

■ 大视野 | Vision

俄罗斯创建“国家福利基金”的启示

□郑秉文

近来，国际投资市场的一个重大新闻和动向是俄罗斯将其主权财富基金“稳定基金”改组为主权养老金“国家福利基金”(NPF)。“国家福利基金”将于2008年2月1日正式成立并运转，与此同时，原“稳定基金”正式消失。在启动之初，国家福利基金的规模大约是314亿美元。

俄“稳定基金”的发展及贡献

作为俄罗斯的主权财富基金——“稳定基金”成立于2004年1月1日，其宗旨是在原油价格下跌至基准值时保证联邦预算收支平衡，其资金完全来自原油实际价格超过其基准价格的以上部分。由于国际石油价格疯涨，“稳定基金”膨胀十分惊人：2006年5月仅为714亿美元，截至2008年1月1日已高达1568.1亿美元；其中，外币账户中美元有668.5亿，欧元509.5亿，英镑77亿。其投资策略根据是2006年4月颁布的《关于管理俄罗斯稳定基金资金》有两种投资方式，一是购买外汇；一是可购买14个发达国家的有价证券。据悉，“稳定基金”从2006年7月开始正式运转到2007年4月为止，以美

元进行计算的年收益率达9.89%，约14亿美元。

几年来，“稳定基金”为俄罗斯做出很大贡献，达到了预期目的，发挥了积极的作用：首先，俄罗斯提前偿还巴黎俱乐部220亿美元债务几乎全部来自于“稳定基金”，为俄罗斯总共节省了利息77亿美元。其次，“稳定基金”为俄罗斯航空业的建设做出较大贡献，从而使其进一步推动了其现代化进程。再其次，为国内金融战略机构融资，例如向俄罗斯发展银行注资74亿美元，为俄罗斯国家投资基金注资37亿美元。最后，用于资助和推动高技术产业的发展，例如资助俄罗斯纳米技术集团公司120亿美元。

虽然“稳定基金”为俄当前经济发展做出了很大贡献，但是，在其正式进入投资不久的2006年9月，俄政府就开始考虑将其改造为主权养老金，旨在应对俄罗斯日

2008年2月1日，俄罗斯的主权养老金——“国家福利基金”(NPF)将正式成立并运转。在主权财富基金如日中天，成为国际资本市场关注的焦点之际，俄罗斯将成立仅四年的主权财富基金改组为主权养老金，旨在应对其国内日益尖锐的老龄化问题和人口危机，为未来的子孙后代留下更多的财富和更多的储蓄，而不是将其仅仅用于当前发展。这既是迫于老龄化压力，不得已而为之的一个战略措施，又是顺势解决石油外汇收入的一个渠道，可谓两全其美，其中的积极意义值得我们深思。

益尖锐的老龄化和人口危机，为未来的子孙后代多留下一些更多的财富和更多的储蓄，而不是将其仅仅用于当前发展，以实现当代与后代之间的公平分配，烫平石油天然气的收入。

未雨绸缪 应对老龄化趋势

俄罗斯最大的一个国情就是人口危机：1991年前苏联解体时人口为1.48亿，到2005年下降到1.43亿，15年减少了500万。近几年俄人口平均每年减少70万。与此同时，俄罗斯就业人口与退休人口比例一直在下降，据统计，在2002年俄罗斯不到1.7个就业人口就要赡养1个退休人口，而到2056年则将出现每100个就业人口赡养108个退休人口的倒挂局面。俄人口老龄化是一个不可逆转的大趋势，正如俄联邦劳动与社会发展部养老金局副局长阿伐纳西夫所言，不管今天采取

什么样的人口政策，如何鼓励生育，工作人口与退休人口1比1的结果是不可避免的，所能做到的只是从2030年推迟到2035年而已。

未雨绸缪，应对人口危机和老龄化，是普京改组稳定基金和建立主权养老金的主要目的。首先，普京认为，俄形势现已发生了根本变化。普京在其2007年4月国情咨文中宣布，2000年以来俄罗斯居民收入增加了一倍多，贫困人口规模缩小了近一倍，已走出经济长期下滑的困境，并跻身于世界十大经济强国行列。但是，人口问题却始终难以解决，甚至越来越严重，普京称之为当前“最尖锐的问题”。

当初建立“稳定基金”只是“国家储备资金的使用形式之一”，其中，有一部分是不可动用的，应该为未来的子孙后代留下一些财富。2007年4月普京在其国情咨文中具体提出了改组的新思

路，即把全部石油天然气收入一分为三：一是建立一个储备基金，旨在世界石油价格下跌时将俄罗斯经济风险最小化。二是将一部分收入作为财政预算，以促进社会项目的建设。第三部分就是建立“国家福利基金”(NPF)，以应对人口老龄化，支持养老保障事业。

