

企业年金进入证券市场的 制度性条件研究

孙国茂

(济南大学 经济学院 山东 济南 250022)

[摘要]中国企业年金目前仍处在发展的幼稚期,不具有为证券市场持续提供资金的能力。无论是从利益主体还是从制度特征上看,中国企业年金与美国401(K)计划都有本质的不同,所以,现阶段中国企业年金还不应该模仿美国401(K)计划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。

[关键词]企业年金; 股票市场; 制度性条件

[中图分类号]F275

[文献标识码]A

[文章编号]1003-8353(2012)01-0145-07

一、引言

企业年金在欧美等国已经有100多年的历史,自二战后,西方国家的企业年金制度进入快速发展时期,到上个世纪90年代,世界银行和OECD组织提出养老保障体系的“三支柱理论”,企业年金作为养老保障体系中的第二支柱得到了世界很多国家的广泛承认和积极响应。自上个世纪末,国内学者开始对于企业年金进行研究,迄今为止,已取得了很多成果。但是这些成果更多是采用公共管理和社会保障的研究方法(杨长汉2010)^①,并且大多集中在企业年金的发展模式、政策引导、年金投资管理 and 政府监管等方面(马伯寅2011)^②。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,本文从企业年金内在属性的角度,以及制度演进条件下从企业年金与股票市场的关系,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。

二、中国企业年金现状与特征描述

1. 中国企业年金发展现状

中国的企业年金最早出现在上个世纪的90年代初,早期企业年金被称为“企业补充养老保险”。1991年6月,国务院颁布了《关于企业职工养老保险制度改革的决定》,提出企业可以根据自身的经营状况和经济能力建立企业补充养老保险。值得说明的是,当时国务院的规定主要是针对中央企业和国有大中型企业。2000年12月,国务院又下发了《关于完善城镇社会保障体系的试点方案》,首次将“企业补充养老保险”更名为“企业年金”。2003年12月,劳动保障部出台了《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》,构建了我国企业年金的基本制度框架,标志着中国开始全面推行企业年金制度,使企业年金进入规范发展时期。两个法规出台后,人力资源和社会保障部、财政部、人民银行、国务院国资委以及银监会、证监会和保监会等部门又连续颁布了一系列配套的实施细则,从而确立了企业年金作为我国社会保障体系中第二支柱的

[基金项目]山东省高校人文社会科学研究基地——济南大学全球化与跨国经营研究基地研究课题。

[作者简介]孙国茂,济南大学经济学院教授,济南大学公司金融研究中心主任;经济学博士,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;长期从事公司金融和资本市场研究。

表1 历年企业年金的相关统计

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
人数(万人)	560.3	655.8	-	-	702.7	924	964	929	1038	1179	1334
企业(万家)	1.62	1.75	-	-	2.24	≈2.4	>2.4	3.2	3.3	3.35	3.7
规模(亿元)	192	259	380	-	493	680	910	1519	1911	2533	2809

资料来源 《中国统计年鉴》、《劳动和社会保障事业发展统计公报》

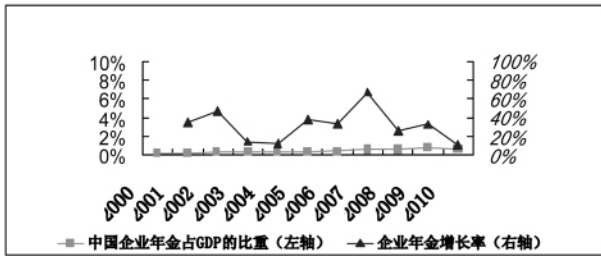


图1 中国企业年金占GDP的比重(%)

