

熊焰〇著

*Capital Dinner—
Probing into China's
Equity Exchange Markets*

中国产权
市场解读

资本盛宴



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

资本盛宴

中国产权
市场解读

熊焰◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

资本盛宴：中国产权市场解读/熊焰著. —北京：北京大学出版社，2008. 3

ISBN 978-7-301-13393-4

I. 资… II. 熊… III. 产权—市场—研究—中国 IV. F723

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 015049 号

书 名：资本盛宴：中国产权市场解读

著作责任者：熊 焰 著

责任编辑：孙景利

标准书号：ISBN 978-7-301-13393-4/F·1844

出版发行：北京大学出版社

地 址：北京市海淀区中关村成府路 205 号 100871

网 址：<http://www.pup.cn>

电 话：邮购部 62752015 发行部 62750672

编辑部 82893506 出版部 62754962

电子邮箱：tbcbooks@vip.163.com

印 刷 者：北京时代华都印刷有限公司

经 销 者：新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 19.75 印张 325 千字

2008 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

定 价：49.00 元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010-62752024 电子邮箱：fd@pup.pku.edu.cn

序

王东京

我与熊焰教授认识时间不长，但一见如故。曾邀请他到中央党校讲学，也请他为我主编的《中国经济观察》写过文章。几天前我在长春开会，他打电话告诉我，他的《资本盛宴——中国产权市场解读》已经成稿，希望我写序，我当即答应了。熊焰主持北交所多年，学理功底厚实，文笔又好，我一气读完书稿，醍醐灌顶，感慨良多。

熊焰曾多次说，产权市场是中国创造。我赞成他的观点，不过我要说的是，中国必须创造产权市场。理由简单，构建市场经济体制，必须培育多元化的市场主体。这些市场主体可以是个人，也可以是法人，关键是他们必须掌握和支配一定的资源。因为市场本质上说是一个交换、合作与竞争的场所，不掌握一定的资源，就拿不出东西与别人交换、合作，也无法参与市场竞争。这就如同几个人玩牌，所有的牌都掌握在一个人手里，是没法玩的。要把牌玩起来，首先得把牌分发出去。因此，所有经济转轨的国家，都面临一个公有资源分散化的问题。

在理论上，资源分散的方式可以是多种多样的，按人头分是一种方式、卖是一种方式，我国改革早期的承包制，也是一种方式。问题是，哪种方式能在日后的市场运行中，表现得更为合理和有效？实践证明，俄罗斯“打碎分净”的休克疗法遗患颇深，而我国早期的承包制，也是问题多多。人们在走了很长的弯路、付出很大的代价之后才逐步认识到，通过休克疗法或承包制所取得的资源，在权利结构上是有缺陷的，而将所有权、支配权和收益权结合起来的产权交易，才是公共资源分散化的努力方向。

但认识上的进步并不意味着实践中的立竿见影。在缺乏一个透明的竞争性产权市场的情况下，国有产权的交易仍面临着很多困难。比较核心的问题是，交易如何进行，价格如何形成。少数能够上市的企业，固然可以通过股

票发行和流通来进行产权交易，但大多数企业达不到上市条件，就只能进行“场外交易”。场外交易很多国家都有，而且运行得不错，但搬到我们国家，就有些水土不服了。我们的特殊性在于，交易的是国有产权。买卖私人的东西，价格高了或低了，那是当事人自己的事，别人不关心，也管不了。而国家的东西就不一样了，很多人都可以品头论足，加之没有一个公开透明的价格发现机制，所有的讨论实际上都缺乏一个相对客观的依据。有的认为卖价合理，而往往更多的人则怀疑存在内幕交易，导致国有资产的流失。每一次重大的国有产权交易，几乎都伴随着类似的疑虑。类似的疑虑累积起来，又进一步引发了对改革合理性的质疑。正如一位业内人士所说，这个问题“技术上很复杂、政治上很敏感，质疑起来很容易，辩护起来很困难”。

