑战,所以,养老保险个人账户基金不能够鲁莽地

大量涌入商业保险市场。再看看现存的为数不多的基金,虽然自产生以来投资业绩一直不错,但是,规模太小,民众对其缺乏热情,管理结构亟待优化,有关法规还不健全,所以对养老保险个人账户基金的吸纳能力也比较有限。其次,如果创建新专门的养老保险基金管理公司,将会产生高昂的创建成本和其他问题,而且也不一定会取得比较理想的效果。第三,要提高养老保险个人账户基金的运作效率和投资收益,就必须充分利用市场竞争机制,而要形成充分有效的竞争秩序,就必须有足够数量的竞争主体。因此,在当前的情况下,只有允许所有现存的各类金融投资机构都来参与竞争,提倡投资主体的多行业性,才能够培育养老保险个人账户基金管理高效率运转的竞争秩序。

二、投资工具及对象多元化选择的合理性

由于社会统筹基金主要用于固定收益投资,所要解决的有关问题相对简单一些,所以,本部分将进一步单独讨论个人账户基金的多元化投资问题。

1. 现代投资理论与我国资本市场实际情况

现代投资理论认为,有效的多元化的投资组合,能够尽可能地分散非系统风险,获取比较稳定的收益。但要想进一步在一定的程度上分散系统风险,就必须同时投资于资本市场之外的更广阔的领域。而一个好的资产组合应该是一个平衡的整体,能够在各种可能的情况下,为投资者提供保护和机会。¹¹西方各国和智利、新加坡等国的养老保险基金投资实践也证明了,养老保险基金资产构成的分散性和多样性,使得各类投资盈亏互相弥补,能够保证基金的保值增值。但是,现代投资理论存在着一系列的限制条件,例如:信息充分、资产无限可分、交易费用忽略不计、可以卖空等等。¹²但是,通过比较研究,我们发现,我国的资本市场虽然存在着良好的投资机遇,但还不能比较好地满足这些条件,而基础设施和不动产投资潜力巨大。

债券市场。在债券一级市场,国债(即中央政府发行的债券)在发行的债券中一直占绝对优势,但国债的收益率一直过低,而地方政府还无权发行自己的债券,非政府债券也由于信用配额限制、缺乏制度规范等原因而走势低靡;在债券二级市场,由于国债的可交易性和同质性低,期限及购买者的范围窄,企业债券上市有限,且没有统一的上市标准,市场交易量严重不足,流动性比较差,难以满足大规模交易者的交易需要。

股票市场。自1990年和1991年上海与深圳证券交易所相继开业以来,我国股票市场以惊人的速度发展。到2000年10月底,我国境内公司上市股票1110只,市价总值约44885亿人民币,股票市值约占国内生产总值的50%,两市开户投资者已超过5000万。¹³而且,我国证券市场正面临前所未有的机遇,如:国内经济环境良好,存在大量的潜在的股市资金供给,股票市值还有进一步提高的空间等。¹⁴这一切为养老保险个人账户基金入市提供了基本的有利条件。然而,我国的股票市场也存在着一系列隐患:由于企业股票上市要受到太多限制,股票市场实际上主要发挥了筹资功能,其他方面的作用还没有得到充分重视;上市公司的信息披露十分有限,市场信息共享性很差,使得交易行为在很大的程度上受到一些“概念”或消息(未必属实)的影响,加上政府在公布政策或信息上选择时机、把握分寸等方面的失误,股市的大起大落时有发生;股民70%以上是散户,而这些人大多专业知识有限,对股市缺乏理性分析能力,加上有关法规的控制力不够强,使得庄家操纵、内幕交易和投机活动比较盛行,这又加剧了股市的波动;股市市盈率已经很高,一、二级市场差价正逐渐缩小,有潜力的股票已经不是很多;虽然国有企业有可能做战略性撤退,但保险公司、商业银行等机构

正强烈要求大规模上市,资金的供给面一时还很难判断;不准卖空,交易费用并非可以忽略不计;等等。

基础设施和不动产。当前,我国的道路、桥梁、港口、机场、电站等基础设施建设虽然已经取得了长足进步,但还远远满足不了经济飞速发展的需要,特别是国家新近提出的西部大开发战略又将掀起新一轮基础设施建设投资的高潮,这就为像养老保险基金这样的大额资金留下了用武之地。但是,基础性投资一般金额大,期限比较长,收益率也不一定高,如果养老保险基金大部分投资于此,养老保险基金的积累将很可能难以满足老龄化的需要。而随着住房体制改革的深化,普通居民对住房的需求将快速扩张,房地产市场的开发潜力将凸现出来,但我国房地产市场炒作成份太大,投机比较盛行,风险很高。

