

论养老金保守主义股市投资模式的法律保障基础

◆张长根

(安徽大学法学院, 安徽 合肥 230601)

【摘要】养老金投资股市是养老金跑赢通胀和实现保值增值的良好路径,是由养老金性质所决定的,养老金投资股市必须高度重视所投资资产的安全性。养老金投资股市应当选择保守主义投资模式,即具有坚实的法律保障基础的价值投资模式。按照这种投资模式,养老金持有低估值蓝筹股,是一种兼顾投资收益与资产安全的投资方向,具有较强的风险控制能力,具有较强的法保障力。

【关键词】养老金;投资模式;法律保障

我国养老金已经全面进入股市,规模不断增加,这是养老金跑赢通胀和实现保值增值的良好路径。养老金属于长期性资金,保障安全性是基本前提,这就决定了养老金投资股市的主要路径是保守主义投资模式,也是价值投资模式。其投资思路很简单,就是股票估值较低时开始买入,估值较高时逐渐卖出,投资标的主要是蓝筹股。这种投资模式不求速胜、但求复利,具有坚实的法律保障基础。

一、持有低估值蓝筹股法律保障基础雄厚

任何权利都有法律上的保障。不同性质的财产法保障的力度之间不能进行绝对比较,只能进行相对意义上的比较,比如物权效力一般优先于债权,但法律也规定买卖不破租赁,物权具有支配力。而债权没有,但如果物权标的是无用之物,其本身就没有价值;而债权如果能够有效实现,则可以实现财产增值的预期。养老金投资资本市场后,其原先货币所有权就转化为一种资本性质的权利,养老金对证券的所有权仅具有符号意义,其实质意义是对证券发行人的请求权。养老金作为保守主义投资者,所投资的股票权利法保障力雄厚。

(一)投资优质公司

财产权利的法律保障的力量来源是经济力的强弱。权利的法保障力大小是由权利本身所包含的义务或者社会劳动量决定的。所有权法保障力的大小取决于所有权本身所包含的社会劳动量,即价值量。债权的法保障力的大小取决于债务人的履行能力,如果债务人没有履行能力,即使通过强制执行债务人的财产,债权人的利益也不能得到保障。比如,债务人破产,债权实现的可能性极小。养老金投资股票成为股东,其股票的价值取决于上市公司的经营能力。

股票投资者购买股票的目的是为了获取收益,其收益来自两个方面:一是上市公司的利润分配;二是卖出价和买入价的差额。因此,股权的法保障力来自两个方面:一是上市公司的持续盈利能力,好公司股票法保障力强大;二是

投资者的持续购买力,投资者持续性买入行为会推高股价上涨,对持有股票的人利好。相比较而言,上市公司的持续盈利能力是股票权利法保障力的基础,决定了股价长期稳定地增长,好公司才会吸引资金流入。

保守主义投资者投资于有成长潜力的蓝筹股公司。价值投资者紧紧抓住公司的价值这根主线进行投资,他们持有的股票背后都有公司业绩支持。公司的股票法保障力的基础,实际上就是公司现有的和未来的创造利润的能力。公司成长性强大,股票权利的法保障力就强大。一般而言,新兴行业公司成长性高于传统行业公司,股票权利法保障力一般强于传统行业公司。有持续创新能力公司的股票价格一定高于没有持续创新能力的公司股票价格。养老金主要投资蓝筹股,所谓蓝筹股是已经被市场证明具有比较高的市场垄断力、技术创新能力和成长潜力的大公司。蓝筹股相对于中小型企业股票而言,风险较小,而且其公司治理规范,信息披露制度健全,容易识别和把握。

(二)长期投资

保守主义投资者不以追求市场差价为主要目标,频繁买卖股票会增加交易成本,同时,还增加失败的概率。保守主义投资者投资思路简单,就是在股价低于内在价值时买入,在股价高于内在价值时卖出。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,股票法保障力越大。虽然股票市场一直处于变动过程中,股票价格短期内难以预测,但公司的持续经营能力却是一种客观之力,它为股东持续创造利润和价值,由此给市场带来的信心具有稳固的基础。股市历史已经证明,股市从长期看与企业成长力趋于一致。1996年巴菲特在致股东信中写道:“作为一名投资者,我们要做的事情很简单,就是以合理的价格买进一些业务简单易懂又能够在5~10年内持续发展的公司股票。”评估蓝筹股的成长性可以通过对公司的持续性信息披

露进行跟踪,并辅之以实际调研加以确定。实际上市盈率、市净率、净资产收益率和净利润增长率都是一种进行估值的参考指标,最为关键的是投资者要长期跟踪标的公司。养老金应积极参与公司股东大会,跟踪了解公司管理决策信息,并提出有利于公司发展的建设性意见。

