

B

产权市场蓝皮书®

BLUE BOOK OF PROPERTY AND INTELLECTUAL PROPERTY EXCHANGES

中国产权市场 发展报告 (2008~2009)

权威机构 · 品牌图书 · 每年新版

ANNUAL REPORT
ON CHINA'S PROPERTY
AND INTELLECTUAL
PROPERTY EXCHANGES
(2008-2009)

主 编/曹和平

北京大学中国产权市场发展研究课题组



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2009
版



产权市场蓝皮书

BLUE BOOK

OF PROPERTY AND INTELLECTUAL
PROPERTY EXCHANGES

中国产权市场发展报告 (2008~2009)

ANNUAL REPORT
ON CHINA'S PROPERTY AND
INTELLECTUAL PROPERTY EXCHANGES
(2008-2009)

主 编 / 曹和平

北京大学中国产权市场发展研究课题组



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国产权市场发展报告 (2008 ~ 2009) / 曹和平主编.
- 北京: 社会科学文献出版社, 2009. 8
(产权市场蓝皮书)
ISBN 978 - 7 - 5097 - 0951 - 1

I. 中... II. 曹... III. 企业 - 产权 - 市场 - 研究报告 - 中国 - 2008 ~ 2009 IV. F279. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 137066 号

法律声明

“皮书系列” (含蓝皮书、绿皮书、黄皮书) 为社会科学文献出版社按年份出版的品牌图书。社会科学文献出版社拥有该系列图书的专有出版权和网络传播权, 其 LOGO () 与“经济蓝皮书”、“社会蓝皮书”等皮书名称已在中华人民共和国工商行政管理总局商标局登记注册, 社会科学文献出版社合法拥有其商标专用权, 任何复制、模仿或以其他方式侵害 () 和“经济蓝皮书”、“社会蓝皮书”等皮书名称商标专有权及其外观设计的行为均属于侵权行为, 社会科学文献出版社将采取法律手段追究其法律责任, 维护合法权益。

欢迎社会各界人士对侵犯社会科学文献出版社上述权利的违法行为进行举报。电话: 010 - 59367121。

社会科学文献出版社

法律顾问: 北京市大成律师事务所

主要编撰者简介

约瑟夫·斯蒂格利茨 (Joseph Stiglitz) 出生于1942年，麻省理工学院博士。1969年获聘耶鲁大学经济学教授。1979年获美国经济学会两年一度的约翰·贝茨·克拉克奖。1988年起在斯坦福大学任经济学教授。1995年为克林顿政府经济顾问团主席。1997年任世界银行副总裁、首席经济学家。现任哥伦比亚大学经济学教授，布鲁金斯学会高级研究员。2001年获诺贝尔经济学奖。

斯蒂格利茨为经济学的一个重要分支——信息经济学的创立作出了重大贡献。他编著的新版《经济学》推翻了新古典综合派的理论体系并形成自己的框架，被誉为第四本具有里程碑意义的西方经济学教材。1987年，他创办的《经济学展望杂志》降低了其他主要经济学杂志所设立的专业化障碍。近年来，斯蒂格利茨团队成立中国问题研究小组，研究中国经济发展的新制度设计问题。

曹和平 出生于1957年，美国俄亥俄州立大学博士。1986年后先后在中共中央书记处农村政策研究室、国务院农村发展研究中心、农业部等工作。2008年任北京大学教授。先后担任北京大学经济学院环境、资源与发展经济学系主任，副院长；云南大学副校长。现为北京大学数字中国研究院学术委员会委员，广州市政府专家委员，广州产权交易所首席经济学家、云南省政府经济顾问，马来西亚马中友好协会顾问。

近年来，主持参与国家社会科学基金项目 and 部委委托项目多项。其中共同主持“中国市场经济发展研究”为教育部重大攻关项目；共同主持“非正规保险与市场深化程度 (Informal Insurance and the Extent of Market)”为美国国家科学基金项目；与美国伯克利大学 Brian Wright 教授共同参加2001年诺贝尔经济学奖获得者 Joe. Stiglitz 主持的“中国行动小组”研究，“中国经济增长新制度设计模型”，“中国产权市场发展研究”部分。曾发表多篇文章和多部著述。

邓志雄 国务院国有资产管理委员会产权管理局副局长，教授级高级工程师。1984 年开始管理企业，先后在四所大学就读过经济管理，1988 年开始接触企业诊断，历任中国有色金属工业总公司计划部副主任，国家有色金属工业局企业改革司司长、国家经贸委综合司副司长。发表过大量企业及经济管理方面的论文和专著，对企业管理信息化有独到的认识和研究。

