

《学术界》(月刊)

总第227期,2017.4

ACADEMICS

No.4 Apr. 2017

论养老金股市价值投资的法理根据^{〔*〕}

○ 张宇润

(安徽大学 法学院,安徽 合肥 230601)

〔摘要〕养老金投资股市应走价值投资之路,投资有业绩支撑的蓝筹股公司,在股价低于股票内在价值时持续买入,在股价高于内在价值时逐渐卖出。养老金实施价值投资模式不仅遵循股票价值增长的经济规律,也符合基本的法理要求:一是定位于投资者根本性权利;二是增厚投资者权利法力;三是实践投资法律理性。

〔关键词〕养老金;股市投资;价值投资;根本性权利;法力

DOI:10.3969/j.issn.1002-1698.2017.04.008

投资股市是养老金资产应对通胀风险、获取经济增长直接成果的必然选择。股市投资方法很多,价值投资模式是其主要方式之一。所谓价值投资策略,就是在股价低于股票内在价值时逐渐买入并持有,在股价高于内在价值时逐渐卖出并持有货币。价值投资的分析研究立足于公司的基本面,包括宏观经济分析、行业分析和公司分析,而对公司的分析最为关键,因为公司股票价值的最终决定者是公司的业绩和经营能力。公司创造利润的能力就是公司经营者对股东履行义务的能力,决定了投资者持有股票的权利的法力的大小。价值投资模式不仅遵循股票价值增长的经济规律,也符合基本的法理要求。

一、定位投资者根本性权利

投资者进入股市,享有两种基本权利:一是股票的持有权;二是股票的交易

作者简介:张宇润(1965—),安徽大学法学院暨经济法制研究中心教授,博士生导师。

〔*〕本文系教育部2012年规划基金项目“社会保险基金投资运营法律规制研究”(12YJA820097)的预期成果之一。

权。股票持有者是投资者对股票的直接支配权,股票持有人是股票所有人,这是一种对世权。然而,股票本身不过是公司股权证书,是一种价值符号,本身没有价值。因此,股票所有权人对股票的支配不过是一种手段,其占有股票的目的是对公司的请求权,主要是利润分配请求权,这是一种相对意义的权利,这种权利是公司股东的根本性权利。或者说,投资股票的根本性权利就是因为持有股票而对公司享有的请求权。价值投资者长期持有股票并持续享有公司的股息,是投资者根本性权利的真正实践。

(一) 养老金长期持股

股票是资本所有权证书,投资股票的本质就是做资本家,股票所有者是完全意义的资本所有者。股票持有人可以获得发行人创造的全部净利润,企业本身作为一个集合性资产,在货币运行关系中,比较好地应对货币贬值的趋势。1976年,美国企业的雇员通过企业年金拥有美国企业 25% 的股权,此时彼得·德鲁克预言,再过 20 年,美国养老基金的股权持有额度应该超过美国企业 6 成以上的股权,再加上美国经济中的借贷资本(政府债券、企业债券和票据),而通货膨胀只会加速这个过程。^[1]他的预言基本被验证。

价值投资者只把握股票的内在价值与市场价格的关系,不关注市场本身尤其是市场情绪的变化,不分析市场的技术走势。既然选择了价值投资,就要等待价值最终被业绩成长所确证,而不是被市场交易行为和行情趋势所证明,他不是不看股市变化,但不是简单地评价投资标的股票与热门行业的市盈率,而是关注市场价格是不是合理,根据现在的市场价格估算公司业绩变化,判断何时收回成本,时间越短越好,这是他购买股票的理由。他不关注市场价格的上漲或下跌,但最终是“无心插柳柳成荫”,他持有的股票长期跑赢大盘。巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆有句名言:股市短期是投票机,长期是称重机。美国投资家兼学者克尼厄姆得出一个很有意义的结论:“即在长时间内市场会对企业价值做出真实反映,这个时间至少是从现在开始的 4 年;如果你能比现在市场中的公众更好地评估企业业绩指标,你就会得到巨额收益。”^[2]如果投资者 1964 年投资 1 万美元购买巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司的股票,到 2000 年,其资产将会升值到 200 万美元。^[3]

股票的长期回报包括股价的增值和派发的股息两部分。股市投资的回报高于债券市场,不仅具有逻辑基础,也被历史实践证明。西格尔在《股票长期投资》中做过考证,在美国过去 200 年的历史中,去掉通胀因素,股市的平均回报是 6.5% - 7%。^[4]

