

养老保险基金 与 资本市场

● 耿志民 著



经济管理出版社

养老保险基金与资本市场

耿志民 著

经济管理出版社

责任编辑 卢小生
版式设计 陈 力
责任校对 孟赤平

图书在版编目 (CIP) 数据
养老保险基金与资本市场/耿志民著. —北京: 经济管理出版社, 2000. 9
ISBN 7-80162-024-0

I. 养... II. 耿... III. 养老保险—研究
IV. F840. 67

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 36485 号

养老保险基金与资本市场
耿志民 著

出版: 经济管理出版社
(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编: 100035)
发行: 经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销
印刷: 北京银祥福利印刷厂

850×1168 毫米 1/32 11.25 印张 278 千字
2000 年 9 月第 1 版 2000 年 9 月北京第 1 次印刷
印数: 1—6000 册

ISBN 7-80162-024-0/F·23
定价: 20.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社发行部负责调换。
通讯地址: 北京阜外月坛北小街 2 号 邮编: 100836
联系电话: (010) 68022974

谨以此书献给我敬爱的父亲、母亲，
以及所有关心、爱护与支持我的师长和朋友！

序一

刘鸿儒

从理论上分析，对于一个已经获得初步发展的证券市场来说，证券市场的进一步完善将能够带来一个更为平稳和更具活力的经济金融体系，而这需要一个牢固的投资者基础，并且，这一基础在很大程度上通常由需要长期金融工具的机构投资者构成。国际经验表明，经济全球化正使国际资本市场的机构化趋势不断增强，西方发达国家的机构投资者作为一个整体，已经极大地扩展了其经济影响的范围，甚或形成了对资本市场的支配地位，投资者结构、尤其是机构投资者结构已经成为一国资本市场成熟程度和完善水平的重要标志。亚洲金融危机的产生和深化，则从反面证明了这一点。而就我国证券市场来说，目前机构投资者在账户个数上只占 0.33%，持股市值只占总市值的 10.67%，远低于成熟证券市场的水平，加之我国机构投资者的行为逆化问题较为突出，机构投资者规模和结构上的制约，已经影响到我国证券市场的进一步规范发展。因此，考虑到培育和发展机构投资者是证券市场深化的重要推动力量，超常规、创造性地培育和发展机构投资者将成为推进我国证券市场市场化的核心。

应该承认，机构投资者并不是一个完全统一的整体，不同性质的机构投资者在资产性质、债务特点、委托要求、投资限制、目标偏好、行为方式和持股周期等方面都有一定的差异，我们完全可以考虑以机构投资者的多元化所能够产生的市场互补和功能整合效应，来充分发挥机构投资者在我国证券市场发展中的重要作用。

由于养老保险基金是在职职工、企业和国家共同供款、专门用于支付职工年老退休后的基本生活费用，由养老保险制度运行过程中沉淀下来的闲置的资本金及大部分准备金转化而来，从而使其具有稳定的资金来源，并且面对的是相对稳定、同时可予以精算的现金支付结构，而其投资业绩的表现通常又是以每年收益或几年的平均收益来衡量的，这从根本上决定了养老保险基金具有长期性、稳定性和规模性，以及追求长期稳定投资回报的特点，使得养老保险基金能够成为证券市场上真正的机构投资者，对证券市场的制度创新、结构协调和效率改进产生极其重要的影响。也正因为如此，中国证券市场的持续、稳定和健康发展，需要养老保险基金的积极参与。

在这种背景下，全面评价养老保险基金对我国资本市场发展的影响，科学安排养老保险基金进入资本市场，成为现实经济条件下推进中国经济体制改革深化和资本市场规范化发展的一个亟待研究解决的重要课题。耿志民同志新著《养老保险基金与资本市场》，作为国内第一部把养老保险基金作为机构投资者，对养老保险基金、资本市场和经济发展三者之间的关系进行系统研究的学术专著，填补了这方面的研究空白，具有重要的理论价值和实践意义。这主要表现在以下几个方面：

第一，作者能够从宏观经济发展这一高度，将养老保险制度改革和资本市场发展问题有机结合起来加以系统化研究。改革开放 20 多年来，理论界就社会保障制度改革对我国经济体制改革和国有企业改革的积极影响进行了广泛的讨论，1990 年以来则对我国证券市场规范化发展及其对我国经济体制改革和国有企业改革的重要作用进行了深入的分析，但已有研究由于种种原因，主要是专门探讨养老保险制度改革或证券市场建设问题，未能把养老保险制度改革和证券市场发展结合起来进行整体性研究，从而在一定程度上影响到研究成果的理论价值和应用价值。耿志民

