

养老基金投资监管 立法研究

郑木清 著

Studies on the Legisla-
tion of Pension Funds'
Investment Regulation



中国法制出版社

国家博士后科学基金项目

养老金投资监管立法研究

郑木清 著

中国法制出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

养老金投资监管立法研究/郑木清著. —北京: 中国法制出版社, 2005. 8

ISBN 7-80182-539-X

I. 养… II. 郑… III. 养老金-投资-监管-立法研究
IV. D922.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 039110 号

养老金投资监管立法研究

YANGLAO JIJIN TOUZI JIANGUAN LIFA YANJIU

著者/郑木清

经销/新华书店

印刷/三河市紫恒印装有限公司

开本/880 × 1230 毫米 32

印张/11.375 字数/288 千

版次/2005 年 8 月第 1 版

2005 年 8 月印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 7-80182-539-X

定价: 23.00 元

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

传真: 66062741

网 址: <http://www.zgfzs.com>

发行部电话: 66062752

编辑部电话: 66032584

邮购部电话: 66033288

读者俱乐部电话: 66062796



作者简介

郑木清,男,经济学博士,法学博士后,高级经济师,现任职于政府部门,并兼任兰州大学教授。毕业于复旦大学国际金融系,获经济学博士学位;并于中国社会科学院法学研究所从事法学博士后研究。曾先后在中国建设银行总行、海通证券公司、海富通基金管理公司等单位从事过银行、证券、基金等管理工作,并在政府部门从事依法行政和经济发展战略等方面的工作。

作者在国际金融、银行管理、证券投资、基金管理、经济法、依法行政等领域积累了较丰富的研究成果,曾获得若干国内外学术奖项。在养老金投资监管及其立法和相关领域,主要代表作有:《证券投资资产配置决策》(中国金融出版社,2003年12月第1版)、《证券投资基金管理人的义务》(2003)、《养老金投资监管立法研究》(博士后科研成果)、《关于养老金国际投资的有效监管》(2004)、《循序渐进放行养老金国际投资》(2005)、《循序渐进尝试养老金国际投资》(2005)、《我国应如何监管养老金关联交易》(2005)、《企业年金基金管理人应履行的义务》(2005),等等。

ZHONGGUO FAXUE
BOSHIHOU WENKU

责任编辑 ▶ 张雪纯 王云艳 封面设计 ▶ 蒋云羽

作者自序

在当前我国社会主义市场经济改革不断深入和建设社会主义法治国家事业不断推进的条件下，养老基金投资监管立法是我国政府和立法机关面临解决的重要任务之一。养老基金投资监管立法是我国社会保障法制和金融法制建设的重要组成部分，也是我国整个经济法制建设的重要组成部分。“养老基金投资监管立法”属于经济学和法学交叉领域的研究课题，对于这一课题的研究具有重要的理论意义和现实价值。

本书力求科学深入地研究和分析全球养老基金投资监管的理论、政策和实践经验，概括和总结关于养老基金投资有效监管的若干基本结论；在此基础上，进一步分析、比较和总结美英等世界各国养老基金投资监管的立法思想和立法经验，研究和提供适合我国养老基金事业发展需要的养老基金投资监管立法的基本内容、意见和建议。

本书的研究成果和研究方决力求达到以下三个方面的目标：

一、在研究内容和研究结论上满足科学性、完整性和创新性的要求。作者在书中研究的问题尽可能涵盖养老基金投资监管立法的基本问题，尽可能以全面的、系统的、动态的、国际视野的眼光对这些基本问题进行研究，从而得出若干科学结论。首先，明确了养老基金投资监管的目标和基本内容。第二，对谨慎人规则和数量限制规则两者的优缺点、适用效率和适用条件进行了比较研究。第三，提出和论证了我国养老基金投资监管立法的指导原则。第四，提供和论证了我国养老基金国际投资监管应该适用的基本规则及其理论根据。第五，提供和规定了我国养老基金受信人应履行的义务。第六，分析和解剖了我国现行有关立法关于养老基金投资组合监管的内容，提供了进行修正、丰富和完善的具体内容。第七，评析了中国养老基金关联交易相关规定的现状，指出了现行规定的缺陷，并