(二) 养老金关注公司基本面的变化

价值投资者关注公司的内在价值,以研究公司的基本面为主,在这个前提下再考察公司股票的市场表现,估值是否合理。公司基本面分析包括宏观和微观分析两个方面。

在宏观方面,养老金应加强对目标公司的宏观经济环境的分析。企业的成

长离不开宏观经济环境,企业宏观经济环境包括国家的经济政策、行业在国民经济中的地位以及企业在行业中的地位等等。刘建位指出,数据表明基业长青的超级大牛股在消费和医疗两个行业特别多。标普 500 指数原始成分股中表现最佳的 20 家基业长青公司,都保持了完整的业务结构。1957 年到 2003 年底,标普 500 指数年复合收益率 10.85%,这 20 家基业长青公司的股票年复合收益率 13.58% 至 19.75%,其中有 11 家公司是具有高知名度品牌的消费行业股,还有 6 家是医药行业股。^[5]养老金机构投资者应加强宏观经济和资本市场研究,在深入分析宏观经济、市场变化和各类资产的长期趋势,把握各类资产风险收益特征的基础上,制定战略资产配置计划和市场操作计划。

国家政策鼓励的行业具有未来的长期增长潜力。比如绿色经济是我国未来的长期发展方向,受到国家政策支持。2016 年 8 月 31 日,中国人民银行、财政部、国家发展改革委、环境保护部、银监会、证监会、保监会 7 部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》,其中规定:“引导各类机构投资者投资绿色金融产品。鼓励养老基金、保险资金等长期资金开展绿色投资,鼓励投资人发布绿色投资责任报告。提升机构投资者对所投资资产涉及的环境风险和碳排放的分析能力,就环境和气候因素对机构投资者(尤其是保险公司)的影响开展压力测试。”2016 年 10 月 22 日,中国证监会副主席方星海在“责任投资与绿色金融国际研讨会”上指出,推动实现我国资本市场绿色化,推广责任投资理念,引导机构投资者开展绿色投资。^[6]养老金在推动我国投资和经济结构向绿色化转型过程中具有重要地位,在践行投资理念方面发挥引领和示范作用。绿色投资属于价值投资行为,不是公益行为,养老金既履行了社会责任,同时也分享了绿色发展的成果。

在微观方面,养老金应对目标公司本身的经营能力进行深入细致分析。养老金应选择那些具有成长潜力的公司股票进行投资,这就需要进行企业分析。假如一个企业高增长,价值投资者会查究其高增长的根源,是简单的增加产品供给还是提高占有率,还是供求关系的变化,公司是否具有护城河,其增长是否能够保持长期性和连续性。同时也要研究这家企业的研发投入,是不是有后劲,研发费用进入成本还是通过资本化做高利润等等。

企业管理团队和企业文化是企业发展的灵魂。陈晓翔认为,从本质上讲,股票的投资价值取决于未来它所能创造的现金流的贴现值。这种创造现金流的能力,一方面受公司的行业背景、商业模式所影响,更重要的是企业的管理团队决定的。即使在夕阳行业中,只要拥有一支具备前瞻性和强大执行力的优秀管理团队,同样也能产生一个朝阳企业。^[7]养老金投资股票,应关注公司管理层素质、企业文化、执行力、他们对行业的理解及采取的对策,在这个基础上考察公司的经营状况和各项财务指标。

投资者通过一些重要指标可以大体判断公司的盈利状况和经营状况。这里,笔者提示几个关键性指标:(1)公司扣除非经常性项目收益的净利润增长

率。通过此指标可以判断公司的成长性。(2)公司的每股收益。通过此指标与股价的关系可以判断公司的实际投资价值以及投资成本回收的时间。市盈率是公司股价与每股收益的比率,静态看市盈率就是收回投资成本的时间。(3)净资产收益率。通过此指标可以判断公司资本的盈利能力,净资产收益率越高表明公司资本盈利能力越强。(4)现金流指标。通过该指标可以判断企业的收入和支出是否正常,可以判断公司收益的水分有多大。(5)毛利润率和税前利润率。毛利润率反应的产品定价优势和生产效率,税前利润率反应企业的管理水平和经营效率。