同志从 1993 年开始从事社会保障理论和政策的学习与研究，发表了许多专题性研究论文（著作）。1995 年以后，耿志民同志则主要从事国际金融、证券投资的研究与教学工作，先后主持（完成）国家教育部人文社会科学研究“九五”规划项目《中国证券市场国际化的经济效应和对策研究》、国家社会科学基金项目《中国证券市场的制度变迁：一个非线性动力学分析》等课题研究。在这种前期理论研究积累的基础上，耿志民同志将养老保险制度和资本市场结合起来进行跨学科研究，独特的学术背景自然赋予其理论上的比较优势，积 8 年研究最终完成的《养老保险基金与资本市场》一书，对我国经济研究是一个重要的理论突破和贡献。

第二，通过对市场经济条件下养老保险制度变迁的国际比较研究，本书创造性地提出了“经济运行机制对养老保险制度模式选择的根本性制约作用”理论，为社会保障和资本市场理论研究的深化奠定了理论基础。

第三，本书不是一般性地探讨老年社会保障制度的层次结构，而是结合世界社会养老保险制度的私营化改革趋势及其对一国资本市场发展和经济增长的影响，讨论我国养老保险社会统筹及其与个人账户相结合的风险—收益结构，并就个人账户制度的“空账”“实账化”问题有针对性地提出对策建议。在此基础上，作者探索性地提出了把内部职工持股制度与企业补充养老保险制度统一起来，建立企业股权资本养老保险制度的理论构想，以及通过政府对个人储蓄性养老保险制度的指导，提高资本形成效率的政策思路。这对全面发挥养老保险制度的宏观经济效应具有重要意义。

第四，本书采用数理统计、数量经济等研究手段，有机地将规范分析和实证分析融于一体，对养老保险基金投资管理问题进行了重点研究。作者指出，养老保险基金的运行，首先，要求在

妥善解决隐性养老金债务（这与养老保险个人账户“实账化”密切相关）的基础上，合理确定养老保险供款结构；其次，根据我国资本市场的结构和效率状况，在建立科学的养老保险管理体制及养老保险基金监管制度的条件下，允许养老保险基金进入资本市场，鼓励竞争性的养老保险基金管理机构依市场化原则在国内外资本市场上实施有效的证券投资组合管理。只有这样，才能通过养老金基金化和养老保险基金在资本市场上的投资组合管理，在保持合理的养老金替代率和养老金给付水平的同时，从更高的层次上促进资本市场深化及我国经济的可持续发展。由于耿志民同志关于养老保险基金管理的研究比较系统、精确，构成了一个理论和实践有机结合的整体，这一研究将为宏观经济管理和养老保险基金在资本市场上的投资组合管理提供一套客观、科学、政策适用性较强的决策理论依据，以及可供选择或参考的实施方案和操作技术。

第五，本书提出以多元化机构投资者对企业“内部控制”和“公司控制权市场”所能够产生的市场互补和功能整合作用，充分发挥养老保险基金等机构投资者在公司治理中的作用，达到既有利于公司治理结构向比较稳定的方向发展，又可以使股权的流质特性有所弱化，并向比较专注型的股权结构发展，从而改善目前我国证券市场和国有企业发展过于依赖政府监管、但效果不佳的局面，真正做到全面培育和规范发展中国证券市场。这是对公司治理理论和资本市场理论的一个重要创新。

由于本研究对于我国经济改革和发展所具有的现实意义，我很高兴为本书作序，并向大家推荐，相信本书的出版对于我国资本市场的健康发展和养老保险制度改革的深化将是非常有益的。

2000年5月16日

序二

耿志民同志 1995 年 7 月从华东师范大学毕业，由他完成的《市场经济运行机制对养老保险制度模式选择的作用机制研究》（研究报告）和《养老保险经济学》（书稿），创造性地提出了“经济运行机制对养老保险制度模式选择的根本性制约作用”的观点，并以此对中国养老保险制度改革问题进行了比较系统地对策探讨，在国内产生了较大反响。这之后，耿志民同志一直在郑州大学从事国际金融、证券投资的理论和政策研究与教学工作。五年来，耿志民同志将科研与教学有机结合起来，悉心毕力，刻苦钻研，在搞好专业课程教学的同时，在国内外重要报刊上就开放经济条件下的宏观金融管理、国际资本流动和中国证券市场国际化等问题发表了大量论文，并承担了国家社会科学基金项目《中国证券市场的制度变迁：一个非线性动力学分析》等课题研究。