组建产权市场，是流转国有产权、促进经济转轨的一大创新，其精髓在于透明和竞争。场外交易也有寻价和竞价，但信息公开的程度有限，操作的过程也不够透明，因而很难消除人们的疑虑，而且事实上也的确为内幕交易留下了较大的空间，使寻价成为寻租。通过产权市场进行信息公示和竞价交易，不仅更多地引入了竞争，构建了一个较为客观的价格发现机制，而且将这一过程“阳光”化了，确实是一个很重要的发明。这个市场，虽然是为解决国有产权的流转问题而建立的，但整个交易平台，也完全适用于私营企业。相对于“点对点”的寻价和竞争而言，它能够有效降低信息搜寻成本和谈判成本，无疑更有效率一些。

从组建第一批产权交易机构至今，已经有几年时间了。我们在实践中学会了很多东西，同时又遇到了一些新的问题。比如，如何有效整合目前众多的交易中心，以便在更大程度上促进信息共享和充分竞争，提高整个社会的资源配置效率？如何利用产权市场这个平台，弥补和补充我国资本市场的功能，促进中小企业融资难问题的解决？如何借鉴国外二板市场的发展经验，引入风险投资的运行机制，促进企业创新和产业转型？等等。所有这些，都需要我们对我国产权改革的历程进行总结、回顾和展望。本书的出版，无疑能够引发我们对这些问题的思索，因而是很有意义的。

目录

CONTENTS

序 /1

产权市场：中国创造——写在前面 /1

背景篇 产权市场——在服务国有资产流转中成长

第一章 公有资产流转：一个国际性的难题 /9

- 一、公有资产——全球性的经济现象 /12
 - 二、流水不腐——公有产权必须流转起来 /20
 - 三、经验共享——世界各国公有产权流转给我们的启示 /23
-

第二章 国资流转：艰难的探索实践 /33

- 一、盘盘家底——中国国有资产概况 /34
 - 二、艰辛之旅——中国国有企业改革与调整 /40
 - 三、流动重组——国资调整和国企改革的实现路径 /49
 - 四、国有资产流动重组离不开产权市场的支撑 /59
-

第三章 产权市场：十年磨剑迎接国资进场 /62

- 一、产权、产权交易机构与产权市场 /63
- 二、种子萌芽——产权市场的产生 /70
- 三、百花齐放——产权市场发展的冒进与沉浮 /73

四、技术交易——推动产权市场再度崛起 /79

五、迎接国资入场——产权市场有备而来 /82

现实篇 千日回首——三年实践喜结硕果

第四章 规范交易：国有产权进场交易势在必行 /91

一、规范国有产权交易的政策性文件的出台 /92

二、规范国有产权进场交易的理论假设 /94

三、地方国有产权进场交易实践为出台政策积累了经验 /97

四、3号令应运而生 /99

五、国有产权转让为什么要到市场上公开进行 /101

六、为什么选择产权市场 /105

第五章 公开与竞争：从产权市场的角度解读3号令 /107

一、3号令及其配套文件规范国有产权交易的主要内容 /108

二、3号令出台的重要意义 /124

第六章 千日回首：国资进场三年实践喜结硕果 /128

一、建立起规范的国有产权交易制度体系 /129

二、形成了完整的产权市场架构 /133

三、产权市场的服务功能日益完善 /140

四、国有产权交易与产权市场总体运行态势良好 /144

五、产权市场——规范公有产权处置的一项国际性贡献 /161

六、3号令执行过程中面临的几个问题 /163

未来篇 创新发展——与多层次资本市场共舞

第七章 创新发展：产权市场永恒的主题 /167

- 一、产权市场的创新三维度 /168
- 二、完善功能——做一个好“红娘” /173
- 三、产品与服务创新——建成多品种的资本市场基础平台 /175
- 四、制度创新——实现资本市场的本质功能 /197
- 五、组织创新——激发产权交易机构生命活力 /205
- 六、走出国门——打造跨国并购的绿色通道 /213
- 七、交易方式创新——提升发现价格的能力 /222

第八章 风险防范：产权市场规范发展的保障 /230

- 一、风险防范是资本市场永恒的话题 /231
- 二、产权市场面临的主要风险及其社会背景 /236
- 三、产权市场防范和化解风险的尝试 /244
- 四、产权市场风险防范是一项社会化的系统工程 /248
- 五、产权交易机构自身的风险防范问题 /257

