



热门文章

国金融业改

平银行个人

中层干部素质

定人民币汇

央行储蓄挂失

章

008年1月]个

直接对外证

投资开

.. [许静]

004年12月]

秘奥妙的证

所和黄

.. [陈淀国]

章

[2005年3月]证券公司退出机制

[字体:大 中 小]

作者: [巴曙松] 来源: [本站] 浏览:

2004年以来,高风险证券公司相继出现问题,进而被行政接管或托管,从目前的进展趋势看上半年有望完成对德隆系证券公司、南方证券、闽发证券、汉唐证券等证券公司的最终处置前的证券公司经营状况,2005年还可能会出现多家经营失败的证券公司以不同的方式被处置证券公司的退出机制开始引起关注。

退出是为了激发更大的活力

在当前的资本市场上,证券公司的活力是整个市场活力的关键和基础。理由:(1)只有证券必须始终完全依赖资本市场而生存的,投资者可以离场,上市公司可以放弃筹资。监管者可强对证券公司的监管而促进整个市场的稳定发展;(2)证券公司是连接投资者和筹资者的主要的机构投资者,因而其功能的发挥状况在很大程度上决定了资本市场的运作质量。证券公司本身对大量公司的发现价值的努力,向资本市场推荐大量有增长潜力的上市公司,同时为投资渠道和研究咨询服务,为监管者提供大量监管信息。

当前,中国证券公司的经营状况和风险管理状况差异相当大,有的资产质量相对良好,有的沉重,甚至面临退出的危机。所以,应当及早考虑证券公司的退出机制问题,如果缺乏有效机制,就很难形成一个有效的证券公司优胜劣汰机制和风险的最终化解机制。同时,随着证券日趋激烈,证券公司的优胜劣汰就难以避免,建立一个有效的退出机制成为必然。

通常而言,成熟市场的证券公司退出大多表现为市场化并购方式的主动性退出,这有利于证规模扩张和业务整合;与此形成对照的是,目前为止我国大部分证券公司的退出,基本上都债之后被动退出,成本很高,市场冲击较大,存在较大的改进余地和空间。被动的退出机制家行政指令型接管、托管,如南方证券、汉唐证券、闽发证券和辽宁证券、德隆系下属证券以及四大资产管理公司分别接管的问题券商,还包括一些地方政府主导并推动的兼并重组,困境券商的资产整合和注资(如湖南省政府推动的泰阳证券重组等等)。

2005证券公司特别年

在市场经济条件下,市场的低迷往往也是合乎经济理性市场行为的退出行为活跃的时期,这股权、收购兼并以及关闭等等;市场的高涨时期,往往也是社会资本踊跃进入的时期。

但是,反观中国的证券公司数量,尽管市场起起伏伏,但是证券公司的数量一直稳定地保持会资本稳定地高速进入证券行业,近年来除了少数几家证券公司被强行退出外,即使是在市阶段,证券公司基本上也是只进不退。

首先考察证券公司家数的增长。我国证券公司家数的增长势头基本上很少受到证券行业景气影响,即使考虑到一些历史形成的信托公司等证券经营机构的整顿因素,近年来证券公司家势头依然是相当快的。从1998年到2002年,证券公司的家数分别是84家、87家、94家、102家(证监会网站2004年6月30日公布的证券公司数量为130家)。

其次考察证券公司的净资产和资本。与证券公司家数的增长一致的是,证券公司的净资产和保持了快速的增长,净资产的平均增长率在30%以上,而资本的平均增长率则甚至一度接近5来的市场低迷在一定程度上减缓了这种增长速度,但是增长的趋势依然得以延续。探询证券公司经营困境下只进不退这个悖论的深层次原因,应当从证券公司的体制方面、从的市场结构方面来进行。