资料来源 《中国统计年鉴》、《劳动和社会保障事业发展统计公报》

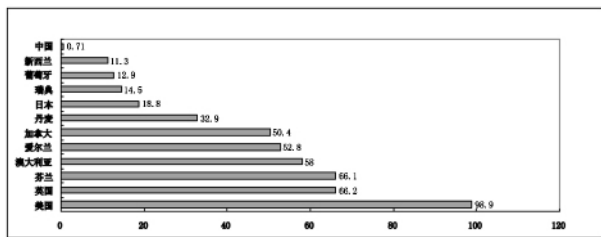


图2 部分发达国家和中国企业年金占GDP比重的比较

说明:中国数据为2010年,其他国家为2005年

资料来源 《中国统计年鉴》、《劳动和社会保障事业发展统计公报》、OECD企业年金统计。

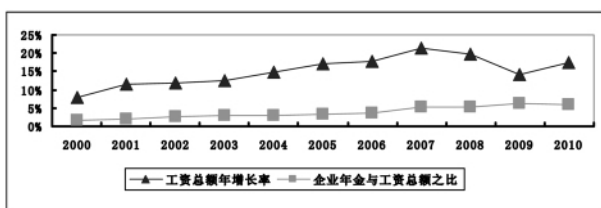


图3 职工工资总额与企业年金之比

资料来源 《中国统计年鉴》、《劳动和社会保障事业发展统计公报》。

到2010年末,我国已有3.7万户企业建立了企业年金计划,覆盖的职工人数为1334万人,企业年金规模已达2809亿元(见表1)。

2. 中国企业年金尚处在发展幼稚期

我国企业年金早期发展非常缓慢,从90年代初到2000年,企业年金规模仅有192亿元。从表1中可以看出,进入新世纪后,尤其2005年以后,企业年金规模增加相对较快。但是,如果对已有的统计数字作进一步的分析后就不难看出,尽管经过了20多年的发展,我国企业年金规模占GDP的比重却一直徘徊在1%以下(图1中下方曲线),2010年仅为0.71%。而且,最近几年企业年金资产规模的增长速度呈现下降态势(图1中上方曲线),这与企业年金出现早期社会各界的期望大相径庭。图2是2005年部分国家企业年金占GDP的比重,其中,美国的企业年金规模与GDP几乎相等。如果与图2中的这些国家相比,很显然,我国企业年金尚处在发展的幼稚期,相对于市值超过20万亿元的股票市场而言,我国现有的企业年金规模不具有为其持续提供资金的能力。认识到这一点,对企业年金的宏观决策意义重大。

3. 中国企业年金发展前景不容乐观

在所有的经济因素中,对企业年金影响最大的是职工工资。2010年,全国企业年金占职工工资总额比重为5.94%。从图3可以看出,在过去10年里,这个指标变化非常缓慢。图3中另的一条曲线反映了全国职工工资总额增长率变化。2010年,全国职工工资总额为4.7万亿元,如果未来10年能维持15%的年均增长率,到2020年全国职工工资总额将达到19万亿元。此时,即使企业年金占工资总额的比重从现在的5.94%提高到30%,也只有约5万亿元的规模。然而,在刚刚进入新世纪之际,国内很多研究社会保障的专家和学者一致预测,到2010年,中国企业年金规模将达

到10000亿元。但现实却与当初预测相去甚远,这样的结果不能不令人尴尬。未来企业年金能否快速增长取决于两个条件,一是国家能否出台更优惠的税收政策,激励企业和个人扩大企业年金融资规模;二是国家能否实行收入倍增计划,为企业年金融资提供可能。

2011年公布的第六次全国人口普查结果显示,目前我国60岁以上人口占总人口比例为13.26%,高于联合国确定的10%的老龄化社会标准,也就是说,我国已经成为真正的老龄化国家。但是,截止2010年底,我国的企业年金覆盖率仅为1.69%,这一指标远低于其他国家水平,根据杨长汉(2010)等人的研究,世界上绝大多数实行企业年金制度的国家,其覆盖率都在50%以上^③,这种状况令人担忧。更令人担忧的是,人们似乎看不到政府鼓励企业建立年金计划的具体措施。自2003年颁布了《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》以来,我国企业年金的基本制度框架在长达8年的时间里基本没有做出任何实质性的改进