养老金还应积极行使分红请求权,这是《公司法》和《证券法》赋予股东的权利。《证券法》第91条明确上市公司要在公司章程中明确股利分配政策,符合条件的公司应当分配现金股利。能够正常分配现金股利的公司表明其持续经营能力稳健,其市盈率在估值判断方面更有效性。公司长期保持持续分红政策,养老金也愿意长期持有股票,分红所得的现金为养老基金本身的流动性提供了较好的基础。近年来,我国蓝筹股分红率不断上升,银行股息率平均在5%以上,但整体市场分红率与成熟市场相比仍然有差距。随着养老金进入股市规模的扩大,养老金机构投资者可以持续给上市公司施加压力,这是股东权利的应有之义。

二、保守主义投资者具有较强的风险控制能力

投资者投资股票,就要对股票权利的法律保障力进行判断,这种判断存在相当的不确定性。权利蕴含着风险,即损失的可能性。资本未来收益具有不确定性,养老金投资也是如此。因此,风险控制能力是投资者权利法保障力的一个重要体现。保守主义投资模式以现实主义的眼光进行投资,只做确定性预期较高的投资行为,综合考虑公司现有的净资产、公司的盈利能力和公司股票的估值水平。

(一)熟悉投资对象

保守主义投资者只投资自己熟悉的公司股票,不投资看不懂的公司股票,这回避了选择投资标的的风险;他们只在股价便宜的时候买入并持有,回避了价格风险;他们只购买具有垄断竞争力的公司股票,回避了市场竞争风险。由于保守主义投资者熟悉所投资的上市公司,很容易相互间建立信任关系,其能够花费较小的成本获得信用,坚定持股信心,这对维持上市公司股价具有信心支持。在市场交易选择中,保守主义投资者只投资具有市场充足流动性的股票,不投资市场交易量很小的股票,回避了市场流动性风险。

(二)保守主义投资者坚决回避高泡沫股票

趋势投资和技术分析人士根据市场情绪和市场趋势进行投资,如果不以价值为基础,就可能形成股票资产泡沫。高泡沫性股票与高市盈率成长股不同的是,这类股票不仅高市盈率,而且公司也没有成长性,不能通过高成长将市盈率摊薄。高泡沫性股票资产法保障力很小,股价虚高。高泡沫性股票是市场操纵者利用市场情绪引导不合理预期造成的现象,一旦主力资金撤出,该类股票长期就会处于下跌趋势中。此时依靠公司的成长在相当长的时间很难收回成本。

(三)组合投资

养老金保守主义投资模式立足于养老金资产的安全性,追求稳健收益,这就必然遵循有效的组合投资路径,将养老金资产分散投资于股票权益类资产、债券类资产、货币流动性资产和另类资产。因我国情况和资本市场文化存在差异,各国股市投资比例也有差异,比如,德国法律限制股市投资比例,股市投资资产占养老金总资产的比例不到10%,加拿大、荷兰等国法律不限制养老金投资股市比例,养老金股市资产占养老金资产比例分别为33.5%、28.2%、46.1%等。我国现行养老金投资法律制度中,不同性质养老金股市投资比例限制有所差异,全国社保基金、企业年金、职业年金股市最高投资比例为基金净值的40%,基本养老金股市最高投资比例为基金净值的30%,实际上我国养老金股市投资比例大约为15%,远低于监管标准。这一方面是因为监管机构在监管实践中采用软性调控措施约束受托人和投资管理人的行为,更因为投资管理人在股市震荡中汲取经验教训,谨慎管理养老金资产组合。

即使在股票市场中,也要遵循分散投资原则,防止个股的黑天鹅事件。现行制度规则规定单个股票的最高持股比例限制包括两个方面:一是持股比例一般不高于该公司公开流通股的5%;二是个股持股比例不高于养老金股市资产净值的10%。养老金投资管理人基于谨慎管理人的义务一般都在比例限度内谨慎操作。

三、保守主义投资具有合法性保障

养老金作为保守主义投资者,投资股市具有合法性保障。我国养老金投资采取信托模式,因养老金性质差异,其信托结构才存在差异。基本养老金和职业年金(包括企业年金)信托投资模式采取双层信托结构,即委托人将养老金资产委托于受托人,受托人将资产委托于投资管理人和托管人,受托人自身也可以担任投资管理人。这种信托结构形成良好的制衡机制,加上外部监管机制为养老金投资股票合法性提供了良好的制度基础。一旦投资管理人违反审慎义务规则,受托人和托管人就启动问责机制;如果信托主体出现违反行为,监管机构就启动行政问责程序。

(一)坚持投资行为的合法性

作为保守主义投资者的养老金遵循投资行为的合法性原则,不做违法交易者,只相信价值投资和合法投资才是长久生存和发展之道,不会从事为了获取短期暴利的不正当交易行为,投资行为具有法律依据,因而其违法风险极小。

