

摘要：通过考察一些理论界和实务界的资料以及借鉴一些公共管理专家的观点 回顾了我国“划资还债”解决养老保险隐性债务的缘由和历史，思考了现实的问题并在理论上进行解释，然后对如何划资提出一些设想，最后对划资后的运行方式作了思考。

关键词：养老保险基金 隐性债务 划拨国有资产

一、改革背景下养老保险新制度实施的逻辑

“为渡过人口老龄化高峰，我国政府 1997 年决定把现收现付养老保险制度转变为社会统筹和个人账户相结合的新的养老保险制度，出现了养老保险的隐性 债务问题。债务包括两部分：一是应继续付给新制度实施前已离退休人员的离退休金总额；二是新制度实施前参加工作、实施后退休的人员在新制度实施前积累的养老金权利。”（宋晓梧、张新梅，2000）

其实，何止老龄化一个原因，纵观世界诸国养老保险的转型或改革，本来，解决隐性债务可以有多种方法，比如：发行“认可债券”（如智利 1981 年改革开始 144 万人被给予特种债券以严格明确国家和个人的债权债务关系），也可以逐步提高政府财政对养老保险的补助支出。但是，我想基于我国改革的渐进性（如企业是逐步放权，“利改税”，物价，失业等都是由“双轨”向“单轨”并拢）和一些政治因素（执政党认为应集中力量做经济建设，“效率优先，后顾公平，稳定压倒一切”等观点），以及“国未富，人先老”的国情（2004 年 60 岁以上的老人占总人口的近 11%，中国 GDP 约 13.65 万亿元，人均约 10500 元），划拨国有资产，偿还国有企业职工的养老金隐性债务最可行（简称“划资还债”），这样干，既可以承认补偿的合理性又避免了在法律上债权债务关系的严格化和尖锐化，这和 1880 年代俾斯麦集团对德国工人的剥夺与安抚形不似而神似！但我国当局的压力远比当年俾斯麦的压力大：仅从 1998 年至 2003 年，企业退休职工从 2700 万人增加到 3600 万人，每年增加 300 万人，养老保险金的缴费人员与领取养老金的退休人员的比例，从 20 世纪 90 年代初的 10：1 上升到 2004 年的 3：1，是呀，在我们面对的是全球最庞大的老年人口和最剧烈的经济转型，所以这样做也是逼不得已。

二、为什么非划不可以及得划多少

因为在计划经济体制下，我国长期实行低工资政策，职工工资收入中没有包括保险费用，这部分保险费进入企业利润，全上交国家，国家又将其中的大部分用于固定资产投资，这样现有固定资产的价值中就凝结了部分老职工和离退休职工当年必要劳动的价值。现在，这部分人要养老，养老金支付面临财务危机，将一部分国有存量资产变现或划拨以解决他们养老金支付应是合情合理的事情。更何况，政府在出售或划拨一部分国有存量资产（截至 2000 年，我国国有资产总规模达到 98859.2 亿元，不包括军队的国有资产，其中经营性资产为 68612.6 亿元，非经营性资产为 30246.6 亿元。）用于退休职工养老金支付的同时，也将本应由政府负担的养老负担转移到了个人身上，算得上一举两得。20 世纪 90 年代初期，国内部分经济学家在讨论我国市场经济体制改革框架设计的问题时提出，社会保障的职能要从企业转移出来，将一部分国有资产看做是由过去的养老基金和医疗基金的积累所形成的划拨出来，由国有持股机构按基金预筹积累制进行委托经营（周小川、王林，1993）。目前这个观点已被广泛认可。