第九章 产权市场：与多层次资本市场共舞 /267

- 一、漫谈资本市场发展的一般规律 /268
- 二、浅议中国资本市场的发展趋势 /277
- 三、设想产权市场在资本市场中的定位 /289
- 四、关于产权市场与多层次资本市场协调发展的几点建议 /292

结语 /304

参考文献 /305

产权市场： 中国创造 ——写在前面

中国正在大力进行创新型国家建设，建立创新型国家，需要产品创新、技术创新，更需要制度创新。产权市场作为中国多层次资本市场的一个重要组成部分，是对国际资本市场的创造性贡献，是在制度创新方面的一项中国创造。

自上世纪70年代起，国际上掀起一股公有产权私有化的潮流，一类是前苏联等转型国家国有经济的退出，另一类是市场经济国家的国有资产私有化。经过考察我们不难看出，改革公有经济对西方国家来说较为简单，国有企业的私有化改造不会伤筋动骨，从英、法、日到巨变后的原苏联，国有资产的变卖处置都不存在原则性问题。但中国则不一样，我们的国企和国资从比例到数量都比其他国家大得多，而先辈们的经典上又都未提及国企国资的退出办法。当我们要收缩战线的时候，问题来了：卖什么？怎么卖？卖多少？卖给谁？什么价钱……一系列的问题摆在了我们的面前。

中国自上世纪80年代起，随着经济体制改革的展开，国有企业改制重组成为引人注目的一项改革实践。我们在如何处置企业国有产权方面进行了大量的实践和探索，其中也遇到了一些障碍和困难，出现了一些问题。在改革开放的早期，国有产权的处置大多采取行政化的手段，一个企业卖不卖、卖给谁、卖多少钱都由政府官员说了算。实践证明，政府部门更擅长于公共服务体系的建立和对市场进行监管，而不擅长直接从事具体的商品买卖。国有产权转让由行政主导，轻则导致资产盲目流动，重则出现权力寻租、暗箱操作、国有资产流失、员工权益得不到保障等问题。

随着国有经济战略性调整的不断深入，国有资产流动重组的需求越来越强烈。一些地方采取较为市场化的办法来处理，但受到国资改革环境和市场环境的影响，效果也不理想。主要体现为：一是出资人不到位，国有产权交

易过程中的利益关联不正常，即国有产权转让的决策者和操作者的个人利益与国有产权转让的收益不相关，国有资产卖多卖少一个样，有时甚至是卖的价格低一点可能对决策人和操作人个人更有利。二是处于转轨过程中的中国，并购市场环境差强人意，主要体现在中介服务机构的水平与职业道德上。产权转让是一种特殊的交易行为，涉及面广、环节多、过程复杂，必须通过专业的中介机构完成。但现实情况是，我们的会计师事务所、律师事务所等中介机构的职业素质与从业人员个人素质参差不齐，以至于朱镕基前总理在给国家会计学院题词的时候写的是“不做假账”。在这样的环境下，完全采用市场化方式进行国有产权交易的条件还不成熟。此外，中国企业并购的法律体系不完善，金融支持不够等原因都影响了国有资产流动重组的效果，不规范行为和国有资产流失现象较为普遍，也引发了一些社会矛盾。这也是“郎（咸平）顾（雏军）之争”引起很大社会反响的重要因素之一。因此可以说，国有资产的特殊性和中国的并购市场环境决定了国有产权还不能完全按照纯市场化的原则进行自由交易。

如何寻找到一条符合中国实际情况、保证国有资产流动但不流失的路径，更多的人在认真地进行着制度创新的思考。第一，企业产权是一种商品，是稀缺的、有价值的，其价值只有通过市场才能真正被发现，资源只有通过市场来配置才能达到最优。第二，国有产权从理论上讲是属于全中国人民的，在国有产权处置过程中，价值最大化与社会公平同样重要。我们当前应注意的倾向，就是接近权力的人利用国有资产流转的机会迅速暴富，导致弱势群体利益受到伤害，引起人民群众的不满，这是与我们建设和谐社会的要求格格不入的。第三，充分利用市场机制来实现国有产权的有序流转，而不是通过行政审批来管理国有产权的交易。国有产权转让本质上是一种商品买卖，是经济行为，要利用市场机制，要改变以前我们所习惯的领导拍板、行政决策的传统做法。

