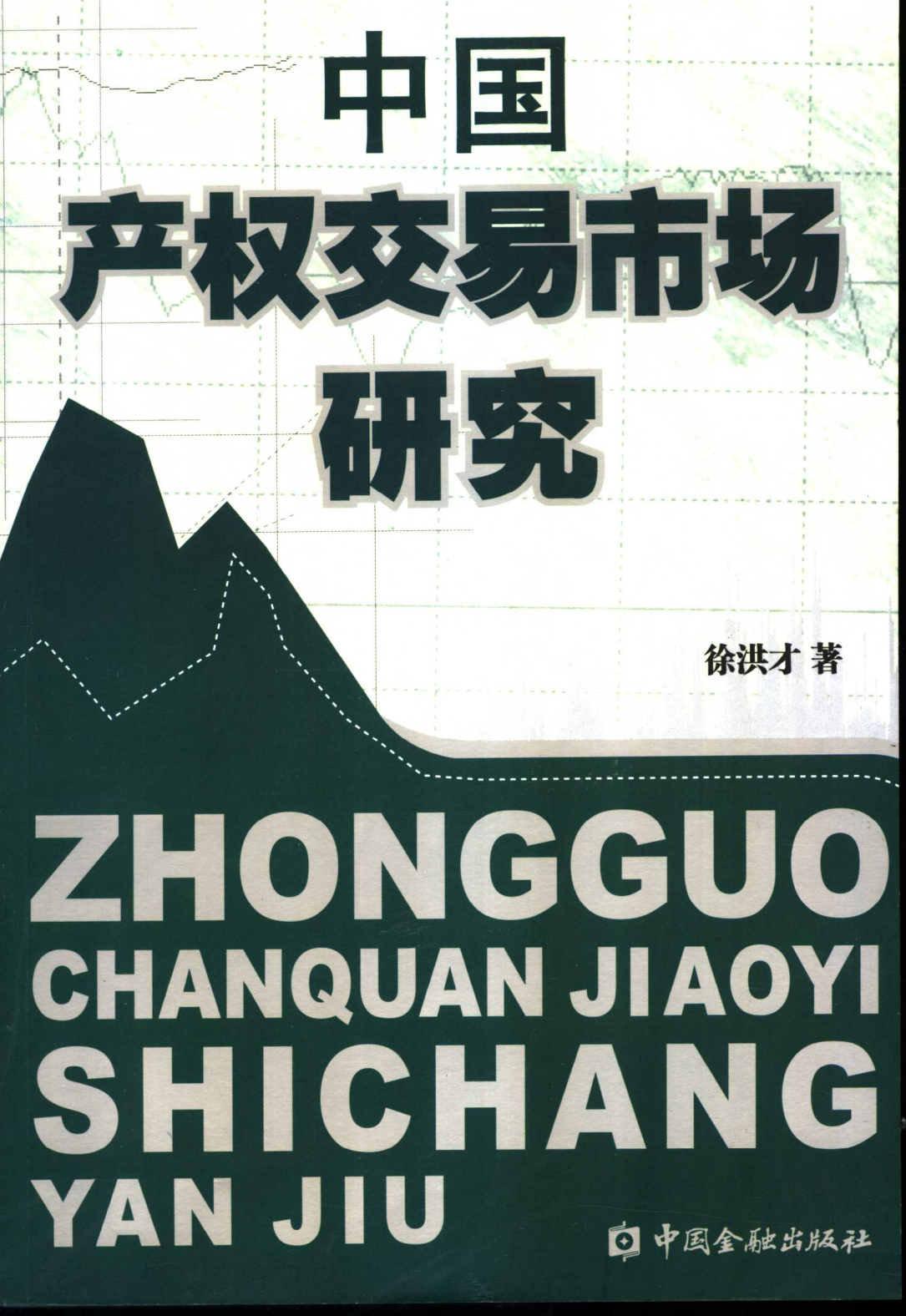




中国 产权交易市场 研究

徐洪才 著

ZHONGGUO
CHANQUAN JIAOYI
SHICHANG
YAN JIU

 中国金融出版社

中国产权交易市场研究

徐洪才 著

 中国金融出版社

责任编辑：孔德蕴

责任校对：李俊英

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

中国产权交易市场研究 (Zhongguo Chanquan Jiaoyi Shichang Yanjiu)/
徐洪才著. —北京:中国金融出版社, 2006.3

ISBN 7-5049-3982-X

I. 中… II. 徐… III. 企业—产权—交易—市场—研究—中国
IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 022827 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 10.375

