

我国养老基金投资的审慎投资人规则

张春丽^{*}

内容提要 我国养老基金采机构集合型投资,在受托机构及投资管理机构的审慎投资人规则及责任缺失的前提下,受益人及地方政府对养老基金投资风险的承担,为养老基金投资风险规制提供了逆向激励。养老基金的机构集合型投资与受益人自治型投资相比,受益人选择权弱化、投资机构控制权增强、投资过程透明度降低。审慎投资人规则由投资人行为规范到投资风险量化控制的演进,勾勒出养老基金投资风险规制由对受益人的代理投资人的规制,到对集合型投资机构投资行为审慎性的激励的演变。因而我国养老基金投资的法律规则,应重新厘定受托机构及投资管理机构的集合型金融服务机构的法律地位、重构其审慎投资人规则、完善投资风险治理结构及外部监管,为养老基金投资的风险规制及投资安全提供正向激励。

关键词 养老基金 投资风险 审慎投资人规则

引 言

自 2015 年,我国基本养老保险基金(以下简称养老基金)开始进行市场化、多元化及专业化投资,这是“织密织牢社会保障安全网”的必然选择。养老基金由委托机构统一归集,由受托机构及其委托的投资管理机构在立法设定的宽泛投资范围及法定投资比例限制之下,进行集合型投资。这一投资模式以利用集约型金融服务机构的审慎投资及宽泛投资裁量权,产生较高收益为目标。因而也须以现代审慎投资人规则、相应的风险治理及外部监管对投资机构形成的严密约束为保障。否则投资机构非审慎投资行为的风险,将通过投资立法及养老金收益给付机制的传导,错配给基本养老保险受益人及地方政府。

我国《基本养老保险基金投资管理办法》及《全国社会保障基金条例》等立法,在养老基金受托机构及投资管理机构的资本安全网、投资行为审慎性、内部风险治理及外部监管方面存在漏洞。这些漏洞导致审慎投资人规则缺失、审慎投资人责任“无处落地”,

^{*} 中国政法大学民商经济法学院讲师,法学博士。

只能以行政责任替代之。立法赋予了养老基金受托机构及投资管理机构宽泛的投资裁量权,但却未能建立完善的审慎投资人规则,严重弱化了我国养老基金的投资安全网。然而,养老基金是基本养老保险受益人不可损失权益的载体,是受益人退休后经济安全的重要保障。这就提出了重塑受托机构及投资管理机构的审慎投资人规则并通过风险治理及外部监管对其予以完善,进而弥合养老基金投资安全网漏洞的要求。

利用发达的现代集约型金融服务业进行养老基金投资,是一种国际趋势,也是审慎投资人规则的现代语境。具有集合型特征的养老基金与集约型金融服务业结合,相比起金融服务机构与客户之间的一重投资代理关系,增加了无规制热忱及风险约束激励的委托人。但受益人依赖有投资裁量权的金融服务机构获利、金融服务机构的投资行为对受益人不具有透明性,并未发生实质改变。所以,立法、理论及实践,一方面以审慎投资人规则规制养老基金的投资风险;另一方面在基本养老保险受益人、养老基金及投资机构的多重投资代理关系中,拓展了审慎投资人规则,尤其增加了对投资机构投资行为审慎性的激励。

因而,重塑投资机构的审慎投资人规则、完善审慎投资人的风险治理及外部监管,契合于我国养老基金的集合型投资模式及利用集约型金融服务机构的宽泛投资裁量权,产生较高收益的目标。实际上,在养老基金投资中,通过预算责任及审计等方式,将投资风险及监督职能分配给委托人即地方政府,也具有必要性,但这与重塑养老基金投资机构的审慎投资人权责并不矛盾。二者缺一不可,无法相互替代。

一、现行规范下我国养老基金的投资风险错配及其根源

(一) 我国养老基金集合型投资的风险错配

1. 养老基金集合型投资的风险

养老金是社会保障安全网的重要组成部分,^①是个人退休后经济安全的重要保障。养老金投资以保障安全及保值增值为目标。2015年国务院《基本养老保险基金投资管理办法》(以下简称《养老基金投资管理办法》)及2016年国务院《全国社会保障基金条例》,开启了我国养老基金集合型投资的大幕。所谓集合型投资,是指我国养老基金由地方政府统一归集,并作为委托人,委托给立法设立、国务院授权的受托机构,进行直接投资或授权投资。在受益人与养老基金的关系上,我国基本养老保险采职工强制参保、自营业者及城乡居民自愿参保相结合的方式。养老金由个人与其雇主的强制性缴费或个人自愿缴费形成,是个人收入的替代,也是个人不可损失权益的重要组成部分。在养老基金归集及委托投资关系上,包括企业职工、机关事业单位工作人员及城乡居民养老基金在内的养老保险基金,经负责将其归集到省级社会保障财政专户的地方政府委托后,即可进行投资。因而,我国养老基金的投资,是将养老保险受益人的不可损失权益

^① 参见《十二届全国人大四次会议李克强作的政府工作报告(摘登)》,载《人民日报》2016年3月6日第2版。

形成的集合性养老基金,经其“看家人”地方政府,统一委托给受托机构而进行的投资。

投资有风险这一警句,不仅对私人的分散型投资适用,对养老基金的集合型投资同样适用。受托机构及获得其委托的投资管理机构的投资决策能力、道德风险规避能力及风险治理能力,是进行集合型投资的养老基金须面对的第一重风险。养老基金的投资对象,不论是金融商品还是国有重点改制及上市企业,均存在可预见及不可预见的运行风险。这是养老基金投资的第二重风险。投资对象的可预见风险至少包括其他创新型金融商品的竞争、国企产业结构的调整、地方债等特定投资对象的升值空间有限等。投资对象的不可预见风险包括自然灾害等特定事件。国内金融市场的系统性风险、证券市场剧烈波动及国际金融危机对国内金融市场的负面影响,是养老基金投资的第三重风险。^②

我国养老基金首次全面进行市场化投资,是否会遭遇重大投资风险并无案例可循,但集合型投资基金因未能有效规避投资风险而承担巨额投资损失,在全球金融市场并不少见。美国西弗吉尼亚州政府投资基金,曾以稳健著称,其最后破产。该基金的投资委员会,由州财政部、审计部及专业投资人员组成,基金主要投资于政府债券。1987年3月27日美国对日经济政策变动,政府债券收益下滑,该委员会坚持持有政府债券,直到损失由27日当天的0.26亿上升为1.8亿。为顺利连任,投资委员会主席未纠正失误,却在回购协议市场借债弥补投资损失,直到联邦审计部将其揭发。^③在安然公司丑闻中,加利福尼亚州政府雇员养老基金及纽约州养老基金,因持有安然公司金融商品而分别损失了5亿美元及基金总额的58%。^④部分欧盟国家的养老基金,在2008年全球金融危机中,损失额度达基金总额的20%到25%。^⑤所以,不论是以稳健著称的政府公共投资基金,还是投资经验丰富的美国及欧盟养老金,都受到了投资机构决策能力及道德风险的影响,也受到了投资对象风险、系统性风险及金融危机风险的影响。

2. 风险错配: 受益人及地方政府对养老基金强制集合型投资的风险承担

我国2010年《社会保险法》及1991年《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》,确定了基本养老保险基金以支定收的筹资方式。同时,依据1997年《国务院关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》,职工退休后基础养老金每月给付标准,以个人账户余额除以计发月数计算。

② 目前系统性风险尚无非常明确的定义,但一般被认为如果一个金融机构的倒闭会对其他金融机构或经济体系产生负外部性,即认为该金融机构与其他金融机构或经济体之间具有系统重要性关联。See Pirrong, Craig, *The Economics of Clearing in Derivatives Markets: Netting, Asymmetric Information, and the Sharing of Default Risks through a Central Counterparty*, at <http://ssrn.com/abstract=1340660> (Last visited on July 5, 2015) .

