

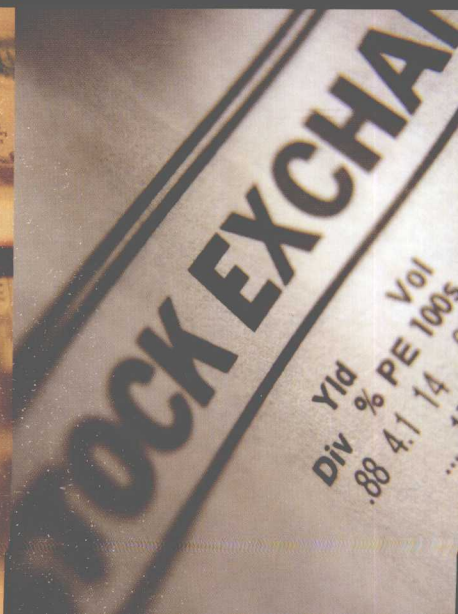


# 价值投资

## ——汪氏模型3.0

上海财经大学出版社


汪康懋 著



# 价值投资

——汪氏模型 3.0

汪康懋 著

 上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

价值投资:汪氏模型 3.0/汪康懋著. - 3 版. - 上海:上海财经大学出版社,2009.2

ISBN 978-7-81098-109-5/F·102

I.价… II.汪… III.证券交易-资本市场-分析-中国 IV.F832.51  
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 002578 号

□ 责任编辑 陈 明

□ 装帧设计 钱宇辰

JIAZHI TOUZI

**价值投资**

——汪氏模型 3.0

汪康懋 著

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址:<http://www.sufep.com>

电子邮箱:[webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海宝山周巷印刷厂装订

2009 年 2 月第 3 版 2009 年 2 月第 1 次印刷

---

787mm×960mm 1/16 22.5 印张 439 千字

印数:5 001-9 000 定价:36.00 元

## 作者前言(第三版)

我,作为一个具有国际学术声誉、有丰富投资银行经验,并对我国证券业作出许多政策建言的金融专家,负责任地对我国资本市场的一些重要课题及本书主要成果进行扼要论述。

### 一、国家理财和利用国际资本资源

我的思路是要最大可能地利用和调动国际资本资源,并把它作为我国市场经济最高形态、国家经济发展重大战略,予以优先运行。

我国的市场经济已经走过了30年的历程,看市场经济的效果,最终要看所创造的真实财富的积累。从30年国内一、二、三产业GDP产出总和,累积出全国人民和企业的储蓄总额为13万亿元。

作为比较,我们不妨来看看本人这30年提出的财经建议为国家从国际资本市场上创造的财富。

第一项,是我创立的国内企业赴海外上市。自1992年我亲自操作的我国第一家企业在美国纽约上市以来,至今,我国总共在海外上市了500家企业,总市值超过5000亿美元,折合人民币35000亿人民币。而国内全部上市的A股流通市值尚只有30000亿人民币,海外上市的市值仍超过了国内的流通市值,可见,中国企业上市吸引海外资金总量胜过国内资金。

第二项,是我在20世纪80年代中全力倡导的国家大规模发行外债,国家已发行外债2000亿美元,另加上各种企业外债估计共有2500亿美元。

第三项,由于我从1985年以来一直提倡稳定汇率政策的实际效果,使FDI猛增,结果是外汇储备已经从1986年时的80亿美元,到今天超过19000亿美元。

第四项,我提倡的出售国有土地使用权,估计有20000亿美元。

以上这4项的总和是46500亿美元,折合人民币是31.6万亿元(超过国内储蓄总额),这仅是现在的数字,我国的优秀国企,除了200多家已经在海外上市之外,后面上市的优秀企业市值会越来越来大。如果走的顺利,定价合理,再上市200

家大型企业，至少可以再拿回1万亿美元。

这是很直接的数字，即国家从海外理财的结果，其累积财富要超过国内GDP增值的累积。由此可见，金融资本是市场经济的最高形态，是国民经济的心脏和动脉。

国家要解决人民就业问题、“三农”问题、能源问题、金融系统的坏账，要产业升级，国防上需要更新海军、空军现代装备，这些都需要大量资金。还有发展文化产业也要用钱。我的思路是应加大向国际资本市场筹集资金，这个财富积累速度可以相当快，效益也相当高。同时，我认为以往引进外资主要靠FDI，但近年FDI在萎缩，今后引进外资主要靠IPO。

这里，我提出国际资本运行产生回报的几种形式：

第一层面，对现有19000亿美元的外汇储备，可以分为两块：第一块，用5000亿美元作为基本储备，用于保卫人民币汇率的稳定，主要投资于美国的财政部债券及各国中央银行的定期存款，其回报率是5%，即每年有250亿美元的回报。第二块用9000亿美元作为非基本储备，即投资型储备，1/3投资蓝筹股，1/3投资资源，1/3投资周边的实体经济，其中的投资国外优质蓝筹股的3000亿美元的回报率保守估计是15%，即每年回报300亿美元，随着外汇储备的迅猛增加，这一块年回报可达1000亿美元。