中国产权市场自上世纪80年代末萌芽初露，90年代中期迅速发展，跌宕起伏，本世纪开始进入了一个新的发展阶段。特别是国务院国资委、财政部联合颁布的《企业国有产权转让管理暂行办法》自2004年2月1日实施以来，产权市场架构了一个有中国特色的市场制度。

中国产权市场架构的基本原则：第一，尽可能缩小行政操作的空间，尽可能不由官员拍板，尽可能启动市场机制。第二，在中国的并购市场环境不

理想且短期内又不可能全面改善的情况下，不妨营造一个小环境，营造一个并购市场的“特区”，以法令的形式要求国有产权进场交易。第三，在强制要求国有产权进场的时候，也安排了例外。比如：主辅分离的部分业务、经批准的协议转让、无偿划拨都可以不进场。但所有这些不进场的项目，在场内交易的强大声势和示范效应下也都更加谨慎严格。第四，产权市场实行了简洁有效的市场制度。

制度经济学告诉我们，好的制度都是简洁实用的。中国产权市场的基本制度模式也非常简洁，只有两个主题词，即“公开”、“竞争”。按照《企业国有产权转让管理暂行办法》的规定，转让国有产权要经历五个阶段。第一阶段是做好转让的基础工作，包括内部决策、制订转让方案并报批、审计评估、出具法律意见等；第二阶段是到国有资产监督管理部门选定的产权交易机构公开挂牌转让，通过产权交易机构网站和指定的媒体公开披露转让信息、广泛征集意向受让人，而且披露时间不得低于20个工作日；第三个阶段是在披露期结束之后，要对产权的受让人进行登记，如果产生两个以上的受让人，必须采取拍卖、招投标或网络竞价等竞价方式确定最终受让人和交易价格；第四个阶段就是在产权交易机构的组织下签订产权交易合同、办理交易价款结算和出具产权交易凭证；第五个阶段是交易双方拿着产权交易机构出具的交易凭证去办理相关的变更登记手续。整个交易过程都充分体现着“公开”和“竞争”的原则。也可以说，《企业国有产权转让管理暂行办法》规范下的国有产权转让行为，实质上是一种在政府部门有效监管下采用市场化手段实现国有资产流动重组的行为。

“公开”和“竞争”看似简单，但是作用还是很明显的：首先，“公开”改变了过去私下寻找投资人渠道窄、效果差的做法，通过公开的市场渠道广泛地征集受让人，可以发现更多的潜在投资人。其次，“公开”割断了特定的利益输送通道，让所有的意向受让人在同等的条件下公平地竞买标的企业，如果某一位意向受让方要想通过与转让方私下勾结的方式低价购买标的企业，就必须把其他意向受让方全部“摆平”，这显然缺乏操作性，从而有效地避免了暗箱操作，将国有产权转让过程中发生腐败行为的可能性降到最低。第三，公开有利于充分发现投资人，进而通过引入竞价机制充分发现价格，让国有资产卖一个好价钱。第四，“公开”保证了公众的知情权。国有资产的性质是全民所有制，可以说全国人民都是股东，他们对国有资产的处置有知情权和

优先受让权。通过公开披露国有产权转让信息，充分地满足了公众的知情权。最后，“公开”也有效地保护了国有产权交易双方当事人。国有产权转让，尤其是国有产权的定价是一个非常复杂的经济问题，正如专家所说：“政治上很敏感、技术上很复杂、质疑起来很容易、辩护起来很困难。”如果通过行政化处置方式而不是通过市场公开转让，即便是卖了一个高价，这个价格也不是经过市场形成的，容易让人联想到可能还应该卖一个更好的价格，使决策者陷入尴尬的境地。此外，通过公开和竞争形成市场价格，给了所有人参加竞买的机会，没有买到标的企业的人只能怪自己没有参加竞买，或者参加了竞买而没有出最高价，没有了发牢骚的理由。因此也可以说，国有产权的公开处置有利于和谐社会的建设。

