

□ 文宗瑜

关于产权市场与证券市场统一问题的探讨

一、产权交易机构面临的困境

到目前为止,全国已有30余家地方证券交易中心、210多家地方产权交易机构,可以说,产权市场的框架已基本构成。随着资产重组进程的加快,人们对产权市场寄予了莫大的希望。但是,就产权市场所发挥的作用来看,产权市场还没发展到足以从根本上推动产业微观基础与结构发生根本性变化的水平。面对巨额的国有资产存量,企业资产重组仍主要是依赖政府行政性的关停并转。

各地比较早的产权交易机构是自发产生的,但后来变成了一哄而上,在名称上有的叫产权交易中心,有的叫产权交易所。地方政府设立产权交易机构的初衷,是定位于让其取代政府的部分职能,以市场方式盘活资产存量,推动经济结构调整。但是,由于产权交易机构的运作,既无法律依据,又无经验可借鉴,只凭一时热情,从而使产权交易机构的发展陷入了徘徊不前的状态。从笔者对全国各地几十家产权交易机构现状调查的结果看,普遍存在以下问题:(1)产权交易形不成市场,到产权交易机构登记挂牌的往往只是产权出售方,而无受让方或受让方极少;(2)产权交易机构大多隶属于各地不同的行政部门,在实际产权交易中,往往遇到来自其它行政部门的强大阻力;(3)管理人员素质较低,交易机构的领导还大都是政府官员或“准政府官员”,无市场压力和创新主动性;(4)在交易方式上,往往借助行政力量来促成双方达成协议。这些问题,在很大程度上影响了产权交易机构的信誉,地方政府、企业普遍存在着对产权交易机构的失望情绪。在各地所设计的资产存量盘活的方案中,往往都没有考虑让产权交易机构如何介入、如何发挥作用。可以说,大多数产权交易机构在目前面临的不是如何发展,而是能否生存的问题。

那么,造成产权交易机构这种困难局面的原因是什么呢?

第一,政府完全按照有形市场来规划的设想,使产权交易机构基本上定位于以计划体制模式来优化资源配置。改革开放以来,在市场建设上,各地习惯了建立有形市场,如生产资料市场、技术市场、劳动力市场等等,都是按照先搭架子、发文件,后集中建立的程序来发展,产权市场的发展基本上也是如此。设立一个机构,挂上一个牌,似乎产权交易就可以进行了,当通过机构完成交易达不到设想的数量时,再发文件,通过行政命令强制一切与产权有关的交易都要通过产权交易机构来进行。建立产权交易机构,是希望发挥市场的力量,但是完全按照建立有形市场进行的操作,使产权交易机构只能定位于以行政力量来进行资源的重新配置。

第二,产权交易机构坐收“渔人之利”的设想,人为地把产权交易漫长复杂的过程“简短”

化,淡化了以产权交易优化资源配置的作用。产权交易的实质和意义并不是简单地促成双方完成产权买卖,而是产权受让方通过产权中介机构在众多的闲置资产中选择可以重新配置的产权,而且在某些特定条件下,要对选定的产权进行适当重整与包装。应该说产权中介机构的这一寻找过程是漫长而复杂的,包括目标企业(卖方)的行业现状、行业结构、营销能力、运营系统、财务状况、管理人员素质等的调查分析,还包括目标企业债务的处置、职工安置等方面的方案设计。但是,目前的产权交易机构在操作中,把这一漫长而复杂的过程“简短”化,仅仅着眼于交易双方的产权买卖这一最后结果。就产权交易机构自身而言,除了自身人员素质较低无法从事对目标企业漫长而复杂的寻找这一客观原因以外,在主观上认为这种选择太“费事”。所以,“简短”的方式就是,无论产权出售方,还是受让方,都来找“我”,通过“我”交易,而“我”向双方都收取交易费。这样做的结果,一方面是产权交易机构无“生意”可做,另一方面是在产权交易机构之外不断发生“私下”的产权交易行为。