中文摘要

近年来,我国资本市场四大类别——沪深证券交易市场、260家产权交易市场、超出商业期限融资的各地民间资本市场和大型金融机构旗下金融资产管理公司偕跨国金融机构参与下的并购投行类资本市场——呈现出板块式涌动且并行成长的弱收敛态势。这种“外嵌”和“内生”共源的资本市场结构,似乎在重复着我国工业化成长期引致的产业二元结构宿命。通过何种制度辨识才能应对早年发达经济“一源”成长时所未能遭遇的市场整合瓶颈,成为我国产权市场发展并贡献于世界资本市场的时代性挑战。

2008年,中国资本市场的内生板块和外嵌板块在国际金融危机下表现迥异。是年,我国产权交易十大市场增长速度为13.7%,基本上保持了2005年以后的增长轨迹。相较之下,市场制度意义上外嵌性质的资本品交易受全球市场影响较大。2008年,沪市股指下降65.39%,沪深股票市场大幅波动,交易下降42.3%。更具资本市场基本构造变动意义的观察事实是,我国产权交易市场按IPO口径融资规模已经超过沪深两市A股首发融资规模。2007年,我国产权市场融资额为沪深两市的76.5%;2008年,我国产权市场交易额约为4072亿元,沪深两市的IPO融资规模为1037.00亿元,前者为后者的3.92倍。在外来冲击条件下,内生的市场制度因子更具系统稳定的能力。

本报告讨论我国资本市场四板块中高速成长的产权交易市场。作为内生的制度因子,我国产权交易所正在以实点性市场群(group spot markets)的方式更改着中国资本市场的收敛和未来均衡路径,也在一定程度上矫正着我们对于发达经济资本市场比较优势的敬畏。基于上述考虑,我们用五个部分的内容,①中国资本市场四板块及其交易构造特征;②中国产权市场交易构造生成小史;③中国产权市场生成的国际比较及现代产权理论的关注偏颇;④中国产权市场的成长实绩及其累积的宏观效应;⑤中国产权市场成长与中国资本市场未来,来刻画我国内生资本市场部分——中国产权市场的理论认知和年度实绩,以期引起国内外同行和相关部门的关注。

Abstract

The Chinese capital market is mostly composed of four parts: Shanghai and Shenzhen securities markets, property and intellectual property exchanges (PIPEs) that total about 260, grass-root private equity activities, and merges and acquisitions (M&As) by leading financial institutions with the participation of international investment groups. These four components have been evolving and growing in parallel and showed a tendency of weak convergence in the last few years. More interestingly, they have formed a dual structure in the Chinese financial market, in which the security markets and the M&A market represent a set of institutions that are exogenously borrowed from developed economies, particularly from the US capital market, while the other two are endogenously generated. Such a dual structure in the financial market remind us of the dual system in the manufacture sector when China tried to modernize and open its traditional economy in the second half of the past century. What measures and institutional arrangements China could take to avoid the dual-system dilemma of market integration is a epochal challenge. A successful answer will award China a significant contribution to the development of world financial system.

In 2008, the endogenous and exogenous components of China capital market exhibited distinct patterns when faced with international financial crisis. For instance, the top 10 PIPEs grew at a rate of 13.7% while the Shanghai average index dropped by 65.39% and the transaction volume in the Shanghai and Shenzhen Exchanges decreased by 42.3%. More importantly, a potential structural change has emerged in China financial market, the transactions in the 260 PIPEs involved 407.2 billion Yuans, 3.92 times the 103.7 billion Yuans involved in the IPOs in the Shanghai and Shenzhen Exchanges in 2008. By contrast, the former was only three quarters of the latter in 2007. The endogenous institutions seem to demonstrate more strength and sustainability when confronted by outside shocks.

The Annual Report comprehensively discusses the fast growing component of China financial system-the property and intellectual property exchanges (PIPEs). As endogenous institution, the spot market group of PIPEs has been shaping the expansion

path and converging equilibrium of China capital market. Perhaps it is time for China, after learning from the Western for over a hundred years, to contribute some institutional innovations of her own to the world. The report discusses economic theories and practice involving the Chinese PIPEs. It is comprised of five sections to deliver our findings: (1) the four components and their trading patterns in China Capital market; (2) a concise history of China PIPEs; (3) an international comparison of China PIPEs and the limitations of mainstream economic theories in understanding the nature of China PIPEs; (4) descriptive statistics of PIPEs and its aggregated effects on macroeconomic variables in China economy; (5) the development of China PIPEs and the future of China capital market.

