

# 产权、拍卖与并购

## ——企业产权交易中的拍卖机制设计

产权拍卖作为一种交易方式，要实现交易成本最小化；产权拍卖作为一种资源配置方式，要实现效率最优化。而这两个目标都必须通过机制设计来实现。

■ 步艳红 / 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

*Property Rights, Auction and M&A*

# 产权、拍卖与并购

## ——企业产权交易中的拍卖机制设计

■ 步艳红 / 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

产权、拍卖与并购：企业产权交易中的拍卖机制设计 /  
步艳红著. —北京：经济科学出版社，2006. 9

ISBN 7 - 5058 - 5784 - 3

I. 产… II. 步… III. 企业 - 产权 - 拍卖 - 经济  
机制 - 研究 - 中国 IV. F279. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 095869 号

责任编辑：金 梅

责任校对：董蔚挺 杨 海

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

### 产权、拍卖与并购

——企业产权交易中的拍卖机制设计

步艳红 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京富达印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 9 印张 250000 字

2006 年 9 月第一版 2006 年 9 月第一次印刷

ISBN 7 - 5058 - 5784 - 3/F · 5042 定价：22. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

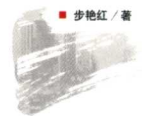
*Property Rights, Auction and M&A*

# 产权、拍卖与并购

——企业产权交易中的拍卖机制设计

产权定价——拍卖方式 竞价交易  
资本约束——产权定价——竞价交易  
方式 竞价交易 竞价交易 竞价交易  
竞价交易 竞价交易 竞价交易

■ 步艳红 / 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

**机制设计——企业产权拍卖的核心**  
**产权定价——企业产权拍卖的基础**  
**资金约束——企业产权拍卖的瓶颈**  
**腐败问题——企业产权拍卖的硬核**  
**政府规制——企业产权拍卖的主导**

# 序

## 一

步艳红博士的毕业论文《产权、拍卖与并购——企业产权交易中的拍卖机制设计》就要正式出版了，这与她在攻读硕士和博士学位期间勤奋好学、刻苦钻研是分不开的。经过国家留学基金委的严格选拔，她还获得德意志学术交流中心的奖学金，在柏林洪堡大学学习一年，在学术研究方面进步很大。

这篇论文详尽介绍了国外最新的拍卖理论研究成果，而且选择了目前国内日渐兴起的产权交易市场作为分析对象，从一个崭新的视角，研究了企业产权交易方式的选择和机制设计等问题。企业产权拍卖方式在我国市场操作实践中还属于一个新事物，这给研究过程中的实证分析带来很大的困难。步艳红博士敢于挑战新课题，运用规范和实证研究相结合的方式，深入地分析了我国企业产权交易市场的特点和产权性质的特点，通过拍卖案例的实证分析，找出企业产权拍

卖中存在的 key 问题。运用最新的研究工具对每个问题深入探讨，提出了相应的机制设计方案和有建设性的政策建议。论文中包含了很多有价值的观点和见解。

我为步艳红博士的进步和所取得的成果感到高兴，同时也祝愿她在今后的工作和学习中取得更大的成绩。

A handwritten signature in black ink, appearing to read '吴宇华' (Wu Yuhua). The signature is fluid and stylized, with a long vertical stroke extending downwards from the right side.

2006年1月31日

# 序二

---

不规范的企业产权交易致使国有资产在转让中严重流失，不健全的产权交易市场也会出现“劣币驱逐良币的现象”，优质的企业资源无法进入市场，从而阻碍企业资源的合理流动和产业结构的优化、调整。步艳红同志的博士论文《产权、拍卖与并购——企业产权交易中的拍卖机制设计》以实现企业并购、重组战略目标的企业产权交易作为研究对象，分析如何通过交易机制设计，实现资源配置最优化，并结合中国产权交易市场发展现状，为企业产权交易机制设计提供对策、建议，因此具有很强的现实意义和理论探索性。通过这篇论文，读者可以得到以下启示：

第一，企业产权交易机制采取拍卖的方式，是国有企业产权出让方式的最佳选择，也是企业并购、重组市场最佳的交易方式。作者借鉴最新的拍卖理论研

究成果，通过理论推导、国外经验介绍和国内交易数据绩效分析，充分验证了拍卖这种交易方式在国有企业转让、企业产权定价、解决“暗箱操作”中发现市场价值、保护出让方权益的作用和优势。

