



已经没有多少人,能记起 1994 年四川乐山的“箩筐交易市场”。在那个可以随意创新,先发展后规范的年代,乐山人敢闯敢试,将非上市企业股票拆细放在箩筐里,挑到柜台上交易。

这是新中国产权交易史上,最早将非上市公司股份拆成份额出售的创新尝试。尽管最终以涉嫌国有资产流失被禁,但产权交易过程中,份额化的交易方式却极具吸引力和市场魅力。

产权交易登场

1984 年 1 月底,伟人邓小平第一次南巡,结束了深圳特区姓“社”还是姓“资”的争论。同年 4 月,中共中央做出“开放 14 个沿海城市和海南岛”的决定。在改革开放浪潮席卷全国的氛围下,消灭亏损企业、搞活经济成为中国经济发展最为迫切的任务。7 月,中国企业史上第一例产权兼并破冰而出。河北省保定市纺织机械厂和保定市锅炉厂,以承担被兼并企业全部债权、债务的方式,分别兼并了保定市针织器材厂和保定市风机厂。由此,拉开了中国产权交易的历史序幕。

产权交易是社会经济发展的必然产物,也是企业发展史的真实写照。正是股份制改造促成了产权交易的发展。

1987 年,股份制改造成为挽救中国企业于水火的试金石,而股份制改造必然会触碰到产权界定的敏感神经。同年 10 月,党的十三大报告提出“小型国有企业产权可以有偿转让给集体或个人”。1988 年 3 月,七届人大一次会议将“企业产权有条件的有偿转让”成为深化国企改革的重要措施之一。

有偿转让,是产权交易所诞生的必备要件之一。有形的产权交易所成为产权交易的载体。

1988 年 5 月,全国第一家企业产权转让市场在武汉成立。同年,成都、南京、福州、保定等地也试办了企业产权转让市场。1988 年,四川第一家产权交易所诞生于乐山——乐山产权交易所。

1989 年 2 月,国家体改委发布《关于出售国有小型企业产权的暂行办法》,明确提出有条件的地方可以组建企业拍卖市场或产权交易市场。

有关数据显示,截至 1989 年初,25 个省市有 2000 多个经营不善或微利、亏损企业被兼并。1989 全年产权交易企业有 2559 家,转移存量资产 20.15 亿元,减少亏损企业 1204 家,减少亏损额 1.34 亿元。

1987 年及随后几年里,随着股份制改造在全国大范围内推广,国有资产的保值、增值、减值成为政府亟需研究和解决的当务之急。在国企改革实践中,对产权赋予明确的定义和范围,是国企改革顺利推进的前提。

产权外延扩张

与理论上的产权定义略有不同,与国资联姻后的产权经历 1993 年初次定义和 2003 年完善的修订。

1993 年,《国有资产产权界定和产权纠纷处理暂行办法》规定,“产权系指财产所有权以及与财产所有权有关的经营权、使用权等财产权。不包括债权。”

一旦产权的范围得以明确,产权交易在 1993 年获得空前发展。截至 1994 年,全国和地方建立的各种产权交易市场总数达 175 家,出现了长江共同体、黄河共同体等区域性产权交易联盟组织。

显而易见的是,1993 年的产权定义,主要围绕实体经济中与有形财产权及有关的权益,而虚拟经济的资本市场、无形资产等产权没有获得重视。

市场经济推动着产权交易的发展。随着市场经济的快速发展,社会对股权、债权、专利技术、知识产权等无形资产的产权意识明显增强,在国企改革中,无形资产的产权意识也得以提高。

在这种趋势下,2003 年,《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》认为,“产权是所有制的核心和主要内容,包括物权、债权、股权和知识产权等各类财产权。”

10 年后的产权定义,其外延显著扩大。明

确产权与所有制的关联地位,使得产权划分成为一切市场经济活动的前提。产权定义的两度变化,也间接反映出,我国市场经济从无到有逐渐完善壮大的过程。

产权交易 20 多年监管路

尽管产权交易受益于股份制改造这一企业经营机制的转变,并伴随市场经济体制改革、国有企业经济结构性战略调整的发展而壮大,但我国的产权交易注定是一个曲折反复的过程。

中国产权交易的定位,从一开始,都围绕避免国企资产流失和规避金融风险两大目的而展开,这决定了产权交易的政策依赖性和功利性特征,也决定了产权交易的工具性特征。

从 1988 年到 1993 年,在股份制改造热潮推动和消灭亏损企业的号召下,产权交易获得较快发展。与国企改革紧密相联的产权交易规模稳步增长,一些中小型国企通过产权交易出售和兼并,直接导致产权交易的兴盛。