③ See Vernon R. Hayes, JR., *The Dangers of Relying on a Legal List: A Case Study of the West Virginia Consolidated Investment Fund*, 19 Public Budgeting & Finance 49, 51 (1999) .

④ See University of California Office of the President, University of California Named Lead Plaintiff in Enron Class Action Suit, at <http://www.ucop.edu/news/enron/art1202.htm> (Last visited on March 15, 2016) .

⑤ See Antolín, P. & F. Stewart, *Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis*, 36 OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions 1, 2 (2009) .

因而,依据以支定收的筹资方式及把个人账户余额与每月退休后领取的养老金总额挂钩的收益给付方式,我国养老基金的投资风险,将对受益人退休后领取的养老金额度产生影响,二者以个人账户余额为直接的联系纽带。实际上,依据《养老基金投资管理办法》第34条第4款,养老基金投资的委托人即地方政府,可根据养老基金投资收益率,对养老基金进行记账、结算及收益分配。同时,《社会保险法》规定,养老金给付不足的,由县级以上人民政府给予补贴。所以,按我国现行的养老金缴费、收益给付及投资方式,受益人及极端情况下的地方政府,是养老基金投资风险及损失的最终承担者。

这也说明我国养老基金投资,存在着较为明显的风险错配。依据《基本养老保险基金投资管理办法》第58条等规范,我国基本养老保险受益人个人对养老基金的市场化投资,既无投资决策权,也无委托投资权,但成为主要的投资风险及损失的承担者。地方政府对养老金是否进行市场化投资有决策权,且有权依据投资结果重新为受益人账户记账,然而仅在极端情况下承担养老基金的兜底给付责任。受托机构及投资管理机构,虽然依法享有直接投资权或委托投资权,但对投资决策能力、风险规避能力及道德风险行为所导致的风险与损失,主要承担行政责任或以微量风险准备金对冲。

(二) 风险错配的根源: 审慎投资人规则缺失

实际上,不论是养老基金还是私人基金,在审慎投资人的法律框架下,除非投资机构违反审慎投资人规则、牟取私利或有其他过失,否则都不因投资决策、投资对象选择、未能避免系统性风险或金融危机风险并导致投资损失,而承担责任。^⑥ 审慎投资人规则对投资机构的约束,也成为养老基金投资的安全网。

我国养老基金投资的风险错配,看似产生于《社会保险法》等规则在养老基金投资机构与受益人及地方政府之间进行了风险错配;但实际上是《养老基金投资管理办法》未通过现代审慎投资人规则,在养老基金与基金投资之间建立投资安全网的结果。现行立法一方面在投资机构的投资行为及风险资本覆盖方面,留下非常多的法律漏洞;另一方面又主要要求投资机构承担行政责任。

1. 投资规范漏洞: 审慎投资人规范缺失

依据《养老基金投资管理办法》,我国养老基金的投资涵盖了境内主要的短期、中长期投资产品及央企、地方龙头企业与国家重大项目等。投资机构在该办法规定的投资比例限制之内,享有宽泛的投资裁量权。然而,《基本养老保险基金投资管理办法》第34条到第39条等现行立法,主要通过对投资机构的内部风险预算、业绩考察及违规行为处罚等,规制其投资行为。但对目前在全球政府公共基金及私人基金的投资中实现了投资风险量化控制的资本安全网规则,却并未涉及。^⑦ 即使是可对投资管理人行为的审慎性产生约束的《证券投资基金法》,也无相关规范。然而,资本安全网规则可对投资

^⑥ 如哈佛学院诉艾莫里案确定了由于投资风险难以避免,所以符合投资程序的受托投资人不必承担赔偿责任的原则。
See *Harvard College v. Amory* [1830] 26 Mass (9 Pick) 446.

^⑦ See 2003 EU Directive 2003/41/EC, art. 15.

风险进行量化控制,在投资机构享有宽泛投资裁量权的同时,仍可约束其投资行为、实现基金投资安全及增值之目标。就这一点而言,我国《养老基金投资管理办法》虽然完成了养老基金投资从银行存款及购买国债的投资清单模式,到宽泛投资裁量权模式的过渡,但尚未建立起适应新的投资模式的风险规制措施。

现行立法要求投资机构在养老基金收益及投资管理机构手续费之内提取风险准备金,对投资机构投资行为的审慎性的激励不足。根据《养老基金投资管理办法》及《全国社会保障基金条例》,受托机构按养老基金年度净收益的1%提取风险准备金,投资管理机构在当期收取的管理费中提取20%作为风险准备金,用于弥补投资损失。但目前的风险准备金仅能作为风险规制制度的雏形。通常而言,用来担保金融机构将勤勉谨慎的投资运营他人资产并可吸收投资风险及损失的风险准备金,应由金融机构或其发起人提取。但我国养老基金投资机构的风险准备金,则来源于养老基金净收益及从养老基金中提取的投资管理手续费。风险准备金在来源上的差异,对投资机构投资行为的审慎性所产生的激励,也会有所不同。同时,投资机构的风险准备金,是养老基金仅存的投资损失吸收工具。但相比起养老基金投资的可预见及不可预见风险,如经济下行、产业结构调整、房地产市场及地方债升值空间有限、国内资本市场震荡及国际金融危机的传导等,该风险准备金的损失吸收与风险覆盖能力均不足。

《基本养老保险基金投资管理办法》及《全国社会保障基金条例》等现行立法,对受托机构及投资管理机构的道德风险及代理成本的事前预防及反向激励不足。这两类投资机构的道德风险及代理成本,是养老基金等公共资金的投资无法回避的风险,表现为投资机构侵吞、挪用、混同养老基金资产及利用未公开信息牟利等。目前《养老基金投资管理办法》仅规定了罚款、降低代理费用及记入征信体系等事后规制措施,然而不难判断,事前预防措施及反向激励机制,在降低这两类机构的道德风险及代理成本的负外部性方面,成本更低。

同时,养老基金投资受托机构及投资管理机构的内部风险治理不健全。尽管《养老基金投资管理办法》第16条规定受托机构的首要职责之一是建立健全风险管理。但迄今为止,即使是全国社保基金理事会的投资透明度,都非常低。全国社保基金理事会在每年年末至第二年四月,公布资产负债表及审计报告。但其公布的数据中,不包括境内外投资的完整投资组合,更无对投资组合及投资历史回报等信息的披露及说明。公众也无从判断社保基金理事会及投资管理机构的投资行为的审慎程度。

专业化外部监管的缺失,进一步加剧了养老基金投资的风险。依据《养老基金投资管理办法》第52条,受托机构主要受人力资源社会保障部及财政部的监督,监督方式为调查或现场检查。投资管理机构在此基础上,受人民银行及证监会等金融监管部门的监督。受托机构对养老基金进行直接投资或委托投资,享有投资裁量权。全国社保基金理事会的境内外投资,具有高度专业性及风险性。因而,金融监管部门的持续监管及受托机构的信息披露,应成为规范投资机构投资行为的重要手段。但目前受托机构一方面享有高度的投资裁量权,另一方面基本不受金融监管部门的专业化监督,同时其向

人社部及财政部提供的收益说明,又是建立在存在大量漏洞的法律规范基础之上的。

综上,我国养老基金投资规范,在受托机构及投资管理机构的资本安全网、行为规制、投资透明度、风险治理结构及专业化监管方面,均存在漏洞。这些漏洞降低了这两类投资机构以处理本人事务的注意,谨慎而忠诚地履行投资义务,并整体考虑养老基金投资风险及收益的激励。但依据审慎投资人规则,接受他人委托而履行投资义务的主体,须忠诚、谨慎、以处理本人事务的注意并富有经验及智识地对投资资产的风险与收益进行整体考虑。^⑧因而,我国养老基金投资的现行立法,尚未建立起受托机构及投资管理机构的审慎投资人规则。