目 录



年度总报告（2008 ~ 2009）

中国产权市场发展报告	曹和平 / 001
------------------	-----------

综合理论篇

政府失灵与市场失灵：关于规制的原理	约瑟夫·斯蒂格利茨 / 044
私募基金制度、公众上市公司与资本市场变革	邓志雄 / 071

前沿理论篇

产权市场：中国版式的制度创新	熊 焰 / 087
制度相器与产权相器之案例辨析	蔡敏勇 张 天 刘 亮 / 094
产权市场整合、产权机构整合及政策性建议	李正希 / 103
中国资本市场中的“产权板块”	高 雷 / 107
中国产权市场：国际资本市场体系中的新制度因子	任 斌 杨晓舫 / 113
产权交易市场：从国资流转平台到多元资本市场	周立群 邓 路 / 129
规范和引导产权交易市场发展，完善多元资本市场体系	朱 冰 / 147



中国产权交易市场发展模式探讨	周建军 陈 平 何华权 侯金明 / 157
中国产权交易市场会员制度现状与对策建议	李 桑 赵鑫铖 / 165
中国产权市场机制设计研究两则	叶静怡 韩吉平 郝亚明 / 176

样本产权市场实绩篇

资本品交易的边界整合与制度拓展

.....	郭书贵 熊 辉 夏 平 刘喜元 / 195
-------	-----------------------

联合产权交易机制与市场边界拓展	蔡敏勇 / 218
-----------------------	-----------

资本品交易中所有权处置孕育融资市场因子

.....	黄明昌 李小东 蔡海涛 徐 萍 卢宇迪 江 山 / 241
-------	-------------------------------

全方位发展目标与北方共同市场	安 冈 / 259
----------------------	-----------

交易制度设置与拍卖均衡形成的市场前提	任 斌 龙正全 / 269
--------------------------	---------------

市场起步、会员代理、委托分支机构与区域市场成长

.....	何亚斌 龚 波 何昌福 柯 潇 / 275
-------	-----------------------

产业基地振兴中的产权交易	任玉琴 / 285
--------------------	-----------

项目融资：西部开发经济中的信用“矿脉”	王浩生 / 294
---------------------------	-----------

市场沿革与文献综合篇

中国产权交易评述：政策沿革视角	何亚斌 / 312
-----------------------	-----------

中国产权市场成长小史：市场行为视角	叶静怡 梁 斌 / 321
-------------------------	---------------

中国产权市场二十年：媒体视角	吕行健 周天宅 窦尔翔 / 331
----------------------	-------------------

投资银行与资本三市场小史：国际视角	怀 特 雷 震 / 345
-------------------------	---------------

明清资本市场生成小考：历史视角	周建波 曹和平 / 360
-----------------------	---------------

产权交易与企业并购理论评述：流派视角

..... 谢思全 邓向荣 董瑞华 苗蒙蒙 / 370

当代产权理论综述: 文献视角 孟祥轶 / 385

案例数据篇

产权交易经典案例缉述 毛振宇 (收集整理) / 395

产权交易及相关资本市场数据 / 464

跋 中国产权市场：资本品交易“范式”的华夏演讲…… 曹和平 李正希 / 470

CONTENTS



Annual Report (2008–2009)

PIPEs Development: Theory, Current Status and Policy

Heping Cao / 001

General Theory

Government Failure vs. Market Failure: Principles of Reaulations *J. E. Stiglits* / 044

Private Equity, Publicly Listed Company and Capital Market Innovation

Zhixiong Deng / 071

Front–line Research

Property Market: A China-Version Institutional Innovation

Yan Xiong / 087

A Case Analysis on the Trade Manyfold of Property

and Intellectual Properties

Minyong Cai, Tian Zhang and Liang Liu / 094

Property Market Integration, Property Exchanges Integration

and Policy Proposals

Zhengxi Li / 103

The Property Trade Block in China Capital Market

Luan Gao / 107

China Property Market: A New Institutional Factor in International Capital Trade System	<i>Bin Ren, Xiaofang Yang</i> / 113
Property Market: From the State-Asset Trade Platform to Multi-Tiered Market	<i>Liqun Zhou, Lu Deng</i> / 129
Regulation for a Multi-Tiered Capital Market System	<i>Bing Zhu</i> / 147
On the Models of China Property Market	<i>Jianjun Zhou, Ping Chen, Huaquan He and Jinming Hou</i> / 157
The Membership Design of Property Exchanges and Policy Proposals	<i>Sang Li, Xincheng Zhao</i> / 165
Two Essays on the Mechanism Design of China Property Exchanges	<i>Jingyi Ye, Jiping Han and Yaming Hao</i> / 176