第二，企业产权拍卖中的定价、腐败、资金约束等问题可以通过机制设计来解决。企业产权定价一直是困扰企业产权交易过程的难题，该文考察企业产权的特性，从竞标企业实现市场战略和拍卖方设置保留价等角度，分析了影响交易价格的因素，为企业产权拍卖的机制设计提出了解决的方法。针对我国现实中企业拍卖的市场融资缺陷，为解决产权拍卖中资金约束问题，作者从拍卖方为竞买方提供融资的角度设计一般模型，提出了实现两个均衡的解决方案和相应的政策建议。在解决委托-代理中的腐败问题中，就“签订激励合约”这一解决方案，利用国内现有的案例对模型进行了实证分析，论证了委托方可以通过与拍卖行签订激励相容的合作契约在一定程度上防止腐败的发生，对实践操作中防止腐败的发生具有很强的指导意义。

第三，在经济转型期，政府规制对企业产权交易的机制设计有重大的影响。结合我国产权交易市场的发展现状，在面对具体问题进行拍卖机制选择和设计的问题研究中，采用了理论和实践相结合的分析方法。通过借鉴国外转型期国家的经验，不仅提出了一般性的设计方案，也针对具体问题选择相应的对策，使得结论具有较强的操作性。

第四，我国企业产权拍卖市场在不同的发展阶段肩负着不同的使命。作者根据拍卖标的物和市场目标的不同，将产权交易市场发展分为三个阶段：国有企业改革阶段、民营企业规模发展阶段、以企业并购为主导的市场阶段。为促进市场繁荣和实现国家产业战略



调整的目标，政府应在不同阶段采取不同的政策引导和市场调节。

总体看来，作者较为深入地研究了企业产权交易市场的发展特点，该研究为企业产权拍卖的机制设计和政府的政策制订提供了重要的参考依据，同时也推进了国内学术界在基础拍卖理论研究的发展。具体而言，这项研究具有以下特点：一是选题具有前瞻性、前沿性，并具有较高难度，敢于选择并驾驭这样的题目，表明作者既有坚实的理论基础，更要有很强的对实践的了解和把握能力。二是对拍卖机制设计问题、定价问题、资金约束问题、委托代理中的腐败问题，以及政府在企业产权交易中的职能定位等问题提出了富有新意的观点。这些观点具有很强的创新性和开拓性，并有一定的现实指导价值。三是对企业产权市场的阶段分析，对于政府在不同阶段的政策建议具有很高的现实参考价值。

**卢东斌**

2006年2月10日

# 导 言

企业产权通过交易、转移，实现了企业资源在各个产业部门中的优化配置。随着我国经济体制改革的不断深入，企业并购和重组活动的日渐频繁，特别是大规模国有资产的战略调整，引发了企业产权交易量的大幅度上升，由于具体交易条件、背景的千差万别，也给企业产权交易方式的选择提出了新的研究课题。

## 一、本书的写作背景

### （一）国有企业改革的要求

国有企业改革一直是政府整个经济工作的中心环节，但长期以来，“效率优先，兼顾公平”、交易先于产权等政府以经济建设为中心的政策取向赋予了效率至高无上的价值。在这种状态下，决策者、经济学界、企业家都认为，只要民营化就能实现资源的高效利用、就实现了社会经济目标，至于程序是否公正，则放到了次要的位置。事实上，过分强调产权改革的效率，不注重基本的程序公正，必然使该过程出现扭曲。在关于国有企业产权改革的讨论中，沸沸扬扬的“郎顾之争”开始了社会各界对国有企业产权转让中存在弊端的深入探究。统计数字显示，仅 2004 年中央企业共申报

核销损失 3 178 亿元人民币，加上财政部已经核准的近 1 000 亿元损失，总额达 4 000 亿元。但这只是国有资产流失的一种途径，最普遍的资产流失还是不规范的产权交易<sup>①</sup>。

国有企业改革到今天，国有企业产权转让的过程和方式成为各方关注的焦点。政府对产权转让中出现的利益失衡、资产流失等一些 问题也在不断提出新的解决方案。2003 年成立的国务院国有资产监督管理委员会，体现了国家对国有资产管理 and 国企产权改革的重视。