2. 投资主体的行政责任: 审慎投资人责任缺失

依据《全国社会保障基金理事会章程》第3条及《基本养老保险基金投资管理办法》第16条等规定,全国社保基金理事会等受托机构是国家设立、国务院授权,主要承担法律规定及委托人委托之职责的行政机构。在直接投资、委托投资及监督投资管理机构履约等方面,受托机构又发挥着金融机构的功能。在审慎投资人规则缺失的前提下,受托机构主要对机构自身及主要责任人违反委托合同、侵吞或挪用养老基金资产、泄露未公开信息及玩忽职守等行为,承担行政责任。责任方式包括警告、没收违法所得、暂停或撤销直接主管人员或其他责任人的职务等。

然而,依据现行立法,受托机构因投资行为审慎性不足,如投资决策对系统性风险或金融危机风险规避的不足,而导致的投资风险和损失,无须承担责任。因为受托机构的非审慎性投资行为,不在其行政责任的范畴之内。即使依据《养老基金投资管理办法》,受托机构可通过内部规章建立审慎投资行为规则,但追究受托机构及其主要负责人的行政责任,对弥补养老基金的投资损失,并无太大现实意义。不可忽略的是,养老基金的风险错配,也降低了受托机构以内部规章等形式,主动承担非审慎性投资责任的积极性。

同时,不具有行政身份的投资管理机构,对养老基金投资运行风险所承担的责任也较为薄弱。仅当投资管理机构违反《养老基金投资管理办法》关于基金投资范围及投资比例限制的规定,并造成基金损失时,才须承担损失赔偿责任。但该法对养老基金投资范围及投资比例限制的规定较为宽泛和原则,具有正常商业逻辑的投资管理机构,一般不会违反《养老基金投资管理办法》的规定。投资管理机构在违反委托合同或侵吞、挪用养老基金资产时,其责任形式仍以行政责任为主,有收益的须返还收益。

因而,依据《养老基金投资管理办法》,不论是以行政事业单位形式存在的受托机构,还是受托机构的合同相对方即投资管理机构,均以行政责任为主、民事及刑事责任为辅的责任承担方式,替代了其审慎投资人责任。但是这一替代,无法覆盖投资机构非审慎性投资行为引起的基金投资风险,甚至无法约束投资机构的道德风险及其负外部性。所以,以行政责任替代投资机构的审慎投资人责任,并不成功,相反成为养老基金

^⑧ See *Harvard College v. Amory*, *supra* note ⑥.

投资安全网规则缺失的又一重要领域。

综上,我国养老基金投资规范的漏洞及投资主体的行政责任,是投资主体投资行为审慎与否及与其有直接关联的基金运行风险,基本不受法律约束的主要原因。易言之,受托机构审慎投资人规则及责任的缺失、投资管理机构审慎投资人规则及责任的不健全,使我国养老基金与基金投资之间的投资安全网,基本处于空白状态。这也成为投资风险被直接传导给养老基金,进而错配给受益人及极端情况下有兜底给付义务的地方政府的主要原因。

所以,尽管我国养老基金投资机构,无需因投资行为审慎性不足而对基金投资运行风险及损失承担赔偿责任,与现代审慎投资人法律框架下,政府基金或私人基金的投资管理主体基本无须承担基金投资损失的赔偿责任的立法例,有一定契合性。但两者动因不同。我国投资机构的投资决策、投资对象选择、系统性风险及金融危机风险规避等行为的审慎与否,既无规则可供考察,也无责任机制可供追责,是现行规范存在法律漏洞且主要以行政责任对两类投资机构归责的结果。然而,现代审慎投资人规则,对投资行为及责任方面的法律漏洞的容忍度极低。

实际上,全球范围内的养老基金投资,不论是受益人自治型投资,还是金融服务机构的集合型投资,均以立法设置较为完善的投资安全网为前提。这些规则对养老基金投资风险的规制,是养老基金安全且获得较高投资收益的法律保障。

二、养老基金投资风险规制逻辑: 审慎投资人规则的演进

(一) 养老基金的受益人自治型投资及机构集合型投资模式

以受益人在养老基金投资中的不同地位为依据,养老基金的投资,大致可以分为受益人自治型投资及养老基金受托机构集合型投资两种模式。受益人自治型投资由受益人本人享有养老基金投资权且自担风险,因而,投资具有自治型的特点。受托机构的投资由受托机构代替受益人统一对养老基金进行直接投资或委托投资,因而,投资具有集合型的特点。养老基金的贬值及人口结构的变化,让很多国家都对由雇主和雇员缴费形成的养老基金进行市场化投资,不论这些养老金是由政府运行的,还是雇主或雇员协会运行的。

1. 受益人自治型投资: 受益人及其投资管理人的投资

受益人自治型投资,可分为受益人对养老基金的直接投资及养老基金信托投资两种主要类型。新加坡中央公积金特殊账户的投资,属典型的受益人直接投资。新加坡中央公积金是 1955 年建立的强制储蓄基金,属政府预算项目,由雇主和雇员共同缴费,先后设置了三类账户,特殊账户为居民养老储蓄账户。依据《中央公积金法》第 5(A) 条,受益人可将特殊账户内的养老储蓄资金存入投资账户,进行证券及稀有金属的投资。《中央公积金投资机制》第 9 条及第 22 条等,将投资范围扩大到了债券、基金、集合投资计划及集合信托。受益人对基金、集合投资计划及投联险的投资,必须通过基金管

理人或资本市场服务执照持有者进行。由于采受益人自愿直接投资模式,所以,中央公积金不对受益人的收益保底。受益人依据市场最低收益率获得养老金收益。《中央公积金法》规定市场型最低收益率由两部分组成,一部分为受益人缴费权益,该权益随新加坡通货膨胀率向上浮动;另一部分为受益人特殊账户的投资收益。

与新加坡类似,美国1974年《雇员退休收入保障法》第3条规定个人账户计划的养老储蓄基金,可由受益人自愿直接投资。个人账户计划是指由受益人对个人账户缴费形成的养老金计划。个人账户收益为受益人缴费扣除支出及损失的余额。受益人可对个人账户内的资产行使控制权,如制定投资决策、变更或指示投资管理人变更养老金的投资组合等。行使投资控制权的受益人,须承担投资风险及损失。《退休雇员收益保障法》第3条及第404(c)(1)(A)条,也将此类受益人排除在了美国财政部设立的养老金基本收益担保基金之外。养老金基本收益担保基金由雇主迟延缴费罚款、养老金及担保基金投资收益等构成,在受益人无法从养老金收益计划获得收益或收益不足时,该担保基金按月向受益人给付部分收益。

美国1974年《雇员退休收入保障法》对固定收益型雇员福利计划的信托投资模式的规定,也保障了受益人的自治性。该法规定雇员收益计划资产,须以雇员为受益人,以雇主或雇员协会为信义义务人。信义义务人以向受益人提供收益为唯一目标,其行为须符合注意、审慎及勤勉等审慎人标准。信义义务人须指定受托人。受托人以信托方式持有雇员福利收益计划资产,且对计划资产享有专属管理权及控制权。固定收益计划的受益人,在养老金基本收益担保基金保障的范畴之内。^⑨因而,依据该法,通常情况下雇员收益计划信托投资的结果,直接归属于受益人。但若信义义务人或受托人违反该法且损害受益人利益的,则受益人可通过诉讼等方式,向信义义务人及受托人行使养老金收益损失追偿权。

所以,在受益人自治型投资中,受益人作为一般投资者进行投资。这也决定了受益人自治型投资的投资安全网,可通过金融市场规制措施对受益人投资代理人及证券或债券等投资对象的规制,而被勾勒出来。这也是受益人自治型投资模式中,养老基金投资安全及收益,依托竞争型金融市场的结果。

2. 机构集合型投资:养老基金金融服务机构的投资

与新加坡及美国允许受益人自愿直接投资的模式不同,欧盟成员国的养老金机制,除一直存在的信托型投资外,自2003年进入改革期。改革目标是由法定的集合型金融服务机构即职业养老金机构,投资及运营养老基金。这是欧盟面对老龄化社会风险,为保障养老金受益人的收益安全,并应对金融市场的不确定性而进行的改革。

欧盟2003年《职业养老金机构运行及监管指令》第6条(以下简称2003年《指令》)及其2014年修正案规定,职业养老金机构是以运行职业养老基金为营业或事业的金融服务机构,通常包括雇主或雇员协会等设立的养老金机构。欧盟各国的职业养老

^⑨ See 1974 US Employee Retirement Income Security Act (ERISA), art. 403 (c) & (d), art. 4005 (b) (1).