The Performance of Sample Property Intellectual Property Exchanges (PIPES)

Capital Assets Market Integration with Institutional Innovation	<i>Shugui Guo, Hui Xiong, Ping Xia and Xiyuan Liu</i> / 195
Jointed Property Exchanges Expansion acrossing Regional Markets	<i>Minyong Cai</i> / 218
Ownership Trade Brews Financing Factors	<i>Mingchang Huang, Xiaodong Li, Haitao Cai, Ping Xu, Yudi Lu and Shan Jiang</i> / 241
A Comprehensive Goal for the Northern Common Market	<i>Gang An</i> / 259
Trade Designs Brings out Auction Optimization	<i>Bin Ren, Zhengquan Long</i> / 269
Marketing innovation, Member Agent, Branch Delegation and Regional Market Expansion	<i>Yabin He, Bo Gong, Ghangfu He and Xiao Ke</i> / 275



An Effective Channel for the Property Market in Base

Industrial Regions

Yuqin Ren / 285

Project Finance in West Economic Development

Haosheng Wang / 294

A Brief Survey of History and Literature Review

On the China Property Exchanges: A Policy Perspective

Yabin He / 312

A Mini History of China Property and Intellectual Property Exchanges:

A Behavior Survey

Jingyi Ye, Bin Liang / 321

The Two-Decade China Property Exchanges: A Media Perspective

Xingjian Lu, Tianzhai Zhou and Erxiang Dou / 331

A Brief Survey on Investment Banks and Capital Markets:

A US Perspective

Brian Davern Wright, Zhen Lei / 345

Ming-Qing-Dynasty Capital Market: A historical Survey

Jianbo Zhou, Heping Cao / 360

Literature Review on Property Trade and Merger and Acquisition

Theories: A Perspective

Siquan Xie, Xiangrong Deng, Ruihua Dong and Mengmeng Miao / 370

A literature Review on the Contemporary Property

Right Theories

Xiangyi Meng / 385

Cases and Statistics

Sample Cases

Zhenyu Mao / 395

Statistics of Property Trade and Related Markets

/ 464

Postscript

Heping Cao, Zhengxi Li / 470



年度总报告 (2008 ~ 2009)

中国产权市场发展报告*

——理论、实绩与政策十年

曹和平**

近年来,我国资本市场四大类别——沪深证券交易市场、260家产权交易市场、超出商业期限融资的各地民间资本市场、大型金融机构旗下金融资产管理公司借跨国金融机构参与下的并购投行类资本市场——呈现出板块式涌动且并行成长的弱收敛态势。这种“外嵌”和“内生”共源的资本市场结构,似乎在重复着我国工业化成长期引致的产业二元结构宿命。通过何种制度辨识才能应对早年发达经济“一源”成长时所未能遭遇的市场整合瓶颈,成为我国产权市场发展

* 邓志雄(国务院国资委产权局),熊焰、郭书贵(北京产权交易所),蔡敏勇、张天、刘亮(上海联合产权交易所),高峦、安冈(天津产权交易中心),任斌、李桑、杨晓舫(重庆联合产权交易所),李正希、蔡海涛(广州产权交易所),何亚斌(湖北产权交易中心),王浩生(西部产权交易所),任玉琴(黑龙江产权交易中心)等业内专家和领导在本报告撰写过程中参与讨论并给予了大力支持,在此一并表示感谢。

** 曹和平,博士,北京大学教授。北京大学中国产权市场发展研究课题组负责人,北京大学中国都市经济研究基地首席专家,北京大学数字中国研究院学术委员会委员,广州市金融咨询决策专家委员会成员,广州市产权交易所首席经济学家,云南省政府首席金融专家。



并贡献于世界资本市场的时代性挑战。

本报告讨论我国资本市场四板块中高速成长的产权交易市场。作为内生的制度因子，我国产权交易所正在以实点性市场群（group spot markets）的方式更改着中国资本市场的收敛和未来均衡路径，也在一定程度上矫正着我们对于发达经济资本市场比较优势的敬畏，更重要的是，催生着我们反思发达经济 1970 年代后资本品交易挤压区域性实点市场、边缘化 OTC 市场的制度选择偏颇。从某种意义上说，学了西方三十年，该是将心得体会与中国实践相结合，为世界贡献一点创新性经济和原创性思维的时候了。基于上述考虑，我们用五个部分：①中国资本市场四板块及其交易构造特征，②中国产权市场交易构造生成小史，③中国产权市场的国际比较及主流产权理论绝对主义两分法，④中国产权市场的交易实绩及宏观经济效应，⑤中国产权市场成长与中国资本市场未来，来组成 2008 ~ 2009 年度中国产权市场发展报告的内容。课题组也期冀，本报告能够为迎接上述挑战提供一个理论研究和政策分析的框架性前提。