第三,立法与管理条件的缺乏,无法充分保证产权受让方的利益,从而抑制了买方市场的发展。到目前为止,既没有关于产权市场发展的有关立法,也没有关于产权交易管理的暂行条例,各地产权交易机构的运行方式及其管理差别很大。产权出售方在产权交易机构挂牌以后,在信息公开及正确性方面没有硬约束,在双方谈判中,往往提供给受让方的也是虚假信息,等成交以后产权受让方即使发现被误导,也无法补偿损失。因此,产权受让方往往怀疑产权中介结构所提供信息的准确性。如此以来,产权受让方欲收购产权,往往是自己私下去寻找目标企业,私人谈判,私下成交,从而加大了产权交易成本,抑制了买方市场的形成。

产权交易机构面临的困境,直接影响了产权市场的发展与完善。

二、产权市场功能的重新定位

产权市场作为资本市场的基本形式之一,其主要功能是实现资本集中与重组。但是,有两个因素制约着产权市场这一功能的放大:其一,存量资产主要表现为非证券化的实物型产权形式;其二,企业产权的整体性转让形式。产权市场进一步发展的关键,在于大量非证券化的实物型产权能否转化为证券化的标准型产权(股权)。

资本的集中与重组是通过资本的流动而完成的。大量的资产以实物形态而存在,而非证券化的实物型产权交易,至多只能是两个企业之间的产权让渡,这种“间歇式”的转让无法放大资本集中与重组的功能。可以说,大量的存量资产还没形成资本,还难以具备资本的本性。所谓资本,就是通过不同形态(实物形态和货币形态)的无休止运动而实现利润的资产。运动是资本的天生属性,资本的运动是为了保值增值,价值增值只有在不断更新的运动中才有可能。从资本的角度看,资产要保值增值,必须同时以实物形态、货币形态和证券形态(货币形态的衍生或称特殊的货币形态)而存在,而且这三种形态可以随时相互转化。正是这三种形态的相互转化保证了资源的优化配置。如果只有实物形态,那么资源的优化配置就无从谈起。产权市场在起步阶段,以非证券化的实物型产权交易或转让为主,这种实物型产权交易无法把大量的存量资产由实物形态转变为货币形态或证券形态。因此,如何进行证券化的标准型产权交易,成为产权市场自身发展的内在要求

证券化的标准型产权可以分为两类:第一类是非上市公司股权,第二类是上市公司股权。无论是非上市公司股权,还是上市公司股权,其实质都是企业或公司的产权。目前上市公司股权交易是由深、沪证券交易所市场来承担的。由于深、沪股市的容量有限,在目前及今后一段时

间内,能够通过深、沪股市完成交易的证券化标准型产权只能是少量的,大量的证券化标准型产权还是以非上市公司股权的形态存在。如果非上市公司股权没有交易市场,不能交易,那么在本质上与非证券化的实物型产权没有区别,大量的存量资产仍然无法优化配置。由此提出了这样的命题,由产权市场来进行非上市公司股权的交易。

如果允许产权市场来进行非上市公司股权的交易,那么 产权市场与证券市场的统一也就成为必然。

所谓产权市场与证券市场的统一,是指通过构建二元化的规范的资本市场,放大资本集中与重组的功能,以市场方式推动经济结构的根本性调整。就我国资本市场的现状来看:(1)深、沪证券二级市场的发展,对资本集中与重组功能的放大日益突现出来,但是,由于深、沪股市扩容能力的有限,一方面上市公司毕竟还是少数,另一方面大多数上市公司的资本集中与重组还无法扩展到非上市公司中;(2)各地地方证券交易中心或股权托管中心,其地位既非证交所又非证券商,无法对自己的职能进行确切定位;(3)各地的产权交易中心迄今为止,在交易对象、主体、方式等方面很不明确,与证券市场相割裂,无法发挥其资本市场的作用。为了充分放大资本市场的资本集中与重组功能,必须实现产权市场与证券市场的统一。就市场经济发达国家的情况来看,其产权市场与证券市场从来都是统一的,而且大都经历了一个由分到合的过程。产权市场与证券市场的统一,一方面可以减轻深、沪股市的扩容压力,另一方面可以为产权市场发展开拓更大的空间。