证券公司在经营困境下的只进不出,反映了当前证券公司以软预算约束为特征的国有产权为行为特征。与西方证券业早期以合伙制为主、后期以社会化的股份制为主不同,我国券商由国有企业或地方政府发起成立,与上市公司相似,券商以国有产权为主,内部人控制现象有券商的大量出现是前期证券业具有“垄断租金”而寻租的结果,并不是以利润最大化为最这就产生了两个问题:一方面,进入政策放开而退出渠道不畅,证券业过度拥挤;同时各地严重,大小券商星罗棋布,没有达到起码的规模经济。另一方面,在竞争中失利的券商不愿购或破产清算,不能及时止损退出市场,导致恶性竞争现象严重,券商争抢投行项目、在同复设立营业部都显示了这一点,使证券业不能维持必要的利润率。

从发展趋势看,中国的证券公司将不可避免地迎来一个以并购重组为主要特色的结构调整阶年可能会成为一个拐点年份,其中的关键因素,就是退出机制开始发挥作用,尽管这种退出大程度上还是被动的、成本还是相当高的。

退出机制必然伴随活跃的准入管制放松

继续保持严格的准入管制,证券公司的经营特许权就始终会有一个市场溢价,这也就不利于市场化的竞争的展开。退出机制的核心是优胜劣汰,是坚持清晰的市场纪律,从这个意义上来说,即使证券公司的退出要付出较大的成本,但是为了维持市场纪律也必须坚持,同时相应地要以新的制度要求建立更为健康的新的竞争者。

这个转入管制放松的过程至少应当从两个方面同时进行:一是全面改革当前国有证券公司的治理结构;二是同时引入新的活力,培育新的市场力量。国有证券公司的改革,如同国有工业企业的改革一样,同样需要以建立现代企业制度、推进股权多元化、改革国有股一股独大、清晰界定政府与国有证券公司的界限等为目标,促使这些传统的证券公司逐步摒弃资本市场初期发展阶段从旧体制带过来的一些特点,实现向现代资本市场中介机构的演变。同时,还应当引入新的活力,培育新的市场力量,通过放松管制推动市场发展,推动各类中介服务机构成长和成熟,不断增强投资者对市场的信心。我国现有的证券公司大部分都有政府的背景,增资扩股中引入的大部分也是国有企业的投资,其中一些民营资本也往往是通过很多的中介环节进入证券公司。个别民营资本占多数的证券公司也是带着红帽子,在用人机制和经营机制上具有浓厚的国有企业色彩。这样的政府背景和国有背景使得证券公司的经营日益沾染国有企业所具有的种种不良特征,而且使得监管机构对于证券公司的监管和规范变得非常困难。特别是考虑到当前相当数量的证券公司拥有沉重的历史包袱,如果不能变革这些证券公司的经营机制,将难以有效地消化历史问题。

为了提高证券公司的抗风险能力,增资扩股、拓展融资渠道成为许多证券公司积极选择的发展道路,这有其现实的合理性,也会对证券公司的发展产生一定程度的积极作用。但是,如果不对证券公司的治理机制进行深刻的市场化改革,那么,国有股一股独大、且通常具有政府背景的证券公司很难保证

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



insights... investment boutique discover



insights... investment boutique discover

能够在经营活动中按照市场化的要求运作，其在一定行业、一定地域内可能具备的垄断地位也不能变成使证券公司有效积累利润，而证券公司的政府背景和国有性质有时对于证券公司的监管和规范很难落实。在这种情况下，只有靠不断地投入来缓和经营困难，由此可以解释我国证券公司的不断的增资扩股的冲动，如果不改革证券公司的经营机制，再多资本的证券公司依然还急需资金，而且往往是资金量越大，问题也越大，黑洞越大。

如果放任证券公司不断增资扩股而不推进其治理结构的改革、特别是准入机制的改革，那么，随着证券公司的资本金越来越大，下一步推进对证券公司进行改造的成本也越来越大，没有数亿乃至数十亿的资金，很难在一个证券公司中有决策权和影响力。