(三)养老金理性行使股东权

价值投资者一般长期持有股票,作为权利人行使对上市公司的股东权。股东权分为两个层面:一是共益权,即持股人以公司成员的身份为了公司以及公司全体股东的利益而行使的权利。这是一种管理性质的权利,具体表现为参加股东大会的投票表决权、质询权、提案权、建议权、查阅公司财务会计文件资料的权利、股东代表诉讼权等等。二是自益权,即股东为了自身的利益对公司的请求权,具体表现为利润分配请求权、剩余财产取回权、配股认购权等,核心权利是利润分配请求权。这是一种财产性权利,也是股东的目的性权利。公司是以盈利为目的的社团,股东持有公司股份参与公司管理的最终目的就是为了获取收益。投资者投资股票的目的分为两个方面:一是直接目的;二是最终目的。最终目的都是一致的,就是为了实现财产的增值,但直接目的可能不同。有些人投资股票的直接目的可能是为了获取对公司的实际控制权,其投资成本可能巨大。养老金主要是财务投资者,其购买股票的直接目的是为了使养老金资产稳定增长,而不谋求对上市公司的控制权。而法律不仅限制养老金对股市的投资比例,也限制养老金对单个股票的投资比例,使养老金实际上也难以对上市公司形成绝对控股地位。^[8]美国学者路易斯·凯尔索提出通过利润分享型雇员养老金让雇员拥有企业的部分所有权,就是想通过让美国雇员成为其所在企业的“所有者”即“资本家”,其观点的实质就是“工业民主”计划,但如果是处于衰落阶段的企业,这种“资本家”的地位是很糟糕的,美国很多企业年金常常血本无归。^[9]因此,养老金做资本家应当是以主动的姿态持有好公司股票,一旦公司前景黯淡,应理性行使股东权利,用脚投票,保障养老金资产的安全为第一要务。

通过举牌控股上市公司,如果没有得到上市公司管理层的认可,就会引起管理层的反制措施,甚至使用毒丸计划,这样会损害上市公司的财产运营能力和效率。养老金虽然不谋求对上市公司的控制权,但为了保障投资的安全性和收益的可靠性,也有权参与公司治理活动,行使股东对公司的管理性权利。养老金因为是强大的机构投资者,具有相当的话语权,对公司管理层行使监督权的力量不可小视,对公司管理层滥用权力损害公司及其股东利益的行为有权提出质询、改正的建议,在股东大会上行使表决权,罢免不合格的董事会成员,必要时养老金作为股东可以提起股东代表诉讼。不过,养老金作为财务投资者的性质不能改

变,养老金不是战略投资者,更不谋求对上市公司的控制权。

二、增厚投资者权利法力

任何权利都有法律上的保障力,即法力。权利是权利主体对他人和社会的一种宣称或主张,其主张中包含着一种力量,这种力量就是权利主体的意志力。^[10]权利的法力大小依据是权利本身所包含的义务或者社会劳动量,这种劳动量对社会具有积极效应。违法行为产生的是负法力,不仅不能实现行为人的权利,反而使其遭受损失。无疑地,价值投资者所投资的股票权利具有坚实的法力基础。公司的股票法力的基础就是公司创造利润的能力,公司成长性强大,股票权利的法力就强大。但对具体的投资者而言,由于购买股票是有成本的,投资者的权利要求是尽快地收回成本并实现盈利。收回成本的时间越短,股票法力越大。对公司股票权利法力的判断存在着某种不确定性,权利蕴含着风险。因此,判断股票权利法力要在相对性中把握确定性。投资者盈利的法力来自两个方面:一是公司的持续盈利能力。公司的持续盈利能力强,投资者的股东权益就会增大。二是投资者的持续购买力。如果买的人多于卖的人,股价就上涨,股票持有人的法力就增强。也就是说,股价低的时候买入股票的投资者的权利法力大于股价高的时候买入的投资者。

(一)养老金主要投资低估值蓝筹股

投资股票的真谛,就是购买好股票不放手。什么是好股票?好股票不是好公司。好公司的股票价格太高,不是好股票。好股票必须具备两个条件:一是好公司;二是便宜的价格。价值投资模式可能略有差异,但核心基点不变,就是在股价低估时买入,在股价高估时卖出。作为价值投资者的养老金机构,在股价低估时开始买入好公司股票,法力基础雄厚。