普京认为，在俄罗斯经济转型过程中，其社保制度改革经历了一个非常困难的时刻，相当一部分老年人的退休金低于贫困线，这是因为濒于崩溃的原有计划经济体制下社保体系已不适应俄罗斯向市场经济转型的需要。因此，俄罗斯“没有权利去重复过去的错误”，必须要全力以赴保证老年人未来的生活。在2004年，俄政府就曾用部分“稳定基金”的储备，弥补俄罗斯基本社保“养老金”当期的支付缺口。

在普京看来，解决老龄

化的办法不该采取提高缴费率的办法，而应创造一个激励机制，鼓励那些达到退休年龄的人在自愿的前提下再工作一段时间，多劳多得，以提高退休金水平，换言之，利用石油美元建立一个“退休资本”，像退休金指数化那样，为达到退休年龄的人自愿继续工作建立一个退休储蓄账户，使之成为社保制度的一个组成部分。而建立主权养老金的目的就是为了提供国家的配比缴费，资金来自于营运收益，确保退休制度在长期内稳定运转，最终为支付社保制度的赤字提供融资支持，并确保投资增值，用普京的话来说就是，个人每多交纳1000卢布(41美元)，国家福利基金就为其相应交纳1000卢布。

俄将主权财富基金“稳定基金”改组为主权养老金“国家福利基金”，既考虑到了民族发展和代际的长期制度安排，又可满足近期的人口发展趋势的需要，既是迫于老龄化压力的不得已而为之的一个战略措施，又是顺势解决石油外汇收入的一个渠道，可谓两全其美，是一个很有启发的思路和明智之举，其中的积极意义值得我们深思。

■ 观潮心语 | Voice

上市公司的“马太效应”

□应健中

《圣经》中有一句话：“凡是有的，还要加给他，叫他有余。没有的，连他所有的，也要夺过来”，这就是著名的“马太效应”。富者越富，贫者越贫，一步领先、步步领先。社会心理学家认为，“马太效应”是个既有消极作用又有积极作用的心理学现象。

在股市中，上市公司有着明显的“马太效应”现象。越是在产品经营和资本运作上保持良性循环的公司，大家就越乐意将钱交给它，上市公司进入良性循环；而越是想短线急功近利抢一把的公司，大家就越遗弃它，陷入恶性循环。这两者之间有一

条无形的分界线。在中国股市的短短10多年中，笔者到目前为止还认为海尔在把握这个度上拿捏得很分寸。海尔上市15年来，股价没有超过34.50元，但长线持有者却盈利丰厚，其真谛是：每年必有分红、送股却从来没有超过10送3、有节制地再融资、产品名声很大在资本市场上却很低调，15年运作下来，到现在海尔的财务指标依然维持稳健水准。这样的运作就产生了“马太效应”中的良性循环。

一家上市公司实际上经营着两种产品：一种是公司主营业务产品，各家公司千姿百态；另一种就是天天挂在盘面上的股票，您不能否认这不是

上市公司的“产品”，有相当一部分上市公司甚至将这个“产品”看得比自身的主营业务产品更重要。这两种产品运作得好，上市公司如虎添翼，可一旦运作得颠三倒四也可能使上市公司一败涂地，一批批上市公司前赴后继地倒下去了，也几乎与把握不好两者关系有关。

最近股市激烈震荡，大家将气都出到了中国平安身上，认为平安保险推出的融资计划是推倒市场的第一块“多米诺骨牌”，其实，这只是时间巧合的表面现象而已，即便没有中国平安的融资方案，也会有别的什么成为压垮骆驼的最后一根稻草。

平心而论，中国平安的

确是家好公司，其73亿的总股本在金融板块中属于小盘股，其每股净资产14.06元、每股资本公积金9.73元，每股税后利润1.65元，更令人可喜的是，中国平安已经成了“价值投资”的主巢，为一大批主流投资者所推崇，这样的公司在产品经营和资本运作上完全可以稳健地推进，给市场树立一个长期投资的财富效应。可惜那么好的题材却一下子搞砸了，中国平安也付出了市值缩水一半的损失。当投资者突然发现，好公司却不能成为好股票，你们做大做强了，我却缩水了，于是，用手投票无济于事，就只能无奈地用脚投票了，真的太可惜了。

韩企“半夜逃逸”根在“消化不良”