金计划,通常是以合同或信托方式建立的由雇主及雇员共同缴费并依据缴费权益分配养老金收益的计划。^⑩ 所以,依据 2003 年《指令》及欧盟的实践,职业养老金机构所管理、运营及投资的不是单个受益人的养老金,部分国家在适用欧盟指令时,仅在国内设立几个大型的职业养老金机构来投资运营该国全部养老基金。^⑪

因而,欧盟职业养老金机构对养老基金的投资,具有集合型投资的特征。2003 年《指令》第 25 条及其 2014 年修正案也规定,职业养老金机构作为集合型金融服务机构,可以直接投资养老基金,也可以将其核心投资功能委托给其他机构,投资收益归属于养老基金。职业养老金机构须保证直接投资及委托投资的审慎性,并按照指令及各成员国金融服务的相关法规,进行严格的风险治理。

欧盟大多数成员国职业养老基金的投资、管理及运行,都须按照 2003 年《指令》及其修正案进行改革。英国《年金法案》于 2004 年吸收了欧盟 2003 年《指令》。英国养老基金管理机构可对养老基金进行直接投资,或委托投资管理人进行投资。投资管理人依据《金融服务与市场法》等获得金融服务准入资格的金融机构。按照 2003 年欧盟《指令》,依据英国《地方政府养老金机制规则》第 73 条建立的投资管理机构及获得其授权的投资管理人,均须被改革为职业养老金机构。尽管德国是典型的同时依托养老基金及人寿保险进行养老金筹集、投资及管理的国家,但与英国相似,也依据 2003 年《指令》为养老基金建立了集合型投资模式。^⑫

欧盟的投资模式及风险治理要求,亦符合各成员国职业养老金的收益给付方式。荷兰及瑞典等传统欧洲大陆国家,一般采用固定收益型的养老金计划。雇员退休后的养老金收益,按雇员最终收入或平均收入及工作年限来确定。因而,该收益是占雇员全部工资收入一定比例的确定收益。其他欧盟成员国主要采用固定支出型的养老金计划,按特定年份的工资水平及职业养老金计划账户中累积的养老金资产,计算实际可向雇员支付的养老金收益。该类计划中,雇员收益取决于养老基金的筹资水平及投资回报水平。^⑬ 所以,在固定收益计划中,职业养老金机构对雇员负有刚性给付义务,其通常会为养老基金设置担保基金,担保基金也由该机构去投资运营。在固定支出计划中,受益人收益完全依赖养老基金的资产余额及增值。因而,欧盟职业养老金的受益人,不具有直接投资的权利。但经过养老金收益给付机制的传导,受益人成为养老基金投资、管理及运行风险的最终承担者。所以,欧盟 2003 年《指令》及其 2014 年修正案,以职业养老金机构为核心,重构了养老基金投资规范。

实际上,欧盟职业养老金机构的养老基金投资、管理与运营,可以分为机构端和市

^⑩ 例外在于德国及瑞典等国家的一部分职业养老金基金是由人寿保险公司负责运行、管理及投资的。See GER 2000 Act on the Supervision of Insurance Undertakings (VAG), art. 112 (1), art. 113.

^⑪ Hans van Meerten, *Pensions Reform in the European Union: Recent Developments after the Implementation of the IORP Directive*, 14 *Pensions* 259, 262 (2009).

^⑫ See GER 2000 Act on the Supervision of Insurance Undertakings (VAG), *supra* note ⑩.

^⑬ See Hans van Meerten, *supra* note ⑪, 267.

场端。养老基金是受益人不可损失权益的载体。该权益不可损失的根源,一是因为其形成于受益人的缴费,是受益人工资收入的替代;二是因为与该权益对应的退休金,是受益人退休后经济安全的主要保障。在机构端,依据养老基金投资立法,职业养老金机构代替受益人投资受益人的不可损失权益形成的养老金资产。因而,不同于自治型投资中受益人对养老金账户累计资产的自愿及自主投资;在欧盟养老基金投资中,受益人无投资决策权,但养老金收益给付的法律安排,会让受益人成为被动的风险自负者。所以,职业养老金机构,作为养老基金投资的金融服务机构,实际上成为受益人不可损失权益的代理投资人。只是该代理是基于养老金投资立法的安排及收益给付机制的传导,而非受益人的自主选择。

在市场端,职业养老金机构替代了美国及新加坡受益人自治型投资中的受益人,对养老基金进行直接投资或委托投资。职业养老金机构及其任命的投资管理人,均可被视为养老金机制的信义义务人或受托人,须符合审慎投资人要求。所以,在市场端,养老基金集合型投资的安全网的法律结构,与受益人自治型投资的投资安全网的法律结构基本相同。

3. 与我国养老基金投资模式的比较

与受益人自治型投资及机构集合型投资相比,尽管我国对基础性养老金进行了市场化投资,但委托人将基础性养老金归集为集合型养老基金,由受托机构直接投资或委托给投资管理机构投资,在模式上,类似于欧盟职业养老金机构对养老基金的集合型投资。我国养老基金的投资模式可被视为强制集合型投资。一方面,养老基金的形成及其与受托机构的关系,具有强制性,这大大降低了我国养老基金投资在“政府委托—受托机构受托”这一环节的竞争性。但另一方面,该强制性并未对投资机构投资养老基金的投资行为及法律环境,产生正向激励。在法律规则存在漏洞、审慎投资人规则尚未建立的前提下,不能因养老基金的来源及其与受托机构的关系均具有强制性,就假设受托机构及接受其委托的投资管理机构,有自动履行审慎投资人义务的激励;或假设养老基金面对的投资运行风险会更低。实际上,养老基金的公共属性、受托环节的非竞争性与立法漏洞耦合的结果,是养老基金投资风险的增加。

所以,我国养老基金投资模式,更类似于欧盟养老基金的集合型投资,而不同于美国及新加坡的受益人自治型投资。那么,如果是因为《养老基金投资管理办法》对养老基金集合型投资机构的界定及规制的不到位,而导致立法漏洞,增加了养老基金投资的风险,且因此让受益人及对养老金收益有兜底给付义务的地方政府,成为养老基金投资结果的“风险自担”主体,则该立法漏洞及风险错配均无法律逻辑可言。

(二) 养老基金审慎投资人规则的演进: 从投资人行为规范到资本安全网

1. 审慎投资人行为规范: 对受益人的投资管理人的约束

采用受益人自治型投资的新加坡及美国,通过规制基金管理人及信托关系中的投资受托人,为养老基金及受益人构筑投资安全网。这也成为受益人自担投资风险的合理性基础。依据新加坡《证券与期货法》第2条等规定,基金管理人须以符合资产持有

者的审慎,代理受益人进行多样化投资,向受益人披露利益冲突及关联交易,报告交易记录。集合投资计划的基金管理人,还须向受益人披露集合投资计划的历史性收益回报及投资目标。

美国《雇员退休收入保障法》第 3(21) 条等规范,主要以信义义务规制雇员退休福利计划的投资受托人或其他可对计划资产的投资产生影响的主体。投资受托人是雇员收益计划的投资管理人,包括注册投资公司、银行或保险公司等。投资受托人须以受益人的收益为目标,按照符合注意、技能、审慎及勤勉的标准进行投资。这些标准被称为审慎人标准,其内涵是企业家的能力及行为目标。多样化投资是投资受托人的主要义务,任何非多样化投资均被视为明显的不审慎,除非能够证明非多样化投资符合投资行为发生时的商业判断。