滞后的开放进程在延缓退出机制形成

在加入WTO的框架下，证券行业开放程度相对较低，这可能会对扶持处于幼稚发展阶段的证券公司有积极作用，但是也降低了证券公司改进经营效率的外部压力。

根据中国加入WTO的协议书，证券业的开放承诺如下：（1）外国证券机构可以不通过中方中介，在沪深证券交易所设立特别席位直接从事B股交易。（2）外国证券机构设立的驻华代表处，可以成为中国所有证券交易所的特别会员。（3）允许设立中外合资的基金管理公司，从事国内证券投资基金管理业务，外资比例在加入后3年内不超过33%，加入3年后可增至49%。（4）加入后3年内，允许设立中外合资证券公司，从事A股承销、B股和H股以及政府和公司债券的承销和交易，外资比例不超过33%；加入3年后可增至49%。（5）外国证券类经营机构可以从事财务顾问、投资咨询等金融咨询类业务。

总的来看，与银行和保险相比，证券行业的对外开放承诺较窄，降低了开放可能带来的外部压力。但与保险、银行相比，证券行业的对外开放又明显滞后。开放往往是推动改革和发展的重要动力来源，如原来发展较为落后的保险业在经历了全面开放之后，保险市场获得了空前的发展，如果证券行业的开放也能够保持银行和保险的力度，那么，在现有的130家证券公司中，可能就会有一部分合资、或者独资的证券公司的经营比较健康，客户的保证金比较安全，整个市场的风险就可能明显降低，如果考虑到示范效应和学习效应所可能带来的市场创新，这种积极意义就更为明显。

退出机制的建立需要竞争活力和空间

可以预计，从2005年开始，中国的证券公司必然面临一个大规模的市场化调整和重组的阶段，通过这一重组过程，完善证券公司的治理结构，调整证券公司的行业结构，在促成数家主导性的大型证券公司形成的同时，促使大量证券公司形成有完善的治理机制、有独特的经营定位的证券公司。

近年来市场有逐步向主导证券公司集中的趋势，但是远远还没有形成稳定的市场结构。从目前的情况看，证券发行业务集中度比较高，前5家证券公司占据了50%的市场份额，而证券经纪业务比较分散，特别是考虑到新的交易方式如网上交易的兴起、新的竞争者如外资机构等的进入，证券业现有的市场集中度提高的趋势实际上并不稳定，其主要衡量指标就是迄今为止还没有形成明显强势的市场领导者，也没有形成有效的市场细分。

目前，从总体上看，证券公司的资本规模小，业务单一，差别化程度低，抗风险能力弱，收益水平波动性大，缺乏主动调整的能力。尽管近年来证券行业的盈利水平有所降低，但是在政府的倾斜和扶持等因素影响下，受益于资本市场快速增长，以及受益于政策进入壁垒和一系列价格管制制度，使证券业保持了相对高的利润率。据统计，1997年至2001年我国证券业一直保持10%以上的净资产收益率；2000年前20家证券公司的平均收益率达到23.94%；2001年市场低迷，但前20家证券公司的平均收益率也达到12.84%；2002年市场出现调整，证券公司难以适应新的市场环境，出现首次全行业亏损；2003年、2004年继续延续了这种亏损的格局。

因此，在退出机制运作的过程中，必须给予证券公司足够的盈利空间和业务拓展空间，逐步放松过多的业务管制，促进证券公司开展创新的业务，在目前分类监管的基础上完善分类程序，围绕净资产为核心的风险监控要求，根据证券公司的风险状况进行动态的、有差别的持续监管。

退出需要“花钱买机制”

目前，证券公司的资产管理业务往往是一个随时可能触发的地雷。为什么？除了高投机特征之外，这一业务中存在很多可能的利益冲突和利益输送。比如，自营和委托管理是否有清晰的界限？整个资产管理与其投行业务、经纪业务之间有什么相互关系？有无定期履行信息披露责任？怎么保证运行透明和利益输送不会发生？如何防范老鼠仓？现在有这样的说法：中国的证券市场往往可以成为上市公司的圈钱工具，也可以成为证券公司的洗钱工具，但却往往难以成为投资者的投资工具。如果这些上市公司圈钱而不提供回报、证券公司洗钱而不承担责任，由此形成的损失要求政府买单，不仅是对公共资源的浪费，也无助于市场制度的完善。