蓝筹股公司是业绩稳定增长的大公司,公司治理结构规范,信息披露制度健全,具有良好的公众信任度。这类公司股票具有良好的流动性,不需要通过制造题材、坐庄制造流动性,引诱投资者购买。因此,投资蓝筹股获得比较大的正法力。

在低市盈率(PE)买入股票,待成长潜力显现后,以高市盈率卖出。这种投资策略被称为“戴维斯双击”,反之为“戴维斯双杀”。戴维斯 1950 年买保险股时市盈率只有 4 倍,10 年后保险股的市盈率达到 15 至 20 倍。最终,戴维斯不仅本金增长了 36 倍,而且在 10 年等待过程中股息收入也相当可观。^[11]戴维斯“双杀/双击”是美国戴维斯家族的投资哲学,戴维斯家族祖孙三代在华尔街成功投资 50 年,其辉煌战绩足以与沃伦·巴菲特、彼得·林奇等投资大师相提并论。老戴维斯的孙子安德鲁(Andrew)和克里斯(Chris)在 20 世纪 80 年代后期接手“戴维斯王朝”,继续创造辉煌。戴维斯“双杀”与“双击”主要体现了企业成长变化与市场不理性预期对股价波动的双重影响。戴维斯“双击”实际上就是格雷厄姆的安全边际理论、费雪的成长股理论、芒格的绩优股理论等三者的综

合,即等待“好的时机”以“好的价格”买入“好的股票”,然后耐心持有,坐收上市公司和“市场先生”的双重馈赠。^[12]

巴菲特是世界公认的股神,师承格雷厄姆的价值投资模式,并有所创新。按照我国著名投资家释老毛的理解,巴菲特模式是格雷厄姆、费雪和芒格三个人思想的综合体,其模式有三条戒律:一是能力圈,不熟悉的股票不买,回避知识上的风险;二是安全边际,不低不买,回避价格上的风险;三是护城河,回避竞争方面的风险。^[13]2016年12月8日,巴菲特麾下的伯克希尔·哈撒韦公司收盘时首次突破4000亿美元,而1964年底只有2288.7万美元,每股246380.05美元,早已是世界上股价最高的股票。在美国,股票市值突破4000亿美元的只有苹果公司、Alphabet Inc、微软公司和伯克希尔公司。1965年至2006年的42年间,伯克希尔公司净资产的年均增长率为21.46%,累计增长361156%;同期标准普尔500指数成分公司的年均增长率为10.4%,累计增长6479%。伯克希尔·哈撒韦公司是美国一家保险为主业的多元化投资集团,持有富国银行、苹果、IBM等许多公司的股权。考虑到伯克希尔哈撒韦涉足非常广泛,对该公司的投资也是对美国经济的押注。^[14]

(二)养老金一般回避高估值股票

一轮牛市中,投资者持续性买入,股价不断上升,市盈率不断提高,市场的风险也同时在增强,股票权利法力呈下降趋势。一旦市场主力资金获利后撤出股市,股价不断下跌,市盈率不断降低,市场风险逐渐释放,股票权利法力呈上升趋势。因此,在公司盈利能力相同的条件下,低市盈率股票法力强于高市盈率股票。价值投资者一般在熊市中逐步买入具有成长潜力的低估值股票,在牛市中逐步卖出高估值股票。

高估值股票可以通过高成长性降低市盈率和估值水平。在新兴行业中,一些中小型公司具有高速成长性,比如在本世纪初期的腾讯、阿里巴巴和百度等互联网公司,在上市初期都是小公司,在业绩尚未爆发时,市盈率都比较高,随着公司的成长壮大,市盈率逐渐降低,如今已经是典型的蓝筹股公司。不过,大多数中小公司难以成长为大蓝筹公司,一旦成长性丧失,风险很大。戴维斯做过比较,以10倍市盈率买入每年增长10-15%的公司,5年后市场会给这公司更高的预期,市盈率可达13甚至15倍,此时戴维斯卖出,获利相当可观。相反,很多人以30倍市盈率买入期望每年增长30%以上的成长股,同期获利率只有前者的一半不到。因为在成熟的经济体,期望一个公司每年保持30%以上的净利润增长率摊薄市盈率的难度是很大的。^[15]戴维斯双杀指的是高成长性股票一旦成长性丧失,股价呈断崖式下跌。养老金的股票投资组合中,大部分是低估值蓝筹股,回避了戴维斯双杀的风险。

