

## 划拨国有资产补充社保资金的再讨论

☎: (86) 1083574569

俞慧君

✉: yuhuijun@chinastock.com.cn

2012年11月28日，中国证监会主席郭树清仍建议划拨更多的国有资产（包括金融资产）到社保基金，划拨比例可以达到30%--50%。一石激起千层浪，郭主席的建议再次引发对国有资产管理体制、全国社保基金理事会以及养老金制度的大讨论。赞同者、反对者都不乏其数，双方的观点都值得深入思考。

### 一、 国有资产划拨社保基金是否可行？

国有资产划拨社保资金是否可行，必须要明确五个问题，一是，为什么要划拨国有资产来补充社保资金？二是，国有资产以什么形式划拨？三是，谁来接管划拨的国有资产？四是，其是否有能力管好划拨的国有资产？五是，国有股如何变现？

#### （一） 为什么要划拨国有资产来补充社保资金？

国有资产是过去长期，实行低工资、低消费、高积累政策条件下形成的。其中，主要是老职工，过去劳动贡献的积累。现在将这部分资产进行划拨，用于社保支出，是政府对于社会保障隐性债务进行弥补的可行选择。

#### （二） 国有资产应该以什么形式划拨？

目前，国有资产的实现形式，有资本形态和实物形态，资本形态的国有股，具有高流动性，已具备划拨前提。实物形态的国有资产，优劣不同，难以标准化，流动性差，划拨易陷入谈判博弈，导致交易成本高企，不适宜划拨。因此，国有资产应该以资本形态划拨。

目前执行难点：非上市的国有股份公司以及非上市的国有企业（未进行股份制改制的），如何划拨。截止2011年底，我国国有及国有控股企业（不含金融类企业）有14.4万户，已上市的约有965家（不含金融类企业），不到7%，所以，有关非上市的国有资产划拨将是一个

难点：变现？需要厘清的是，什么样的资产适合变现？行政行为还是市场行为？划拨收益权？目前有成熟的法律条件，但是容易遭遇利润转移的问题；划拨股份？涉及持股机构是否行使股东权利的问题，还是只是以“优先股”的形式划拨，股份的处置在什么市场进行等问题。

### （三）谁来接管划拨的国有资产？

部分国有资产划拨，补充社保资金缺口合情合理，随着社保资金缺口的客观扩大，养老金财务持续问题最为突出。现阶段，我国已基本建立起城镇职工养老保障体系，由三支柱组成，第一支柱是全国社会保障基金和基本养老金，第二支柱是企业年金，第三支柱是商业养老保险。随着人口老龄化加剧和转轨成本显化，统账结合管理模式下的，基本养老金已开始寅吃卯粮，根据中国社科院世界社保研究中心发布的报告显示，2011年基本养老保险收不抵支的省份有14个，收支缺口高达767亿元；个人账户空账额继2007年突破万亿元大关后，再次突破2万亿元，达到2.2万亿。

从养老金实际支付单位来看，理应基本养老金发放单位来接管，但是，基本养老金统筹层次低，资金运营管理不完善，不适宜直接接管资金。全国社会保障基金（下简称为全国社保基金）作为全国的社会保障战略储备，主要用于人口老龄化高峰时期养老金收支缺口和其它社会保障支出，不仅使命明确，而且拥有先进的管理运营经验。

### （四）社保基金是否有能力管好划拨的国有资产？

就目前的投资业绩来看，全国社保基金成绩斐然。截止2012年底，由全国社保基金管理的基金资产，规模达到1.106万亿元。已实现收益率4.33%，投资收益率7.01%。基金自成立以来年均投资收益率8.29%。

就现行的管理体制和运营机制，将限制未来更多国有资产划转后的资产管理。全国社保基金理事会是国务院直属正部级事业单位，受国务院委托管理运营全国社会保障基金，兼有事业单位和资产管理机构的双重职能，具有一定的特殊性。实践经验表明：对资产管理机构来说，事业单位管理体制在内部机构设置、专业人才选拔、薪酬制度、项目经费投入等方面缺乏灵活性，跟不上投资业务发展的要求，对专业人才的激励机制不强，难以较好地适应市场化，专业化投资运营的需要。

### （五）国有股的处置？

关于国有股的处置也是一个值得关注的焦点，目前，有关社保基金关于国有股的处置，专

门由社保基金股权资产部（实业投资部）来负责，该部门的主要职责有：研究并办理国有股权划拨的有关事宜；负责管理和运营社保基金股权资产；根据社保基金会授权，对社保基金股权资产行使股东权利；组织实施股权资产的处置；开展社保基金的信托投资和实业投资；研究拓宽社保基金资金来源的渠道。就股权资产处置来说，如果划拨比例由 10%提升到 30%或 50%，对于未来弥补缺口需要流量匹配时，就需要社保基金对国有股权进行处置，如何有效处置呢？可行选择就是进行市值管理，根据市场条件进行处置。

## 二、 国有资产划拨社保基金，能否改善国企公司治理？

根据 2009 年 6 月 19 日执行的《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，国有上市公司在 IPO 时，需要将 10%的国有股份划转给全国社保基金，目前全国社保基金理事会具有收益权，没有经营管理权，有关投票权将依照公司法、证券法和约定办。因而，从理论上，转持会增加股东，继而实现股东多元化，股东根据持股比例行使股东权利。目前，10%影响不大，尚未触及相关部门的职能划分，但如果按照更高的比例划拨，将必然涉及国有股运作经营过程中，社保基金的角色问题。