正是基于这样一种独特的学术背景，在我的鼓励下，耿志民同志发挥自己的理论优势，通过不同学科的交叉与综合，努力将资本市场理论和社会保障理论结合在一起，从养老保险基金、资本市场和经济发展三者关系这样一个新的角度和高度，对养老保险基金进入资本市场与养老保险基金投资组合管理问题进行了比较深入的研究。现在，耿志民同志的学术专著《养老保险基金与资本市场》终于完成，并将由经济管理出版社正式出版。我对此深感欣慰和高兴，并向他表示热忱的祝贺。同时，应耿志民同志的邀请，我为他的书写序。这里，我想通过对养老保险制度改革的国际比较分析，就本书中关于社会保障、资本市场和经济发展的关系问题所形成的理论观点和政策构想做一评价。

由于战后许多国家的养老保险制度都是建立在现收现付财务

机制之上的，而这一机制的正常运作，通常取决于较稳定的经济结构和人口结构。然而，一方面是 20 世纪 70 年代以来各国国民经济发展的长期停滞、产业结构调整及其带来的结构性失业问题；另一方面则是受不断加速的人口老龄化进程及进入成熟期的社会保障制度的影响，日趋膨胀的社会保障财务危机和制度非均衡开始窒息“自由社会”的主动性、自主性和生产率。由此出发，世界各国、地区政府本着“开源”、“节流”的指导思想对其社会保障制度进行了程度不同的调整改革。

尽管各国养老保险制度改革对于缓解社会保障短期财政问题有一定作用，但经济紧缩与社会保障开支增大的矛盾有增无减，尤其是养老金支出目前已占到各国政府公共开支增量的 1/3 以上。研究表明，随着人口老龄化，即使目前的养老保险金标准不变，西方国家仅仅为支付养老金一项，就必须保证国民经济 1.5% 的实际年增长率，而且，这还意味着在职劳动人口的缴费（税）率要相应提高。其次，人口老龄化使劳动年龄人口直接减少，并相应使劳动人口赡养系数呈上升趋势，甚或造成代际冲突问题。这样，如果是在现收现付制度下，养老金的供给将依赖于在职劳动人口所创造的收入，工作这一因素便被人为地抬高了价格。据经济合作与发展组织（OECD）测算，如果政府要维持目前的养老金给付水平（社会保障的刚性原则及社会经济的发展，社会保障与福利被认为是公民的社会权利，这决定了养老金给付水平应不断得到提高），到 2030 年，德国法定保险费缴费率将达到 36%，意大利、法国甚至要提高到 40%。在世界经济全球化的今天，养老保险费率的提高，意味着增加企业成本，减弱企业在国际市场上的竞争力。这无疑将遭到企业管理层强烈的反对，并把越来越多的职工由社会保险推入影子经济之中。这样，国家社会养老保险基金收入的减少，将要求进一步提高保险费率，如此经济增长阻碍机制与社会保障经济承受能力减弱之恶性循环，

必然陷经济增长于困境之中。至于提高法定退休年龄、降低养老金给付标准等替代方法，由于受到多种政治、经济和社会因素的影响，同样难以达到预期目的。

因此，如果养老保险制度改革仍以维持现有制度为前提，只是采取上述补救性措施，终将因社会代价和经济成本的增大，危及本国社会经济的可持续发展。根据耿志民同志的研究，养老保险制度运行内化于经济发展之中，经济运行机制对养老保险制度模式的选择与转换具有根本性制约作用，养老保险制度的建设只有从根本上适应市场经济体制及经济运行机制的本质要求，才能够真正释放养老保险制度的各种社会、经济功能。从理论上分析，我认为这实际上蕴含着世界养老保险制度的发展趋势以及中国养老保险制度改革的方向，具有重要的政策意义。

第一，经济发展决定社会保障产生和发展的结构、规模和水平，市场经济体制及其运行机制对社会保障制度的发展具有根本性的制约作用，经济体制改革在本质上要求国家相应实施社会保障制度创新；同时，社会保障制度的建设也直接或间接地反作用于经济发展，适合于经济发展内在要求的社会保障制度将会推动经济的发展，否则必然会成为经济发展的桎梏与羁绊。社会保障和经济发展是有机的统一，社会保障制度的作用、意义和功能决不能限于“社会保障”本身，而应该以推动经济的可持续发展作为其根本目的、边界条件。

第二，在政府过多地干预社会保障、甚或已成为社会保障的直接生产者，但社会保障管理效率低、服务质量差，并反过来拖累政府及宏观经济发展的情况下，我们应该深刻认识市场经济运行机制对养老保险制度模式选择的根本性制约作用，适应市场经济运行的内在要求，国家要逐步将部分责任适当转向民间部门，通过不同层次及模式养老保险制度结构的整合来改善社会保障制度的经济效益和社会效益，从而在国家与市场、政府与民间之间