或调整,社会各界呼吁的税收优惠和配套法规更是杳无音信。《国家“十二五”规划纲要》和《劳动和社会保障部“十二五”规划》涉及企业年金的内容仅为寥寥数语。

三、中国企业年金与美国 401(K) 计划的本质区别

1. 美国 401(K) 计划产生的背景

被称为“管理学之父”的彼得·德鲁克曾经预言:美国将成为社会主义国家(Peter F. Drucker, 1985. *The Pension Fund Revolution*)。他说:如果将“社会主义”定义为“由工人阶级掌握生产资料所有权”——这是最传统也是最严格的定义,那么,美国应该算是第一个真正的社会主义国家。德鲁克之所以这样说,是因为美国企业的员工通过养老金的方式已经拥有了至少 25% 的企业股权^④。对此,英国剑桥大学教授高顿·L. 克拉克则持不同观点,克拉克认为:养老金资本主义是资本主义发展的新阶段,而不是资本主义的突破(Gordon L. Clark, 2000. *The pension fund capitalism*)^⑤。中国经济学家(刘福垣, 2006)在研究了西方国家社会保障制度后提出:虽然西方国家劳资双方的地位没有发生根本变化,但随着生产社会化的发展,双方在生产劳动的管理过程和分配关系上发生了很大变化,劳动者在生产和分配过程,尤其是再分配过程中的地位不断提高^⑥。其实,如果按照马克思主义经济学来理解,西方国家的企业年金正是资本主义社会化大生产条件下生产力和生产关系不断调和的结果,这种结果体现了资本主义制度具有缓解社会矛盾、进行自我修复的功能。这也是为什么企业年金制度一经出现便被西方国家广泛接受,并对其社会制度产生巨大影响。

美国是世界上最早实行企业年金计划的国家,也是迄今为止企业年金制度最完善的国家。1942 年,美国国会通过了《国内税法》首次将企业年金写进法律,但该法规定的企业年金具有公共性质;1947 年,美国国会通过了《劳资关系法》首次规定企业必须就年金计划与工人代表或工会进行协商;此后,为了满足工人对企业年金的不断需求,美国国会又先后于 1974 年和 1978 年分别通过了《员工退休收入保障法》和《国内税法》401(K) 条款。自上个世纪 80 年代以来,401(K) 计划发展迅速,可以说 401(K) 计划是美国企业年金产生近 100 年后自然选择的结果。

2. 美国 401(K) 计划主要内容

在美国的 401(K) 计划出现之前,欧美国家的企业年金计划主要有两种类型,即待遇确定型计划(Defined benefit)和缴费确定型计划(Defined contribution),通常我们称为 DB 计划和 DC 计划^⑦。DB 计划是指企业承诺当员工退休时向他们提供根据一个特定公式计算的企业年金给付额的一种退休计划;DC 计划则不同,企业为参加年金计划的员工建立个人账户,由企业和员工按事先确定的比例共同向账户缴费,当员工退休时企业的给付金额是由双方共同缴费以及该缴费的投资管理收益情况决定的,事先无法计算出来。DC 计划也分为多种类型,如现金购买计划、利润分享计划、股票红利计划和员工持股计划等。401(K) 计划是 DC 计划的一种形式。

根据《国内税法》401(K) 条款的要求,企业建立 401(K) 计划时,员工须按照工资的一定比例缴纳养老金,企业也按照一定比例配套缴纳资金。同时,企业提供若干种类的证券投资计划供员工进行选择。企业和员工的缴费以及由该缴费所产生的投资收益免征所得税,只在领取时征收个人所得税(即 EET 税收优惠模式)^⑧,员工退休后领取养老金的数额取决于缴费的多少和投资收益状况。