□王加荣

在华投资的韩国企业是否正在以“半夜逃逸”的方式撤离中国？按照韩国产业资源部的计划，日前由该部和韩国外交通商部、劳动部、法务部、大韩商会等共同清算的“无故撤离应对特别工作组”开始进入青岛、广州等韩国企业集中的地区展开实地调查。有韩国媒体报道称，近来在华投资的韩国企业因为付不起职工工资或者负债而“无端撤走”的现象很多。此前一段时间，“中国经营环境恶化”“亏本”“撤离”等字眼接连出现在韩国媒体上。

韩企之所以“半夜逃逸”，走得如此匆忙，在我看来，其根源在于两税并轨之后，又适逢今年新的《劳动合同法》出台，刚性的政策不得不让他们平添压力，进而再三重量，最后导致“消化不良”撤离中国。尤其是新的《劳动合同法》中关于劳动派遣的规定，大大限制了外资企业在用人上的灵活性，企业无法使大多数员工都以劳动派遣身份替企业工作，这将大大增加劳动力成本。再者，税收成本的提高也是其中一大致命伤。

让笔者纳闷的是，韩国媒体称这些企业之所以“半

夜逃逸”，一是觉得中国的清算“手续繁杂”，二是需要返还当初进入中国时接受过的各种优惠。依我看，韩国媒体的看法显然有失偏颇。

首先，据我所知，外企清算负有税务机关自行清算、普通清算程序、特别清算、破产清算四道程序。清算手续繁杂这是法律法规使然，不唯独韩国企业，其他外资企业也一视同仁。韩国媒体将韩企“半夜逃逸”归咎于此，无疑是一种轻浮的表率。

其次，韩企接受中国的各种优惠，可能像当初那样一成不变，现在外资已经很多了，全世界都看好中国的经济发展，中国已经很能吸引外资了，根本不需要靠什么优惠政策。而且，外资并不一定就代表着“优质”，中国很多本土企业做得也很出色，有些比外资企业做得更好。中国现在需要更大力度发展本土企业，不能太依赖外资，要不然经济将始终无法维持稳定和自立。

更离谱的是，韩国媒体甚至提出了“撤离潮”的说法。笔者非常赞同国家发改委对外经济研究所所长张燕生的看法，认为此举有点夸大了。韩企撤离是个迹象，表明外资企业感受到政策压力了，但这并不意味着全军覆

没，更不可能大批撤离中国。其实，某些韩企日渐微利以致亏损倒闭，除了政策的刚性影响外，问题的关键主要是没有更好的渗透和消化韩企在华经营投资理念。一味责怪中国外资政策只能说是一种无端的宣泄。

“解铃还需系铃人”。须知，中国的钱并不是想象中的那么好赚。某些韩企之所以在中国市场上失利，并不完全归结为日益激烈的竞争局面。据我了解，在中国的韩企因不能因地制宜灵活处事，导致一些韩企在应对重大市场变化

时反应迟缓，进而业绩下滑。笔者奉劝那些热衷于把中国市场想象成理想花园的韩企投资者，理当反思之。

对于韩企而言，用吃韩餐的方法吃中餐换来的结果往往是消化不良，而以“半夜逃逸”的方式撤离中国，不仅是一种不负责任之举，更给人留下了不良印象。另外，韩国媒体某些过于夸大其词的做法，其影响也不容小视。韩企和韩媒体将这些“消化不良”的弊端转嫁于中国，我们也不可等闲视之，需防患于未然。

中国中煤能源股份有限公司首次公开发行A股网上资金申购发行摇号中签结果公告

根据《中国中煤能源股份有限公司首次公开发行A股网上资金申购发行公告》，发行人和本次发行的联席保荐人（主承销商）于2008年1月29日上午在上海市陆家嘴东路166号中国保险大厦主持了中国中煤能源股份有限公司网上资金申购发行中签摇号仪式。摇号仪式在公开、公平、公正的原则下进行，摇号过程及结果已经上海市公证处公证。现将中签结果公告如下：

末尾位数	中签号码
末“3”位数：	254, 754 , 747, 947, 547, 347, 147
末“4”位数：	4590, 9590
末“5”位数：	20410, 40989, 60989, 80989, 20989, 00989
末“6”位数：	126478, 326478, 526478, 726478, 926478
末“7”位数：	2113643, 7113643
末“8”位数：	16030451, 28530451, 41030451, 53530451, 66030451, 78530451, 91030451, 27879480

■ 学人随笔 | Writing

主权财富基金需要什么样的透明度

□高洁

去年，主权财富基金忽然成为国际社会关注的热点，而对主权财富基金透明度的讨论更是频频出现在各类媒体上。其实，主权财富基金早在1956年就已经存在，为何平平淡淡几十年，直到最近才引起关注？这主要是由于石油等能源价格的上涨使中东石油出口国收入剧增以及亚洲发展中国家外汇储备急剧积累，纷纷成立主权财富基金所致。