字数 307 千

版次 2006 年 6 月第 1 版

印次 2006 年 6 月第 1 次印刷

定价 25.00 元

如出现印装错误本社负责调换



作者简介

徐洪才，著名投资银行和公司金融专家，1996年获中国社会科学院经济学博士学位，现执教于首都经济贸易大学金融学院，硕士生导师，北京国际金融学会理事，北京创业投资协会理事。曾就职于中国人民银行、证券公司、风险投资公司和中国石化集团，兼任多家地方政府经济顾问和集团公司财务顾问。多次到美国、欧洲和香港接受金融业务培训。先后走访了全国一百多个城市和二百多家上市公司。学术专著有《中国资本市场研究》、《投资基金与金融发展》等5部，主编著作有《投资基金运作全书》、《中国资本运营经典案例》等5部，在《中国证券报》、《国际金融研究》等报刊上发表论文五十余篇。

序 言

改革开放二十多年来，我国在产权改革方面进行了不懈的探索。中共党的十六届三中全会通过的《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，将“规范发展产权交易”作为“完善市场体系，规范市场秩序”的重要内容，提出了一系列新的发展思路，即充分发挥产权交易市场在盘活国有资产存量、促进资源合理流动和优化配置等方面的重要功能，服务经济结构战略性调整；充分发挥产权交易市场在建立健全社会信用体系方面的作用和信息公开、阳光操作、制度约束等功能，有效遏制国有产权交易中腐败现象的发生；完善要素市场体系，推进市场化改革进程。应该说，提出这一新的思路，确实有着十分重要的战略意义。

我国是发展中的经济大国，目前正处于深化改革的关键时期，特别是金融改革和现代金融市场体系建设正面临一场攻坚战。党的十六届三中全会提出了建立多层次资本市场体系的战略目标，同时将发展产权交易市场纳入国有经济结构调整和资本市场建设的轨道，应该说确实抓住了经济发展中的一个关键问题，发展思路是符合实际的。加快产权交易市场建设，一方面有利于健全资本市场体系，形成相互衔接、相互依赖的投融资和资源配置格局，资本进退有序，上市企业层次分明，可以弥补商业银行间接融资不足，满足众多企业多层次的融资需求和投资者多样化的投资需求，有效解决社会储蓄转化为投资的问题；另一方面，发展产权交易市场也有利于加强激励约束机制、改善公司治理结构和促进现代企业制度建立，从而提高我国市场运行的效率。

近二十年来，我国产权交易市场经历了几次大的起伏。最近几年，为了顺应国有企业产权改革潮流和满足中小创业企业融资需求，

全国各地陆续建立了二百多家产权交易机构。特别是北京、上海和天津等地，在发展区域性产权交易市场方面，频繁地出台新的政策举措。但由于受制于对多层次资本市场体系认识的局限，受到已有的产权交易市场法规政策的限制，各地产权交易市场都不同程度地面临着低层次重复建设和市场功能严重缺失的问题。这一问题，不仅直接关系到产权交易市场自身的生存发展，而且也会对我国企业产权交易、多层次资本市场体系建设和资源配置效率等产生非常不利的影响。因此，对产权交易市场进行深入的理论研究，及时总结我国产权交易市场发展的经验教训，同时借鉴发达国家的成功经验，有着十分重要的现实意义。