401(K) 计划在运营过程中有很多参与者,包括:①发起人,通常是企业雇主;②受托人,由企业成立养老金理事会或选择专业金融机构担任;③账户管理人,通常由金融机构担任;④投资管理人,通常由金融机构担任;⑤托管人,通常由商业银行担任;⑥其他咨询公司,如会计审计机构等。在 401(K) 计划运营过程中,扮演重要角色的是担任投资管理人的共同基金、保险公司、商业银行和证券公司等金融机构。401(K) 计划可以投资于股票、共同基金、年金保险、债券和专项定期存款等金融产品,员工可以自主选择年金的投资方式。与 DB 计划相反,DC 计划的投资风险由员工承担。通常,美国大公司员工更愿意选择购买本公司的股票。

3. 中国企业年金与美国 401(K) 计划的本质差别

美国 401(K) 计划是在美国的企业年金制度产生将近一个世纪才最终确立。不论是从 401(K) 计划的内容还是从制度特征上看,1978 年《国内税法》之前和之后的企业年金计划都是完全不同的,中国目前的企业年金计划充其量是美国 401(K) 计划之前的企业年金计划。但由于中国的企业年金计划参照了美国《国内

税法》401(K)条款设计,所涉及的主要内容都是企业与员工共同出资建立的一种养老金计划,企业年金的管理方式也相同,所以,从表面上看二者十分相像,甚至,有专家认为中国现行的企业年金计划就是401(K)计划(郑秉文 2011)^⑨,其实不然。

中国目前实施的企业年金计划与美国401(K)计划二者有着本质上的差别。首先,两者的利益主体不同。美国401(K)计划的利益主体包括企业、员工(工会)和国家,受惠对象是针对所有企业的员工,尽管美国没有强制企业为员工建立年金计划,但通过立法的方式鼓励企业为员工建立年金计划,因此带有明显的普惠特征。而中国的企业年金计划从一开始就是针对国有大中型企业员工^⑩。从收入水平看,国有企业员工明显高于非国有企业员工,因此,中国的企业年金计划在很大程度上已经变成国有企业员工的超国民待遇;从参与的企业和人员构成上看,目前企业年金所覆盖的1334万员工,仅占全部就业人员的1.69%,其中绝大多数是国有企业员工,非国有企业员工所占比例几乎为零。由此可见,中国的企业年金并不具有普惠特征——这也是中国企业年金发展缓慢的原因之一。其次,两者的税收激励程度大不相同。美国的《国内税法》规定,为了鼓励员工给养老金的供款,对401(K)账户基金实行税收优惠。当年金账户年存款额不超过1.05万美元时可延期缴税,员工和企业存入401(K)账户的资金从税前收入中扣除,也就是说,国家允许企业缴费直接计入成本,企业给员工的存款可以按工资的15%扣除缴税;账户内基金的投资收益也不需缴税;只有等员工达到法定退休年龄,开始从账户中取款时才开始缴税,因此,401(K)计划起到了十分明显的延迟纳税优惠作用。美国的401(K)计划是美国法律制度的一部分,它的产生标志着美国企业年金制度最终完整的建立起来了,并且带有典型的准公共制度特征。而在中国,尽管企业年金已经实行了20年,但国家的税收制度以及其它与企业年金相匹配的制度始终没有建立。目前,虽然部分省市出台了地方性的优惠政策,但从总体上看,这些政策的税收优惠幅度较小,根本起不到税收激励作用。

4. 中国在短期内不可能推出401(K)计划

如果用制度经济学方法考察,我们不难发现,美国企业年金制度的形成是一个典型的制度变迁过程。美国企业年金最初只是纯粹的企业行为,经过100多年的不断发展,其制度目标和制度内涵都发生了很大变化,其中一些变化非常深刻,由最初纯粹的企业行为逐渐演化为具有明显普惠特征的准公共性质的企业年金制度,构成了美国养老保险制度最重要的组成部分^⑪。