三、构建“一主一翼”的证券市场框架

产权市场与证券市场的统一,并不等于所有的产权交易机构都从事证券化的标准型产权交易。目前,根据所从事的业务范围的不同,产权交易机构有四种类型:(1)以非上市公司股权交易为主的产权交易中心或产权交易所;(2)以企业整体出售为主的产权交易中心或交易所;(3)以闲置设备调剂为主的闲置资产交易中心;(4)含有少量产权交易业务的国有资产经营公司。基本设想是把第一类的产权交易中心或交易所进行产权市场的证券化,其它三类产权交易机构除少量仍从事目前所进行的交易以外,大多数要转变为市场中介机构(关于这一点在本文第四部分专门阐述)。

产权市场的证券化可分为两种途径:第一,现有从事第一类产权交易的机构,与各地证券交易中心或股权托管中心合并,从事证券场外交易;第二,把目前规模较大的从事第一类产权交易的机构改造成证券自动报价系统,从事证券场外交易。这样,中国证券交易在基本框架上将形成“一主一翼”两个市场,“主”是证交所市场,“翼”是场外交易市场。“主翼”结合,必将放大资本市场的资本集中与重组的功能。

场外交易市场是与证交所市场相对应而言的。一般来说,证交所市场是指通过证券交易所买卖证券的市场,只有作为证券交易所会员的经纪人才能在这一市场从事交易活动,公众则通过经纪人进行证券买卖,所买卖的必须是经核准上市的证券;场外交易市场则是在证券交易所以外进行证券交易的市场,所交易的一般是不上市的证券(就股票而言是非上市公司股票),由证券商在其营业所自营或代理买卖。场外交易的英文为 Over the Counter(简称 OTC),意为在柜台上交易,所以,也把它称为柜台交易。就场外交易所市场与证交所市场产生发展的过程来说,一般分为三个阶段:第一阶段是自然形成的场外交易市场,在最初,这种场外交易很原始,一般由中间人来撮合成交,证券交易的品种、数量都很小,而且交易的区域范围也很小;第二阶

段是以证券交易所为中心的集中交易市场的形成,并排斥甚至禁止场外交易,在这一阶段,各国大都通过“证券交易法”的颁布,鼓励和刺激集中交易,推动证券交易所的迅速发展,同时限制甚至坚决取缔场外交易;第三阶段是证券交易所市场与场外交易市场共同存在、共同发展的时期,在这一时期,由于科学技术尤其是电子技术的发展,场外交易建立在电子交易网络上,而且电子交易网络被不断改进,交易成本大大降低,其发展势头有超过证券交易所之可能。

发展证券场外交易市场,必须从中国经济体制改革的大格局出发,“一主一翼”证券市场框架必须与2010年的远景目标相一致。为此,应该注意以下几点:

1. 加速立法,使证券场外交易市场的发展有法可依。成熟的证券市场必须有完善的立法,在目前“证券法”还没有出台的情况下,可以考虑把有关发展证券场外交易市场的立法条款并入“证券法”中,这样证券场外交易市场从一开始就可以在法律框架内发展与完善,少走弯路。

2. 地域性场外交易柜台的设置,要优先考虑中西部地区,以实现资本向中西部的分流。场外交易市场在一段时间内肯定是分散性的,以地域性的证券柜台交易为主要形式。在目前资本主要流向东南东部省市的现状下,应考虑如何引导资本流向中西部。在中、西部大力发展地域性的证券柜台交易,将是一种很好的资本分流形式。要把发展地域性场外交易市场同中西部经济发展战略结合起来。

3. 对证券场外交易市场的规范与管理,应该把强化中央、省级两级监管体系与发展证券交易商协会结合起来。随着中央、省两级证券监管体系的建立,对证券市场的监管力度大大加强。但是,应该看到,在中国证券市场迅速发展的过程中,仅仅依赖行政监管是不够的,应该借鉴市场经济发达国家的成功经验,组建证券交易商协会,并使其成为一个强有力的自律组织。证券交易商协会不仅要调解证券交易中会员间、会员与投资者之间的矛盾;还要督促会员与政府合作,自觉遵守有关法律,对不守法者给予罚金和停止交易等处分。证券交易商协会自我约束能力的增强,是证券市场规范发展的基础