我非常高兴地看到徐洪才博士的新著《中国产权交易市场研究》即将出版。徐洪才是我国著名的金融专家，现在执教于首都经济贸易大学金融学院。自 20 世纪 90 年代初以来，他一直致力于我国资本市场的理论研究，亲身参加金融业务实践，对金融运作有很多心得体会，并且取得了丰硕的学术成果。在这部新著中，他系统研究了我国产权交易市场运行情况，对其做了实事求是的理论分析，包括产权交易市场的宏观分析、微观分析和市场效率分析，以及市场功能创新、发展战略思路和立法与监管等重要问题；特别是对国有产权交易问题进行了专门讨论，提出了很多很好的建议；在产权交易市场功能创新方面，他从交易制度创新、交易产品创新、信息披露创新和上市公司的治理结构创新等不同角度进行了深入研究，提出了许多有价值的思路。

最后，我希望徐洪才博士在以后的学术研究过程中，能够再接再厉，继续脚踏实地、大胆探索，取得更大的成绩，为我国金融改革和现代金融制度建设作出更大贡献。

汪海波

2006 年 2 月 18 日于北京

目 录

引言	(1)
第一章 产权交易市场理论	(9)
第一节 现代产权理论	(9)
第二节 产权交易理论	(27)
第三节 产权交易市场	(52)
第四节 产权交易中介机构	(66)
第二章 我国产权交易市场发展概况	(73)
第一节 我国产权交易市场的历史	(73)
第二节 我国产权交易市场概况	(85)
第三节 北京产权交易所概况	(88)
第四节 我国其他主要产权交易市场	(103)
第三章 我国产权交易市场运行分析	(132)
第一节 市场运行宏观分析	(132)
第二节 市场运行微观分析	(140)
第三节 市场运行效率分析	(146)
第四节 国有产权交易问题	(151)
第四章 我国产权交易市场功能定位	(160)
第一节 建立产权交易市场的必要性	(160)
第二节 产权交易市场的基本特征	(171)
第三节 产权交易市场功能定位	(177)

第五章 我国产权交易市场功能创新	(186)
第一节 交易制度创新	(186)
第二节 交易产品创新	(199)
第三节 信息披露制度	(222)
第四节 公司治理创新	(226)
第六章 我国产权交易市场法律与监管	(237)
第一节 我国产权市场的相关法律	(237)
第二节 我国产权市场的监管制度	(258)
基本结论	(264)
附件一:《企业国有产权转让管理暂行办法》	(266)
附件二:《关于企业国有产权转让有关问题的通知》	(275)
附件三:《企业国有产权向管理层转让暂行规定》	(279)
附件四:《北京市人民政府关于推进本市资本市场改革 开放和稳定发展的意见》	(283)
附件五:《北京产权交易所交易暂行规则》	(289)
附件六:《北京产权交易所拍卖暂行规则》	(297)
附件七:《北京产权交易所招投标暂行规则》	(301)
附件八:《北京市产权交易管理规定》	(309)
附件九:《北京市产权交易管理规定实施细则》	(314)
参考文献	(319)
后记	(321)

引 言

一、产权市场现状

我国产权交易市场诞生于 20 世纪 80 年代。1988 年，全国人大七届一次会议将“企业产权有条件转让”作为深化改革的重要措施，掀起了产权市场的第一次高潮；1995 年，盘活国有资产存量，尤其是 1996 年党的十四大报告中第一次出现了“产权交易”，产权市场又迎来了第二次高潮；1997 年开始进行政策性整顿；1999 年党的十五届四中全会后，产权市场又得以快速发展。目前，我国产权交易市场在推进国企改革、打破中小企业融资“瓶颈”、提高资源配置效率等方面开始发挥积极作用，其信息集聚、价格发现、治理腐败和金融服务等功能初步显现，受到了社会各界的关注。

党的十六届三中全会提出了“建立归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅的现代产权制度”，“规范发展产权交易”，“健全交易规则和监管制度，推动产权有序流转”和“建立多层次资本市场体系”的战略构想，将产权交易市场逐步纳入规范化、法制化和市场化的发展轨道，为我国产权交易市场指明了方向。2003 年 12 月 31 日，国资委和财政部颁布了《企业国有产权转让管理暂行办法》（以下简称《办法》），其后又出台了一系列配套政策，解决了长期困扰产权市场的一些重大理论和实践问题，推动了我国产权交易市场规范发展，是一个重要里程碑。2004 年 3 月，国资委暂定上海、北京、天津的三家产权交易所作为首批中央企业国有产权转让的试点机构，进一步推动了产权交易市场的良性竞争，促使全国各地产权交易市场通过战略整合、业务创新和改进服务，新的产权交易市场发展格局正在形成。2005 年 4 月 11 日，为加强企业国有资产监督管理，规范企业国有产