因此,在我国目前的情况下,养老保险个人账户基金投资于国内单个市场将难以达到有效分散风险的目的。我们应该提倡养老保险个人账户基金投资渠道的多元化,既可以投资于银行存款和政府债券,又可以投资于股票和公司债券;既可以用于房地产开发,也可以用于大型基础设施建设;既可以用于抵押贷款,也可以用于信用贷款;既要强调主要投资于国内市场,又可以适度介入国际市场。然而,为了保证养老保险个人账户基金的安全,必须由有关机关参考各投资市场的发育程度、国家的宏观调控能力、各投资机构对投资风险管理能力、有关政策法规的完善程度等综合情况,制定一定的投资规则,包括:确定法定投资项目的种类,确定单个投资项目的投资限额,对不同风险类别的投资项目规定投资比例,等等。

2. 基金的内在要求

从养老保险基金的本质来看,它是国家为解决养老问题而运用法律手段筹集的专款专用的资金。这使得它具有一些比较特殊的性质:养老保险基金的资金来源受经济增长、经济波动、法制约束力等因素的影响,支出受到人口数量、人口结构、收入消费水平等因素的影响,因而要实现收支长期动态平衡必须综合考虑各方面因素,虽然从缴费到获益时间跨度很长,但都是法律明确规定了的,因而其收入和支出都带有明显的刚性;养老保险基金规模庞大,投资运用足以对整个国民经济产生重大影响,而且关系到广大劳动者切身利益,是社会稳定的重要基石;由于国家是社会养老保障责任的主要承担者之一,所以养老保险基金的收支状况对国家财政会产生重要影响;一般的单个被保险人由于知识、时间及其他能力方面的限制,不仅不可能积极参与养老保险基金投资活动,而且也很难进行比较有效的监督;等等。正是这些特殊性质决定了养老保险基金投资必须严格遵循安全性(指实际安全性)、收益性、流动性和社会效益性“四原则”。而各国长期以来的投资经验表明,多元化是同时实现这四个目标的应有选择。

3. 积累制度的要求

我国的养老保险实行的是部分随收即付部分积累的制度。在随收即付制度下,影响养老保险收支平衡的主要因素是人口年龄结构、法定退休年龄、目标可比工资替代率、工资总额等;在个人账户积累制度下,影响养老保险制度收支平衡的不仅有缴费率、预期退休金水平和自我负担率,还有基金收益率。而选择个人账户积累制度的基本前提就是基金收益率高于工资增长率;自我负担率低于赡养率。否则,基金积累制度比随收即付制度更不经济,退休金水平相同时,它要求更高的费率;费率相同时,则退休金水平下降。在当前,自我负担率高和基金收益率低是我国“统账”制度即期收支不平衡和未来赤字的重要原因。因此,只有建立严监督宽管制的多元投资模式的基金管理体制,才能提高养

老社会保险基金的预期收益率和实际收益率,增加制度的收入,才能促进现行制度的收支平衡。¹⁵

4. 人口老龄化

我国是世界第一人口大国,庞大的人口数量和急剧的老龄化无疑需要有越来越庞大的养老保险开支,而企业缴费率的平均水平目前已经到了很难再提高的程度(因为提高费率,必然会提高企业生产成本,影响企业竞争力,在我国目前大批企业经营效益不好的情况下,只会导致许多企业或破产或逃避缴费),在这种情况下,只有通过多元化投资,在充分分散风险的前提下获取市场平均利润(以政府承担转制成本为前提),才能不断充实养老保险基金,让老年人分享经济增长的成果。否则,要么我们必须降低老年人的生活水平,要么我们就得面对日益恶化的养老保险财务危机。此外,我国的人口分布极不平衡,人口年龄结构地区间、城市间的不平衡程度更大,各地的老龄化速度快慢不一,因而各地的养老保险基金积累和负担在数量和时间分布上都存在着巨大差异。在这种情况下,中央有责任保障全国的老年人都有基本的养老保障,要从整体上调控养老保险基金的投资,并对有些地区给予一定的帮助,就应该掌握一部分调剂资金,并可以把这部分资金作为宏观调控的工具;而各地都面临着的老龄化难题,需要制定适合本地实际的平衡养老保险基金财务的对策,也应该有对一部分资金的控制权。这就要求以养老保险基金多元化投资去适应多样化的养老保险金支付负担。

而且,我国的人口老龄化是在生产力不发达,经济结构低下,经济飞速发展的时代背景下与经济体制转变同时发生的。一方面,经济不发达的状况决定了仅靠国家财政支持和企业、个人缴费难以解决急剧的人口老龄化问题;另一方面,经济体制转变和经济飞速发展则需要大量的资金来投资,为养老保险基金通过投资获取较高的收益提供了可能。而各地区经济发展极不平衡则决定了经济水平的多层次性,再加上收入水平的多层次性,必然要求养老保险基金的投资机构和投资方式都应该是多元化的。