那末，改革造成的隐性债务有多大的规模呢？不同的学者和机构做出了不同的计算结果：

（一）世界银行的研究认为我国隐性养老金债务规模为 19176 亿元，其中，“老人”的隐性债务为 6813 亿元，“中人”的隐性债务为 12363 亿元；

（二）国务院体改办宋晓梧的研究认为，养老保险隐性债务 15 种不同的债务规模：从 18301 亿元到 108260



亿元不等；

（三）劳动和社会保障科研所何平的研究认为，我国企业职工隐含债务匡算结果是：57204.2 亿元，精算结果是：28753.34 亿元；

（四）中国人民大学王晓军的研究认为总债务为 36697 亿元。

但是，20 世纪 90 年代中期的改革方案在实施时都回避了新制度如何偿还这笔债务的问题。1995 年的两个改革方案在制度设计上都是把转轨时已经离退休的职工（“老人”）、正在工作的职工（“中人”）和此后参加工作的新职工（“新人”）覆盖到同一个基本养老保险计划之下，在财务技术上则采取了通过该计划中的社会统筹部分以及向“中人”和“新人”的个人账户积累借钱的办法，来支付同一计划覆盖下的“老人”的养老金，由此形成了个人账户“空账”的问题。2004 年，我国养老保险个人账户有帐无钱的规模累计已达 6000 亿（人民日报）。从 1998 年改革开始便出现了当年收不抵支的情况，于是中央政府不得不从财政收入中以每年数百亿元的规模用来填补该计划的缺口（2003 年，中央财政拨出 474 亿元补助中西部 25 个地区养老金的发放，各级财政补助了基本养老保险基金 544 亿元。2004 年，郑斯林总结中国社会保障支出占财政支出的比重保持在 10%—11%，社会保障支出增长速度几乎与同期财政支出增长速度同步）。1997 年，中央政府曾经试图通过强制实行全国统筹等措施来解决基本养老保险计划所暴露出来的问题，但是一直无法实现。

在以上努力均未奏效的情况下，政府有关部门、理论政策界提出了多种设想，包括开征社会保障税、向非国有企业扩大基本养老保险覆盖面等。经过 2000 年的大讨论，国务院做出决定，以减持国有股的 10% 和中央财政特别拨款的融资来补偿养老金隐性债务，并成立全国社会保障理事会掌管和经营这部分资产。但是，国有股减持的方案一经提出，便遭到了股市投资者的激烈反对，不得不于 2001 年 6 月份紧急叫停。国有股减持的紧急叫停也使得全国社会保障基金理事会中断了资金来源，不仅如此，全国社会保障基金迄今也未形成一个明确的支出需求。

十六大以后，中央决定改革国有资产管理体制，对国有资产实行基于行政层级的分级管理。如何偿还养老金隐性债务的问题再度浮出水面。吴敬琏等认为，在对国有资产实行分级管理之前，应当先将部分国有资产划拨给全国社会保障基金理事会经营管理用于补偿养老金隐性债务（吴敬琏、林毅夫，2003）。

三、由谁以什么方式向谁划资以及我们的预期效果

这既是一个社会保障的现实问题又是一个行政管理的理论问题，将来的行动我们无非需要以下问题的答案：国资有谁来划，划给谁，划债还是权，能达到什么目的。不妨有选择地借鉴“划资”专家李绍光的精彩观点：

如果把划拨国有资产的最终目的明确规定于偿还养老金隐性债务，那么最基本的问题是由什么机构来接收划拨后的资产。事实上，划拨国有资产还应当产生另外一个作用，即有助于国有资产退出竞争性领域，帮助企业建立更加有效的公司治理结构。把这两个问题结合起来，理想的情况应该是接收划拨资产的机构能够在有效偿还养老金隐性债务的同时，也能够企业的公司治理中发挥作用。

如果以股权转让的方式划拨给全国社会保障基金理事会，那么社保基金理事会自身几乎可以肯定不能成为所有被划拨国有股权的企业的一个合格股东，为了克服这个困难，社保理事会必然要聘请外部的资产管理机构来托管股权。还有另外一种设计思路，即将部分国有股的获益权赋予社保基金理事会，而国资委仍然代表国家行使出资人职责，但是这似乎同样会带来权利割裂的问题，同时，全国社会保障基金理事会也就只能作为一个养老金现金流的出纳机构而存在了。从社会保障计划的财务原理上讲，这种情况下理事会



未必有充分的理由存在：如果只是现金的收付，它可以完全由一个现收现付的计划所代替。

另一种方案是，由国资委对社会保障基金理事会负债，后者对前者的债权形成资产，并对养老金隐性债务的债权人负债；或是直接以债权形式划拨给社保基金理事会，而社保基金理事会则要以此担负养老金隐性债务的负债。实行这种债权划拨方案，关键的问题是社保基金必须把债权变现，因此需要以与此债权相关的资产为抵押发行债券，于是，最终的问题是如何回购和兑付这些债券。

在股权划拨和债权划拨之间，也许还够找出第三种划拨方式，即社保基金理事会作为一个临时性持股机构持有划拨的股权，在其卖出股权之前，持股处于封闭期，对公司的控制权由国资委掌握；股权卖出之后，社保基金要以所得现金偿还养老金负债，而公司控制权也要从国资委转移到实际购买股权的投资者。