权转让行为,国务院国有资产监督管理委员会和财政部联合颁发《企业国有产权向管理层转让暂行规定》,有力地推动了我国产权转让和改革。

截至 2005 年,全国共有产权交易机构近 200 家,目前呈现出了统一化趋势。区域性产权交易共同市场共 5 家,一是由上海产权交易所等 13 个省、直辖市的 42 家产权交易机构组成的长江流域产权交易共同市场,二是由天津产权交易中心等 19 个省、自治区、直辖市 53 家成员组成代表 128 家产权交易机构的北方产权交易共同市场,三是由青岛产权交易中心等 8 个省、自治区的 11 家产权交易机构成立的黄河流域产权交易共同市场,四是由贵阳和陕西西部产权交易所等 7 家产权交易机构发起成立的西部产权交易共同市场,五是泛珠江三角洲产权交易共同市场。五大区域性产权交易共同市场覆盖全国,会员之间相互交叉,促进了信息传播,实现了资源共享。

二、产权市场定位

产权,是指经济主体(企业或个人)在法律范围内对财产拥有的各项权利总和,包括对财产的占有权、经营权、处置权和收益权等形式。在市场经济条件下,产权作为一种重要生产要素,进入市场交易是天经地义的。这种为产权供求双方提供的交易场所及其交易关系总和即产权交易市场,因此广义上的产权交易市场就是资本市场,不仅包括集中的证券交易所和产权交易所,也包括分散的产权协议转让形式的市场。本文所指产权交易市场,不含上海证券交易所和深圳证券交易所,也不含分散的产权协议转让等无形市场,而是特指我国近二十年来形成的各种区域性的非标准化和非证券化的产权交易市场。这种产权交易市场,作为一种特殊形式的资本市场,是我国经济改革的必然产物,是与目前我国不发达的资本市场体系相适应的,是中国特有的。

根据国际经验,资本市场作为现代市场经济的重要组成部分,应该是一个多层次的体系,唯有如此,才能满足各种企业多样化的融资需求。它包括主板资本市场、二板资本市场和各种区域性的柜台交易

市场 (Over the Counter, OTC)。我国资本市场起步晚,发展时间较短,加之我国处于社会变革时期,在指导思想难免走一些弯路,从开始的“试验”,到后来“为国企解困服务”,再到“推倒重来”等,因而影响了资本市场的正常发展,遗留下了许多历史问题,如“一股独大”产生的公司治理低效等。我国资本市场建设一直落后于整个经济发展的步伐。就深、沪两个证券交易所而言,显然都属于主板资本市场;2004年6月开设的深圳中小企业板,也与国际上流行的二板市场相去甚远。

目前,分散在全国各地的200多家产权交易所,作为资本市场的一种特殊形式,已经得到社会的认可。从交易所会员职能上看,各类会员不同程度地活跃了交易,起到了中介服务作用。从实际运作情况看,政府参与迹象明显。从交易品种看,主要进行“广义产权”交易,包括企业国有产权交易、高新技术项目交易、软件等知识产权交易、金融创新品种交易、股权登记托管服务改制咨询、破产清算和并购重组服务、外资并购的快速通道、高新技术企业股权融资、金融资产超市和不良资产处置等。但其中国有产权交易额较大,非国有产权交易较少;非技术性产权交易额大,高新技术产权交易额少;中小企业融资问题未能从根本上得到解决,而且没有形成严格意义上的做市商制度,市场流动性和信息透明度不高,不能引导资本资源的合理流动、产权结构优化和公司治理改进。