提供和规定了应予补充、丰富和完善的内容。第八，分析和解剖了我国现行养老基金投资监管规章关于受信人在信息披露职责规定中所存在的问题和缺陷，提供和规定了我国养老基金投资监管立法关于信息披露制度应予修正、补充和完善的内容，等等。

二、在研究方法上综合和融合运用经济学和法学两大学科的思维方法和分析工具。作者在本书中综合采用了经济学和法学两大学科的基本理论和分析工具，并采取了理论和实证兼备，定性分析和定量分析兼具，以及发达国家和发展中国家兼容的国别比较等方法。第一至第三章以经济学的理论研究、实证研究、国际比较等研究方法为主，对养老基金投资面临的风险、养老基金投资监管的必要性、养老基金投资监管的基本内容、养老基金投资组合监管规则、国际投资的必要性、国际投资有效监管的适用规则等问题进行了深入的研究，得出了科学结论。第四和第五章则以法学的基本分析和国际比较方法为主，对美国、英国等养老基金投资监管立法比较完善的国家关于养老基金投资监管的相关立法规定进行了比较系统、深入和具体的研究，分析、总结和比较了这两个国家立法中关于养老基金受信人义务、投资组合监管、关联交易的禁止与限制、信息披露要求等方面的基本规定的内容和基本思想。第六章则在前文研究基础上把经济学和法学研究方法融合为一体，研究、分析和规定了我国养老基金投资监管的各个主题和内容。

三、在研究结果的使用价值上满足高度适用性的要求。从学术价值角度看，本书的研究成果有助于促进我国社会保障学、金融学 and 商法学这三门学科研究领域的丰富和拓展，增进这三门学科在研究内容和研究方法上的进一步融合。从实践意义角度看，本书的研究对于我国制定养老基金投资监管立法，对于我国养老基金投资监管机构科学和有效地对养老基金受信人实施监管，可起到重要的参考作用；对于引导我国养老基金的各受信人（养老基金管理人、养老基金投资管理人、养老基金托管人、注册会计师、注册精算师、投资顾问等）和养老计划的参与人和受益人依法积极地参与养老基金投资管理及相关活动，维护自身合法权益也将起到积极的引导作用。例如，本书所提供的关于我国养老基金投资监管立法的基本内

容和意见、建议，是我国立法机关进行养老基金投资监管立法和我国养老基金投资监管机构实施有效监管时可直接采用、或参考采用或加以适当修正后采用的可行参考；本书中所分析、比较和总结的美英等国养老基金投资监管的立法经验和内容，是我国立法机关和政府监管机构进行养老基金投资监管立法或实施有效监管的有益参考和借鉴；对于养老基金各类受信人来说，通过对本书相关内容的了解，将有助于增进对我国养老基金投资监管基本问题的认识和理解，有助于增进对养老基金投资管理行业发展趋势的科学判断能力，从而更加明确自身作为受信人应履行的各项义务和职责，依法维护自身的合法权益；对于养老计划的参与人和受益人来说，通过对本书相关内容的了解，将有助于明确法律赋予自身的正当权利，有助于更好地运用信息披露等途径增加对养老基金投资管理和相关活动的知情权，从而更好地发挥自身对养老基金投资管理和相关活动的监督作用，更好地依法维护自身的各项合法权益。

作者期望，本书研究成果的出版发行，能够有助于进一步推动我国经济学和法学界加强对养老基金投资监管立法问题的学术研究，进一步推动我国立法机关和政府监管部门加强养老基金投资监管立法和执法工作，从而促进我国养老基金投资监管的科学化和法治化进程，促进我国养老基金投资管理事业和养老保障事业的规范和快速发展。