所以,在养老基金的投资上,新加坡及美国作为受益人自治型投资的代表,其对代理受益人投资的基金管理人或履行信义义务的投资受托人的投资行为的规制,均以审慎投资人规则为基础。迄今为止,各国对养老基金受益人的代理投资人的规制,仍可分为法定投资清单、投资数量限制及多样化投资要求三个主要类型。这些类型的形成,是各国立法在适用不断演进的审慎投资人规则时,做出不同选择的结果。

一般认为审慎投资人规则的法律渊源为英国的普通法判例。^⑭ 当审慎投资人规则被传到美国时,在最为著名的 1830 年哈佛学院诉艾莫里案中,塞缪尔·普特南法官在判决中写道“符合善意的信义义务人可以按意愿去投资,因为资产在投资中始终处于有风险状态……信义义务人应当忠诚、谨慎、以富有智识和经验的方式及处理本人事务的注意,去履行投资裁量权。在永久性的处理委托人资产时,不得进行投机,须以资产的安全及收益为标准来衡量其行为。”^⑮

在 1869 年金诉塔尔博特案中,纽约州上诉法庭采取了与艾莫里案不同的态度。由于蓝天法之前美国公众公司的股票声名狼藉,所以,很多信托基金都将股票排除在投资清单之外。投资清单在美国信托基金的投资中长期存在,主要是为了防止经验不足或疏忽大意的信义义务人给受益人造成损失。纽约州法庭认为信义义务人只能将基金投资到被列入清单的债券或其他有固定期限的投资产品中,不能投资于股票,否则就违反了审慎投资人义务。^⑯

该判例的影响非常深远。直到目前在美国某些州及部分欧洲国家的养老基金投资立法中,仍存在投资清单规则。养老基金投资比例限制或称投资数量限制规则,被认为是投资清单规则的升级,即由立法确定每类投资对象及其投资比例,转变为由立法确定宽泛的投资范围及该范围内特定投资对象的投资上限。^⑰ 如英国 2009 年《地方政府年

^⑭ See e. g., 1719 UK Bubble Act, statute 6 Geog. I., c., 18.

^⑮ See *Harvard College v. Amory*, *supra* note ⑥.

^⑯ See *King v. Talbot* [1869] 40 N. Y. 76, 86-90.

^⑰ See Ruth Goldman, *The Development of the Prudent Man Concept in Relation to Pension Funds*, 6 J. Int. Pensions, 219, 220 (2000).

金机制基金投资与管理规则》第14条等,对养老基金投资于合伙企业、非公开发行证券及单位信托等的比例,规定了投资上限。我国《养老基金投资管理办法》第34条到第37条也采用了相似的立法例,既规定了宽泛的投资范围,也规定了养老基金对单一投资对象的投资上限。

然而,美国1974年《雇员退休收入保障法》中对审慎投资人规则的规定,又与金诉塔尔博特案不一致,并朝着哈佛学院诉艾莫里案的方向发展。《雇员退休收入保障法》第1104(a)(1)条规定,投资管理人等信义义务人只要按照审慎投资人的注意、谨慎、技能及理解力等标准,对其理解或应理解的投资行为及程序的事实或相关情况进行了考虑,且该考虑符合雇员退休福利计划的投资目标及预期回报,则该信义义务人可以进行有风险的投资。对雇员福利收益计划的受托投资主体,同样具有适用意义的《统一审慎投资者法案》及《信托法重述》(Ⅲ),也要求投资管理人等负有审慎投资义务的信义义务人,在做出投资管理决策时,须以投资组合为整体,来考虑风险及回报,而非仅考虑单一投资对象的风险。^⑮

因而,《雇员退休收入保障法》等规范,被认为重新确立了审慎投资人标准。该标准要求投资管理人等主体对资产多样化投资的投资组合整体的风险及收益予以考虑,而后做出符合专业技能、谨慎、智识及处理本人事务的注意等要求的投资判断。这一新的审慎投资人标准,被认为吸收了现代投资组合理论。现代投资组合理论于1952年由哈里·马科维茨提出。该理论将市场风险分为系统性风险及非系统性风险,降低非系统性风险的主要方式是多样化投资,因为相比起单一投资,投资的多样化可以尽可能多的对冲投资对象风险。系统性风险虽然无法在同一个市场中通过投资组合来降低,但不同市场的投资可以减少投资组合对投资目标的偏离。^⑯实际上,《雇员退休收入保障法》等与塔尔博特案延续下来的投资清单传统,最大的差异在于,这些规范不以投资清单、而以多样化投资的投资组合整体的风险与收益,作为投资管理人专业审慎标准的主要衡量因素。如美国劳动部在修订《雇员退休收入计划》时,在第404a-1条明确提出该法规定的投资管理人符合现代投资组合理论的审慎投资人。所以说,新加坡及美国以投资管理人的审慎投资人规则,为养老基金受益人自治型投资构建的投资安全网,既有改良后的投资清单规则的影子,也涵盖了现代审慎投资人的多样化投资要求。

2. 资本安全网: 对金融服务机构投资行为审慎性的激励及对基金风险的吸收

如前述,欧盟是养老基金的机构集合型投资的代表。集合型投资机构即职业养老金机构及其委托的投资管理机构,依据各国养老基金投资立法及养老金收益给付方式,成为受益人缴费形成的不可损失权益的默示投资代理人。受益人无投资决策权,但养老金收益给付机制,会让受益人成为被动的风险自负者。

所以,欧盟2003年《职业养老金机构运行及监管指令》及其2014年修正案,要求养

^⑮ See 1994 US Uniform Prudential Investor Act, art. 2 (b); also 1992 US Restatement of Trust (Ⅲ), art. 227 (a).

^⑯ See Harry Markowitz, *Portfolio Selection*, 6 Journal of Finance 77, 78 (1952).

养老金机构建立资本安全网。所谓资本安全网是指以养老金机构为资本成本的承担者,可对该机构产生审慎投资的激励约束,且可吸收养老基金投资运行风险的资本安排。^{②①} 2003 年《指令》及其 2014 年修正案,要求养老金机构根据养老基金及其投资组合,提供充分且适当的资产,建立技术性准备金。技术性准备金是养老金机构投资行为审慎性及受益人收益水平的担保,可用来吸收养老基金的投资运行风险。确定技术性准备金的关键因素,是该指令对养老基金最大收益率的规定。最大收益率一般按养老金机构在特定期间内,所投资或可能投资的资产投资组合的一般市盈率来确定。由于投资组合具有变动性,所以各国高流动性债券或欧盟政府债券的一般市盈率,也被作为技术性准备金最大收益率的参照。^{②②} 实际上,养老基金资产在正常金融市场中投资的最大收益率,可被视为该投资机构投资行为的审慎、尽责、勤勉、注意及投资技能的参照。这也成为技术性准备金发挥其对养老金机构投资行为审慎性的激励约束的关键。

欧盟 2003 年《指令》对技术性准备金的要求,在各国有不同的替代。瑞典金融监管局按照该国《交通灯示范法》,要求养老基金投资机构按照养老基金的投资对象的风险权重,提取风险资本。瑞典养老基金的投资对象包括债券、证券及房地产等,这些投资对象的利率风险、价格波动率及汇率风险等,即被视为其风险权重。^{②③} 丹麦及挪威等国,在欧盟 2003 年《指令》规定技术性准备金之前,通过后偿贷款激励养老基金投资机构的审慎性投资。养老基金的后偿贷款,是由第三方向养老基金金融服务机构提供的、在养老金机制的所有负债被清偿之前不能予以偿还的贷款。因而,一般认为后偿贷款对养老基金的投资风险及损失,具有无限吸收能力。^{②④}

2014 年欧盟《职业养老金机构运行及监管指令》(修订案)第 16 条等还规定,如果养老金机构提取的技术性准备金为金融资产而非现金,则须设置自有资本,或为技术性准备金设置保证金。自有资本是为养老金机构的投资行为的审慎性及受益人收益水平提供担保的现金。其额度按养老基金资产的总风险来计算,可涵盖冲抵技术性准备金资产的风险。因而,自有资本是以永久性资本形式存在的风险资本。冲抵技术性准备金之资产的风险,通常以相应的风险保证金来覆盖。风险保证金也成为最低额度的自有资本。在金融市场震荡甚至发生危机时,自有资本可以覆盖冲抵技术性准备金之资产及养老基金所持有的其他资产的风险,就这一点而言,自有资本被认为具有抵御顺周

^{②①} See 2014 EU Consultation Paper on Further Work on Solvency of IORPs, EIOPA-CP-14/040. 1, 5 (2014).