需要说明的是，无论以上述何种方式实施划拨，都还面临着另外一个问题，即划拨后的债权是由全国社会保障基金理事会一家拥有，还是在全国范围内成立多家社会保障基金理事会。就此而言，可能的权衡有如下两个：第一、在国有资产实行分级管理的基础上，可能需要每个省（含自治区、直辖市）单独成立一个社保基金保障会，来接收本级政府国有资产管理机构基于划拨国有资产的债权，并发行债券。第二，不考虑国有资产管理体制的制约，通盘考虑中央和各省国有资产需要和能够划拨的国有资产数量，以资产总量为抵押，按一定抵押率，分期发行债券，由全国社会保障基金理事会持有，并按各地划拨比例进行分配；债券的投资收益分为两部分：如果实际投资回报率在约定回报率以下或相等，则按划拨比例向各省分配；如果投资回报率高于约定回报率，高出的部分可以用于全国范围内的基本养老保险收入再分配。

我们还要从资本市场的视角来考察以上两种选择。首先，当投资工具供给因为划拨而增加时，如何使得投资的有效需求同时增加。其次，资本市场是一个存在多重均衡的市场，只有同类投资者的数量足够多时，才有可能形成这类投资者行为的一个局部均衡。这意味着，多个社保基金这样的长期投资者参与资本市场将会推动资本市场的稳定。这似乎支持第一个选择。但是，在第二个选择中，假如全国社会保障基金理事会可以选择足够多的投资托管人，而这些投资托管人的行为又能受到切实有效的外部监管，那么这些托管人一样可以构成资本市场中的长期稳定的力量。最后，行为金融学的一个原理认为，投资者的多元化将有助于防范资本市场的系统性风险，那么，将划拨资产的投资纳入到现有的市场体系中来，抑或是另辟新的债券市场，哪种做法更有利于防范投资风险呢？根据改革的历史经验，第一种选择也许更容易操作。如此操作的基本模式是，由全国社会保障基金理事会接收国资委管理的国有资产划拨出来的资产，同时，各省的社会保障基金理事会接收各自所辖的国有资产管理机构划拨出来的资产。这种操作上的便利性所要接受的代价是，划拨计划本身不会具备收入再分配的功能，所以各省主要凭借本地区国有资产的划拨来解决问题。采取第二种模式的主要障碍在于各地可能没有足够的意愿来委托全国社会保障基金理事会托管其划拨资产。

李老师总的意思是说：基本的划拨方式有以下几种：股权的集中划拨，股权的分散划拨，债权的集中划拨，债权的分散划拨。实践过程中可能会在以上几种方式的基础之上出现某些变式，如分散划拨条件下的集中委托经营或部分集中委托经营。具体采取什么方式应当是中央与各个地方政府协商的结果。

四、预见未来“划资”后是怎样一个局面

在股权划拨的方式下，社保基金资产出于变现的需要而不太可能成为一个（或一类）长期的持股机构，而是有可能成为一个（或一类）特殊的金融中介机构。这种模式就其涉及的范围和运行的体制基础而言，与国有股减持是一致的，但国有股减持方案是先减持变现，后向社保基金转移现金，而股权划拨是先转移股权，后变现还债。养老金基金等社会保障类基金具有较明确的收益率目标和支出公式，对投资回报最大化的追求并不是无止境的，通常只是要求一个稳定的长期投资回报率，所以会以权益性投资作为自



己的投资导向。但是，目前中国的股票市场鲜有以权益性投资为导向的机构投资者。这使社保基金投资面临着两个两难困境：要么消极地等待着股票市场出现了足够多的权益性机构投资者以后再大举入市，要么大举入市以带动权益性机构投资者的成长。目前权益性投资的主体是广大的中小投资者，但是他们并不是股票市场中的主导者。中小投资者还缺少一种能够代表其根本利益的组织化机构来代理他们的投资行为。建立作为独立投资主体的养老金基金或信托投资基金，也许可以有助于改善这种情况。在增量的范围内，巨大的银行储蓄仍然有可能为资本市场注入更多的资金，但是，现在银行资金是通过某些灰色渠道（如不明确的银行表外业务），作为机构投资者的负债扩张性投资而流入股市的，这也是银行体系高风险的一个源头。既然资本市场的运转实际上离不开银行储蓄资金的支持，那么将这种支持以透明的而不是灰色的方式提供出来，将会有助于降低银行和储户的风险。具体的做法是，银行改变其长期以来品种单一的储蓄产品结构，开发契约型储蓄产品，为储户提供养老金储蓄等契约型储蓄户头，提供高于一般性存款利息的利息回报；由此形成的契约型储蓄资金，在银行内部以独立基金的形态，交给基金托管部门单独经营，并且实行单独的风险内控和外部监管。在整个养老金体系中，这种养老金储蓄可以是第三支柱即个人储蓄养老保险的实现形式，不排除投资于社会保险基金理事会持有的股权或发行的债券，或者进行信托投资。这样，它可以以一种更加透明的方式来扩大资本市场中的投资。