郑木清

2005年8月10日

缩 略 语

简称	全称
《社投办法》	《全国社会保障基金投资管理暂行办法》(中国)
《年管办法》	《企业年金基金管理试行办法》(中国)
《保投办法》	《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》(中国)
《投资法》	《职业养老计划(投资)法》(英国)
《信息披露法》	《职业养老计划(信息披露)法》(英国)
《审计账目法》	《职业养老计划(从审计师取得审计账目和报告的要求)法》(英国)
APB	the Auditing Standards Board
ASB	The Accounting Standards Board
Audited Accounts Regulations	the Occupational Pension Schemes (Requirement to Obtain Audited Accounts and a Statement from the Auditor) Regulations 1996 (SI 1996/ 1975)
AVC	Additional Voluntary Contribution
Disclosure Regulations	the Occupational Pension Schemes (Disclosure of Information) Regulations 1996 (SI 1996/ 1655)
FRAG21	A technical release by the Institute of Chartered Accountants in England Wales (reissued in 1997 as 'Audit 4/97') setting out guidance on reporting on controls procedures and policies, primarily by custodians and their auditors
FRS, or FRS8	Financial Reporting Standard, a statement of standard accounting practice issued by the ASB

FSA	the Financial Service Authority
FSMA 2000	the Financial Services and Markets Act 2000
ICTA1988	Income and Corporation Taxes Act 1988
Investment Reg- ulations	the Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 1996 (SI 1996/3127)
IR SPSS	the Inland Revenue Savings, Pensions, Share Schemes. The division of the Revenue charged with responsibility for approving pension schemes. Former- ly known as the Pension Schemes Office (PSO)
NAPF	the National Association of Pension Funds
OPRA	Occupational Pensions Regulatory Authority
PRAG	The Pensions Research Accountants Group
SAS520	Statement of Auditing Standards
SASS	Small self administered schemes
SORP	the Statement of Recommended Practice, " Financial Reports of Pension Schemes ", revised and reissued by PRAG in November 2002
Practice Note	the Auditing Practices Board's Note, ' The Audit of Occupational Pension Schemes in the United Kingdom ' issued in the United Kingdom' issued in November 1997. Practice Notes are also issued by the IR SPSS.
Supplementary Guidance	the Supplementary Guidance to the Practice Note. Supplementary Guidance for Auditors of Occupa- tional Pension Schemes in the United Kingdom was is- sued in May 2000 to supplement the Practice Note.
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
UPIA	Uniform Prudent Investor Act

目 录

表索引	(1)
缩略语	(1)
导论	(1)
第一节 本书的目的、意义和研究方法	(1)
第二节 本书的主要创新性贡献	(6)
第三节 本书的其它贡献	(23)
第一章 养老基金投资监管的目标和内容	(31)
第一节 养老基金面临的风险和投资监管目标	(31)
第二节 养老基金投资监管的基本内容	(35)
第三节 养老基金投资监管的参考因素	(44)
第四节 本章小结	(55)
第二章 谨慎人规则和数量限制规则	(59)
第一节 谨慎人规则和数量限制规则的含义和适用性	(59)
第二节 世界各国谨慎人规则和数量限制规则适用情 况的实证比较	(69)
第三节 养老基金和寿险公司适用规则的比较	(93)
第四节 本章小结	(107)
第三章 养老基金国际投资的有效监管	(111)
第一节 关于养老基金国际投资的必要性	(111)
第二节 世界各国养老基金国际投资的实证分析和评价	(122)
第三节 谨慎人规则和数量限制规则在国际投资中的适	

用性	(138)
第四节 本章小结	(144)
第四章 美英养老基金投资组合监管立法的内容和思想	(148)
第一节 受信人的义务	(148)
第二节 受托人资格的禁止与限制	(167)
第三节 关联交易的禁止与限制	(172)
第四节 本章小结	(190)
第五章 美英信息披露监管立法的内容和思想	(192)
第一节 信息披露的义务和职责	(192)
第二节 信息文件的备案和提供	(198)
第三节 年报的构成	(209)
第四节 投资报告书的信息披露要求	(217)
第五节 财务报表附注中投资信息的披露	(225)
第六节 投资审计的责任	(240)
第七节 本章小结	(252)
第六章 中国养老基金投资监管立法	(257)
第一节 我国养老基金投资监管立法的指导原则	(257)
第二节 我国养老基金国际投资监管的适用规则	(261)
第三节 关于受信人义务的规定	(265)
第四节 关于投资组合监管的规定	(271)
第五节 关于关联交易的禁止和限制性规定	(298)
第六节 关于信息披露监管的规定	(305)
第七节 本章小结	(315)
第七章 结论	(320)
参考文献	(331)
后记	(348)