其实,美国401(K)计划的产生并非一帆风顺。在长达一个多世纪的时间里,对401(K)计划产生影响最大的事件是1974年美国国会通过的《员工退休收入保障法》。该法导致了美国企业年金制度的重要变革,它标志着美国企业年金制度的立法规则和政府实施机制的最终建立。《员工退休收入保障法》的诞生源于一起偶然事件。1963年12月,位于美国印第安纳州的斯图特贝克(Studebaker)汽车制造厂破产倒闭^⑫。这家曾经在美国汽车行业有过昔日辉煌的工厂拥有10500名在职员工和退休员工。它的破产导致了7000名工人失业,只有3600名60岁以上的员工拿到了全额退休金,4000名40—59岁的员工只拿到了15%的退休金,近3000名40岁以下的员工全部企业年金付诸东流,一无所得。这一事件引起美国社会广泛关注,为了调查此事,肯尼迪总统成立了企业年金基金总统委员会。1965年,该委员会提交调查报告认为,企业年金已经成为成千上万美国工人和家庭的主要经济保障,并在社会经济和金融体系中发挥越来越重要的作用,因此政府应当干预企业年金计划。此后,尼克松政府于1972年向国会提交了《员工退休收入保障法》,但未获通过。1974年,福特政府再次向国会提交《员工退休收入保障法》,终获通过。

从1965年《员工退休收入保障法》的前期准备,到1978年《国内税法》的通过(其正式生效时间为1980年),401(K)计划在经历了长达10几年的立法过程才最终付诸实施。考虑到中国立法过程的特殊性,尤其是涉税类法律立法的复杂性,本文断言,中国在“十二五”期间内不可能推出401(K)计划。首先,从中国现行的养老金特点来说,养老金是以国家统筹的强制性养老体制为主,而不是以企业年金这样的补充养老金为主,现有企业年金规模对国家社会保障体制无足轻重;其次,401(K)计划需要税收部门对个人所得税和涉及企业所得税部分延迟收取,甚至减免,这势必要对税收部门产生负面效应;第三,目前我国企业年金计划的建立需要进行民主流程,企业年金的管理需要采取信托的方式并且由不同的金融服务机构参与管理。但很多中小企业属于非国有经济,还没有建立工会或员工代表大会,很难实施民主流程,这无疑给中小企业建立企业年金计划增加了难度^⑬。

四、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。弗朗哥·莫迪利亚尼(Franco Modigliani, 2005)将企业年金的内在属性定义为类储蓄性、可持续性和收益确定性^⑬。

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 2 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。

表 2 部分国家养老基金资产构成 单位: %

国家	现金	债券	贷款	股票	不动产	基金	保险	其他
美国	4.8	14.7	0.7	41.3	0.7	23.5	5.2	9.1
英国	2.2	20.2	0.5	40.1	3.8	18.0	8.5	6.6
德国	3.3	30.7	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	21.7	1.2	65.9	-	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	25.6	6.3	16.9	9.6	30.2	-	3.6
韩国	8.0	78.9	10.9	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:杨长汉《中国企业年金投资运营研究》北京:经济管理出版社 2010 年版。

优先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 2 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%,这既是股票市场发展成熟的结果,也是企业年金发展成熟的结果。由前面的图 2 我们知道,美国的企业年金规模几乎与 GDP 相等,而且,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(杨长汉 2011)^⑭。即便如此,2008 年金融危机也使美国的养老金资产损失 3.3 万亿美元,损失幅度高达 20%^⑮。

五、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

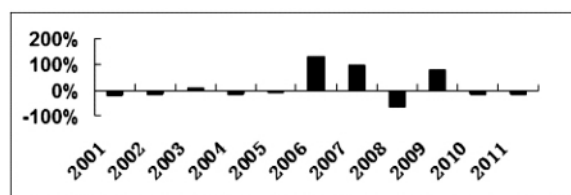


图 4 上证综指年度涨幅

说明:图中 2011 年数据为 9 月 30 日。

资料来源:wind

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:目前的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资产进行投资!2011 年内(截止 2011 年 12 月 15 日),上证综指下跌幅度为 22.37%,股票市值损失接近 6 万亿元,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,年内的损失已