一 中国资本市场四板块^①及其交易构造特征

概念拓展：狭义资本市场与广义资本市场。在主流经济学中，资本市场指由股市和债市组成的证券类交易市场。^② 这是狭义资本市场概念。我们适度拓展狭义理解外延，将与消费者产品相对的生产者产品——生产设施及相关的耐用类工具等厂商一次性无法消费完毕的产品的交易包括进来，合称二者为资本市场。^③ 超出作为股权、债券及衍生类性质的证券交易，将其证券化之前的标的资本品交易也包含进来，可称为广义资本市场概念。观察今日经济，广义概念更符合资本市场的实际。

对象辨析：中国产权市场与美国 OTC 市场构成要件相比，多出了一组内容

-
- ① 由于本报告的目的构成，四板块暂不涉及债券和商品期货市场，虽然二者都是资本市场的一部分。
 - ② 严格地说，这里还应该包括政府参与的债市在内。
 - ③ 这为我们的叙述带来了一点小小的麻烦，因为恰恰是后者——生产者产品在教科书中被称为资本品。资本市场不交易资本品，而交易以其为标的的证券类及后续衍生产品的矛盾在于上述资本市场的流行理解太过金融工程意义上的技术理解了。事实上，在资产证券化之前的股权类交易，包括资产评估和处置本身，何尝不是资本市场上的内涵呢！我们不是拓展了资本市场的外延，而是拓展了狭义资本市场定义的外延。

(见第二部分和第三部分叙述)。其关键的差别在于,美国资本市场在 1950 ~ 1970 年代的技术进步路线中逐步挤压掉了区域证券交易所和地方性实点 OTC 市场,使得经济中交易资本品所需的重要市场资源——亚公共品——被弃置不用。中国产权市场发展弥补上了美国 OTC 市场的这一缺陷,使得中国产权市场的组合除了相当于美国 OTC 市场中的投行、做市商、信息中介以及全国性网络之外,多出了一群有形的实点性资本品交易市场。因而,我们在目前仍不愿称中国的产权市场为类美国的 OTC 市场。因为,有形的实点性亚公共品资源的参与,使得中国产权不是低于全国性证券市场的一个区域性证券交易所,而更像是交易不同类型资本品的市场类型,不存在市场化程度高低之分。据此拓展,我们将分别叙述中国资本市场四个相对独立交易板块的构造特征,以期为后续讨论中国产权市场的国际比较、宏观经济效应及其未来发展提供背景性的概观知识。

(一) 深沪股市板块及其交易构造特征

我国资本市场第一板块是 1990 年代起步的深沪市场。虽然上市、交易及日间统计异常繁复,但深沪市场的结构性构造并不复杂,可以理解为类似于消费者产品批发拍卖市场的证券交易变种。在批发市场中,一个供货商面对 N 个采购商形成卖方市场; N 个供货商面对一个采购商形成买方市场。将卖方和买方市场双向复合,加上一定的限制性条件,就会形成一个大数意义^①上的卖方和买方个体参与的竞争性市场。纽交所实点性市场是上述市场构造的一个典型构造,只不过今天多数交易所中的喊价和出价过程被电子交易的网状节点替代了。但电子网络交易没有改变这一构造的核心要件:①大数化要求——供给者和消费者(卖出者和买入者)数量多到共谋成本奇高的程度;②信息瞬时传递——喊价(出价)信息在出价(喊价)者之间透明;③均衡价格——单一竞价升华为时点性平均价格;④动态市场均衡——交易价格被实时记录以便连续性交易。当交易双方大量存在,且不存在寡头(庄家)操纵时,交易逼近帕累托最优。上述四个方面加起来,使得证券市场更像是“一对多”卖方拍卖和“多对一”买方拍卖双向复合而成的“多对多”竞争性市场构造(见图 1)。

但是,资本品不是消费品,其异质性(heterogeneity)不在于类消费品的物理差异,而在于同一物理性征的资本品在价值上千差万别,无法通过工艺技术的

① 大数意义:具有统计性征的最低数量要求,亦即不能形成例外分布点的垄断或庄家权重。