表 索 引

表 1.1	欧洲各国养老基金信息披露监管规定情况	(41)
表 1.2	美国 DB 计划中 ABO 的资产比率	(47)
表 1.3	美国 DB 计划中的 PBO 的资产比率	(47)
表 1.4	世界部分国家养老基金税收政策	(49)
表 1.5	一些国家关于偿付能力保险的要求	(54)
表 2.1	适用谨慎人规则的发达国家投资组合监管规定之表 一 (9 个国家)	(70)
表 2.2	适用数量限制规则的发达国家投资组合监管规定之 表一 (13 个国家)	(70)
表 2.3	适用数量限制规则的发展中国家投资组合监管规定 之表一 (6 个国家)	(72)
表 2.4	适用谨慎人规则的发达国家投资组合监管规定之二 (9 个国家)	(76)
表 2.5	适用数量限制规则的发达国家投资组合监管规定之 表二 (13 个国家)	(78)
表 2.6	适用数量限制规则的发展中国家投资组合监管规定 之表二 (6 个国家)	(86)
表 2.7	养老基金的组合结构 (1998 年)	(100)
表 2.8	寿险公司的组合结构 (1998 年)	(100)
表 2.9	养老基金实际投资比例与数量限制比例的高差	(101)
表 2.10	寿险公司实际投资比例与数量限制比例的高差	(102)
表 2.11	养老基金投资组合收益的估计值 (1980 - 1995 年)	(103)
表 2.12	寿险公司投资组合收益的估计值 (1980 - 1995 年)	(104)

表 2.13	养老基金和寿险公司真实收益和基准值 (1980 - 1995 年)	(105)
表 2.14	养老基金和寿险公司真实收益与基准值的比较	(107)
表 3.1	MSCI 国家股票指数月度百分比变化的相关系数	(122)
表 3.2	全球股票指数的收益 (1921 - 1996)	(123)
表 3.3	解释股票收益因素的相对重要性	(124)
表 3.4	年度真实资产收益和风险 (1967 - 1995 年)	(125)
表 3.5	养老基金的组合结构 (1998 年)	(127)
表 3.6	均值 - 方差 1: 养老基金投资组合和海外资产的投 资收益和风险的估计 (1970 - 1995)	(130)
表 3.7	均值 - 方差 2: 养老基金投资真实收益和风险与海 外资产基准组合的比较 (1970 - 1995)	(131)
表 3.8	均值 - 方差 3: 夏普比率 (真实收益/标准差) (1970 - 1995)	(132)
表 3.9	下跌风险: 养老基金最低真实收益与国际分散化和 全球组合的比较 (1970 - 1995)	(134)
表 3.10	亚洲市场资产价格的变化 (1997 年 7 月 1 日 - 1998 年 2 月 18 日, %)	(134)
表 3.11	资产 - 负债管理 1: 养老基金真实收益和全球组合 与真实平均盈利的比较 (1970 - 1995)	(135)
表 3.12	资产 - 负债管理 2: 收益与通货膨胀和平均盈利的 相关关系	(136)
表 3.13	OECD 国家养老基金国际投资监管规定	(141)
表 3.14	相对于法定限制比例的“剩余空间”(海外投资)	(142)
表 5.1	披露基本信息的要求	(205)
表 5.2	养老计划文件	(206)
表 5.3	豁免于提供投资原则报告要求的养老计划	(218)
表 5.4	完全保险养老计划免于投资报告要求的情况	(219)
表 5.5	投资产业部门分析示例	(223)
表 5.6	投资的地理分析	(224)
表 5.7	可豁免限制的养老计划的雇主关联投资信息披露	