据IMF统计，2007年主权财富基金拥有的外币资产估计在1.9万亿至2.9万亿美元之间。高于对冲基金管理的1万亿到1.5万亿美元的资产。面对如此快速增长的庞大主权财富基金队伍，一些国际上的研究机构和政府智库立即着手研究主权财富基金的跨境资产配置可能给全球经济格局带来的变化及应对措施，其中最为关注的是透明度问题。

美国政府智库彼得森国际经济研究所研究员Truman专门撰文，提出了一套主权财富基金的最佳行为准则，包括结构、治理、透明度和责任度、行为四个分值不同的要素，并据此对28个国家的32个主权财富基金进行评分。将透明度与责任度的内容概括为报告、投资和审计三个方面。评分结果显示，获得最高分值的是新西兰的主权财富基金，为24分；最低分值的是阿拉伯联合酋长国的一只基金，为0.5分，平均分值为10.27分。高于平均分的基金有14只，低于平均分的基金有18只。

其实，近来引发广泛关注的不是主权基金的历史或规模，而是其不透明性或者说神秘色彩。渣打银行的相关研究报告显示，有些主权财富基金的透明度非常高，如挪威、新加坡淡马锡、美国(阿拉斯加)、马来西亚、加拿大(阿尔伯达)和阿塞拜疆，这些主权财富基金向公众披露其规模、已实现回报率和投资组合的详细情况。有部分主权财富基金的透明度很低，如阿联酋、科威特、卡塔尔、文莱、委内瑞拉、阿曼等。

主权财富基金到底需不需要对外透明，值得研究。对于许多主权财富基金来说，更倾向于不透明。不透明才能使自己在投资中处于一种更安全的状态。国际市场的投资运作不乏各种陷阱，对于没有投资经验的投资机构有可能成为国际市场角逐中的牺牲品，如果对外公布投资意向，必然会成为觊觎的猎物。因此一般都认为，主权财富基金有权决定是否透明及透明的程度。但另一方面也应看到不透明会引发很多弊端：

首先，不透明会产生国家保护主义。对于主权财富基金背景下进行的种种并购活动，一些国家开始以“国家安全”为名，对敏感性行业的并购进行审议。比如，泰国政府就曾否定了新加坡淡马锡购买其国内某电信公司股份的交易。

其次，不透明可能滋生腐败。不透明意味着很多信息不公开，外界难于了解基金的运作，投资可能是个别人的决策行为，缺乏公众的监督，公司治理水平大打折扣，腐败不可避免。

再次，主权财富基金不透明，又没有制定投资策略时，会导致投资的随意性较强，风险加大。

第四，在提高透明度成为一种普遍接受的趋势下，不透明会影响一国的国际形象，同时，易引起其他国家的排斥，对透明度较高的国家也是不公平的。

第五，在不透明的情况下，主权财富基金预期一致的“集体行动”，会引发国际金融市场的动荡。

从当前的形势看，主权财富基金透明度的逐渐推进将成为一种趋势。因此一国的主权财富基金，应顺应这种趋势，确定适合自身发展，保证自身安全的不同阶段的透明程度。

对于去年9月底刚成立的中投公司而言，其透明度的选择会经历一个渐进的过程。众所周知，中投公司的设立是为了分流过剩的外汇储备，增加外汇资产的投资收益率。而首次从外汇储备中分流的资金就多达2000亿美元，使中投公司成为全球最大的几家主权财富基金之一，其一举一动必然牵动着各方的神经。但由于中投公司的投资经验不足，具有国际投资经验的人才匮乏，国际市场的复杂多变、投资额的巨大，如果将投资动向过多地披露，无疑会使自己限于被动的局面，因此中投公司透明度的选择首先是在保护自身利益的前提下，达到最低披露的底线，如在媒体报道高管人员的任命与变动情况，公司日常的信息，成立专门的网站等。在运作一段时间后，按IMF提出的行为规范，逐步提高透明度，如确定投资策略，公布年报，有公开的独立的审计等。

目前在IMF未正式推出主权财富基金的良好行为准则之前，应积极参与有关规则的制定，在规则中要争取体现本国的利益。

凡在网上申购中国中煤能源股份有限公司A股股票的投资者持有的申购配号尾数与上述号码相同的，则为中签号码。中签号码共有1,182,133个，每个中签号码只能认购1,000股中国中煤能源股份有限公司A股股票。

本次发行最终确定的发行价格为价格区间上限人民币16.83元/股，未中签的网上申购款于今日(2008年1月30日)退还投资者。

发行人：中国中煤能源股份有限公司
联席保荐人（主承销商）：中国国际金融有限公司
中国银河证券股份有限公司
2008年1月30日