另外,还有以下问题:一是场内供求信息不对称,卖方登记较多,买方较少;二是中国证监会无暇顾及规划和监管,行业自律性组织功能未能发挥,投资者利益难以保障;三是地方色彩较浓,与其他产权交易所缺乏横向沟通,未能实现资源共享,未形成全国OTC资本市场的完整体系,行政干预较多,运作没有市场化;四是交易对象以企业整体或部分股权为主,交易一般通过一对一谈判以契约方式完成,这种非标准化的交易周期长、成本高,影响了市场流动性,削弱了交易所的功能;五是采取议价方式个别成交,缺乏一大批合格的做市商,特别是没有解决交易品种证券化和标准化问题,市场效率极低;六是挂牌企业素质低,信息公开性差,易产生内幕交易,实施公

开、公正和及时的信息披露有一定难度。

总的来说,我国产权交易市场虽然经历了一些历史曲折,但是目前发展势头良好,呈现出了规范化和法制化的趋势,初步形成了一套行之有效的产权交易操作规范,建立了一套符合市场经济规律的运营机制,并逐步朝着全国性产权交易市场方向迈进。在肯定成绩的同时,我们也应该注意到存在的诸多亟待研究和解决的问题,如产权交易市场如何定位,即产权交易市场在资本市场体系中处于何种地位?如何完善产权交易的法律制度和监管体系?如何提高我国产权交易市场效率?如何推进产权交易市场功能创新?这些问题不仅关系到我国产权交易市场的自身发展,而且也制约着我国多层次资本市场体系建设和金融改革事业,因而必须从战略上予以高度重视。

三、发展的必要性

第一,我国 2020 年国民生产总值再翻一番的大目标,需要一个基础坚实的多层次的资本市场支持。按照党的十六大有关国有企业改革和国有经济布局结构调整的大思路,在 3~5 年内,国有中小企业要完成在竞争性领域里的战略退出,需要产权市场发挥重要作用。我国资本市场不发达,我国股市市值名义上是 GDP 的 40% 左右,实际上目前仍然有 2/3 是不能流通的,真正的流通股只是 GDP 的百分之十几。而根据世界银行数据,2002 年年底,全世界股市市值为 GDP 的 93%,发达国家是 130%,因此我国股市还未成为经济的晴雨表。

第二,一个成熟的资本市场是国民经济健康、持续、稳定发展的依托和基础。资本市场的成熟标准之一就是具有多层次的结构。资本市场是交易期限在一年以上的长期金融交易市场,主要满足企业中长期直接融资需求。我国资本市场的发展在 1990 年前只有国债和少量金融机构债券,作为其最重要组成部分的股票市场直到 20 世纪 80 年代末才出现。随着上海和深圳证券交易所分别于 1990 年和 1991 年成立,中国资本市场才得以飞速发展。

截至 2004 年年底,我国上市公司总数已达 1 400 余家,股票市价总值达 4 万多亿元人民币,不到当年国家 GDP 的 40%,而这个比值

在 1992 年仅为 3.9%。多年的发展表明，证券市场发展对我国经济增长产生了巨大的推动作用，为企业筹集了所需资金，促进了企业产权结构和内部治理结构转变，推动了社会资源的合理再配置。近年来，我国股市处于低潮，企业融资功能基本丧失。由于国有企业内部人控制问题比较普遍，由经营者代表所有者与买方洽谈时，往往会出现定价不当甚至私下交易等问题，造成国有资产流失。

第三，产权交易市场发育程度是衡量经济市场化程度的一个重要标志。目前我国正处于经济转轨时期，发展产权交易市场成为完善社会主义市场经济体制的关键环节。产权交易市场成为国有资产战略性重组的运行载体和国有存量资产进退的通道。产权交易市场实现了资产流动，引导了资源重组，让资源流向急需的、能够实现更大效用的部门，让实力差、竞争力不强的企业退出市场，实现资产存量结构的优化。另外，产权交易市场为非公有制经济参与国有企业改制、国有资产重组提供了运作平台，成为民营资本和外国资本进入的桥梁。