第二层面，我国可学习新加坡国有控股公司的经验，对较有发展潜力的新兴国家进行工业和实业投资，例如，港口交通、矿产、旅游、零售业（例如华润、招商的做法），中国在香港特区的实业公司基本都是成功的。现在新兴市场经济国家中的印度、越南、泰国、马来西亚、巴西等投资条件都很好。投资眼光好，则回报率可达20%~30%。新加坡就是个例子，在亚太地区投得相当好。还有我们在海外的石油资源投资，哪里有油气，就到那里去投资。这一块将来有相当丰厚的回报。这一块我初步估计每年回报200亿美元，规模从小到大，谨慎投资，但潜力很大。而且，这一块从某种意义上说是必须要投的。因为石油是中国稀缺资源，是我们必然要投的战略项目。有一点我要强调，中央不应准许国有红筹公司在海外从事有无风险的期货产品交易。

第三层面，企业海外上市。基本上今后每年可以在海外上市100家公司。目前，我们在美国、我国香港、新加坡、伦敦四地就可上市50家。我还可以帮助打开悉尼、东京、德国和欧洲的股市。每年上市另外50家公司，每个公司发行1亿~10亿美元，则一年就是50亿~500亿美元不等。例如，建设银行一个银行就是发行

390 亿美元的大项目。这样一年海外上市就可拿回来约 500 亿美元。

海外上市的关键是定价问题,从以前的实例来看,我国在海外上市公司的定价普遍较低,无人把关。现在的定价权最终都在西方投资银行手中,他们说多少就是多少,中国的优质企业只拿 7~10 倍的市盈率,而 1992 年我国在美国上市的华晨公司的定价是 35 倍的市盈率。国家这一块可能少拿了 5 000 亿美元。

以上所述都证明海外的资本市场的容量绝对大过国内的金融市场。如果我们国家理财操作的方式、方法得当,如果我们的定价准确,那引入资金是非常可观的,由于没有金融高级人才,现在就只能听任外资银行主宰。金融市场的潜力极大,但我们金融人才很不过关。有的企业中掌控金融机构的有些人,不仅技术差,而且道德品质差,要么赔了巨额的钱,像中航油、国储铜、中投、平保;要么就是把国家的资本烂掉,转移进个人的腰包。这就提出一个重要问题。我们极需要培养一批能在海内外正确地操作资本运作的人才。新加坡的淡马锡国家控股公司雇了 150 个有经验的海归(硕士以上)的人才,每年创造的回报都很高(20%以上)。这非常有力地说明金融资本运作得好,完全可以用很少的人,来赚很大的钱,从而充实我们的国库。国库内有钱非常重要。现在我们的国家就是缺少这方面的大管家。

30 年改革至今,急需国家理财,尤其是在现在 FDI 逐年下降,如何通过 IPO 引进资金就是一项值得开发的途径了。但我们一些干部只懂得存量资产,不懂得增量资产,不懂金融资本。我提议为各级领导干部补一补这方面的课。

## 二、我国的经济安全和金融安全

当前,我国的金融系统隐藏若干黑洞,一块是商业银行的坏账、烂账。烂坏账分析起来可分为两种:一种是瞎指挥、乱投资、报废的国有资产,目前,只能以极低价(原价的 2%)出售;还有一种是被黑掉,收不回来的资产。例如,周正毅这样的黑色富豪,做小生意赚到第一桶金 50~100 万元左右,而国有银行的贷款回扣千分之五是公开的秘密,黑色富豪用 50 万元贿赂银行的一个信贷干部,就骗贷到 1 亿元,再将公司破产将钱转到境外。目前,约有 4 000 名黑色富豪跑到了美国,被抓回来的仅有 20 人。前两年,国家审计署揭发黑色富豪冯明昌从工商银行南海支行骗贷 74.21 亿元就是一例。类似问题很普遍。银行系统坏掉一批从大到小的干部,如朱晓华、王雪冰、张恩照、刘金宝、梁小庭等。

目前国家纪委、审计署已重点查商业银行中的贪污问题,金融系统的一些人员道德素质低下,而国家派去看管钱财的人,有些是贪的。所以十六届三中全会提出三句话,第一句就是:以道德为支撑。

接下来是证券公司。我们没有按国际的内线交易严格立法。例如，有些知名人士的子女开设证券投资咨询公司，利用内线消息交易或与部分上市公司的高管勾结操纵股价以及通过舆论影响股价波动累积了巨额家产。这是相当大的漏洞，利用当官获取的内线信息资源获取了暴利，在任何国家都是违法活动。还有一个漏洞是几乎公开的上市买路费，有的省级官员贿赂买通证监会的有关官员，以求批准本省一个上市公司，被揭发的证监会副处长王小石受贿就是典型例子。还有一条是做庄，德隆模式引出来的问题，搞了一大堆金融子公司，关联担保，拉抬自己公司的股价。美国百年才只有一个担保公司，因为只有信用等级是AAA才可有担保资格。中国却有上千个担保公司，担保公司手里一没有资金，二没有信用资格，怎么担保？右手担保左手，无非是假担保、软担保，担保公司大都是骗来骗去，我认为要严肃查处担保公司和委托理财。无约束的、大量的担保导致的后果是，企业债务比例太高，过度借贷，超过破产警戒线。