经达到 200 亿元了!从图 4 中可以看出,在过去 10 年里,中国股票市场下跌的年份多于上涨的年份。

中国股票市场不适合企业年金投资的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以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(贺力平 2010)^⑧。

从前面大量分析中我们得知,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。那种寄希望于企业年金拯救中国股市的思维本身就是一个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。邓小平说:改革就是解放生产力。这句话的引申含义是:改革就是创造财富。如果按照这样的逻辑理解,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“体制性造富现象”(刘纪鹏 2011)^⑨。这种财富再分配方式因为不具有正当性,结果是严重加剧了社会不公。这样的股票市场不仅失去了存在的意义,也失去了存在的合理性。我们无法想象让的百姓养命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,建立股票市场平准基金。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;其三,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 4 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实施行动;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;其三,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该股票的股息所得税;放开券商的佣金管制,取消券商通道服务的所有收费项目,鼓励券商在产品服务方面进行创新,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成俗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,市场上长期弥漫着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。上市公司为了达到融资目的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(SZ000557)”、“麦科特”和“紫鑫药业(SZ002118)”等公司则直接使用非常低级的欺诈手段来达到公开发行股票并最终上市的目的;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”冠以合法合规且诱人的名义——资产重组,使一个又一个“ST公司”成为市场追逐目标。这些典型的“劣币驱逐良币”现象,间歇性地冲击中小投资者,迫使其进行逆向选择。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,这也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终将被消解,普通投资者会自觉或不自觉地形成“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。

[注释]

- ①杨长汉《中国企业年金投资运营研究》,北京:经济管理出版社,2010年版,第7页。
- ②马伯寅《职工企业年金保护机制研究》,北京:北京大学出版社,2011年版,第6页。
- ③⑩杨长汉《企业年金基金管理》,北京:经济管理出版社,2011年版,第95页,第140页。
- ④[美]彼得·德鲁克《养老金革命》,北京:东方出版社,2009年版,第1页。
- ⑤[英]高顿·L.克拉克《养老金基金管理与投资》,北京:中国金融出版社,2008年版,第34页。
- ⑥刘福垣《社会保障主义宣言》,北京:中国社会文献出版社,2006年版,第16页。
- ⑦刘钧《美国企业年金计划的运作及其对我国的启示》,《中央财经大学学报》2002年第9期。
- ⑧企业年金EET税收模式是指,对企业年金的融资阶段(缴费阶段)和投资管理阶段(积累阶段)实行免征企业所得税和个人所得税,只是在支付阶段(领取年金)征收个人所得税。这一模式的优点是既避免了重复征税,又对年金受益人实行了延迟征税,因此被广泛采用。
- ⑨郑秉文《对当前热炒“中国版401K”的几点看法》,《中国证券报》,2011年8月25日。
- ⑩陈全伟《海外企业年金发展、监管及借鉴》,《证券市场导报》,2008年第1期。
- ⑪李春玲《美国企业年金制度变迁研究》,北京:知识产权出版社,2007年版,第25页。
- ⑫郑秉文《中国企业年金的治理危机及其出路》,《中国人口报》,2006年第6期。
- ⑬杨帆,郑秉文,杨老金《中国企业年金发展报告》,北京:中国劳动社会保障出版社,2008年版,第45-47页。
- ⑭⑮[美]佛朗哥·莫迪利亚尼等《养老金改革反思》,北京:中国人民大学出版社,2010年版,第20-25页,第204-219页。
- ⑰马伯寅《金融危机背景下我国企业年金基金投资安全检视》,《金融法苑》,2010年第2期。
- ⑱贺力平,王珏《中国股市的波动性及国际比较》,《金融评论》,2010年第4期。
- ⑲刘纪鹏《保护普通投资者,伸张资本市场公平正义》,《证券时报》,2011年7月11日。