

企业年金不应大规模投资股市

企业年金进入股票市场的制度性条件(下)

中国企业年金目前仍处在发展的幼稚期,无论是从利益主体还是从制度特征上看,现阶段中国企业年金还不应大规模投资股票类资产。中国股票市场具有高波动性,市场功能和运行机制不健全,因此不适合企业年金投资。在制度性条件缺失的情况下,企业年金盲目进入股票市场会给社会带来灾难性后果。

孙国茂

国内学者开始对于企业年金进行研究成果更多是采用公共管理和社会保障的研究方法,并且大多集中在企业年金的发展模式、政策引导、年金投资和政府监管等方面。对于企业年金进入股票市场这一问题国内学者也有研究,这些研究大致可以分为两类,一类是从事社会保障研究的学者,根据欧美等国的养老金管理模式,研究中国企业年金该不该投资股票市场;另一类是从事证券市场研究和证券从业人员,根据欧美等国养老金资产的配置结构,研究中国企业年金怎样投资股票市场。和已有研究不同的是,本文从企业年金与股票市场的关系以及制度演进的角度,研究企业年金进入股票市场的制度性条件。笔者认为,在制度性条件缺失的情况下,企业年金盲目进入股票市场会给社会带来灾难性后果。

企业年金的内在属性要求投资管理必须确保安全

1. 企业年金的内在属性
不论是DB型企业年金计划还是DC型企业年金计划,年金资产的存续过程或者说是运营过程都可以划分为三个阶段:融资阶段、投资管理阶段和支付阶段。作为一种特殊的金融资产,企业年金资产一方面有着与一般金融资产相同的内在属性:即收益性、安全性和流动性;另一方面它也有着自身的特殊性,这种特殊性是由企业年金特有的存续目的所决定的,表现为企业年金特有的内在属性。诺贝尔经济学奖得主弗朗哥·莫迪利亚尼在《养老金改革反思》一书中定义企业年金属性为类储蓄性、可持续性、收益确定性。
企业年金的内在属性要求年金在完成融资后必须交给专业的金融

表1. 部分国家养老金资产构成 单位: %

国家	权益	债券	股票	不动产	基金	保险	其他	
美国	4.8	14.7	0.7	43.3	0.7	23.5	5.2	9.1
英国	2.2	26.2	0.5	40.1	3.8	18.0	8.5	6.6
德国	3.5	36.7	27.3	34.5	3.4	—	—	0.8
法国	1.6	63.4	1.2	5.3	3.1	25.8	—	0.3
澳大利亚	2.3	—	7.0	29.7	1.2	45.9	—	1.9
加拿大	4.3	22.5	0.6	25.8	3.3	39.8	—	3.7
意大利	4.7	36.5	—	9.9	7.8	11.3	23.9	5.9
瑞士	7.9	25.0	6.3	16.9	9.6	39.2	—	3.6
韩国	0.0	78.9	18.9	0.7	—	0.1	—	1.3
墨西哥	—	94.8	—	1.3	—	—	—	2.2
新加坡	2.7	96.4	—	—	0.2	—	—	0.7