5. 制度的外部性——推动资本市场发展和资源优化配置

多元化投资模式的外部效益是多重的,特别是能够推动我国资本市场的发展和资源的优化配置。首先,可以大大增加了资本市场的总供给,能够在一定程度上缓解我国当前资金供给相对短缺的压力,促进资本市场的供求平衡;其次,它有助于引导人们的消费储蓄习惯,改变人们的投资心理,鼓励长期投资,扭转我国长期以来由中短期金融资产支撑长期项目投资的不良运作状况,促进资源的优化配置;第三,它能够推动金融创新,特别是促进金融工具的创新和鼓励竞争性金融机构的发展,提高资本市场的运行效率;第四,它有利于培育资本市场主体的投资理性,规范资本市场的投资行为,促进资本市场的稳定;等等。¹⁶

总之,虽然不少人对养老保险基金的投资工具提出了一些比较独到的观点,例如,莫迪格里亚尼提出可以投资于单一的“指数化”了的投资组合,并将该组合的回报与国库券投资组合的回报“互换”,以保证养老保险制度的“定额给付”的特征,¹⁷但是,世界各国养老保险基金投资实践及发展趋势表明,投资工具及对象的多元化是养老保险基金保值增值的合理选择。¹⁸

三、养老保险基金投资多元化的制度保证¹⁹

如何构建适合我国国情的养老保险基金投资体系?本文强调,养老保险基金投资多元化,需要一个通过层层代理而建立起来的适应社会主义市场经济要求的高效运转的投资与监管体系,即需要一个制度保证。

1. 建立严密的组织框架——分权式管理

“统账”制度以及与之相适应的多元化投资模式要求建立一个严密的组织框架,要求实行分权式管理制度,做到政事分权、统账分权和资产负债分权。我们认为,可以将基金的行政管理权交给社会保险管理部门(以下简称社保部门),养老保险统筹基金可以交给与政府相对独立的非营利性投资机构来管理,个人账户资产管理权交给经过筛选的专业投资机构,个人账户负债管理权交给相应的财政部门,而监督权交给专门的监管机构和外部监督机构,以建立一个多权分离、各行其职、各负其责的管理制度。

2. 建立严格的监管制度

多元化投资和分权式管理,必然会产生委托—代理问题,为了防止道德风险和逆选择,必须建立严格的监管制度。关键是要做好以下几个方面:

(1) 组织结构。我们认为,严格有效的监管制度必须有一个相互制衡的组织结构。首先,要建立独立、高效的养老保险基金监督和管理委员会²⁰这样的监管机构应该直属国务院领导,但尽量独立于政治压力;委员会主席的任命或选择必须是科学的、高度透明的;实行委员制,委员由劳动保障部门、财政部门、审计部门、企业、职工和专家等方面代表组成,以较好地代表各方面的利益和意志;按城市设立地方监管办事处(类似于人民银行、证监会和保监会的管理体制),实行垂直管理;主要监管对象是有关机构进行的养老保险基金(含社会统筹基金和个人账户基金)投资活动。其次,政府社保部门应该积极监督养老保险资金的筹集和养老金的发放工作,并与养老保险基金监督和管理委员会相互协调,相互牵制,如果对养老保险基金监督和管理委员会的工作不满意,有权表示异议。再次,政府财政部门可以对社会统筹基金管理活动提出意见和建议,并与社保部门协商转移支付、财政兜底、优惠待遇等相关事宜。此外,还要提供合适的信息反馈渠道,以积极推进社会公众监督。

(2) 准入标准和程序问题。为了提高养老保险基金投资的专业化水平,增加投资收益,应该建立一套养老保险基金专业投资机构的筛选、运营与淘汰机制。我们认为,首先,可以由养老保险基金监督和管理委员会制定养老保险基金专业投资机构的准入标准(如投资机构的资本实力、以往业绩、管理人员素质等)、筛选程序以及开展投资活动的各项主要指标要求(如投资限额和投资组合规定,最低盈利标准,基金盈利波动准备规模、投资准备规模等);然后,可以由任何符合条件的投资机构在规定的时间内向养老保险基金监督和管理委员会提出申请,养老保险基金监督和管理委员会根据严格的事先制定的筛选程序及标准从中挑选一定数量的投资机构,然后通过竞标选择若干家,委托其管理养老保险个人账户基金。

