

# 推动产权交易市场发展 打造非上市公司股权交易平台

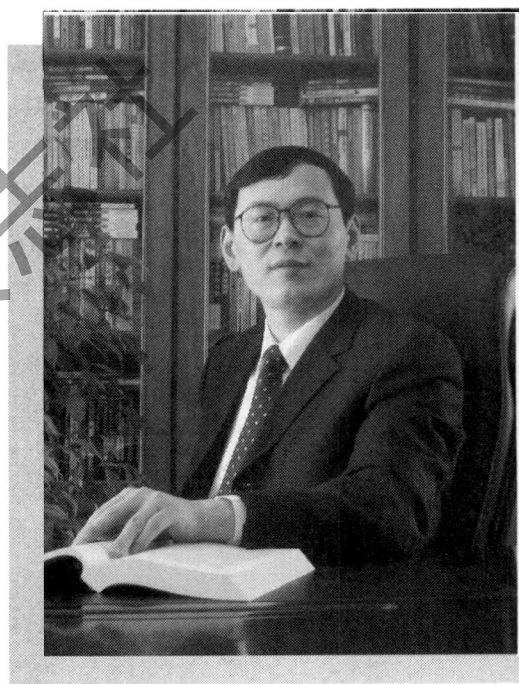
文宗瑜

产权交易市场是我国资本市场必不可少的一个组成部分，是多层次资本市场的基础层次，在提高全社会资源配置效率与推动国家技术创新方面发挥了重要作用。股权分置改革拉开了我国证券市场国际化进程的序幕，但是，证券市场的国际化进程是以产权交易市场的发展为基础的。从其他国家的经验和我国的实践看，我国产权交易市场并不像某些人所担心的那样影响和拖累了证券市场。事实上，在多层次的资本市场体系中，证券市场是上市公司股权交易的平台，产权交易市场是非上市公司股权交易的平台，两个平台相辅相成，共同推动我国资本市场的发展。

“由地方产权交易市场、区域性产权交易市场、全国性产权交易市场三个层次支撑”的中国产权交易市场，不再为“名分”所困扰，修改后的《公司法》和《证券法》、《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006~2020年)》及科技部《关于加快发展技术市场的意见》等法规文件，从不同角度确定了以产权交易市场推动非上市公司股权交易的发展目标。我国产权交易市场应该抓住机遇，深化改革并加快创新，进行非上市公司股权交易的试点，为中小型股份制公司提供一个特定的产权交易平台，为“科技与资本相结合”的创业风险投资打造一个有序的资本退出平台，为“资本选择企业家”的资产重组或重整支撑一个竞争的兼并收购平台，推动多层次资本市场的建设与完善。

## 一、尝试两高企业股份转让，促进创业风险投资的良性循环

通过科技进步与自主创新使我国到2020年转变为创新型国家，已成为国家战略。在推进创新型国家战略过程中，最重要的是要把企业当做技术创新的主体，积极营造激励企业自主创新的环境。从市场经济发达国家的经验尤其是美国20世纪80、90年代的做法看，多层次的资本市场为企业技术创新提供了强有力的外部支撑，从而推动了资本与技术的结合。目前我国资本市场虽已取得较大发展，但却仍是一个



以深圳证券交易所为主导的单层次资本市场。深圳证券交易所及深圳创业板市场，在一段时间内难以为高新技术开发区内的高新技术企业(简称两高企业)及其他处于起步阶段的技术创新公司提供足够的资本支持。依托产权交易市场，为两高企业及其他技术创新公司打造一个融资及股权交易平台，可以促进我国资本市场的多层次发育，改善企业自主创新的外部环境。证券市场是产权市场化交易的最高形态，但是，两高企业及其他处于起步阶段的技术创新公司的绝大多数都无法到证券市场挂牌交易。因此，作为资本市场的一个组成部分或一个层次的产权交易市场，可以首先成为两高企业股权交易的载体。

可以说，目前全国100多家产权交易所(中心)基本上是地方性的或区域性的，不同的产权交易所(中心)管理水平及硬件设施的差异性较大。为了防止各家产权交易所(中心)一哄而上，应选择并支持5~8家产权交易所(中心)率先进行两

高企业股权交易的试点。在布局上,既要从两高企业比较集中的东部、华南、华北地区选择产权交易所(中心),也要从两高企业相对较少的中部、西部地区选择产权交易所(中心)。只有合理布局,才能使两高企业的股权流通试点取得成功。

两高企业在产权交易中心进行股权交易,可以进一步拓宽创业风险投资的退出渠道,吸引更多的社会闲散资本进行创业风险投资。但是,从两高企业的内在发展要求及产权交易市场自身的发展规律看,从事两高企业股权交易的产权交易所(中心)还要支持一些具备条件的两高企业进行融资。因此,产权交易所(中心)要分两步拓展其自身功能,一是用2~3年时间试点两高企业股权交易;二是允许并支持两高企业通过产权交易中心这一平台进行股权融资。为了防止与证券市场功能相冲突,产权交易所(中心)可以采取有条件的股份非公开发行模式。