产权交易市场是我国独有的，是适应我国经济发展要求而产生的，其建立之初主要是为国有企业产权转让服务。现在各种经济成分的企业产权转让都可以到产权交易市场去挂牌，以实现资源的优化配置。产权交易市场作为多层次资本市场体系的一个重要组成部分，是生产要素流动和资源配置的重要载体，也是实现资本要素加快流动的重要渠道，是加快国有经济战略性调整和国有企业重组改制的重要场所。

第四，发展产权交易市场是将储蓄有效转化为投资的需要。目前我国居民储蓄超过 13 万亿元人民币，此外，数万亿民间资本缺乏投资渠道，外资涌入也呈现活跃之势，必须合理疏导这些资金，为经济建设服务。就我国资本市场发展现状而言，只有深、沪两个主板证券交易所，对于我们处于经济快速发展时期的大国来说，尤其对于急需发展资金的数以百万计的中小企业而言，未免太少了。产权交易市场应该成为地方非上市股份公司股权交易流转的平台，这是产权交易市场走向 OTC 资本市场的内在要求。

我国有近 6 万家非上市股份公司，应该搞好这些股份制企业的登

记托管，然后，有计划地选取其中质地好、发展潜力大的公司在产权交易市场开辟 OTC 市场进行挂牌交易流转。通过引进有实力的证券公司对股票挂牌流转交易的公司实行保荐和辅导，为主板资本市场培育更加合格的上市公司，使在 OTC 市场上挂牌的公司快速发展壮大后，再登录到主板市场上市。

第五，为中小企业融资服务。当前我国资本市场供需矛盾突出：一是高科技企业资金短缺与供给方资金充裕现象同时存在，二是热门行业的龙头企业资金十分充裕与绝大部分中小高科技企业资金严重短缺同时存在，三是优秀项目资金短缺与投资方目标短缺现象同时存在，四是区域间资金流动不畅与省份间竞争加剧现象同时存在。这些矛盾有越来越尖锐的发展趋势，在一定程度上阻碍着投资的落实，大大影响着科技企业的发展与壮大。为了给风险投资提供退出机制，因此在深圳交易所设立了中小企业板块，但这个板块目前还很小，而且存在功能定位偏差，难以解决实质问题。

另外，在我国产权交易市场发展过程中还存在一些亟待解决的难点问题。

一是产权合理定价问题。产权评估结果虽然作为重要的定价依据，但是最后仍然要通过市场来发现价格，否则可能造成“有行无市”。

二是异地企业并购问题。应该对异地企业并购不设障碍，否则就失去了产权交易市场的作用。

三是外资并购问题。按照规定，外资并购国有企业，应通过产权交易市场。这样可以防止国有企业内部人控制，内外勾结而将国有资产贱卖。

四是股权托管问题。如果规定国资转让都要通过产权市场，那么国有资产股权应当如何进行托管操作。

五是信息共享问题。如果现有产权交易机构都搞自己的信息平台，不仅成本非常高，效率也会很低，因此要实现信息共享，建立联结各个产权交易所的信息网络。

六是风险规避问题。风险包括自然风险、市场风险、信用风险和

操作风险等。要规避风险，应加强内部管理，建立现代化的保险制度，还要增强信息的公开性。

七是破产企业剩余资产处置问题。应该与产权交易市场联系起来，破产企业偿还债务，其剩余资产也需要合理地定价。

总之，目前我国企业融资特别是中小企业融资“瓶颈”，从根本上说就在于资本市场不发达和金融体系不健全，具体表现为产权交易市场缺少战略规划、布局不合理、功能不健全、管理不完善等。因此，加强我国产权交易市场研究，有着重要的现实意义和理论意义。