从市场原则和市场纪律角度说，应按照市场的要求使那些亏损并且资不抵债的公司退出。但是，因为这些证券公司的巨额资产管理业务相当部分是通过挪用客户保证金或国债回购等形式形成的，它的经营亏损本来只是一个公司的经营失败问题，结果却是证券公司的风险扩散和传染成社会性风险，会影响到客户和社会公众。从这个意义上，证券公司的亏损实际上形成一个“倒逼机制”，挟公众风险以令监管机构，促使其被动地提供再贷款等方面的支持。实际上，到目前为止，南方等证券公司出现经营失败，基本上是由央行采取再贷款的支持方式处理。在这种倒逼机制下，很容易形成严重的道德风险，形成了一个非常不正面的激励机制。

如果继续沿用这种被动的救助证券公司的模式，实际上可能会在客观上起到鼓励证券公司挪用客户保证金进行高风险业务的效果，但是，因为历史的原因形成的经营包袱，也不可能在一夜之间解决。因此，在证券市场上，我们也期望能够有银行改革中类似的“花钱买机制”的改革逻辑：政府为历史包袱付出一定的成本，但是一定要配套进行相应的机制改革，特别是针对可能导致道德风险的制度缺陷进行矫正。

退出机制的完善需要一系列配套条件

证券公司整个股票市场体系中的核心职能定位应是通过自身在公司价值发现和评估、以及市场渠道和交易执行方面的优势，为市场提供更多具备投资价值的公司股票，同时减少市场交易成本。因此，证券公司的核心盈利模式应是不断向市场提供服务和增值服务等金融产品。

目前，中国的证券公司还没有一个可持续的盈利模式，在相当程度上，证券公司实际上更像一个高风险的投资公司，证券公司利用股东的资本，运用显著放大的杠杆效应，大量进行市场的投资。这种盈利模式使得证券公司的经营状况对于市场波动的敏感程度异常显著，市场的涨跌往往会使一个经营本来还算稳健的公司迅速陷入困境。换言之，证券公司的风险集中体现在买方业务的过度膨胀，这些买方业务强调的是利用自有或委托资金获取投资收益、承担投资风险；与此形成对照的是，中国的证券公司的卖方业务因为种种管制原因无法拓展，而卖方业务强调的是市场化的创造并销售金融产品的权利，比如批发性发行和做市商交易。随着股票发行制度的改革以及交易制度的完善、行政管制的放松，卖方业务在证券公司业务中的重要性会日益提高，但是目前来看依然还是买方业务主导的。如果这种高风险盈利模式不调整，退出机制产生的结构调整作用可能就会大打折扣。

因此，证券机构的风险监控要从事后的、注重审批和准入控制的监管，转向事前的、以风险为导向的、强调持续控制的监管。从这个意义上来看，目前的监管模式需要调整：

要积极支持和鼓励市场化的退出机制。从配套政策措施上，要积极支持市场化的收购兼并。例如，对于2005年可能会继续出现的高风险证券公司及其处置，可以尝试推行“招标制”的市场化重组模式，如可以试行“接管+清算+转手”模式，由专门机构接管问题券商、在清算及国家适当注资后，支持优质的证券公司在吸引各方资源的基础上参与问题券商的兼并重组，从而引导市场资源向成本低、效率高的证券公司转移和集聚，实现证券公司优化整合。

改善证券业发展的金融生态环境。这主要包括：给予证券公司更大的竞争自主空间；完善现有法规，特别是要转进完善惩治大股东和内部控制人掏空上市公司、证券公司侵占客户资产等行为的法律依据；完善投资者的补偿机制；拓展金融市场的深度和宽度，为证券公司提供多元化的业务空间。同时，证券公司的退出还需要适当考虑对市场行情的影响，例如证券公司的处置往往会伴随股价的大幅跳水，同时也会直接冲击上市公司的理财业务的收益，从而对二级市场形成过大的压力；适当增大监

管资源，适应难度不断加大的监管要求，特别是一些问题公司的处置需要集中相当大量的监管资源，而成熟市场出现金融问题时，首先得益的往往是监管机构，因为公众和政府通过丑闻会认识到监管的重要性，同时监管资源也存在一个合理分配和布局问题，如果过多的资源是用于直接的审批和资源分配，那么，对于真正的风险监控肯定会是资源不足的。

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名:



评论:

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: 经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