资料来源:杨长洪《企业年金基金管理》2011

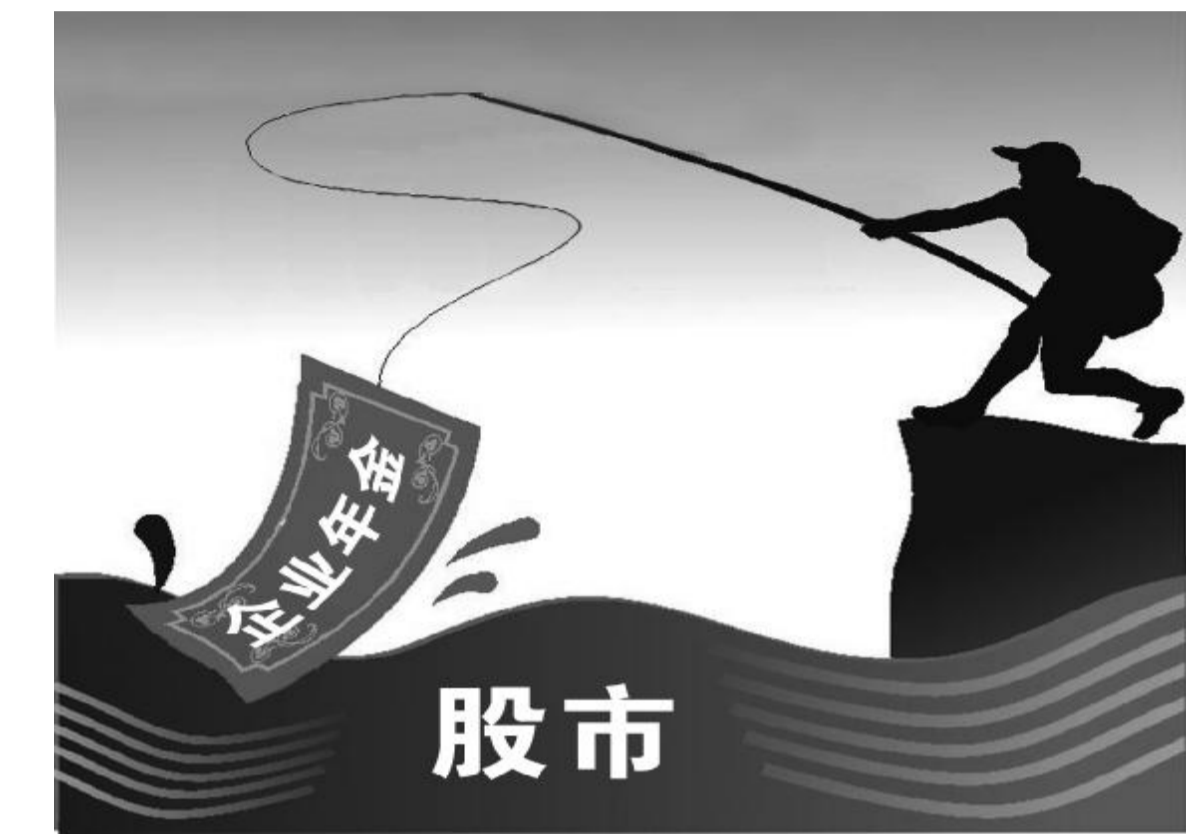
投资机构进行以收益为目的的投资管理。为了满足企业年金的收益性要求,金融机构在管理年金资产过程中会进行组合投资,表1是部分国家养老金资产的投资组合。在企业年金的管理过程中,不同的金融机构在不同的时间会采用不同的投资组合,而年金资产投资组合的变化既反映出投资标的的市场变化,也反映了金融机构的风险偏好。

2. 资产安全是企业年金管理的首要目标

对于DB型企业年金计划来说,融资阶段和投资管理阶段都存在着风险,而对于DC型企业年金计划来说风险主要来自年金资产的投资管理。作为企业年金管理人的金融机构总是希望投资获得收益,但企业年金的受益人(员工)和委托人首先考虑的是年金资产的安全。在大多数情况下,企业年金管理人要在收益性和安全性两个目标之间进行平衡。根据托宾和夏普著名的“两基金分离定理”,莫迪利亚尼提出了“两养老金”定理。莫迪利亚尼认为养老金资产管理的最佳选择就是把资产分成“无风险资产”和“风险资产”两个投资组合。这里,他把政府债券定义为无风险资产,把股票类资产(以股票指数为组合)定义为风险资产。从表1中我们可以看出,不同的国家养老金的资产构成差别很大,一些国家养老金资产中股票类资产配置的比例很低,如墨西哥、韩国和新加坡等。美国养老金资产中股票类资产比例高达65%,这是股票市场发展成熟的结果,在长达30年的时间里,美国养老金资产投资股票的年平均回报率为6.2%,是所有国内投资中收益率最高的。即便如此,2008年金融危机也使美国的养老金资产损失5.4万亿美元,损失幅度高达23%。

企业年金投资股票市场的条件

2011年2月,国家四部委出台了



王利博制图

修改后的《企业年金基金管理办法》,新办法规定企业年金资产投资股票的比例不得超过30%,比旧办法的规定提高了10%。不幸的是,今年以来,几乎所有养老金资产管理公司都把股票类资产的配置比例降到最低,有的公司股票仓位甚至为零。为什么会发生这种情况呢?答案只有一个:中国股票市场不具备企业年金投资的基本条件,因而不适合企业年金投资!今年以来,上证综指下跌幅度为16.5%(截至2011年9月30日),超过5万亿元的股票市值已经消失,极少数投资股票或基金的养老金资产管理公司损失很大。我们设想一下,如果2011年初全部企业年金按30%的比例配置股票类资产,那么到现在的损失已经将近150亿元了。