^{②②} See 2014 EU Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision, art. 14.

^{②③} See Finansinspektionen, Phase 2 of the Traffic Light Model – Non-Life Insurance Companies and Insurance Risks to be Included in the Model as of 2007, FI Dno. 06-4001-320, at http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/20_Miscellaneous/2006/traffic_light_060523.pdf (Last visited on Jan. 12, 2016).

^{②④} See 2008 EU CEIOPS Survey on Fully Funded, Technical Provisions and Security Mechanisms in the European Occupational Pension Sector, CEIOPS-OPSSC-01/08 Final 1, 26 (2008).

期风险的功能。^{②④} 澳大利亚规定养老金机构至少须按冲抵运行风险准备金之资产的市场价值的1%,提取自有资本。

综上,欧盟2003年《指令》及其2014年修正案等立法,要求养老金机构以基金之外的资产建立自有资本及技术性准备金,就如同在养老基金与基金投资机构之间,构筑了一道投资安全网。这一由养老金机构承担成本的安全网,可以覆盖该机构的非审慎投资行为的风险,激励其投资行为的审慎性;也可以覆盖基金投资运行的其他风险以及基金资产在金融危机时的顺周期风险。

同时,在市场端,养老基金集合型投资的金融服务机构及其委托的投资管理人,均直接面向投资对象及金融市场,其投资结果由基金及受益人承担。所以,养老基金金融服务机构及投资管理人,也应符合审慎投资人的投资行为标准。这与受益人自治型投资中,对获得受益人或其信义义务人授权的投资代理人的审慎投资要求,是相同的。2003年《指令》及其2014年修正案,也规定养老金机构及其委托的投资管理机构,须以受益人收益为中心,通过安全且高流动性的投资组合进行多样化投资,对单一投资工具及投资对象投资比例的限制,可由各成员国制定。

(三) 演进的根源: 受益人自治型投资与机构集合型投资的趋同与差异

欧盟2003年《职业养老金机构运行及监管指令》及其2014年修正案,要求养老金机构建立资本安全网并履行审慎投资义务,是对该机构通过养老金机制及投资立法的传导,成为受益人不可损失权益的代理投资人的回应。养老金机构与受益人的关系,类似于金融机构与其客户的关系。客户是金融机构负债的最终持有者,依靠金融机构的投资行为获得回报;但金融机构的投资行为在发生时,对客户又几乎总是不透明的。^{②⑤} 这一关系对受益人自治型投资中,受益人与投资管理人的关系也同样适用。

在受益人自治型投资或机构集合型投资中,养老基金的投资管理人及金融服务机构,均须履行审慎投资人义务的根源,在于受益人是依赖投资管理人或受托金融服务机构的审慎及努力而获得收益的。经过养老金机制及投资立法的传导,受益人也成为养老基金投资风险及损失的最终承担者。所以,投资管理人及养老基金投资的金融服务机构,究竟可在多大程度上受到法律规则的约束与激励,就成为基金安全及受益人权益保障的关键。

同时,在机构集合型投资中,养老基金金融服务机构的投资安全网规则,也对受益人自治型投资中,受益人投资代理人的审慎投资人规则进行了拓展。因为在机构集合型投资中,养老基金金融服务机构对受益人不可损失权益的代理投资,是由养老金收益给付机制及投资立法强制设定的。这一代理关系对受益人具有锁定性,受益人在投资

^{②④} 所谓顺周期性是指在经济周期中金融变量围绕某一趋势值波动的倾向,顺周期性增强就意味着波动的幅度增大。See Zicchino, L., *A Model of Bank Capital, Lending and the Macroeconomy Basel I v. Basel II*, 270 Bank of England Working Paper 1, 7 (2005).

^{②⑤} See Merton, Robert C. & André Perold, *Theory of Risk Capital in Financial Firms*, 6 J. Appl. Corp. Finance. 16, 17 (1993).

透明度上也更加依赖于金融服务机构。

所以,相比起在受益人自治型投资中,受益人可通过自主选择权及诉权的行使,给投资管理人市场带来激烈竞争,并形成外化的投资管理人履行审慎投资义务的激励;在集合型投资中,需要通过其他机制完成这种激励。实际上,如何通过法律规则应对养老基金金融服务机构越来越宽泛的投资裁量权,在审慎投资人规则吸收了现代投资组合理论,并倾向于同时应用多样化投资标准与投资清单标准之后,就成为难以回避的问题。实践中,养老基金金融服务机构,是由养老金机制或投资立法确定的、接受政府部门或雇主授权的养老基金投资受托机构。该机构不受竞争及受益人选择的影响,受益人也无法对其行使诉权。同时,政府部门或雇主仅为养老基金投资的委托主体,而非接受并依赖养老金收益的主体。委托主体实际上是受益人的养老金收益的看门人,其与受益人形成了由养老金机制设定的代理关系。^{②⑥} 所以,要在委托人及受托投资人均均为受益人的代理人,但仅委托人才能监督受托投资人的多重代理关系中,建立一个保障受益人权益的投资安全网,仅依靠对受托投资人行为的外部约束,仍是不足的,还需要法律规则内化受托投资人的非审慎投资行为的成本。

易言之,法律规则须建立一种新的让受托投资的金融服务机构,能谨慎、忠诚、以对待自己事务的注意及技能,整体考虑养老基金投资组合的风险及收益的内部激励机制。以养老基金特定期间内投资组合的最大市盈率为基准而提取的技术性准备金,及复制养老基金非现金资产的风险及投资对象风险的自有资本,均是这种被内化为受托投资机构成本的激励机制的代表。实际上,该成本可被视为受托投资机构的非审慎投资行为的对价。所以,欧盟 2014 年《职业养老金机构运行及监管指令》(修正案)第 14 条等规范,也将养老金机构的资本安全网规则,视为新的审慎投资人标准。

养老基金集合型投资机构端的投资安全网规则及市场端的审慎投资行为要求,是通过机构内部的风险治理及监管部门的监管,统一在一起的,这也是金融服务机构的审慎投资人规则,发挥作用的重要基础。

三、我国养老基金投资法律规则重构—— 以审慎投资人规则为进路

(一) 受托机构及投资管理机构的重新定位: 养老基金集合型投资的金融服务机构

如前述,我国养老基金投资的受托机构享有宽泛的投资裁量权,但现行立法依据其行政身份,主要对其施加行政责任,导致养老基金投资安全网缺失。因而,应依据养老基金投资模式及受托机构、受益人与基金的关系,重新厘定受托机构的法律地位。依据《养老基金投资管理办法》,受托机构是以省为单位的、受益人不可损失权益的默示代理

^{②⑥} See 2014 EU Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision, *supra* note ②①, art. 6.