露示例	(225)
表 5.8 关于投资分析的要求	(226)
表 5.9 投资总值的变化情况示例	(228)
表 5.10 应披露的保单的主要特征	(228)
表 5.11 股票贷款信息披露示例	(232)
表 5.12 SORP 关于养老计划关联方范围的界定	(234)
表 5.13 案例——“关联方”投资	(237)
表 5.14 行政管理费分析示例	(238)
表 6.1 我国现行立法关于养老基金委任投资的规定情况 ...	(269)
表 6.2 中国养老基金资产配置比例监管规定之表一	(275)
表 6.3 中国养老基金投资资产配置比例监定规定之表二 ...	(277)
表 6.4 世界部分国家对养老基金国际投资的数量限制情 况	(290)
表 6.5 我国现行立法关于养老基金财产独立性和资产隔 离制度的规定	(296)
表 6.6 世界部分国家关于养老基金关联交易的禁止或限制 性规定	(300)

导 论

第一节 本书的目的、意义和研究方法

一、本书的目的

本书研究的目的在于明确我国养老基金投资监管的目标、原则和基本内容，并且科学、合理地构建和规定我国养老基金投资监管立法的基本内容。为此，本书将回答和解决以下基本问题：

1. 养老基金投资监管的目标和内容应如何设置？
2. 谨慎人规则和数量限制规则的适用效率和适用条件是什么？
3. 我国养老基金投资监管立法应遵循哪些基本原则？
4. 应否允许或如何允许养老基金投资于国际市场，其理论根据何在？
5. 如何科学、合理地规定养老基金受信人应履行的基本义务？
6. 如何科学、合理地规定养老基金投资组合监管作出规定？
7. 如何科学、合理地规定养老基金关联交易作出禁止或限制性规定？
8. 如何科学、合理地规定养老基金信息披露的内容与方式作出规定？

对上述第1个问题的回答构成了本书第一章的内容。该章第一节分析和指出养老基金面临的各种风险类别，解释了养老基金投资监管的经济学理论根据，进而规定了养老基金投资监管的基本目标（即维护养老基金资产和市场机会的安全性、效率性、透明性和公平性等）。第二节研究和分析了养老基金投资监管应包含的基本内容，

包括投资组合监管规则、信息披露要求、资产隔离制度、外部独立会计和审计、外部精算、关联交易的禁止或限制、国际投资等；第三节则研究和分析了养老基金投资监管还应考虑到的筹资、税收、偿付能力保险等方面的因素。

对上述第2个问题的回答构成了本书第二章的内容。该章第一节对谨慎人规则和数量限制规则的含义和适用性进行了多角度的分析，并得出了结论；第二节对谨慎人规则和数量限制规则在世界各国养老基金投资监管的适用情况和适用效果进行实证性的比较分析，并得出了结论；第三节从理论和实证的角度对谨慎人规则和数量限制规则在养老基金和寿险公司的适用效率进行了分析和比较，并得出了结论。

对上述第3个问题的回答构成了本书第六章第一节的内容。该节论证和说明了我国养老基金投资监管立法的指导原则。

对上述第4个问题的回答构成了本书第二章第二节中的相关研究（该节主题一之第10项即“国际投资”）、第三章、第六章第二节、第六章第四节中相关研究（该节主题二之第9项即“国际投资”）的内容。其中，第三章的研究为其它各章节有关国际投资的相关研究提供了基础，该章第一节分别从养老基金投资组合管理效率的角度和国际资本市场稳定性的角度，对养老基金国际投资的必要性和重要性进行理论分析，并得出了基本结论；第二节以十个OECD国家和三个新兴市场经济国家养老基金的相关投资数据为样本，从实证的角度分析和考察养老基金国际投资相对于国内投资的比较利益情况，并且分析和比较谨慎人规则和数量限制规则对国际投资结构和投资组合管理效率的实际影响，并得出了基本结论；第三节比较研究了谨慎人规则和数量限制规则在国际投资中的适用性，并得出了基本结论。而第六章第二节及第四节则在第三章、第二章第二节中相关研究的基础上，完整提出并论证了我国养老基金国际投资应否允许和如何允许我国养老基金投资于国际市场的基本规则。

对上述第5个问题的回答构成了本书第四章第一节和第二节、第六章第三节的内容，其中第四章第一节和第二节的的研究为第六章第三节的研究提供了参考经验。第四章第一节分析和总结了美国立