中国股票市场不适合企业年金投资

另一个原因是它的高波动性,对于这一问题国内已有大量研究。根据最新研究,中国股票市场的波动性远高于美国、法国和日本的股票市场,研究人员认为,应当从国内股票市场的制度性及相关基础性问题的角度,来思考和解决股市高波动性问题。

从前面的分析中我们得知,企业年金能否投资股票市场不取决于企业年金自身,而取决于股票市场是否具备投资条件。那种靠企业年金拯救中国股市的荒唐思维本身就是因果倒置的逻辑错误。从长远来看,至少应该从根本上解决下面四个问题,企业年金才能进入股票市场。

1. 恢复市场的基本功能

众所周知,一个健康的股票市场应具备价格发现、资源配置、直接融资和财富增值(财富效应)四种功能。可悲的是,当前的中国股票市场除了直接融资外,其他功能几乎完全丧失。尤其是财富增值功能已经异化为财富毁灭功能了!1992年,邓小平在南巡讲话中说:改革也是解放生产力。这句话的引申含义就是改革也是创造社会财富。如果按照这样的逻辑来理解,那么,20年的股票市场就是中国改革开放以来最失败的事物,因为它在持续不断地毁灭财富!一个不具有财富增值功能而只具有融资功能的股票市场,其实就是一个社会财富再分配的工具和场所,它将大量投资者的财富转移到融资者手中,并为很多机构和个人提供寻租机会,使中国股票市场创造出全世界绝无仅有的“体制性造富”的独特景观。这种财富再分配因为不具有正当性,结果是严重加剧了社会不公!这样的市场不仅失去了存在的意义,也失去了存在的合理性。我们不敢想象让大量的百姓养老金钱投资到每年毁灭数万亿元价值的股票市场,将会出现怎样的结果。所以,要想让企业年金进入股票市场,首先必须恢复它的基本功能。

2. 完善市场的运行机制

同样,一个正常的股票市场应该

包含三种运行机制:对冲机制(也称做空机制)、平准机制和投资者保护机制。目前,中国股票市场的对冲机制和投资者保护机制已经具备,但仍缺乏平准机制,市场的高波动性与缺乏平准机制有直接关系。最近几年,随着股票市场的剧烈波动,一些专家学者和从业人员呼吁监管部门,建立股票平准基金。经验和现实都说明,建立平准基金对于中国股票市场不仅必要而且可行,经过20多年的发展,中国股票市场已经完全具备建立平准基金的条件。首先,可以参照对证券公司分类监管的方式,对基金公司也实行分类监管,按不同的收费比例进行收费,用以建立平准基金;其次,参照成立证券金融公司的方式建立统一的基金销售平台和基金托管平台,将其收入的一部分用以建立平准基金;再次,将两个证券交易所收入的一部分,甚至可以考虑将股民缴纳印花税的一部分用以充实平准基金。按目前中国股票市场的状况,以上几部分资金每年将超过100亿元,用几年的时间积累,平准基金就会达到非常可观的规模。而且,从长远看,平准基金经过运营和管理,自身也会不断增值。

3. 建立投资者利益至上的制度体系

理论和经验都表明,对于一个成熟的市场经济体系来说,股票市场能够真实地反映出经济运行情况。但是从图1中我们可以看出,在过去的10多年里,中国股票市场却是跌多涨少,与中国的经济运行严重背离。对于这一现象,可能的解释有两种:一、中国根本就不是市场经济国家(这正好给当下世界上不承认中国经济国家地位的那些人提供了依据和支持);二、所有市场参与者(首先是监管者)的行为严重失范。对此,笔者认为只能是第二种解释。要规范市场参与者行为,就必须回到制度设计这个逻辑起点。

长期以来,中国股票市场的融资功能被过度使用,而投资者利益却被忽视。要彻底改变这种状况,必须对现有的制度体系进行修改和完善,建立投资者利益至上的证券市场制度体系。首先,要引进国外的举证倒置制度,严厉打击内幕交易,提高股票市场的违法成本,让违法者在经济上面临灭顶之灾;同时,建立股票市场民事诉讼制度,特别是要建立集团民事诉讼制度,真正把保护投资者利益从口号变成行动;其次,用法律法规和监管规定强制上市公司进行现金分红,以保证投资者最基本的投资收益;再次,彻底改变现行的发行制度,在新的发行制度设计完成之前,停止所有股票发行;最后,对单一股票亏损者免除与该股票的股息所得税;放开券商的佣金管制,取消券商所有收费项目,允许券商自由竞争。目前,即使在严重亏损的情况下,投资者每年要付出超