## 二、实施有条件的股份非公开发行,支持资本向中西部地区流动

非上市公司实行股份非公开发行,是指在产权交易所(中心)挂牌交易的企业(公司)向特定对象发行股份,发行对象以货币资金按约定的价格增量入股,成为非上市公司的股东。有条件的股份非公开发行,主要是从两方面进行限制:一是发行对象的数量要限制在5名或10名以内,二是发行的股份在2年或更长的时间内限制其交易,限制期满,可在产权交易所(中心)流通。非上市公司股份非公开发行要依托产权交易所(中心)来完成,在某种意义上,产权交易所(中心)要成为非上市公司股份公开发行的载体。产权交易所(中心)为保证股份公开发行的顺利完成,必须要对在其名下挂牌交易的企业(公司)进行价值评价并向发行对象推荐。可以说,能否为在其名下挂牌交易的企业(公司)完成非公开发行,是产权交易所(中心)实力、信誉的体现。当然,在今后3~5年能够实施“有条件的股份非公开发行”的产权交易所(中心)是少量的。从政策导向看,应该支持两类产权交易所(中心)开展“有条件的股份非公开发行”业务。

第一类为从事两高企业挂牌交易的产权交易所(中心)。可以说,这类产权交易所(中心)开展“有条件的股份非公开发行”业务,能够比较好地吸引创业风险投资。从其选择的特定发行对象看,应以国际风险投资基金为主。如果能够取得经验并创造声誉,这类产权交易所(中心)将成为国际风险投资基金在我国选择技术创新企业的一个平台。

第二类为中西部地区从事非上市股权交易的产权交易所(中心)。在目前证券交易所对推动中西部经济发展作用极其有限的条件下,应该让产权交易所(中心)发挥更大作用。中西部地区从事非上市股权交易的产权交易所(中心),如果能

优先开展“有条件的股份非公开发行”业务,就可以实现资本向中西部地区的更大流动。在某种意义上,任何一个从事“有条件的股份非公开发行业务”的中西部产权交易所(中心),都可以在当地集聚一个数额巨大的“资金(资本)漩涡”。

## 三、设立国有法人股交易专场,加大某些产业国有资本退出的力度

在国企改制的全面推进中,一些中小型企业实现了国有资本的绝大部分或全部退出,但国有大中型企业国有资本退出的力度却很小。与国有中小型企业相比,国有大中型企业数量虽少但资产总额却大得多。因此,深化国有企业产权制度改革的关键是国有大中型企业改制重组。国务院一再要求并出台相关政策推进国有大中型企业的改制重组,从形式看大都选择非国有资本增量入股、国有资产转国有资本、保持国有股本绝对控股的模式。可以说,一部分国有大中型企业实行了改制重组,但没有从根本上实现经济结构调整与国有企业布局调整。为了让产权交易市场在推进经济结构调整与国有企业布局调整中发挥更大作用,一些具备条件的产权交易所(中心)应积极进行国有法人股交易专场的系统建设。国有法人股交易专场,可采取场外交易自动报价系统的形式,限制个人投资者介入,并设定最小交易单位如500万股。同时,国有法人股交易专场在运作中还应注意以下几个问题:

关于交易商资格的认定。中介机构如证券公司、信托投资公司和其他法人类投资机构可以直接进入国有法人股交易专场,但是,国有企业不得直接进入国有法人股的交易市场。

关于国有法人股进入交易市场的审定。除了政府依法要求国有股必须绝对控股的某些行业龙头企业外,已经完成股份制改革的国有企业都可以把国有法人股在交易专场挂牌。在公司国有法人股转让的比例上,可按是否涉及国民经济支柱产业和基础产业分类分别确定。

关于国有法人股交易价格的形成。国有法人股的报价可由国资部门确认指导价,各个交易商可在指导价的基础上上下波动,最终的成交价通过竞价形成。不管受让方最终受让国有股的价格是高于还是低于指导价,其前提是必须充分竞价。

关于大宗国有法人股交易数量的“阈值”设定。国有法人股交易专场要设立最小交易单位和交易阈值制度,同时实行优惠佣金制度。国有法人股交易商最小买卖单位应该与自动报价系统设立的一次性买卖最小交易单位一致,在买卖数量上,如果超过一定阈值如2000万,可以降低其交易费。