趋势投资者和技术分析人士根据市场情绪和成交量状况进行投资,有一定的法力基础,但必须以价值为基础,如果不以价值为基础,就可能形成股票资产泡沫。在股票资产泡沫状态下,股票价格表面上看起来很高,但风险很大,法力

很微弱。此时依靠公司的成长在相当长的时间内很难收回成本。比如 2007 年中国石油股票上市开盘价 48 元,市盈率 60 倍,从静态看需要 60 年才能收回成本。高市盈率股票需要公司的高成长性支撑,在市场经济的竞争中,一家公司能够获得持续性高增长是很难的,尤其是中小型企业面临的竞争压力更大。泡沫最终是要破灭的,一旦后续没有资金持续买入,就会有人做出卖出行为,进一步打击持有者继续持有的信心,引起连锁性反应,此股将会走上漫漫熊途。

从整体上看,如果整个股票市场的泡沫都很严重,就可能导致股市崩盘,甚至冲击实体经济体系。日本股市上个世纪 90 年代泡沫破灭之后,日本经济从中速发展期断崖式跌落到低速发展期,GDP 增长率基本上在 0 点附近徘徊,通胀转通缩,陷入了长达 26 年之久的失落困境。我国 2015 年夏季由于股市泡沫引发的股灾给我们留下了深刻的教训,当时创业板市场整体市盈率高达 140 倍,垃圾股股价漫天飞涨,终于在 6 月中旬泡沫被刺破,引起巨大的连锁反应。在几个时段,垃圾股和高市盈率中小公司股票连续多天出现从开盘到收盘跌停现象,流动性完全丧失,投资者损失惨重。要不是政府出台紧急救市措施,后果不堪设想。我国股市之所以没有因为崩盘事件冲击实体经济,是因为当时蓝筹股市盈率尚处于合理区间,以及我国实体经济依然保持旺盛的活力。因此,2015 年股灾只是股市中局部范围的事件,与 2007 年东南亚股灾引起东南亚金融危机和美国 2008 年股灾引起全球金融危机不可同日而语。

三、实践投资法律理性

养老金投资股市的目的是为了获取经济发展所带来的初次财产的分配(利润分配),分享经济发展的成果,以实践根本性权利为基础,根据市场行情和趋势实践交易性权利,保障养老金资产的安全、保值和增值。养老金的性质决定了养老金应坚持价值投资理念和模式,实践法律理性。

(一) 价值投资行为符合法律的公义精神

投资行为是法律行为,投资者买卖股票的行为是自主决定的合同行为,受到法律的保护。但法律保护投资行为的自由是有条件的,要求投资行为必须具有正当性,不能违反市场的公开、公平和公正的三公原则,不能损害其他投资者的合法权益。通过坐庄、操纵市场和内幕交易获得盈利,属于不义之财,本身不仅没有正法力,而且具有负法力,所付出的劳动不仅不能收回,而且还要受到法律的制裁。

养老金作为价值投资者,坚持根本性权利原则,根据股票内在价值——公司创造利润的能力,以及股市价格与内在价值的偏离程度选择投资机会。养老金投资股票,一般选择蓝筹公司股票作为投资标的,这类公司具有健全的信息披露制度和公司治理结构,市场信誉度高,已经被长期的市场实践证明其业绩稳定增长具有真实可靠性,股票的内在价值比较容易辨别。养老金投资的最终收益来自于上市公司盈利的持续性增长,并不是来自于交易对手的损失,其交易行为符

合市场的公平原则和道德法则。养老金不仅不会损害市场的公正交易秩序,而且在维护市场环境的公正方面输送正能量,丰富证券市场的法律公义精神。

而投资利润的获取如果不是来源于上市公司的业绩增长,而是来自于其他投资者的损失,主要有四种情况:一是源自于对市场行情的正确判断。这是合法交易,受到法律的保护。二是交易技术水平高。掌握先进交易技术,比如程式化交易工具,这也在法律允许的范围内。三是内幕交易。投资者与上市公司管理层、上市公司大股东合谋,占有内幕信息资源,在市场交易中获得优于普通投资者的信息底牌,这种交易为法律所禁止。四是操纵市场。投资者单独或者与他人合谋,利用信息优势、资金优势、技术优势,制造各种诱人的骗局,操控股价获取暴利,这也为法律所否定。实际上,通过正当的交易行为从其他投资者那里获取收益并非易事,成功者少之又少,更多地带有运气的成分,投资者要面对较大的市场短期不确定性的风险。而通过内幕交易和操纵市场获取暴利具有确定性,但这为法律所否定,一旦被查明,所得收益不仅被没收,而且还要遭受更重的惩罚。^[16]