多年的探索实践证明，国有产权通过产权市场公开进行转让取得了理想的效果。从总体运行效果来看，2004年全国产权市场共完成产权交易项目23025宗，成交额达到1913.84亿元，在促进国有企业改制重组和国有经济战略性调整、促进国有资产在流动重组过程中保值增值、实现社会公众对国有产权处置的知情权、防止国有产权交易过程中的商业贿赂行为等方面起到了重要的推动作用。根据国务院国资委统计结果，2005年，北京、天津、上海三家产权交易机构完成的企业国有产权项目3622宗，成交金额1080亿元，与资产评估值相比平均增值6.4%。2006年，各级国资监管部门选定的64家产权交易机构共完成各类产权交易项目17074项，成交额2715亿元，交易金额与评估值相比有较大幅度的增值。

从个案上看，北京产权交易所完成的双汇股权转让项目，通过公开征集受让方和组织竞价，评估值6.68亿元的产权，成交额高达20.1亿元，增值200%；在福建产权市场完成的雪津啤酒产权转让项目评估值6亿元，成交价58.86亿元，增值881%。产权市场规范国有产权转让、发现投资人和发现价格的功能得到了充分的体现。

国有产权的进场交易，不仅促进了国有产权的有序流转，促进了国有资产的保值增值，更对国有产权交易过程中的商业贿赂和腐败行为起到了极强的抑制作用。透明国际组织腐败指数总负责人约翰·兰斯多夫曾对中国的产权市场做过如下评价：“我们深刻地感受到你们在所献身的反腐败斗争中所取得的成绩。政府采购和国有资产转让，在全世界都是滋生腐败的土壤。但在这里，你们用复杂而成熟的技术、透明的程序和明确的指导把这项工作组织

得很好。我们钦佩你们如此迅速地在反腐败斗争中进行了最好的实践，相信其他国家可以从你们的经验中学到很多。”

中国经济发展的一个重要“瓶颈”是资本市场建设问题。一个完善的资本市场体系，不但应该满足不同企业不同发展阶段的不同融资需求，也应该满足投资偏好不同的各类投资人群体的多样化投资需求。而中国目前的资本市场仍存在着结构性缺陷，还不能满足企业融资与投资入投资的多样化需求。

产权市场自觉承担了中国多层次资本市场体系中基础性市场平台的责任。目前中国产权市场在服务于企业国有产权转让的同时，还为金融资产处置、科技企业投融资、知识产权交易和非上市股份公司股权登记托管提供专业化服务，业务覆盖了物权、债权、股权和知识产权等各个方面。产权市场除掉不买卖上市公司股票外，可以交易企业财产权益的所有权项，并逐步形成了经纪机构代理交易制、建立起覆盖全球的信息披露网络、聚拢了大量的国际和国内投资人、构建了产权交易结算服务平台。中国产权市场的健康发展，客观上满足了企业融资与投资入投资的多样化需求，已经成为中国资本市场的重要组成部分。

我们在与外国朋友交流时，外方的一个共同表述是，虽然发达的市场经济国家的资本市场相对成熟，但产权市场是中国的首创。中国与一般市场经济国家相比，国民财富的积聚、增长、配置与流动规律有较大的差异，因此中国资本市场的发展路径与表现形态也肯定会与他们有所不同。其中最大的差异在于，中国选择了社会主义市场经济的道路，中国的国有资产将会长期存在，日益壮大，扮演着关键的角色。在中国总体市场环境短期无法根本改善的条件下，在中国出现产权市场这样一种资本市场的特殊形态有其必然性。当然我们也意识到，我们的产权市场模式，有些无可奈何、不得不这样做的味道，还有些略显粗糙。比如：重大项目在公示 20 个工作日内尚无法完成尽职调查和决策过程；事先谋划好的“手拉手”交易还占较大比例等。但所有这些都无法改变这样的一个结论，即中国产权市场不一定是一个最优的制度设计，但的确是在现实条件下的一个“不坏”的制度设计，它体现了民主、开放、和谐的时代精神，它有着学习、改造、适应的巨大空间。《企业国有产权转让管理暂行办法》颁布实施以来，国资委等部门陆续颁布的将近十个配套文件，以及各个产权市场进行的制度建设，都在向着这个更好的方向发展。