形成一种新的动态平衡关系。

要做到这一点，国家首先应加强法制建设，强化必要的宏观调控和监督权，在负责社会保障的广泛可获性、保证实现社会保障的最低水平的同时，分别不同项目实施企业化管理，通过各种私营保险方案，适当地引入市场竞争机制。作为民间养老保险经营机构，应以具有某些个体色彩、且有着较强的选择性和灵活性的社会保障产品和社会服务，提高社会保险的密度和深度，满足不同层次的养老保险需求，增进养老保险体系的活力。

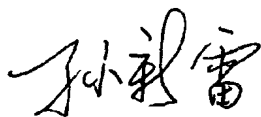
第三，养老保险基金的运行机制怎样，从一定意义上说，是养老保险制度发展的核心问题。与基金积累制不同，由于现收现付制的养老保险制度切断了养老金受益和缴费之间的市场联系，可能导致偷税漏税以及劳动力市场供求的扭曲，并在总体上对国民储蓄产生一定的挤出效应，这种因储蓄的机会损失而错过资本市场发展的良机可能永远无法弥补，还因此加剧政府的财政压力，限制政府进行公共投资的能力，阻碍本国经济的健康增长。

实际上，现收现付制养老保险制度的健康运转之所以通常取决于较稳定的经济结构和人口结构，也正是因为现收现付制难以对资本形成、资本市场深化和经济可持续发展作出长远贡献，并反过来制约和影响到社会保障目标的实现程度和社会保障运行机制的有效性。这便有了世界养老保险制度的私营化改革趋势。不论是发达国家、还是发展中国家，都应溶入其中，以谋求更好地受益于世界经济全球化。考虑到发展中国家在经济增长过程中普遍面临储蓄水平低、储蓄向投资转化的有效性差等问题，为了提高储蓄率，促进资本形成，优化配置社会资源，实现经济的健康增长，发展中国家更应该重视利用养老金基金化和养老保险基金在本国资本市场成长及经济发展中的作用。

第四，养老保险基金的社会保障属性，及由此表现出来的长期性、稳定性和规模性等特点，将使养老保险基金作为一个着眼

于长期稳定的投资回报率的机构投资者，对资本市场的制度创新、结构协调和效率改进产生极其重要的积极影响。政府要想成为养老保险制度改革、资本市场深化和经济发展相互促进的一个内生参与者，而不是由于对养老保险基金干预过多、限制太死，从而因政府干预本身去增加养老保险基金的资产组合因为不能更加充分地分散化而带给养老保险制度以巨大的风险的话，就应该支持养老保险基金进入资本市场，引导竞争性的养老保险基金管理机构依市场规则对养老保险基金实施有效的投资组合管理，以此达到保障老年人口经济安全及促进经济发展的最终目标。

应当指出，尽管以养老保险基金进入资本市场来实现养老保险制度改革、资本市场深化和经济发展的相互促进，在实践上是一个比在理论上更为复杂的问题，但由于本书已经为我们提供了一个比较系统的理论和政策决策框架体系，其理论深度和广度都是前所未有的，以这一开创性研究成果所具有的创新性、深刻性、实用性和前瞻性等特点，我相信，这必将有助于从根本上推动我国的实践进程。同时，我也期待着耿志民同志在这一领域和他已经做出显著成绩的几个研究方向上不断获得新的突破，为我国证券市场的健康发展做出更大的贡献。



2000年6月7日

目 录

1 经济运行机制对养老保险制度模式选择的制约作用	(1)
1.1 经济运行机制影响养老保险制度模式选择的实证研究	(2)
1.1.1 市场逻辑与国家意志的整合	(2)
1.1.2 不同市场经济条件下养老保险制度模式的 比较分析	(3)
1.1.3 经济运行机制调整与养老保险制度变迁	(7)
1.2 经济运行机制对养老保险制度模式选择的制约作用： 一种规律性的理论探讨	(11)
1.2.1 几点结论	(11)
1.2.2 原理阐释及思考	(12)
1.3 经济转轨国家的养老保险制度改革	(15)
1.3.1 计划经济体制下的养老保险制度	(15)
1.3.2 经济转轨过程中养老保险制度改革的再思考	(16)
1.4 中国养老保险制度改革的初步探讨	(21)
1.4.1 社会主义市场经济条件下养老保险制度模式 选择的理论分析	(21)
1.4.2 中国养老保险制度改革及评价	(22)
2 养老保险制度的层次结构及政府监管	(30)
2.1 国家基本养老保险制度创新	(31)
2.1.1 世界社会养老保险制度的私营化改革	(31)