养老金的性质决定了在保障资产安全的前提下,实现资产的稳健增长。因此,养老金不参与股市的投机炒作,更不会参与内幕交易和操纵市场,因为这样会使养老金资产处于高度法律风险之下。养老金属于股市中的强大机构投资者,具有操控股价的能力,如果重仓持有上市公司股份,可能成为内幕信息知情者,上市公司或其董事和高管也具有与养老金进行合谋谋取不正当利益的动机。另外,养老金资产一般通过信托机制委托给资产管理人、托管机构和投资管理机构,它们掌握养老金资产的运营信息,有可能向其关系人输送未公开信息,或者直接利用未公开信息建立“老鼠仓”,损害养老金资产的安全,破坏公平交易秩序。^[17]选择价值投资模式的养老金不需要借助这种途径实现养老金资产的增值,因为价值投资模式与内幕交易等非正当交易行为没有任何共通性。

(二) 价值投资符合监管者的预期

养老金作为机构投资者是股市中的重要投资力量,其资金规模庞大,而且具有持续性,其一举一动对股市影响很大。我国股市不健康和不文明的主要原因是市场庄家的不规范和不文明交易行为引导市场形成不健康的市场预期,市场庄家的资金大多属于短期性资金,希望通过短期快进快出的方式获取收益,造成股市波动率很大,而且牛市猛烈过头,熊市漫长难熬。近年来,我国一些机构投资者包括保险公司短期炒作垃圾股,频频举牌上市公司,没有对市场起理性预期引导作用,同时对于保险公司的自身价值也没有实质性提升,而且还带来很大的风险。

养老金坚持价值投资模式,定位于根本性权利,在股市估值较低时买入,具有较强的法力,得到法律和政策的支持和鼓励。而通过市场炒作获取差价收入虽然可能没有触犯法律,但政府的政策限制投机性行为,防止因过度投机行为而引起的泡沫泛滥和对市场稳健秩序的冲击。吴晓求指出:中国资本市场需要机

构投资者,但反对大机构投资者从事短期交易,因为它们扰乱市场预期。法律保护机构投资者的财务投资行为和战略投资行为。^[18]

我国证券市场的监管者,尤其是政府监管者与西方国家的政府监管者的行为指向具有较大的差异。西方国家的政府基本上属于被动型政府,或者说属于小政府范畴,当证券市场出现严重问题时才出来进行干预,政府的主动性作用力主要是针对市场的违法行为,比如欺诈行为、内幕交易行为和操纵市场行为等等,并不引导市场行为的走向。但西方国家证券市场曾经经历过多次灾难性事件,投资者在长期的交易中经过痛苦的反思才逐渐成熟,形成理性投资氛围。^[19]我国属于赶超型新兴国家,西方国家的股票交易历史给我们留下了宝贵的经验和教训,我国的政府监管者不仅要设计证券市场的公平交易制度,给予投资者自由交易的空间,同时也负有引导投资者走向理性投资道路的责任,使我国股市尽快地走向成熟和理性。

近年来,我国证监会和其他相关部门出台了一系列引导理性投资的政策、制度规则和监管措施,主要包括以下几个方面:

一是鼓励机构投资者入市的政策和规则,包括放宽 QFII 门槛政策、保险资金入市政策和养老金入市政策等。机构投资者的行为相对于散户投资者较为理性,它们具有健全的内部治理结构,建立严格的风险控制机制。

二是鼓励价值投资政策。如股票红利根据持股期限实行差别税收优惠政策^[20],有利于价值投资者长期持有高分红的蓝筹股。证监会发布监管指引,对上市公司现金分红政策披露、违反承诺所承担的责任等作了规定;在并购重组审核中,将现金分红及信用情况作为重要考核内容,对优秀公司在再融资、并购重组等方面给予简化流程等政策支持。^[21]2015 年股灾期间,证监会和保监会鼓励证券公司、保险公司积极购买蓝筹股,以证金公司和汇金公司为代表的国家队持有大量的蓝筹公司股票。