国有资产管理监督委员会（简称“国资委”）主任李荣融指出，国有资产转让全部实现市场化，国有企业改制出售原则上都需要通过产权交易市场来进行。2004 年 2 月 1 日，国资委颁布的《国有企业产权管理办法暂行条例》开始实施，条例规定：“企业国有产权转让方式可以采取拍卖、投招标、协议转让以及国家法律、行政法规规定的其他方式进行。”由此，拍卖<sup>②</sup>逐步成为国有企业产权转让中重要的交易方式。

## （二）企业产权定价问题亟待解决

2003 年仅京、津、沪三家产权市场总交易额就达 5 000 多亿元<sup>③</sup>，这么大交易量的产权市场需要合理的定价规则。这是因为，企业由于本身的特殊性，其价值不可能简单地用账面的财务数字决

① 参见《国际金融报》，2005 年 3 月 12 日。

② 本书界定的拍卖定义，包括上述《条例》中的拍卖、投招标两种形式。因为在理论分析中，如果是多个买主或者多个卖主的竞价交易方式统称为拍卖。

③ 此数字包括：2003 上海产权交易所（包括上海产权交易所、上海技术产权交易所）交易额 3 244 亿元，北京产权交易所 724 亿元，北方产权交易共同市场 2003 年 1 208 亿元。详见《中国产权市场年鉴》，由长江流域产权交易共同市场等主编，上海科学技术文献出版社 2004 年版。

定，而要受很多方面因素的影响，会给主观定价留下很大的操作空间。如果缺乏合理的定价规则，那么在企业并购中，整体产权和部分产权的定价环节将成为出问题最多的地方。目前，定价不合理也是国有资产流失的重要原因之一。例如很多企业在一对一的协商定价过程中，就出现了价值明显低估或高估现象。

如果存在多个买主，那么对于不同的买主来说，他们会对目标企业做出不同的估价。企业交易同普通商品交易的区别在于，普通商品多是标准化批量生产出来的，而对于企业，却没有任何两个企业是相同的。所谓均衡价格，需要通过完全市场竞争来实现。而企业的均衡价格更需要充分的信息披露和市场竞争。对于企业的定价，主要指企业的“赢利能力”，它不仅和企业的产品结构有关，也企业的市场营销有关；不仅和企业的技术力量有关，也和企业组织制度有关。中介评估机构对企业的评估定价也存在很大局限，因为它无法预测经营能力不同的买主将会给企业带来什么样的“赢利能力”。如果不采用公开竞价的拍卖方式，由于信息不对称，买卖双方都要在交易过程中为自己争取更多的交易剩余，如何定价、寻找最佳买主的过程将会异常复杂，而且成本较高。而拍卖作为一种在信息不对称情况下进行的博弈过程，可以通过多方竞价，更多地披露各方的信息，使得最终的交易价格更趋合理。所以，拍卖方式可以在很大程度上解决企业定价难的问题。

### （三）企业并购的市场需要

目前中国并购市场活跃程度超过了以往任何一个时期，2003年企业间并购的交易额达到600亿元。国内产业结构的调整、优化也必然由企业并购、重组来完成。企业并购本身就是企业产权转移的过程，企业资产这种稀缺资源能否流动到它能实现最大价值的部门或经营者手中去，从而使资源配置高效率得以完成，交易方式的

选择在很大程度上起了决定性作用。所以，企业产权交易机制的研究十分重要。

谈判定价和拍卖都可以作为企业产权转让中的交易方式，但如何避免“暗箱操作”引发的腐败行为，显然以公开竞价为特征的拍卖方式优于主观因素较多的协议谈判定价方式。

#### (四) 拍卖理论发展的不断成熟

拍卖是一种历史悠久的资源配置方式，在不断变化的市场环境下，随着实践的发展，在国外理论研究中也出现了许多新的拍卖机制和拍卖方式来指导实践。在原有的私人估价和公共估价基础上的四种基本拍卖模型，又衍生出许多新的拍卖规则和策略。理论发展为我们在实践中的应用开辟了道路，我们有必要吸收和消化这些国外的理论和实践经验，结合我国的国情开创出适合我国企业产权交易特点的拍卖机制，使得这项资源在重新配置中能够有效地促进产业结构优化，更好地满足国有企业改革的需要。