## 四、进行经营者员工持股的竞价交易,推动非上市公司之间的并购

2003年到2005年年底已经完成或接近完成改制的9.2

万家中小国有企业中,绝大多数都已经实行了经营者与员工持股。除此之外,到目前为止,有45万余家非国有企业也实行了经理人与员工持股。经营者员工持股可以实现企业发展中的有效激励,促进企业的快速发展,但在企业发展到一定规模后,也容易形成企业经营管理的“天花板效应”。为了提高全社会资源配置效率,必须为经营者员工持股找到一个股权交易场所。依托产权交易市场,进行经营者员工持股的股权交易,可以有效推动非上市公司之间的兼并收购。

各地产权交易所(中心)从事经营者员工持股的交易,应该先从服务与规范着手。作为服务,就是通过代理式的委托为经营者员工持股公司提供免费的股权日常管理辅助与支持;作为规范,就是主动上门对经营者员工持股公司进行财务报表编制、董事会和股东大会召开、信息公开披露等方面

的指导与辅导。服务与规范是产权交易所(中心)取得非上市公司信任的重要步骤,也是产权交易所(中心)争夺客户、提高自身竞争力的重要手段。

经营者员工持股在产权交易所(中心)进行股权交易,可以分两类挂牌。一类是经营者持股与员工持股的同步挂牌,这类股权交易可以采取完全竞价的模式;另一类是员工持股单独挂牌竞价交易而经营者持股实行协议转让的模式。无论采取哪一类挂牌模式,产权交易所(中心)都应做好信息的公开和及时披露。只要公司在产权交易所(中心)挂牌,就必须严格按照规定披露公司的全部财务状况和关联交易情况,尤其是经营者持股采取协议转让,更要提前并准确披露相关信息。■

(作者单位:财政部财政科学研究所)

责任编辑 闵超

## ● 词条

**股份回购**(Share Repurchase或Share Buyback)是指公司出资购回其发行在外股份的交易行为,收回的股票作为库藏股或者进行注销。股份回购行为的购买方为公司本身,出卖方是公司原有的持股股东,本质上可以理解为公司投资于自己的股票。回购行为通过改变所有权结构,不仅直接影响公司的财务结构、公司控制权结构,而且由此传递的积极信号对目标公司股票价格的推动产生了股东财富增值效应。股份回购与公司资产剥离、公司分拆及割股上市等同属于公司资本紧缩政策,是一种所有权与控制权结构变更性质的公司重组形式,它是国外成熟证券市场上常见的资本运作方式和公司理财行为。完整的股份回购准则一般包括以下几个方面:股份回购的范围和条件、回购的方式和程序、回购的比例和时机限定、回购的定价机制、回购的资金来源以及回购的信息披露制度等。从上市公司与股东两个角度观察,股份回购一般具有如下功能:一是调整和改善了公司的股权结构。特别是国有股权的调整,通过回购并注销部分股份,可迅速而有效地调整国有法人股比重。二是优化了公司的资本结构,适当提高了资产负债率,有效地发挥了财务杠杆效应。三是增加了公司及股东财富价值。当股票价值被市场特别是分割的市场严重低估时,公司通过股份回购减少股份和股东权益,提高每股盈利和净资产收益率等财务指标,并向市场传递公司认为自己股票被市场低估的信息,市场将做出积极的反应,引导股价上升,从而实现公司及股东财富增长。四是避免公司被外部集团收购。五是实施管理层股权激励计划创造条件。六是股份回购所产生的资本利得比现金股利更能获得合理的避税效应。七是保护了公司少数股东利益。当公司的决定或多数股东的行为有损少数股东的利益时,允许少数股东强制要求公司或多数股东回购其拥有的股份。

我国证监会于2005年6月16日发布了《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》,为上市公司回购其流通股A股打开了闸门。同年10月通过的新《公司法》、《证券法》等为公司回购业务的规范发展奠定了制度性基础。新《公司法》第一百四十三条对四种情况下可回购本公司的股票作了明确规定:①减持公司注册资本,须经股东大会决议通过,并应自收购之日起十日内注销。②与持有本公司股份的其他公司合并,应在六个月内转让或注销。③将股份奖励给本公司职工,须经股东大会决议通过。收购总额不得超过本公司已发行股份总额的5%,并在一年之内转让给职工。用于收购的资金明确规定应从公司的税后利润中支出。④股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的,应在六个月内转让或注销。参照五十七条规定,有下列几种情形的,对股东会该项决议投反对票的股东可请求公司按照合理的价格收购其股份:公司连续五年不向股东分配利润,而公司该五年连续盈利,并且符合本法规定的利润分配条件的;公司合并、分立、转让主要财产的;公司章程规定的营业期限届满或者公司章程规定的其他解散事由出现,股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。股东与公司在六十日内不能达成收购协议的,股东可以自股东会会议决议通过之日起九十日内向人民法院提起诉讼。这些规定充分体现了对中小股东的利益保护。

虽然股份回购可提升公司股价,但它仅仅是一种理财技术而已,公司价值提升的关键还是要靠经营业绩的增长。