针对产权交易在日常运营中出现较多问题,以防止国有资产流失、规范市场秩序为由,1994 年,产权交易面临第一次严厉清理整顿。4 月 25 日,国家国有资产管理局发布文件,暂停企业产权交易市场和交易机构活动。1993 年,一些地方政府批准,各地方产权交易所开展非上市公司股份柜台交易。1994 年,四川乐山的“箩筐交易市场”表现抢眼,当地产权交易所绕开证券监管机构,将非上市国有企业的产权拆细,搬到柜台交易,当地人将这些股票装在箩筐里公开出售,最终演变成著名的箩筐交易市场。

“箩筐交易市场”的交易方式,是有记载以来最早的产份额化交易之一。这一独特的创新,是现今流行的资产证券化的开山鼻祖。它有力地解决了国有企业改革过程中的资金难题。

本次清理持续时间较长。时至 1996 年,国家国资委发文《关于建立企业产权市场监管体系的指导意见》称,“积极培育和发展企业产权市场体系”,同时“用三到五年时间,初步建立起符合社会主义市场经济发展需要、全国统一规范的企业产权市场监管体系”。

由此,“先发展、后规范”的格局被打破。产权交易进入“先规范、后发展”阶段。

不过好景不长,1997 年亚洲金融风暴暴发,11 月,国务院以防范金融风险、整顿金融秩序为名,彻底清理整顿未经国务院批准的产权交易所,严禁各地产权交易变相股票上市交易。至 1999 年底,涉及 18 个省、自治区、直辖市和 340 万投资者的 41 个非法股票交易场所全部关闭,520 家挂牌企业全部摘牌。

经过 1994 年至 1998 年的整顿清理,产权交易市场陷入低谷。

随着资本市场退市制度的建立和完善,以及国企经济结构性战略调整,从一般竞争性领域退出。产权交易市场在 2001 年至 2010 年再次兴盛,获得极大发展。

2001 年,三板市场“股权代办转让系统”开通。多层次资本市场逐渐完善。

2005 年,第十届全国人代会第三次会议,提出要“积极发展各类要素市场,规范发展产权交易市场”。全国各地的股权交易市场再度活跃。

随着各类型的交易所快速发展,交易所在运作管理中,再一次发生极其不规范的现象。不过这一次,与国资流失无关,更多事件发生在恶意压价、信息公开不全、中介机构不尽责等经营管理方面。

随着层出不穷的交易所事件不断涌现。2011 年 11 月 18 日,国务院发 38 号文,清理各类型交易所。直至 2013 年 1 月,16 省完成

箩筐交易的份额化未来

■ 本刊 秦小华

发展 20 多年的产权交易经验表明,所有经济难题的表象下,均隐藏着产权归属问题。一旦清晰了产权的界限,中国所有的经济问题将迎刃而解。产权交易过程中被禁的份额化标准化交易,阻碍了产权交易的发展,早晚都会解禁放行。

产权交易所清理,才标志着本轮交易所清理的完成。

纵观我国产权交易所的发展轨迹,从“先发展后规范”到“先规范后发展”到“边规范边发展”,在“规范、发展”的左右摇摆中,螺旋式上升。几年必循环一次的规范清理整顿,让产权交易披上浓厚的深具中国特色的行政管制色彩。

份额化交易被禁

一个奇怪的现象的是,份额化和标准化的交易方式一直为管理层不容许。无论是最早“箩筐交易所”的股票拆分、还是文交所艺术品份额交易,都被贴上“类证券化交易”标签,而被严厉禁止。

与产权交易中禁止份额标准化不同的是,份额化交易在其它多个金融工具及创新品种中广泛运用,在帮助企业获得发展资金、促进资产流通等方面,起到积极作用。

在集合理财方面,无论是理财基金、信托基金、私募基金,允许采取份额化发售,集资理财,分散风险;在债券融资方面,同样采用份额化发售,筹集社会资金,分散风险;在股权流通方面,同样采取份额化发行、流通,分散投资收益和风险;在资产证券化方面,允许将资产的一部分通过特殊目的机构打包上市,份额化发售,募集资金。而惟独产权交易方面,禁止份额化标准化交易,限制和排斥中小投资者,何也?