过1500亿元的交易佣金。须知,不管企业年金的规模有多大,它都是以投资者的身份进入股票市场的,只有真正建立起投资者利益至上的制度体系,企业年金进入股票市场才能得到制度性保障。

4. 培育良好的股市文化

所谓的股市文化是指包括监管者在内的所有市场参与者约定俗成并共同遵守的行为准则和价值观。这些行为准则和价值观有的被法律法规和监管规定所包含,有的则未被包含。按照制度经济学的概念,文化是构成制度的基础部分。对于一个健康的股票市场来说,诚实信用和信托责任是市场存在的基础条件,也是一切制度设计的出发点。悲哀的是,经过20多年的发展,中国股票市场始终未能形成一个健康的股市文化,市场上长期弥漫并深深影响所有市场参与者的是一种“暴富+欺诈”的“海盗文化”。上市公司为了“圈钱”可以不择手段地过度包装和披露虚假财务信息,而一旦融资完成便不再履行融资承诺;像“银广夏”、“麦科特”和“紫鑫药业”等公司则直接使用非常低级的欺诈手段公开发行股票并最终上市;一些技术上已经破产的上市公司为了“保壳”,竟然频繁变更审计机构,将“倒卖遗体”冠之以“资产重组”的美名,使一个又一个“ST公司”不断成为市场追逐的目标……这些现象都是典型的“劣币驱逐良币”现象,在这些现象的背后隐藏着一条从体制内延伸到体制外的完整的“食利产业链”,这就是为什么市场上会有大量的来自体制内的人员参与博弈。在这样的市场氛围中,艰难残存的诚实信用和信托责任将被最终消解,普通投资者会自觉或不自觉形成“赌徒心理”。很显然,要建立良好的股市文化,首先必须改变市场中凭借各种制度优势的强势参与者的市场行为,然后弱势参与者的市场行为才会随之

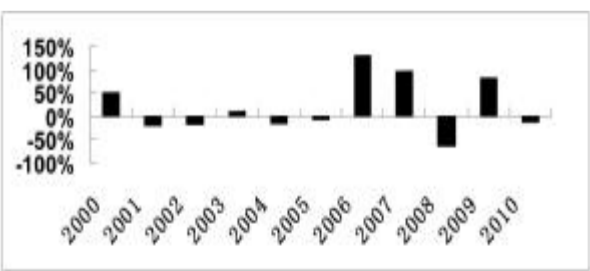


图1 上证综指年度涨幅 资料来源:wind

改变——这似乎又回到了制度设计和制度重建这个问题上了。只有培育起良好的股市文化,交易规则和市场监管才不会失效。

作者简介

孙国茂:经济学博士、教授、博士生导师;曾在美国宾夕法尼亚大学、加拿大不列颠哥伦比亚大学和英国里丁大学做过访问学者、学习和进修;长期从事资本市场研究;著有《公司价值与股票定价研究》、《制度、模式与中国投资银行发展》等5部个人专著,并在《管理世界》、《经济学动态》和《东岳论丛》等刊物发表论文章多篇。

中国企业家调查系统11月19日发布的《2011中国企业家经营者问卷跟踪调查报告》显示

企业经营状况之忧

本报记者 李延生

企业状况

企业景气状况比2010年有所回落,但仍好于2008年和2009年

调查结果显示,认为目前企业的综合经营状况“良好”的企业经营者占33.7%,认为“一般”的占49.5%,认为“不佳”的占16.8%;认为“良好”的比认为“不佳”的多16.9个百分点,这一数据比2010年的调查结果下降了20.4个百分点,但仍高于2008年和2009年的水平。调查表明,目前企业的景气状况比2010年有所回落,但仍好于2008年和2009年。

企业订货、产销、库存等指标有所回落,但仍处于正常水平

企业订货情况可以比较准确地反映市场情况,尤其是未来的市场情况。调查结果显示,认为目前订货“正常”的企业占58.9%，“高于正常”的占7.4%，两者合计比重比2010年下降了14.5个百分点,不过仍高于2009年和2008年的水平;目前订货“低于正常”的企业占33.7%。