三是抑制非理性投机行为。证监会在规范制度的同时,加大信息披露监管问责力度,对账户异常交易、股价、指数异常波动及时发现和处理,对各类风险进行实时监测。针对一些保险公司的频繁举牌上市公司的行为,证监会主席刘士余警告“你在挑战国家法律法规的底线,你也挑战了你做人的底线,这是人性不道德的体现,根本不是金融创新。”^[22]2016 年 12 月以来,保监会针对个别保险公司在股票市场的短期炒作的投机行为,采取针对性措施进行规制,先后暂停前海人寿开展万能险新业务以及暂停恒大人寿的委托股票投资业务。针对保险公司频繁举牌行为,保监会明确表示要进行干预。

证券交易所作为一线监管者,积极配合政府监管者的政策行为。证券交易所引导上市公司现金分红,提升中小投资者投资回报。比如上海证券交易所加大对现金分红的督办力度,要求不分红、少分红的上市公司多渠道、互动式披露分红政策的主要依据、结余资金的后续用途,满足投资者的知情权。^[23]2016 年 12 月 2 日,沪深交易所修订《融资融券交易实施细则》,对可充抵保证金证券折

算率进行调整,将静态市盈率在 300 倍以上或者为负数的股票折算率下调为 0。将可充抵保证金证券折算率与其静态市盈率挂钩,可提高融资融券担保物质量,降低业务风险,有利于引导投资者价值投资。证券交易所多次提醒投资者注意次新股、资产重组概念股、高送转概念股的炒作风险,并采取一些有效的监控措施,一手说明会,一手问询函。

养老金坚持价值投资,做股市长期资金的提供者,不做短期市场的炒作者,养老金主推中国制造,做善意的财务投资者,不做敌意的收购者。养老金因为长期持有蓝筹股而获得良好的收益会引起示范效应,引导股民从投机炒作模式回到价值投资模式,与证券市场的监管者的行为目的和预期是一致的,会得到监管者更多的政策支持。

(三)通过信托约束机制实践理性投资模式

养老金投资股市主要通过多层次信托机制采取专业化投资运作的模式。^[24]通过信托机制可以选择具有优秀专业人才的优质机构进行受托、托管和投资,养老金的受托机构、托管机构和受托投资管理机构都是资本市场中具有专业性运作经验和能力的资产管理机构、商业银行和投资管理公司。通过信托机制一方面对信托财产进行定位,委托人、受托机构、账户管理人、托管人和投资管理机构之间形成多层次信托权利和义务制衡机制,保障养老金投资行为进入理性投资模式。基本养老金由委托人将养老金委托给受托机构进行管理,由受托机构选择托管机构和投资管理机构。受托机构应该是国家设立、国务院授权的养老金管理机构,目前由全国社保基金理事会作为受托机构。受托机构可能将受托资产按不同资产类别进行分类招标,比如一部分投资管理机构专门管理权益类产品,一部分投资管理机构专门管理固定收益类产品,还有一部分专门管理绝对收益类资产。企业年金投资管理模式一般是企业年金理事会与账户管理人、托管人和投资管理人分别签订委托管理合同。

投资管理机构无疑地在信托机制中居于关键性地位,因为它们是股市投资的实际操作者,是它们运用养老金资产进行股票的买卖行为。养老金管理机构(受托机构或受托人)通过信托合同选择养老基金的投资管理人,投资管理人的标准需要符合《证券投资基金法》《全国社会保障基金条例》《基本养老保险基金投资管理办法》和《企业年金基金管理办法》的基本要求外,受托人或受托机构可以根据养老金的性质选择更适当的投资管理人,这体现了法律条件下的契约自由精神。投资管理机构必须治理结构规范,内部风控机制健全,有良好的专业技术能力和投资运营能力。投资管理机构没有在资本市场中的失信行为和不良信用记录。此外,选择投资管理人的范围应局限于具有价值投资理念和风格的投资管理机构,应回避具有激进投机风格的投资管理机构。

信托机制内含内部监督制衡机制,是保障养老金理性投资行为的约束机制。养老金资产的管理人和托管人有权监督投资管理人的投资运营行为。投资管理人必须坚持理性投资思路,不能用养老金进行冒险投资那些估值过高且没有增