四、加速债务的证券化和中介机构的培育

产权市场与证券市场的统一,在实际操作中,面临两个难题:(1)大量非证券化的实物型产权如何转变为证券化的标准型产权;(2)大量的中小产权交易机构如何生存与发展。

巨额的资产存量是与企业居高不下的负债率联系在一起的,企业实物型产权的整体性转让难以找到受让方,主要在于受让方要承担与这部分产权相联系的债务。可以说,企业尤其国有企业资产要盘活,必须先进行债务重组。因此,非证券化的实物型产权要转变为证券化的标准型产权必须从债务证券化入手

债务证券化在具体操作中,根据是以债权银行为主体还是以债务企业为主体来划分,可分为两种具体方式

1. 以债权银行为主体的操作方式。

此类操作必须由四类经济实体或经纪商参与:A. 债权银行(向企业发放贷款的银行);B. 证券公司、证券经纪商、投资银行、信托投资公司等市场中介机构;C. 企业购并者(可以是优势企业,也可以是欲进入产业领域的金融资本);D. 进行场外交易的证券自动报价系统。

具体操作程序如下:

(1)债权银行在目标企业的债务到期以后,对企业提出收贷要求,并限定一定警告期,如果目标企业在警告期满后仍不能全部清偿债务,银行可以进行把合同式贷款债权向证券式债权

转化的立项；

(2) 债权银行将目标企业的债权按一定折扣率(例如 1 元折为 0.80 元)股份化,然后由证券公司、证券经纪商、投资银行、信托投资公司等市场中介机构包销；

(3) 市场中介机构出面寻找欲进行购并扩张的优势企业或其它投资者,将包销的证券化债权转让；

(4) 企业购并者或其它投资者受让目标企业的证券化债权达到控股标准后(在目前企业平均负债率高达 80%的情况下,受让证券化债权比例达到 30%,就有可能对目标企业控股),可按设定程序将所受让的证券化债权转变为股权；

(5) 企业购并者或其它投资者在将债权转股权的同时,要对企业重整,分解目标企业,将不盈利或盈利不多的部分出售,收回部分投资；

(6) 通过股份制改造与重整,将改组后的目标企业股票在证券自动报价系统上挂牌交易。

在这一操作中,需要注意几点:第一,债权转股权,银行不可能成为持股人。专业银行或商业银行持有股份,在目前仍存有法律上的障碍,必须通过债权置换,绕开“商业银行法”的禁区。第二,合同式贷款债权转化为可转让证券式债权后,在向中介机构销售时,必须有一定的折扣率,如果不是这样,中介机构“无利可图”,就不可能做承销商;债权银行的亏损部分可做冲销处理,从表面上看,银行承担了一部分损失,但是,和大量的不良资产相比,折扣所产生的损失是微不足道的。第三,证券式债券的最终收购者,应该不受所有权性质及地域范围的限制。第四,如条件允许,可通过证券自动报价系统为证券式债权的最终收购者发行部分超短期债券。

2. 以债务企业为主体的操作方式。

随着政策层对金融工具创新的重视,非上市公司通过可转换公司债券融资已不存在法律上的障碍。可考虑把国有企业的债务重组与发行“上市前预售可转换公司债券”结合起来,进行债券转股权的探索。具体操作如下:

(1) 选择行业效益和发展前景看好,而负债率高的国有独资企业进行股份制改造,把企业改为股份有限公司,并进行转股设计;

(2) 将原国有企业中的一部分债务设计成可转换公司债券,由其它法人企业或社会公众或内部职工认购;

(3) 认购可转换公司债券的资金,主要用来归还银行的贷款;

(4) 改制并发行可转换公司债券的公司要力争在一定时期内发行股票并使其尽快在证券自动报价系统上柜交易,股票发行与上柜交易的时间必须与可转换公司债券发行时所设定的转换和交易时间相一致。只有这样,所发行的可转换公司债券才有可能转换为股票,从而达到降低企业负债的目的。

这种设计从本质上来说,属于债务重组的一种形式,即企业原有的应该在某一时期偿还的债务变成了企业的股权,或者转移到了其它债务持有者手中,企业对债务的偿还责任没有了。当然,这一转换过程有一个时期,这个时期的长短取决于可转换公司债券期限的长短。