投资机构,对养老基金资产进行直接投资或委托投资,其投资行为发生时,对受益人及委托机构均不具有透明性。受益人须依靠受托机构及其委托的投资管理机构的投资行为的审慎性而获得收益。

因而,不论法律形式如何,受托机构作为以养老基金资产的投资为事业的机构,应被界定为集合型金融服务机构。其在设立、投资、运行及风险治理上,不仅须符合法律规定及政府授权,还须符合金融服务机构设立及运行的相关法律要求。欧盟2003年《指令》、英国地方政府养老基金及澳大利亚超级年金采用的基金管理公司模式,可以作为参考。养老基金的基金管理公司与一般金融机构相比,在市场准入、董事会构成、投资策略审慎性、资本结构、风险治理及收益说明等方面的立法和监管,均更为严格,透明度也更高。

全国社保基金理事会及依据《养老基金投资管理办法》未来可能设立并获得国务院授权的其他受托机构,不论其是否属于行政事业单位,其在组织结构,机构规章,董事会及高管的选拔、任命、职权及责任方面,及在董事会专业委员会的设置、内部治理及信息公开等方面,均须符合金融服务机构的要求。受托机构董事会成员及高管,在专业性、声誉及金融从业经历方面,应符合金融服务机构高管的标准;在投资策略审慎性、风险治理、机构透明度、避免利益冲突及规避系统性风险与金融危机风险等方面,均须对养老基金尽忠诚勤勉义务。实际上,受托机构及其主要责任人的行政责任,是其行政机构身份及与地方政府缔结公共契约的结果。受托机构被重新厘定为承担金融投资职责的金融服务机构,是由我国养老基金的集合型投资模式决定的,也是受托机构经法律授权而默示代理投资受益人的不可损失权益的结果。投资管理机构是接受受托机构委托,对养老基金受益人整体的不可损失权益的载体进行市场化投资的中介机构,其也应被界定为养老基金投资的集合型金融服务机构。

(二) 养老基金集合型投资金融服务机构的审慎投资人规则

现行规范中受托机构及投资管理机构资本安全网规则的缺失、审慎性投资行为及责任规则的不完善,导致养老基金投资风险因投资安全网漏洞,而被直接传递给养老基金、受益人及地方政府。因而,立法应完善我国养老基金投资的审慎投资人规则,重构投资安全网。

1. 资本安全网的建立

养老基金投资运行风险,投资机构因决策能力、道德风险、风险治理能力及规避系统性风险或金融危机风险的不足而导致的风险,在政府基金、公共基金及私人基金的投资中,均无法避免。为降低这些风险,审慎投资人规则从早期的投资清单标准,发展为吸收现代投资组合理论、给予投资人较高裁量权、要求其整体考量投资风险及收益并进行多样化投资的标准。我国《养老基金投资管理办法》规定的宽泛投资范围与投资比例限制相结合的投资方式,可被视为投资清单标准与多样化投资标准的结合。这一投资方式在更好发挥投资机构商业判断的同时,也增加了衡量投资机构行为的审慎性的难度。因而,内化投资机构的非审慎性投资行为的成本,也成为降低投资风险的重要手

段。

为弥补养老基金投资的日常损失,可要求受托机构及投资管理机构,按照与目前《养老基金投资管理办法》相同的比例,从自有资金中提取风险准备金并弥补风险准备金缺口。这是为了改变依据现行立法,投资机构以养老基金为风险准备金来源的做法。实际上,风险准备金制度可激励投资机构恪守审慎投资原则的关键,在于投资机构须持续自行吸收非审慎性投资行为造成的损失。

为应对养老基金投资的运行风险、系统性风险及投资机构的道德风险,可在《养老基金投资管理办法》中补充规定,受托机构及投资管理机构,应以现金或高流动性资产提取技术性准备金。在技术性准备金最大收益率的计算上,可参考欧盟 2014 年《职业养老金机构运行及监管指令》(修正案)第 14 (b) 条及瑞典《交通灯示范法》,依据养老基金投资机构的季度投资策略,按各类主要的投资组合及其涵盖金融资产的不同类型,分别测算最大收益率。也可考虑以我国股票或债券等金融商品的平均市盈率,或以房地产及重点改制企业 3-5 年的平均历史回报,作为最大收益率基准。

为应对养老基金投资的顺周期风险,可在《养老基金投资管理办法》中补充规定,受托机构及投资管理机构,应以现金方式提取自有资本。自有资本可用于吸收冲抵技术性准备金的资产或养老基金所持有的其他资产的贬值风险,或用于吸收被投资对象在金融市场动荡时的贬值风险。自有资本可按受托机构及投资管理机构所持有资产最近 3-5 个会计年度内的平均折价率来计算。

同时,可在《养老基金投资管理办法》中规定,在市场震荡期,受托机构及投资管理机构应提供后偿贷款,以提高其投资行为的审慎性并吸收基金的投资运行风险。^{②7} 商业银行或保险公司可作为贷款方。市场震荡结束后,经监管部门批准,可终止后偿贷款。但投资机构或贷款方任意撤销后偿贷款的,应承担相应责任,给养老基金造成损失的,应承担赔偿责任。

由受托机构及投资管理机构的风险准备金、技术性准备金、自有资本及后偿贷款所构成的资本安全网,是为应对养老基金投资中,具有持续性且反复出现的风险而设定的。所以,其在性质上为永久性资本,须遵循资本充足原则。实际上,资本安全网可被视为养老基金投资机构对其投资行为符合审慎投资人标准的一种担保;也可被视为其投资行为在发生时,对最终风险承担者不具有透明度的一种补偿。

2. 审慎投资行为的完善

如前述,我国养老基金投资的宽泛投资范围与投资比例限制相结合的方式,借鉴了欧盟投资组合数量限制的集合型投资模式。但现行立法主要以受托机构及投资管理机构的行政责任,替代其审慎投资人义务及责任,导致这两类投资机构的非审慎投资行为无法被归责。因而,《养老基金投资管理办法》等规则,应要求直接投资养老基金的受托

^{②7} 丹麦、荷兰、挪威及德国等国家仍在通过后偿贷款形式吸收养老基金投资运行风险。See 2008 EU CEIOPS Survey on Fully Funded, Technical Provisions and Security Mechanisms in the European Occupational Pension Sector, *supra* note ②3.

机构及投资管理机构,在整体考量养老基金投资风险与收益的基础上,本着专业投资人的谨慎、技能、智识、经验及处理本人事务的注意,以养老基金及基金受益人的最大收益为目标,进行投资。对于被纳入风险治理事项的投资风险,应履行启动应急措施、向监管机构报告、向公众披露及计入年度收益报告等义务。所以,尽管我国养老基金可投资于重点改制国企、房地产市场及地方债等,但不论是否有配合产业结构调整及降低政府债务等政策考量,仍应恪守仅以养老基金的最大投资收益为目标,防止养老基金被套牢在部分改制企业或转轨行业内。受托机构在选择投资管理机构时,对投资管理机构的历史性投资回报、声誉及高管等的考察及要求,也应符合审慎投资人标准。

同时,可要求投资机构在测算被投资资产的流动性及投资组合的市盈率等指数时,参考欧盟2014年《职业养老金机构运行及监管指令》(修正案)第63条,引入压力测试等方法。欧盟投资组合数量限制型养老基金投资模式,能够替代早期的投资清单模式,与其将金融风险量化技术应用为常规的金融风险监测方法有很大关系。

3. 审慎投资人责任的构建

在受托机构及投资管理机构的审慎投资行为规则的基础上,应建立审慎投资人责任。受托机构或投资管理机构,未按规定提取风险准备金、技术性准备金、自有资本或后偿贷款的,应予提取;给养老基金造成损失的,应承担赔偿责任。这两类投资机构不符合审慎投资人规则,如违反多样化投资要求或进行利益冲突交易的,应予改正,并将收益归入养老基金;给养老基金造成损失的,须承担赔偿责任。投资机构违反养老基金的风险治理规则,给养老基金造成损失的,应承担赔偿责任,并接受监管部门的处罚。这两类投资机构违反其他的养老基金投资规则、监管规范或触犯刑法,给养老基金造成损失的,应承担赔偿责任,并承担相应的行政责任及刑事责任。

如前述,我国基本养老保险收益给付制度及投资立法,在养老基金投资风险的分配上,存在风险错配,对养老基金投资机构形成了非审慎投资的逆向激励。建立涵盖资本安全网、投资行为规范及责任的审慎投资人规则,可在一定程度降低这一逆向激励。实际上,我国养老金收益给付制度,符合当前养老金累积不足但老龄化社会提前来临的国情。因而,审慎投资人规则建立的投资安全网,对保障养老基金投资安全及收益,就具有更加重要的意义。