2.1.2	中国养老保险社会统筹与个人账户的有机结合.....	(44)
2.1.3	养老保险管理体制重构.....	(50)
2.2	企业补充养老保险制度及其与职工持股制度的融合.....	(52)
2.2.1	企业补充养老保险制度的经济效应与政府调控.....	(52)
2.2.2	企业股权资本养老保险制度：内部职工持股制度与企业补充养老保险制度的统一.....	(56)
2.3	个人储蓄性养老保险制度与资本形成.....	(69)
2.3.1	养老保险储蓄、资本形成与经济增长.....	(69)
2.3.2	个人储蓄性养老保险制度的管理.....	(74)
3	养老保险财务机制.....	(77)
3.1	现收现付制、基金制与半基金制的经济效应.....	(77)
3.1.1	“收支平衡”与养老保险筹资模式.....	(77)
3.1.2	现收现付制和基金制对储蓄的影响.....	(82)
3.1.3	不同财务机制下资本市场深化及经济增长效应比较.....	(85)
3.1.4	帕累托有效的收入再分配效应.....	(88)
3.2	中国养老保险财务模式选择的人口经济分析.....	(91)
3.2.1	养老保险财务机制选择原则.....	(91)
3.2.2	中国养老保险筹资模式模拟分析.....	(93)
3.3	中国养老保险财务机制的转换与资本市场深化.....	(98)
3.3.1	隐性养老金债务及其解决.....	(98)
3.3.2	养老保险供款结构的优化及动态平衡.....	(108)
3.3.3	向养老保险基金积累制转换的关键在于发展资本市场.....	(115)

4	养老保险基金进入资本市场	(120)
4.1	机构投资者与证券市场的稳定发展	(120)
4.1.1	证券内在价值、证券市场价格与机构投资者	(121)
4.1.2	证券投资基金的性质与证券市场监管	(123)
4.1.3	中国机构投资者的行为异化及原因分析	(124)
4.1.4	规范培育机构投资者	(128)
4.2	养老保险基金与资本市场互动分析	(136)
4.2.1	养老保险基金对资本市场发展的影响	(137)
4.2.2	资本市场的成熟性对养老保险基金管理的 影响	(145)
4.3	养老保险基金进入资本市场的路径设计	(150)
4.3.1	养老保险基金营运体制选择	(150)
4.3.2	中国养老保险基金的投资运用问题及进入 资本市场的可行性分析	(153)
4.3.3	养老保险基金的设立及组织结构	(161)
4.3.4	养老保险基金的委托—代理问题	(163)
4.3.5	养老保险基金进入资本市场的步骤	(164)
4.4	政府对养老保险基金的监管	(166)
4.4.1	养老保险基金监管：非市场的无效率与 市场增进	(166)
4.4.2	养老保险基金制度与政府管制	(168)
4.4.3	政府监管边界与养老保险基金投资限制	(169)
4.4.4	养老保险基金市场的发展与政府监管	(171)
5	养老保险基金参与公司治理	(176)
5.1	法人股东化与公司治理结构：理论框架和国际 比较	(177)
5.1.1	股权结构、法人持股与内部直接控制	(177)

5.1.2	公司控制权市场与公司治理	(182)
5.1.3	“内部控制”和“公司控制权市场”模式的 改革趋同	(184)
5.2	中国一揽子公司治理结构改革与养老保险基金 对公司治理效率的改进	(187)
5.2.1	国有企业控制理论与上市公司治理机制	(187)
5.2.2	企业剩余索取权与控制权的统一	(190)
5.2.3	证券市场特性与机构投资者在公司治理中的 作用	(192)
5.2.4	养老保险基金对公司治理的介入	(193)
6	资本市场均衡与养老保险基金的投资管理	(197)
6.1	养老保险基金投资的原则、目标与风险	(198)
6.1.1	养老保险基金的性质与投资原则	(198)
6.1.2	养老保险基金投资的风险—收益曲线	(200)
6.2	养老保险基金投资工具的选择	(203)
6.2.1	养老保险基金的构成分类	(203)
6.2.2	养老保险基金投资工具细分	(203)
6.2.3	养老保险基金的投资思路	(207)
6.3	资产组合风险—收益模型与养老保险基金组合 投资策略	(208)
6.3.1	资产组合收益与养老保险基金投资风险构成	(208)
6.3.2	系统风险与养老保险基金的投资策略选择 ...	(210)
6.3.3	非系统风险与养老保险基金投资的分散化 原则	(219)
6.4	养老保险基金投资的最优证券组合方法及其定量 决策	(228)
6.4.1	证券组合投资的可行集和有效集	(228)