债务证券化离不开场外交易系统,仅仅依赖这个系统还不够,还需要有更多成熟的市场中介机构来参与,才能顺利实现非证券化的实物型产权向证券化的标准型产权的转变。所以,应该把目前大多数产权交易机构培育成为市场中介。产权交易机构成为市场中介机构的职能主要有四种:

1. 为上柜公司做市商,以促进证券场外交易市场的活跃交投与规范发展。

由于场外交易又称为柜台交易,为了与上市公司相区别,其股票在场外交易市场上挂牌交易的公司称为上柜公司。上柜公司与上市公司相比,各方面的条件较差,因此,大多数上柜公司的股票交易次数较少,市场冷淡。因此,要发展与完善做市商制度。做市商制度又称做庄制度,是指这样一种市场交易规则,即一批信誉优良的证券中介机构,在柜台市场上通过同一时点上的买卖差价来获取利润(为买而卖,或者为买而卖),以此连接证券买卖双方,维持一定的市场交易量和流通性。上柜公司的市商往往要自备资金,以随时应付任何买卖;证券买卖的双方,无须等待对方的出现,只是由市商出面承担另一方的责任,交易便算完成。在证券场外交易市场上,每家上柜公司至少应有两个市商为其股票报价,一些规模大的上柜公司的市商多达30—40名,成熟的做市商制度以保证每一只上柜股票在任何时候都有活跃交投。市商不仅在柜台市场上为股票提供报价,而且往往对上柜公司提供咨询与指导,帮助公司设计发展方案,以提高这些公司的成长性。

2. 为企业进行并购结构设计,尝试投资银行业务。

在市场经济发达国家,投资银行是一种规范与成熟的市场中介机构。企业要做为一种商品来买卖,必须对该企业在资产、财务、税务及法律等方面进行重组,设计出一个为资本市场所接受的“商品”。这种设计在某种意义上也就是对企业重整或包装。一个普通的企业甚至亏损的企业经过投资银行家的设计,可能会变成产权市场上一个很有吸引力的商品。投资银行可以代表卖方,也可以代表买方,但同一家投资银行绝不会同时代表买卖双方的利益,一家投资银行只接受一方(买方或卖方)的委托。并购结构设计很复杂,要融入大量的人力资本。投资银行家既为收购企业提供融资安排,也为被收购企业设计反收购策略。在有些企业价值被市场低估、某项重要资产再配置效应较大而不被市场认可的情况下,投资银行家往往也可以自己斥资收购。

3. 为非上市、上柜的成长性企业进行私募,开拓融资中介业务。

在市场经济条件下,企业组织形式是多种多样的,不可能全都是上市、上柜公司。许多企业具有较强的成长性,急需发展资金但不能上市、上柜,而且可能不愿上市、上柜。那么,这些企业的融资可由融资中介机构来完成。私募是融资中介机构的一项重要业务,是依靠中介机构的良好信誉和对提供融资服务企业的监督来吸引投资者。这是一项很有发展空间的业务,当然,在法律上和观念上,应把规范的私募同乱集资区分开来。

4. 开展机构投资业务,扩大资本投资来源。

机构投资者及社会长期金融资产投资者基础薄弱,是目前资本市场尤其是证券市场混乱无序的一个重要原因。随着社会分工的进一步专业化,机构投资者将承担社会闲散资金再投资的职能,为社会公众提供良好的资产管理和理财服务。

主要参考文献:

- ①《场外交易专稿》,《国有资产研究》,1996年第6期。
- ②李世光,《国外证券市场》,中国财政经济出版社,1990年版。
- ③孙效良等,《公司上市实务指引》,改革出版社,1994年版。
- ④康焕军,《当代日本股票市场研究》,东方出版社,1995年版。
- ⑤周立,《金融衍生工具发展与监管》,中国发展出版社,1997年版。
- ⑥罗伯特·劳伦斯·库恩(中译本),《投资银行学》,北京师范大学出版社,1996年版。

(作者单位:国家国有资产管理局;邮编:100081)