(三) 审慎投资人风险治理结构的建立

目前我国养老基金投资的风险治理结构处于空白状态。因而,应在《养老基金投资管理办法》中规定养老基金投资的风险治理结构,对受托机构及投资管理机构统一适用。这两类投资机构的风险准备金、技术性准备金、自有资本或后偿贷款等对养老基金的运行风险、系统性风险及顺周期风险的持续动态覆盖,为养老基金风险治理结构的第一层次。可参考澳大利亚《超级年金法案审慎标准》第12、15条等对风险备付金应覆盖超级年金的投资风险、投资对象流动性风险及基金运行风险等的规定。

养老基金的投资透明度,为风险治理结构的第二层次。投资透明度起到将养老基金的资本安全网、投资行为审慎性及风险治理责任统一起来的作用。投资机构向委托

人及国务院报送的投资报告,应作为养老基金信息披露及投资收益说明的重要组成部分。除涉密或特定投资敏感信息须由受益人向地方政府申请获得外,其他信息应由投资机构公示。年度信息披露至少须披露养老基金投资的完整投资组合、风险准备金及技术性准备金等的风险吸收及资本维持情况及投资管理机构的声誉、历史性投资回报及高管情况等。投资收益说明应对上述信息做出阐释,并对历年投资组合的历史性回报、风险、收益及未来选择等进行说明。若季度或年度投资收益率低于技术性准备金的最大收益率,投资机构须作出解释。

风险治理责任为风险治理结构的第三层次。可由《养老基金投资管理办法》规定,受托机构及投资机构应在董事会之下设置风险治理委员会和审计委员会,并在章程中规定委员会的功能、构成、委员任命的原则、风险治理的责任及委员会内部执行人员的评价方法等。董事会及其委员会应理解投资环境和主要风险,设置风险治理框架,确定风险治理策略和重大风险应急措施,根据风险治理策略进行日常风险治理。风险治理委员会及审计委员会须具有充分的独立性。若投资机构违反上述规定,则须承担相应责任。

(四) 投资监管框架的重构

如前述,人社部及财政部在对受托机构的投资行为及判断的专业化监管方面,存在很大限制。因而,受托机构作为投资养老基金的金融服务机构,应受到人民银行、证监会、银监会及保监会的专业金融监管。监管内容应涵盖其资本安全网、投资行为审慎性及风险治理结构等。投资机构亦同。同时,由于养老基金的投资安全具有极端重要性,且养老基金投资对象跨越银、证、保类金融商品及实体行业,具有较强的混合型。因而也可考虑设立社保基金投资监督管理委员会,作为国务院直属部门或隶属于人民银行的部门,对养老基金及全国社会保障基金的投资进行统一监管。该机构须与一行三会互通信息,联合协作,并在与一行三会职能交叉时,享有监管优先权。

风险监管及机构监管均可考虑作为养老基金投资的监管方式。在养老基金投资中,风险评价通常被作为持续性的风险监管手段,一般只有在投资机构风险权重过高时,监管机构才能适用较严厉的监管措施。监管机构的风险评价,主要是为了衡量投资机构的风险是否重大、风险治理是否有效及风险与资本安全网是否匹配。风险评价的对象包括投资机构的运行风险、风险治理、资本覆盖、资本剩余及收益等。投资机构的投资运行风险,可以由监管机构按其投资组合内的主要投资对象或其比例进行分类。金融商品、金融衍生品、房地产或地方债等投资对象的流动性、是否存在二级市场、折价率及受市场波动率的影响等因素,均可作为风险分类的基准。投资机构风险治理的实效,可通过投资机构董事会、风险治理委员会及审计委员会的投资策略,投资风险认知能力及风险治理来判断。董事会的风险治理委员会及审计委员会,在投资机构章程中的地位、职能、独立性、处理重大金融风险的能力及经历等,均为投资机构风险治理能力的判断因素。

监管机构应结合投资机构的风险治理能力及资本安全网的风险吸收能力,来判断

其投资运行风险是否重大。一般而言,可被投资机构的风险治理结构控制的投资运行风险,不会引起监管机构的额外关注;可被资本安全网吸收的风险,如激进投资行为的风险或不可预期风险等,也被视为可容忍的风险。然而,对于其他剩余风险,监管机构应进一步评价其风险权重。通常监管机构会按照从一般到重大的风险等级,确定监管方式。在投资机构因投资策略、风险治理或资本安全网漏洞,而出现非重大投资风险时,监管机构应向投资机构董事会及高管发出风险评价建议书或约谈董事会负责人,提高投资机构的风险治理能力。但如果风险评价显示投资机构存在重大风险,则监管机构应调查投资机构的财务情况,或派驻监察员、冻结投资机构资产、接管或重组投资机构并追究其主要责任人的违规责任。^{②8} 澳大利亚是典型的对养老基金投资机构进行机构监管及风险监管的国家。该国审慎投资监管局、证券与投资委员会均享有养老基金投资的监管权力,但审慎监管局在风险评价及监管方面的职能更为完善。^{②9}

综上,受托机构及投资管理机构的重新定位,以及养老基金投资的审慎投资人规则、风险治理结构及监管框架的建立或重构,均是依据我国现行的强制集合型的养老基金投资模式展开的。随着未来我国金融市场竞争环境的成熟、基本养老保险受益人投资能力的增强、金融服务中介及投资顾问规制的完善及基本养老保险个人账户比例的提升和统筹账户比例的下降,可以考虑从集合型投资的一元模式过渡到受益人自治型投资与集合型投资并存的多元模式。允许受益人自愿自主投资或由委托机构为基本养老保险受益人设定信托。通过给予最终须承担养老基金投资风险的受益人以更大自主权,从根本上解决集合型投资模式中投资机构与基金投资安全之间的逆向激励问题。

结 语

养老基金投资风险规制立法,基于养老基金受益人自治型投资的分散化与机构集合型投资的集约化,对不断演进的审慎投资人规则做出的不同选择,把养老基金投资风险规制,还原为以受益人权益为中心的一重或多重代理投资规制。我国养老基金投资采机构集合型投资,投资机构的审慎投资行为及对其投资行为审慎性的激励,是投资风险规制的重要内容,也是基金与基金投资之间的投资安全网的唯一屏障。因而,重塑投资受托机构及投资管理机构的审慎投资人地位、重构其审慎投资人规则、建立风险治理结构及投资监管框架,既是我国养老基金投资风险规制的必然路径,也是我国养老基金投资成为集约型金融服务业的重要组成部分的必然结果。

^{②8} See APRA, Probability and Impact Rating System, at <http://www.apra.gov.au/CrossIndustry/Documents/PAIRS-062012-External-version.pdf> (Last visited on April 12, 2016).

^{②9} See 2001 Australian Financial Sector (Collection of Data) Act, art. 13.

Abstract: China's pension funds are publicly invested by the authorized wholesale institutions. Given the deficiency of prudent investor rules and liabilities in the trustee organization and investment management agency, the beneficiaries and local governments' behaviors of bearing the risk of investing pension funds provides adverse incentive for the mechanism of this kind of risk. Compared with the beneficiaries' autonomy investment, the wholesale institution investment in pension funds will weaken the option of beneficiaries, strengthen the control of investment institutions and reduce the transparency of the investment. The process that prudent investor rule evolves from investors' code of conduct to quantitative control of the investment risk has outlined the evolution from regulation on the beneficiaries' representative agents to incentives for prudent investment of wholesale institutions. Therefore, China's law should determine the legal status of collective financial service organization of the trustee organizations and the investment agencies, reconstruct the rules of prudent investors and complete the risk governance and external supervision of these institutions, which will provide incentives for the risk regulation and investment security of pension fund investment.

(责任编辑: 王莉萍)