提高权益性投资的比重及其组织化或机构化程度，将会从投资需求方面为资本市场注入更多的稳定性因素，却仍然存在一定的问题。当国有资产以股权形式划拨时，作为持股机构的社保基金理事会是否应当按与普通股同股同价的原则将所持国有股变现？如果是，那么意味着上市公司的市场价值会受到相当程度的扭曲，因为变现的融资部分地被用作偿还养老金隐性债务了。如果定价高于普通股，则会引起普通股市场“剧冰”。这意味着，直接以上市公司的国有股减持、在同一个股票市场上为偿还养老金隐性债务而融资，可供回旋的空间实际上是很小的。“划资还债”的一个好处是可以绕开上面的问题而开辟一条新的通道，例如在现有的股市之外建立非上市公司国有资产的新交易市场，其主要问题就变成这部分国有资产的定价问题。

如果是由财政部或全国社会保障基金理事会基于所划拨的资产发行抵押债券，可以避免对股票市场的直接干扰，同时也不会扭曲公司的市场价值。抵押债券的运作可以借助于债券市场来实现。在需求方面，银行的契约型储蓄将是一个重要的投资来源。债权划拨的关键问题是债券的回购和兑现。在养老金债务偿还以后，债券应当被回购或兑现。一个附带有明确的回购条款的债券发行书，将有利于债券的销售。在财政状况允许时，政府要有计划地回购已发行的未到期债券或兑付已发行的到期债券。但是，债券的回购或兑付并非是唯一的手段，债转股也可以成为一种选择。所以，可以考虑把这种债券设计为可转换债券。因为被抵押的划拨资产与公司本身的融资结构无关，所以，抵押品既可以是上市公司的国有股，也可以是非股份制公司的资产。

六、本文到底说明什么问题

现在划拨国有资产和当年搞的养老保险改革同样是不可避免的，本文试图为划拨设想思路和预测未来的运行。另外，本文强调划拨资产需要进行较为充分的证券化。因为：首先，在良好的金融市场的帮助下，充分的证券化能够产生更大的现金流。2002年全国社保基金投资收益21亿元，收益率2.75%，2003年，投资收益34.07亿元，收益率2.71%，我认为收益率太低的原因就在于证券化的不足：2003年的投资第一类是低风险低收益的包括普通银行存款、协议存款和国债回购，累计投资总量为777.2亿元，占总资产58.7%；第二类为债券投资，投资总量为480.45亿元，占总资产的36.2%；第三类为股票投资，投资总量为67.36亿元，占总资产的5.1%。可见一斑；其次，能够兼顾我们在第五部分提到的各种预期目标。

当然，在该划多少的问题上，“划资还债”和社会统筹两种方式的比例关系应当根据人口结构、经济增长



以及城镇企业职工养老金制度的体系依赖度等因素的变化而进行动态调整。随着时间的推移和“老人”数量(3600万, 劳保部新闻发言人胡晓义, 2004)逐步缩减, 养老金体系的实质性个人账户的比例还应有所扩大。

参考文献:

- [1] 华尔街日报: 中国决心打破国有股流通僵局。
- [2] 陈振明.公共管理学:转轨时期我国政府管理的理论与实践.1998.中国人民大学出版社.
- [3] 吴敬琏, 林毅夫: 侧拨国有资产归还国家对老职工社保基金欠账, 第6辑, 中信出版社 2003年版。
- [4] 周小川, 《企业社会保障职能的独立化》, 《经济研究》1993年第11期。
- [5] 周小川, 王林: 社会保障: 经济分析与体制建议, 《改革》1994年第3-4期。
- [6] 万解秋.社会保障基金投资运营研究. 2003.中国金融出版社。
- [7] 中宏数据
- [8] 李绍光: 社会保障改革的政治经济学