拍卖问题的核心就是解决竞买者估价的不可知性，即拍卖标的物价格不确定性。拍卖的过程也正是一个搜寻市场真实价值的过程。人们说的“物有所值”在拍卖中能得到充分的体现，拍卖作为一个商品交换过程，既可以解决商品价格不确定性，又可以完成资源的配置。从本质上讲，拍卖既是一个经济活动过程，也是一个社会活动过程，它解决了价格不确定物品或财产的价值，也解决了货物的分配。在现有的文献中，大多对艺术品拍卖、房地产拍卖、土地使用权拍卖、国债等金融产品拍卖，以及建筑工程合同拍卖等特殊标的都作过详细的研究，本书则通过分析企业产权的性质和特征，以及拍卖的理论和实践，结合我国现实经济生活中存在的问题，对于企业产权的拍卖机制设计提出了自己的观点。

## 二、本书的研究目的

拍卖理论的应用，特别是在转型经济中的应用研究还不是很普遍。在我国理论研究领域，所涉及的范围也比较狭窄。目前国内较为深入的拍卖研究多集中在工程投招标的过程和实践，或者基础的理论。事实上，拍卖理论本身也有许多细分的研究领域，所应用的领域不同，研究方法和针对的问题也会不同。在企业产权拍卖中，所涉及的拍卖理论以及拍卖理论的应用研究在国内可以说还比较少。所以，本书正是应社会经济生活的需要而展开写作的。

拍卖策略包括买方策略和卖方策略，拍卖会根据对竞买者行为的估计，选择和设计拍卖策略和相应规则，防止买方的串谋行为，实现利润最大化。同时，竞买者会根据拍卖规则和其他竞买者的行为选择、调整自己的竞价策略。几乎所有的拍卖研究都是以此为研究对象或者出发点的。但是，在纯理论逻辑研究中，有众多的假设前提、理想状态，后人研究的成果正是在不断放宽假设和寻找新的解决实际问题的方法中形成的。本书以企业产权的特点和中国市场的特殊经济环境为背景，在介绍国外拍卖理论的前提下，为寻找、设计适合中国国情的企业产权拍卖机制，在研究中对前人的模型进行重新假设，寻求新的拍卖方案设计，利用转轨经济条件下的拍卖理论观察、分析我国企业产权交易中存在的问题，并提出解决途径。

虽然国外在拍卖领域的理论和实践都已经比较成熟，但我国有其特殊的市场环境，以及企业本身的特殊性，所以，不能机械地照搬他们的机制模型或者操作方法。本书通过理论与实践相结合的分析过程，以我国现有拍卖实践为研究对象，发现问题，提出对策。目的是指导我国企业产权拍卖的实践，完善交易规则，防止资源配置低效、国有产权转让中的资产流失、实现产业结构的优化调整。

所以，本书将展开企业拍卖机制的应用研究，目的是为我国的社会实践提供有力的理论基础。

从现实角度看，在我国经济转轨过程中，许多法律法规不健全，市场化程度低，这两方面都造成了市场经济中交易欺诈、价格欺诈等非秩序现象。而拍卖方式对市场提供了较为准确的资源配置信号，特别是企业、公司作为一种市场资源，通过拍卖，资源配置效率将得到不断提高，使产业效率更加合理，从而最大限度地刺激社会经济效益的提高。拍卖还是消除和减少信息不对称的有效办法。竞买者公开、公平的竞争，对某种标的物的评价与私人真实信息会充分反映出来，从而增加了市场信息的供应量，提高了市场信息的准确性。

在我国，行政权力带来的寻租、行业垄断等非公平交易、非公平竞争大量存在，正是由于这种寻租、行业垄断的存在，市场参与者不可能有公平的交易与竞争。而拍卖制度对所有市场参与者都是开放的，每个参与者都能参与竞争以获得其所需商品，这就构成了反对垄断、保证竞争的制度基础，使垄断者的行为因拍卖而受到限制。如果政府将自己控制的经济资源采取拍卖的方式来分配给市场参与者，设租消失了，寻租问题也会得到解决。特别是国有产权转让的过程中，不仅存在国有资产保值增值的问题，更大的意义在于经济资源的有效配置有利于产业结构的调整和升级。资源能够自由地进出不同的产业部门，投资者才会愿意，也才能够根据需求结构的变化不断调整在不同产业部门的投资结构。