产权市场的未来发展将在三轴体系中展开：一是横向展开，增加交易品

种。品种越多，市场越红火，物权、债权、知识产权以及其他同类业务资源应更多导入，并在业内形成一家开花、其他机构积极跟进的局面，形成联盟合力，以期产生市场外部经济规模效应。二是纵向发展，向多层次资本市场的高端靠拢。目前的产权市场从事的产权交易服务，正是推进国有企业及其他各类企业股份制改造的过程，也是为高端的股票市场培育拟上市企业资源的过程，从这个角度讲，产权市场是股票市场的基础。另一方面，现有的股票市场还远远不能满足股份制经济发展的要求，大量的非上市股份公司缺乏一个专业、高效的融资平台和股份转让服务场所。市场有这个需求，产权市场就有责任，也有驱动力，要去填补这个市场空白。非上市股份公司的股权托管和交易是中国产权市场目前最艰深的一个课题，但是一旦突破，产权市场将发生一个质的飞跃。三是深度挖掘，进一步挖掘市场潜力，充分发挥市场的价格发现功能，提高竞价率，提高竞价水平。

资本市场是最为国际化的市场。资本市场的一个平台一经出现，就会自觉不自觉地成熟资本市场的某种形态靠拢。就像中国的股票市场源自为国企脱困服务，最后逐渐演变为各类企业上市融资的服务平台一样，中国产权市场已经起步了，无论多难，它都将按照资本市场发展的一般规律走下去。产权市场作为多层次资本市场不可或缺的组成部分，应是一个多交易品种的基础性资本市场平台，应该纳入中国多层次资本市场的总体规划，实现与其他资本市场形态的协调发展，进而为建设社会主义市场经济和构建和谐社会做出更大的贡献。

背景篇

产权市场
——在服务国有资产流转中成长

第一章 公有资产流转： 一个国际性的难题

“政府采购和国有资产转让，在全世界都是滋生腐败的土壤。”

——约翰·兰斯多夫，透明国际组织腐败指数总负责人

早在 2400 多年前的东周时期，中国伟大的思想家、教育家孔子做出了“大道之行，天下为公”的论述，他的话像一粒火种，埋入了世世代代中国人的心中。

继孔子之后的一百年，古希腊哲学家柏拉图在经过了深思熟虑之后，终于将“公有制”这种政体模式赋予他心目中的“理想国”，在西方人眼里，它为世人打开了一扇投射曙光的窗，借着这光亮，人们看清楚了太阳升起的方向。

此后过了两百年，中国的汉武帝为了解决对匈奴战争中的财力不足问题，采纳了桑弘羊提议的“盐铁官卖”和“平准均输”政策，于是“国家垄断”和“宏观调控”在经济中的威力开始显现，国库逐渐变得充足，最后的结果，就是那个历史上曾经最剽悍的民族最终被打出了中国版图。

时光飞逝，两千年过去了，“理想国”在经历了“乌托邦”式的狂想后开始发芽，马克思主义产生了，十月革命后的苏联将“公有制”从理想变为了现实；与此同时，西方诸国却正在被那只“看不见的手”搅得苦不堪言，世界性经济危机爆发，而自由放任的市场理念让各国政府变得软弱无力。终于，凯恩斯出场了，他举起政府干预的利剑，如同当年的桑弘羊一样，把资本主义经济从衰退大潮中解救出来。

战后的资本主义国家伤痕累累，而起步不久的苏联经济却在“公有制”的国家机器催动下一路高歌。在榜样的鼓舞下，西方国家也开始为自己打起公有企业的战车。但凡事总有两面，公有经济在大显身手之后，它的另一