长潜力的公司股票。投资管理人不能存在违法违规行为,利用养老基金从事操纵市场、内幕交易和老鼠仓行为。养老金资产管理人和托管人在这方面具有监督权和问责权力,针对投资管理人的违法行为给投资者造成损失的,有权要求赔偿。

注释:

- [1][9][美]彼得·德鲁克:《养老金革命》,沈国华译,机械工业出版社,2015年,第1、30页。
- [2][美]劳伦斯·A·克尼厄姆:《向格雷厄姆学思考 向巴菲特学投资》,王庆、徐隽译,中国财政经济出版社,2005年,第91页。
- [3][美]威廉·伯恩斯坦:《投资的四大支柱》,汪涛、郭宁译,中国人民大学出版社,2015年,第99页。
- [4]郑学勤:《股市理应是最有效的投资渠道》,新民网,2014年03月21日09:44。
- [5]张鹏:《汇添富基金刘建位:学习巴菲特 寻找大牛股》,中金在线网,2013年11月04日08:50。
- [6]曹乘瑜:《方星海:引导机构投资者开展绿色投资》,《中国证券报》2016年10月24日,A01版。
- [7]陈晓翔:《价值股投资机会正在临近》,《中国证券报》2013年10月14日,A02版。
- [8]根据《企业年金基金管理办法》第50条规定,单个投资组合的企业年金基金财产,投资于一家企业所发行的股票,不得超过该企业股票发行量的5%;按照公允价值计算,也不得超过该投资组合企业年金基金财产净值的10%。遗憾的是,《基本养老保险基金投资管理办法》没有这方面的规定。
- [10][美]约翰·R·康芒斯:《资本主义的法律基础》,商务印书馆,2003年,第199页。
- [11]见客:《戴维斯双击》,http://blog.sina.com.cn/s/blog_4ee9ca810100mvui.html。
- [12][15]青牛:《戴维斯双击和双杀》,http://blog.eastmoney.com/wyq66/blog_160409937.html。
- [13]刘畅、何玉晓:《释老毛:价值投资者只输时间不输钱》,《大众投资报》2015年12月5日。
- [14]TechWeb报道:《巴菲特旗下伯克希尔哈撒韦市值首次突破4000亿美元》,http://www.chinaz.com/news/2016/1208/624699.shtml。
- [16]参见《证券法》第202条、203条。
- [17]2016年12月23日,证监会新闻例行发布会上,发言人张晓军表示,证监会近期会同公安部联合部署开展“打击防范利用未公开信息交易违法行为专项执法行动”,一批涉案金额巨大、违法行为十分恶劣的利用未公开信息交易案件将从快从严查处,一些屡屡犯案的涉案公司被重点警示加强内控管理,证监会已向公安机关移送了35起“老鼠仓”案件。这是证监会继部署会计师、评估机构等中介机构违法违规专项执法行动、IPO欺诈发行及信息披露违法违规专项执法行动、市场操纵违法专项执法行动后,开展的第4批专项执法行动。
- [18]吴晓求:《反对大机构从事短期交易》,《证券日报》2016年12月10日,A2版。
- [19]江玉荣:《养老保险基金投资监管模式的国际发展及对我国的启示》,《学术界》2013年第1期。
- [20]根据财政部、国家税务总局、证监会《关于上市公司股息红利差别化个人所得税有关问题的通知》(财税[2015]101号)第1条的规定,个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票,持股期限超过1年的,股息红利暂免征个人所得税;持股期限在1个月以上至1年(含1年)的,暂减按50%计入应纳税所得额;持股期限在1个月以内(含1个月),其股息红利所得全额计入应纳税所得额;上述所得统一适用20%的税率计征个人所得税。
- [21]许志峰:《投资者保护重如泰山,严管才是真保护》,《人民日报》2016年12月21日,第1版。
- [22]2016年12月3日,证监会主席刘士余在中国证券投资基金业协会第二届第一次会员代表大会上发表演讲《反对强盗式举牌收购,挑战刑法将开启牢狱大门》。
- [23]上海证券交易所:《以投资者权益保护为导向 着力提升监管效能》,《中国证券报》2016年12月23日,A12版。
- [24]江玉荣:《养老基金投资监管法律问题研究》,安徽大学法学博士学位论文,2014年,第92页。

[责任编辑:马立钊]