中国产业结构调整受到产业进入壁垒、退出壁垒的制约。产业退出的制约因素很多，重要的一个方面就是企业固定资产难以转让，无法集中资金进入新的领域。拍卖则提供了通过市场机制而消除或减弱产业退出壁垒的途径。引入拍卖制度，可以使企业在最大限度获取固定资产转让价值的条件下，从原产业退出，进入新产业。

我国的拍卖行或者在产权交易设计中现主要采用的是英式拍卖。通过比较分析我们发现，英式拍卖存在诸多操作上的弊端，但可以用其他规则来弥补。另外，拍卖行本身也可以选择更多的拍卖方式来组织企业产权的拍卖，但都要靠理论的先行和指导。而且据了解，目前无论是拍卖公司和产权交易机构几乎没有自己的研究机构和人员，一般只是从国外的个案中总结拍卖经验，借以指导企业产权的拍卖操作。一方面在操作中可遵循的《拍卖法》线条较粗；另一方面，发生案例较少，可参照的案例有限，这对于我国企业产权拍卖这种新模式的发展有很大的局限。本书主旨是通过理论分析，总结一般性的规律，再结合我国目前企业拍卖中遇到的一些现实问题，设计拍卖模型和具体方案来指导实践。

### 三、本书研究内容

#### （一）主要概念的界定

##### 1. 企业产权交易

产权是所有制的核心，包括物权、债权、股权和知识产权等各类财产权<sup>①</sup>。企业产权就是企业作为一个整体的全部或部分的权力。经济学一般假定，人与人之间有不同的要素禀赋和偏好，同一种商品带来的效用不同，才会出现不同的价值判断；同一种商品，不同的人也会付出不同的成本，这就构成了交易的基础。当把企业看做一种商品时，不同的经营者对同一家企业必然有不同的价值判断，因此，交易就产生了。企业产权与资产的区别就在于，资产的买卖只是所有权的转移、所有者的变更，而企业产权则包括所有权

<sup>①</sup> 见《中共中央十六届三中全会公告》（www.gev.cn）。



所附带的一系列权利，即收益权、支配权、处置权，在企业并购中涉及的企业产权转移则主要指的是企业的控制权和经营权。

在国外，所谓的企业兼并活动主要是以企业财产（Property）转移角度定义的，而我国学术界所涉及的企业产权转移就是指企业全部财产所有权的转移，并伴随着其他权利（主要是控制权和剩余所有权）的转移，这种概念上的差异主要是我国学者在研究产权问题时不可避免地要涉及产权的所有制问题，而国外的产权概念一般就是私有产权，它同私人财产及其相关的权益也是一体的。所以，本书所涉及的企业产权转移是指企业全部或部分财产、全部或部分股权所有权的转移，即企业并购和重组时进行的交易活动。这样，在不涉及所有制问题的前提下，本书对企业产权交易机制的选择和市场问题研究，参照国外的企业并购重组框架而展开。

## 2. 企业产权拍卖

我国2004年8月颁布实施的《中华人民共和国拍卖法》对拍卖定义为：“拍卖是以公开竞价的方式，将特定的物品或者财产权利转让给最高竞价者的买卖方式。”西方经济学界对拍卖一词达成的共识是：“拍卖是一个集体（拍卖群体）决定价格及其分配的过程。”美国著名经济学家R. P. McAfee认为：“拍卖是一种市场状态，此状态在市场参与者标价基础上具有决定资源配置和资源价格的明确规则。”从博弈论的角度说，拍卖是不完全信息下的一种非合作博弈。

本书所研究的企业产权的拍卖就是在为目标企业的部分或全部产权寻找新的所有者时，采取的一种交易方式。首先卖方向公众公布出售的信息，若干潜在的买主通过竞标的形式确定最高投标者，并通过拍卖规则最后确定企业产权的交易价格。

## 3. 西方国家的私有化

国际社会对国有股出售的称谓并不一致，有称私有化的，也有