四、基本研究框架

本书比较系统地研究了我国产权交易市场及其相关问题。全书共分为六章。

第一章研究了产权交易市场理论，包括现代产权理论、产权交易理论、产权交易市场理论和产权交易中介机构。

第二章介绍了我国产权交易市场发展概况，包括我国产权交易市场历史、我国产权交易市场概况、北京产权交易所和我国其他主要产权交易市场介绍。

第三章对我国产权交易市场运行进行了分析，包括市场运行宏观分析、市场运行微观分析、市场运行效率分析和国有产权交易问题。

第四章讨论了为我国产权交易市场功能定位问题，包括建立产权交易市场的必要性、产权交易市场的基本特征和产权交易市场功能定位。

第五章研究了我国产权交易市场功能创新问题，包括交易制度创新、交易产品创新、信息披露制度和公司治理创新等。

第六章研究了我国产权交易市场法律与监管问题，包括我国产权市场的相关法律和我国产权市场的监管制度研究等。

三年前笔者曾经提出，我国多层次资本市场体系应该选择“9+1+1”模式。这一模式的具体含义是：一个“1”指上海证券交易所，作为全国性主板资本市场；另一个“1”指深圳创业板市场，即全国性创业板资本市场；所谓“9”，是指9个区域性的产权交易市场。三

个层次的资本市场通过现代网络通信技术连接起来,作为一个有机整体,与现有的商业银行间接融资体系形成互补,可以基本上满足我国各个层次企业的多样化融资需求。

笔者主张,在科学发展观指导下,着力解决目前我国资本市场单一结构的严重缺陷和地区经济发展不平衡矛盾,以及中小企业融资困难等突出问题,彻底改变目前我国企业融资结构扭曲和金融资源低效率配置的被动局面,借鉴国际经验并根据我国实际情况,对我国多层次资本市场体系进行重新整体设计,促进我国资本市场快速发展。

第一个层次——上海主板市场。对上海证券交易所和深圳证券交易所合并重组,将上海证券交易所改造成为类似于纽约证券交易所的主板资本市场。

第二个层次——深圳创业板市场。借鉴纳斯达克和香港创业板市场运作经验,坚持“高标准”、“高起点”和“市场化”方向,重新设计,尽快推出。

第三个层次——区域性 OTC 市场。在重组和整合现有区域性产权交易市场基础上建立。依托我国 1998 年以来建立的 9 个地区性中央银行分支机构、银行支付结算体系和金融监管体系,选择北京、上海、天津、西安、武汉、重庆、广州、济南、沈阳 9 个地理条件优越、证券交易方便、基础设施先进、中小企业发展快和投资者素质高的典型地区,优先发展区域性产权交易市场。

总之,我国区域性产权交易市场建设,应该提高到经济发展战略的高度加以认识,并将其纳入我国多层次资本市场体系建设的轨道,在中央政府的正确主导下,对现有 200 多家产权交易机构进行合并重组,迅速改变目前我国产权交易市场各自为政和低层次重复的局面。在有计划地试点的基础上,9 个区域性产权交易市场分次建立,各自动报价与交易系统逐步与深圳创业板联网,形成覆盖全国的多层次资本市场网络。在考虑全国布局的同时,优先支持中西部经济发展,彻底打破行政地域的条块分割,提高市场聚合力,推动跨地区、跨行业产权流动,实现资源集中、信息集中和竞价充分,实现资源有效整合。

第一章 产权交易市场理论

第一节 现代产权理论

一、产权的概念

(一) 马克思的观点

马克思认为，产权是人们（主体）围绕或通过财产（客体）建立和形成的经济权利关系。产权首先表现为人对物的关系，即一定的主体对物质资料的所有、占有、支配或使用关系。但是，在现实社会中，人们只有结成一定的社会关系才能进行生产实践活动。人们对物质资料履行一定的职能时，必然需要同周围有关的人发生一定的关系，或者必须以一定的社会关系为前提。因此，产权实质上反映了产权主体之间的关系，即人与人之间的关系。

例如，当人们使用某一生产资料时，需要事先取得该生产资料的所有者或占有者的同意，以一定的代价与后者建立生产资料的租赁或承包关系。有时，产权主体是由许多人共同组成的，在这种情况下，人们必须先结成一定的关系，然后才能对其共同所有的生产资料发挥权能。即使是个人自己占有、使用属于自己所有的生产资料，也会存在一定的经济关系，这是因为他至少要排斥别人对他的生产资料的侵犯，维护自己对生产资料的各种权利。可见，此时所有者和非所有者之间仍然存在一定的关系。

总之，产权的直接形式虽是对财产的关系，实质上却是产权主体之间的关系。只有当人们之间在财产上发生了一定的关系，如排斥