我国股市的股票估值结构不合理,一些没有业绩支撑的公司股票价格严重脱离股票内在价值,常常被通过不合理手段炒作至过高。然而,这些通过坐庄、操纵市场和内幕交易获得的收入本身不仅不会得到正向的法律保障,而且具有负面的影响力,所付出的劳动不仅不能获得回报,而且还要受到法律的处罚。《证券法》明确规定,没收内幕交易和操

纵市场所获取的不正当收入,还要处以行政罚款,情节严重、构成犯罪的,还要追究刑事责任。养老金具有雄厚的资金实力,且由国家所控制,具有与上市公司合作谋取股价价差的能力,可以成为股市中大庄家之一,在我国不成熟的股市赚取收益的可能性是具备的,同时,也会成为对整个证券市场起到有力监督的市场参与者。

(二)利用权利救济机制维护自身利益

养老金作为持股人,享有对上市公司的股东权。如果上市公司及其关系人有欺诈行为,在信息披露文件中有虚假记载、重大遗漏和误导行为,使养老金遭受损失的,养老金投资管理人有权也有责任代表养老金提起诉讼,要求欺诈行为人赔偿损失。2019年修订的《证券法》,确立投资者保护专章,强化了投资者保护制度。《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定》及配套规则,以保护投资者利益为中心,提升行政执法能力;最高法院修订的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》,更加有效地保护了投资者的合法权益。新《证券法》为投资者确立“默示加入”救济程序,在康美药业案中,中证中小投资者服务中心在司法机关的支持下,完成从普通代表人诉讼向特别代表人诉讼的转化、判决、赔付,5.2万名投资者获赔24.59亿元。投资者保护机构还积极参与飞乐音响、中创环保等普通代表人诉讼,千余名投资者获赔近10亿元。由于我国养老金进入股市规模不大,且养老金投资管理人对上市公司都紧密跟踪,还没有上市公司欺诈行为降临养老金头上。然而,随着养老金进入股市规模的持续增加,尤其是私人养老金进入股市,养老金投资股票种类会增加,难免会遭受上市公司的欺诈,此时就需要养老金投资管理人积极利用法律救济机制维护养老金合法权益。

(三)践行谨慎投资义务

养老金投资股市主要是通过多层次信托机制,采取专业化投资运作的模式。养老金的受托人、托管人和投资管理人都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。养老金管理机构通过信托合同选择投资管理人,不仅要审查其专业技术能力,还应该审查其资本信用能力,关注其在资本市场中是否存在失信行为。投资管理人存在利用信息优势违背受益人利益从事高风险投资的可能性。监管机构应明确监管标准,规定投资

管理人适格条件。委托人、受托人(机构)应依据公开、公平和公正原则,选择公司管理规范、投资运营能力强、坚持价值投资理念以及无不良信用记录的优质投资管理公司,同时,强化托管机构的监督责任,控制委托代理风险。

践行价值投资是养老金投资管理人对养老金及其受益人的义务。投资管理人对养老金及其受益人负有审慎义务,审慎义务包含注意义务、忠实义务、专业投资和组合投资义务。相对于普通信托关系受托人,养老金投资管理人的审慎义务是专家型投资者审慎义务,其标准更高,价值投资和责任投资是专家审慎义务的应有内容。

我国股民之所以大多数亏损,是因为追求短期获利之风盛行,一些机构、投资者利用人们的心理,借助自身的资金、技术和品牌优势,利用市场情绪,获取暴利。养老金通过价值投资模式获得长期稳健的收入,能够让股民有示范效应,走上价值投资轨道,那时候庄家就没有用武之地了,专业机构投资者将成为股市投资的主力军,我国股市将从“牛短熊长”转向“慢牛”的时代。

参考文献:

- [1]张宇润.论养老金股市价值投资的法理根据[J].学术界,2017(04):96-106.
- [2]尹迪.责任投资趋势下的养老基金信托责任[J].环球法律评论,2020,42(04):98-113.
- [3]江玉荣.养老基金制度改革前瞻与启示[J].学术界,2015(10):217-226,328.
- [4]江玉荣,张宇润.基本养老保险基金投资保底承诺的反思与修正[J].保险理论与实践,2021(03):108-122.
- [5]武莉莉.“入市后时代”养老基金投资风险管控研究[J].山西财税,2018(07):62-63.
- [6]张宇润.论养老金股市投资风险法律防控[J].江淮论坛,2021(06):117-125,197.

基金项目:

国家社会科学基金项目,项目名称:养老基金投资风险法律防控研究,项目编号:19BFX139。

作者简介:

张长根(1991—),男,汉族,安徽合肥人,硕士,研究方向:金融法。