(3) 监管方式与淘汰机制。养老保险基金监督和管理委员会与受托机构之间主要是委托—代理关系,养老保险基金监督和管理委员会一般只依据有关政策或双方达成的契约对受托投资机构的投资活动进行监督检查,而不直接干涉其日常事务。然而,虽然受托投资机构的各项投资活动在政策规定的范围内应该有相当强的自主性和灵活性,但为了防止或尽量减少信息不对称所导致的道德风险和逆选择,²¹受托投资机构必须将其投资方案及投资预算交养老保险基金监督与管理委员会审批,并向养老保险基金监督与管理委员会呈交季度和年度财务报告。尤其应该强调的是,受托投资机构的养老保险基金运作过程必须与它的其他业务相独立,以避免受托人出于利己的考虑而做出损害委托人利益的事。对于出现重大问题或没有达到指定指标的受托投资机构,养老保险基金会可责令其整改,也可以经过考核后将其

管理的部分基金转移到其他经营效益好的受托投资机构,甚至可以完全取消其代理资格,而将其管理的基金全部转移到其他投资机构。这样的机制既可以充分利用专业投资机构的优势,利用市场竞争机制把养老保险基金投到收益最好的地方,又可以满足养老保险的特殊要求。

3. 建立比较完善的中介制度

为了强化外部监督机制,必须加快培养精算、会计、审计事务所和各种风险评级公司等中介机构。中介机构的主要作用是向各机构和公众提供信息服务,使他们能够获得并准确理解养老保险基金运营的信息,从而加强基金监管。鉴于我国目前市场中介机构很不发达,离独立、客观、公正的标准还有很大的差距,应该加快中介机构市场化改革的进程,要求中介机构与原挂靠单位脱钩,促使其通过市场竞争提高服务质量。

注释:

邓大松:《美国社会保障制度研究》,261页,武汉,武汉大学出版社,1999。

李珍:《智利:退休金改革的启示》,载《经济日报》,1995-12-17。

李珍、辜胜阻:《社会保障基金管理制度的国际比较研究》,载《财政研究》,1998(2)。

李绍光:《养老金制度与资本市场》,144~156页,北京,中国发展出版社,1998。

林义:《东欧国家养老保险基金管理的启示》,载《经济学家》,1999(3)。

冯兰瑞:《部门利益与基金管理》,见徐滇庆等:《中国社会保障体制改革》,381~387页,北京,经济科学出版社,1999。

杨宜勇:《中国养老保险基金的收缴与投资》,见徐滇庆等:《中国社会保障体制改革》,388~396页,北京,经济科学出版社,1999。

10 李珍:《社会保障制度与经济发展》,198~202,198~202页,武汉,武汉大学出版社,1998。

实际上,这也为这些机构的发展提供了新的机遇,特别是对正急速前进的中国保险业。有关此类改革对商业保险的积极意义的论述可参见Dr Thomas Trauth, 1998: "Financial difficulties of public pension schemes: market potential for life insurers", Swiss Re, sigma No. 8, 1998。

11 哈里·马克威茨:《资产选择——投资的有效分散化》,中文版,3页,北京,首都经济贸易大学出版社,2000。

12 郭存芝:《现代证券组合投资理论在我国的应用研究》,载《数量经济、技术经济研究》,2001(1)。

13 李春杰、刘崇明:《我国证券市场的六大风险》,载《经济参考报》,2000-11-18。

14 黄运成:《中国资本市场现状与发展重点》,载《中国金融》,2001(1)。

15 李珍:《养老保险的平衡问题分析》,载《中国软科学》,1999(12)。

16 李珍:《社会保障制度与经济发展》,201~202页,武汉,武汉大学出版社,1998;李绍光:《养老金制度与资本市场》,110~113页,北京,中国发展出版社,1998。

17 F·莫迪格里亚尼、M·L·塞波尼和A·S·穆拉利海:《麻省理工学院对美国社会保障体系危机的解决方案》,载《经济社会体制比较》,2000(5)。

18 韩大伟、厉放、吴家亨:《养老金体制——国际比较·改革思路·发展对策》,59~77页,北京,经济科学出版社,2000。

19 关于这方面,我们将在以后的研究中进一步更深入地探讨。

20 有关建立养老保险基金监督和管理委员会的构想来源于德国、美国等国养老保险基金监管实践的比较与分析。可参见郑春荣:《德国养老保险体制现状、改革方案及其筹资模式》,载《德国研究》,1998(2),19~26页;Holmann, R., 1997: "On the economic benefits and fiscal requirements of moving unfunded to funded pensions", American Institute for Contemporary German Studies, Research Report No. 4, Washington D. C.; Dimitri Vittas, 1998: "Regulatory Controversies of Private Pension Funds", World Bank, Development Research Group, [mimeo. www.worldbank.org/pensions](http://www.worldbank.org/pensions)

21 这种观点主要来自现代契约理论,可参见科斯、哈特、斯蒂格利茨等:《契约经济学》,中文版,15~60页,北京,经济科学出版社,1999。

(作者单位 武汉大学社会保障研究中心 武汉 430072)
(责任编辑: 向运华)