产权交易又被称作“除上市公司股份转让以外的企业产权的有偿转让”,一旦被设计成非上市公司,那么上市公司份额化、标准化交易方式,自然也就明显地被排斥在产权交易之外。

2003 年《企业国有产权转让管理暂行办法》规定,为了防止国资流失,严厉禁止将企

作方式。

令人惊讶的是,最终处理的结果是,投资人为监管的缺位买单,而部分交易所所在整顿清理后,会重新申请执照,继续开业。这是不公平的隐性惩罚,和最明显的支持犯罪。

份额化交易的未来

建设多层次资本市场体系,完善资本市场结构,自 2003 年正式确立以来,正逐步形成体系。沪深主板、创业板(二版)、代办股份转让系统(三板)、区域性产权交易中心(四板),四个层次的资本市场体系,分别从场内交易与场外交易,覆盖不同的融资需求。

2013 年底,新三板突破国家高新区扩围至全国后,发展迅猛。截至今年 6 月 20 日,全国股份转让系统挂牌企业达到 800 家,总股本为 273.83 亿股,今年以来成交 930 笔,成交 15564.83 万股,成交额为 19.43 亿元。

从新三板的成交额看,由于没有采取连续性竞价交易,缺乏流动性,股权流通变现效率极低。而美国场外交易市场(OTCBB)采取做市商制度,年交易额超过 10 万亿美元。更重要的是,美国场外交易市场可以和纳斯达克自由转板,场外交易只要符合条件可转到纳斯达克,主板或纳斯达克不符合要求或不愿意上市,也可以转到场外市场交易。

2013 年 11 月,党的十八届三中全会将发展混合所有制经济作为完善基本经济制度、深化经济体制改革,尤其是深化国企改革的一项重要任务。

混合所有制经济体制的核心,本质上表现为产权清晰下的股权治理。通过多元股东、交叉持股,完善股权结构和法人治理结构,提高国资效率。混合所有制经济实现途径,主要依靠产权多元化和资产证券化。



业产权拆细和标准化后挂牌进行连续性交易,而“不得拆细、不得连续、不得标准化”的“三不”原则,是企业成为国有产权交易机构的必备条件之一。

不过,有部分观点认为,这样的交易设计,是因为有关部门担心产权交易市场与沪深股票市场争资金,打乱国家通过证券市场安排资金的计划。

份额化的市场魅力

实践证明,份额化交易方式在活跃市场、吸引大量资金方面,具有不可替代的优越性。份额化交易的吸引力是空前的。

2010 年 11 月 12 日,国家区域性(河南)中小企业产权交易市场开盘。该所规定,企业须经产权交易公司保荐挂牌可交易,并采用每手 100 股的标准化交易和连续性竞价。在仅有的 6 个交易日里,成交 4.5 亿元和吸引 2.25 万户自然人投资者开户(机构投资者仅 100 多户)。因与沪深交易所类似的交易模式被暂停交易。

在这个例子中,大多数交易企业并不涉及国有资产,也没有丝毫的金融风险,仅仅是因为交易方式类似证券化而被暂停。

事实上,担心份额化交易导致国资流失的观点,是站不住脚的。份额化只是一种交易方式,国资流失主要取决于产权的估值,以及交易过程中的其它违规运作。金融风险的决定和影响因素,由金融体系和金融内生变量决定,与交易方式无关。相反,产权交易的去份额化,限制了产权的流通效率。

值得思考的是,那些不涉及国有资产产权的份额化交易,最终被清理和整顿,其最根本的原因是交易所不规范运营,以及监管的缺位。诸如各类型的文交所,在各个艺术品份额化交易过程中,各交易所均不同程度地出现内部人操纵份额价格、抬高估值等违规操

最重要的是,混合所有制经济必须依靠产权交易和资产流通来实现。混合制经济快速发展的前提,是清晰明了的产权和产权自由流动。完善的交易流通体制,有利于资本的快速流动和自由退出,进而提高资产管理效率。

发展混合所有制经济最早见于 1997 年召开的党的十五大报告,随后在 2002 年的十六大和 2003 年十六届三中全会报告中均再次出现。从十八届三中全会的相关表述看,中央推动混合所有制经济的决心和力度均会相当大,混合所有制经济必将获得各地方政府大力推动。

可以预见的是,产权交易和股份制改造必将获得较快发展,而产权交易中的去份额化、去标准化交易方式,限制了资本和产权的流通,制约了融资扩大,一定会被取消,只是早晚的问题。

就如 1994 年的“箩筐交易市场”,是资本自由流动的必然萌芽,是资本的内生性增长,任何非市场力量都无法阻止和干预的。尽管“箩筐交易市场”最终被行政手段清理整顿而压抑,但总有一天,它重新走进历史的舞台。之所以这么说,是因为,产权交易表面上看,是经济体制改革的诞生物和衍生物,实质上是资本自由流动的必然,任何不利于资本流通的交易方式,都最终会被抛弃。

无论公有制还是私有制,无论社会主义市场经济还是资本主义市场经济,无论股份制、合作合伙制、联合经营制、联产经营承包制,一切所有制形式和经营管理形态的背后,都隐藏着产权归属问题。

产权是推动经济发展、提高效益的最基本最重要的力量。只有真正解决了产权的归属,当前中国所有的经济问题将迎刃而解。而份额化标准化交易,是提高产权流通效率的最佳途径。