在国有股权运作经营过程中，社保基金的角色如何扮演？如果划拨了 30-50%的国有股权，作为社保基金如何行使股东权利呢？和国资部门的职能如何划分？双方将存在严重博弈的问题，而此问题的症结在于：国有企业改善公司治理，首要解决的不仅仅是股东多元化的问题，而且是国有企业高管干部身份的问题。目前国企领导任免由国资委负责，社保基金理事会能否进入董事会，是否向每个国企都派董事？如果社保基金很难参与到企业治理层面，只是拥有名义股权，那么，此举对于解决公司治理水平而言，则意义不大，或者说非常有限。换个角度来说，如果社保基金可以参与公司治理，国资委和社保基金将如何划分职责？尤其是国有企业高管并未实现市场化选拔，也未有与市场相容的激励约束机制，更何况还处在考核多目标的尴尬境地。

## 三、 国有资产划拨社会基金能否弥补社保缺口？

能否弥补养老金缺口，一要考虑存量匹配，二要考虑流量匹配。

### （一） 存量匹配情况

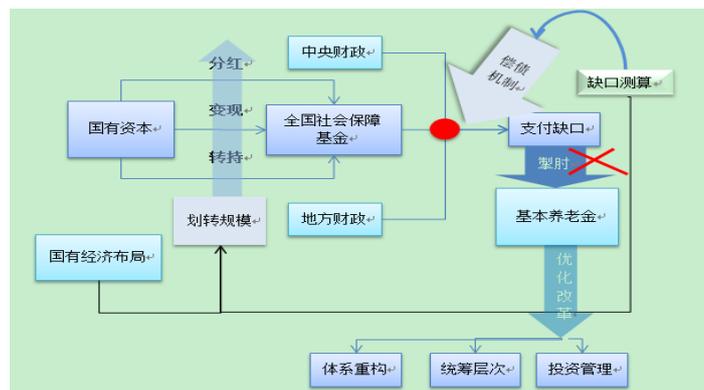
有关养老金缺口的测算，因参数设定、方法选择等的影响，目前的测算结果不一。由中国银行首席经济学家曹远征、德意志银行大中华区首席经济学家马骏牵头的研究团体预测：到2013年，中国养老金的缺口将达到18.3万亿元，2035年将达到68.2万亿元。而与此数据相距甚远的是，人社部预测到2025年中国城市养老金的缺口只有6万亿元。社科院李杨教授在一份研究报告中提到的3.5万亿。就目前的情况来看，2011年基本养老保险收不抵支的省份有14个，收支缺口高达767亿元；个人账户空账额继2007年突破万亿元大关后，再次突破2万亿元，达2.22万亿。而由全国社保基金管理的基金资产，规模仅为1.106万亿元，仅仅只能部分补充缺口，就目前的财政状况来看，加大划拨力度是上策。截止2011年底全国国有及国有控股企业（不含金融类企业）14.4万户，资产规模高达85.37万亿元。截止2012年底，由国资委监管的中央企业和财政部、汇金参控股的金融企业，净资产约19万亿。

### （二） 流量匹配情况

针对养老金支付缺口，呈现先高后低的阶段性特征，目前尚未建立，支付缺口年度精算、支付主体（中央政府、地方财政与社保基金）责任划分等相应的保障机制。

## 四、 国有资产划拨社保基金的方式选择

国有资产划拨社保基金，中长期目标远高于短期目标，社会意义远大于经济意义。短期：旨在稳定民心，提升消费，以实现内需扩大战略。经济上，适当弥补养老金缺口，突破我国基本养老金改革掣肘，为养老金体系改革护航。社会层面，守住了在转轨期间的社会底线，维护社会公平，使“全民所有”回归全民分享的本性，提高政府软实力。中长期，推动国资改革，优化国有经济布局，消除“所有制鸿沟”，再次解放生产力。逻辑上如下图：



就国有资产划拨方式，目前可以采用分红、变现、转持三种方式：

一是，国有资本收益向社保基金分红。目前已具备法律条件，为使社保体系充分享受到国有资本的经营收益，要加快推进国有资本经营预算改革，所有国有资本都应向社保资金分红。分红比例适当提高，中央企业上交利润的 20% 划拨到社保基金。建议与财政确定好分配比例，毕竟去年只有 20 亿划入社保基金。

二是，国有资产变现划拨，或者说国有企业改制收益划拨。国有资产改制时直接将国企所属的部分或全部国有资本通过产权交易市场或公开拍卖转让给其他投资者，并将国有资本变现的部分资金直接划拨进入社保资金。要求完善的产权交易市场，公平获得国有资本的公允价值，防止国有资产流失。

三是，社保基金转持国有股。逐步增大“国有企业”公开发行股票时社保基金转持国有股比重，而且落实增发划转。对于国有企业改制为非上市股份合作制企业的部分资产，可以积极探索和完善股份转让办法。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：(86) 83574569, 13911534993

传真：010-66568641

中国银河证券网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>