企业出口数量增幅下滑,出口价格略有上升

调查结果显示,认为外贸出口需求“很旺”、“较旺”的企业经营者分别占1.2%和14.5%,其合计比重略低于2010年;认为“合适”的占27.4%,与2010年基本持平;认为“不足”或“严重不足”的占56.9%,比2010年提高了3.5个百分点。

关于企业产品的出口价格,调查结果显示,34.3%的企业产品出口价格“上升”,38.6%“持平”,27.1%“下降”。调查表明,目前企业产品出口价格略有回升。

对企业未来景气预期谨慎乐观

关于对今年四季度企业综合经营状况的预计,调查结果显示,预计“好转”的企业经营者占30.3%,预计“不变”的占56.6%,预计“恶化”的占13.1%;预计“好转”的比“恶化”的多17.2个百分点,这一数据要比2010年和2009年的调查结果,但仍高于2008年。

原因分析

企业成本上升,税费负担较重,盈利空间缩小

关于企业目前的人工成本情况,调查结果显示,认为“上升”的企业经营者占97.4%，“持平”的占2.4%，“下降”的占0.2%,认为“上升”的比“下降”的多97.2个百分点,这一数据比2010年的调查结果提高了3.4个百分点。

关于企业目前的物料采购价格情况,调查结果显示,认为“上升”的企业经营者占85.2%。

在成本上升的同时,企业经营者普遍反映当前税费负担也较重。调查结果显示,关于对“企业的税收负担情况”的评价,认为“很重”或“较重”的企业经营者占80.6%。

当前企业经营发展中遇到的最主要困难(%)

困难	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
人工成本上升	97.4	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0
税费负担较重	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6
原材料价格上涨	85.2	85.2	85.2	85.2	85.2	85.2	85.2	85.2	85.2	85.2	85.2	85.2
融资困难	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4
市场需求不足	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
其他	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8

中小企业融资难问题突出

在当前货币政策偏紧的背景下,融资难特别是中小企业融资难问题突出。关于企业从银行贷款的难易程度,调查结果显示,认为“非常难”或“比较难”的企业经营者占48.4%,认为“有难度”的占29.8%,认为“不难”或“不太难”的占21.8%,总体评价价值仅为2.56,明显低于中值3,也低于2010年和2009年。其中,中小企业的评价值分别为2.69和2.43,明显低于大型企业。

对企业外部经营环境的评价有所下降,发展动力和信心不足

在成本上升、融资难和税费负担较重的同时,企业经营者对外部经营环境的评价也有所下降。调查结果显示,关于对当地企业外部经营环境的综合评价,认为“很好”或“较好”的企业经营者占29.4%,认为“一般”的占50.8%,认为“很差”或“较差”的占19.8%,总体评价价值为3.09,明显低于2010年的调查结果。从不同地区看,西部地区的企业经营者的评价价值仅为2.95,明显低于其他地区。

政策建议

期待政府完善创新环境,推动企业转型升级

调查结果显示,关于“为了企业更好地发展,企业未来一年应着重采取的措施”,企业经营者选择比重最高的五项分别是:“加强管理降低成本”(74.4%)、“增加创新投入”(59.5%)、“引进人才”(53%)、“开拓国内市场”(44%)和“更新设备”(41.8%),这个排序与前两年相比基本没有变化,表明近年来企业应对挑战的战略保持了高度的一致性和连续性。其他选择比重较高的还有:“加强企业文化建设”(34.7%)、“开拓国际市场”(26.6%)、“改变经营模式”(22.8%)等。

积极推进财税体制改革,加快垄断性行业改革

调查结果显示,在货币政策趋紧的背景下,企业经营者期待积极推进财税体制改革,采用财政政策减轻企业的税费负担,帮助企业应对当前的困难和挑战。与此同时,企业经营者期待进一步加快垄断性行业改革的步伐。调查结果显示,关于“十二五”期间应重点突破的方面,选择“加快垄断性行业改革”的企业经营者占56.5%,排在所有11个选项的第一位,比2010年提高了8个百分点。其他选择比重较高的还有“完善社会保障制度”(47.2%)、“加强节能减排”(43.1%)、“提高自主创新能力”(42.8%)、“完善地方政府绩效考核评价制度”(41.8%)。其中,西部地区企业、中小企业和民营企业选择“加快垄断性行业改革”的比重相对较高,而中西部地区企业、大型企业和国有及国有控股公司选择“完善社会保障制度”的比重相对较高。