因为不少的证券公司亏空缺资本，故而搞了许多委托理财、国债回购等灰色金融的东西，不幸把许多国企的资金烂掉了，又制造一个大黑洞。证券公司代客理财，以保证国企10%的利润作承诺，年景一坏亏损几十亿元，有相当部分的证券公司垮了或接近垮台边缘，如南方证券、闽发证券等十几个大券商。这是一个非专业的自搞一套的违背市场规律的做法，所以，现在证券行业黑洞也很大。

再看保险公司，也有许多不正规的做法，例如中国人寿被国家审计署查出并公布于众的保险金额不入账目，另立小金库的行为，所以美国证监会曾以此起诉中国人寿。此外，保险公司几千亿元的资金都找不到投资对象，几千亿元资金需要合理回报才行，但中国的蓝筹股太少，无法投，只能等待早点开放QDII，还有人民币汇率问题。所以，中国的金融系统是很脆弱的。

中国的金融系统有相当部分是没有按照国际的通行做法，没有严肃法纪。明明知道国际上对内线交易追查得厉害，但中国的内线交易一直没有被严格的处理和制裁。对明显的利用内线交易发财的典型人物一直没有查处。金融黑洞对国家后果是严重的，如果不从根本上去解决是不行的。所以，我建议要从根本上来解决，从教育入手，今后我想要办金融大学，从办学理念、办学方法、办学课程等等入手，事先就把一个人的素质用心理测试的办法界定好。

### 三、中国金融人才的培养教育需要有大的动作

20年前，美国的企业绩效比日本企业差，特别是在汽车产业上，这些虽然都是产业界的事。但是，哈佛商学院却主动站出来检查自己的教育方法，从源头上寻找

问题。这种精神至今看来仍是相当值得称颂的。因此,对于我国目前金融业的种种问题,也需要从源头上,从中国的金融教育体制上寻找答案。

从教育的源头上看,“文革”以后,中国的金融学被设置为经济学下属的二级学科极不合理。从国际上看,一级的学院设置只有理学院、工学院、商学院、法学院、人文学院、医学院共六个学院,从来没有经济学院的设置。那么经济学科国际上是如何设置的?经济学是与政治学、哲学、社会学、心理学、历史学等并列的,是人文学院下面的二级学科。在欧美、亚太的正规大学里,经济学是作为人文学院下面的一个二级学科,而且,经济学的研究特点是:在某个假设的前提下,利用一些数理模型进行推演的,原则上是理论研究。但金融学(Finance)就不同了,它是为解决国民经济中的具体问题为目标的。金融(Finance)涵盖中央银行、商业银行、投资银行、资本市场、证券、保险、基金、期货、信托、财务公司、租赁、企业财务与投融资、财税政策等等,涵盖了整个国民经济的极大多数部门,是个务实的实证研究的学科,在国外金融多数还跟会计相结合,成为商学院的主导学科、支柱学科,其招生量占整个商学院的60%。而我们中国高等院校对金融学科设置很不合理,原财政部、人民银行的直属院校全部划归教育部,导致缺乏专业领导。中国不设置金融学博士,只授予经济学博士,并且用经济学来统摄所有的金融类的学科内容。所有最高级的金融人才都是经济学博士,而不是金融学博士,所以,从本质上讲,中国金融系统与国际不接轨。

其次,是课程设置上的问题,金融学过去我国没有,基本从西方引进,现在金融学的教材基本上都是照抄西方的。但是抄得很不到家,因为许多教授的英文不够好、专业不够好。我在国内还没有看到一本无论是资本市场、商业银行运作、债券技术、期货方面,还是金融工程专题的较好的教科书。例如,有一本金融教科书是16个学者共同撰写的,但是风格很不统一,有的章节全是口语化的句子和一般常识,有的章节全部都是数学公式,这样拼凑的东西怎么能作为教科书呢?市面上的教科书缺陷是:第一,时间滞后5年;第二,论述不系统;第三,定性东西多,定量东西少。这些编者无实践经验,理论也不到家,只能抄来抄去,不能提供很多实用的工具,而且,本科生的教材与研究生的教材是一样的。还有银行、基金、信托、租赁方面都没有教科书,这方面的问题影响人才培养,导致国内院校毕业生工作难找。还有的教师是自己关起门来搞一套。例如,某大学教授把日本创造学东西抄过来,作为自己编写的创新课程教材,有的把领导艺术的东西作为策略管理教材,总之五花八门,但不是国际主流教材,也没有专家说不,大家互相吹捧。我听到不



少金融系学生抱怨宏观东西教得太多，微观东西太少，出去找不到工作，学生只能自己在实践中瞎摸。

过去几年的证券投资界已经成为投机者大发横财的地盘。以往证券投资界有很多伪实践，没有一个内行权威学者好好地指引。另外，也由于我们的一些传媒过度地介入，例如，某些人并不懂金融，却在电台、电视上频频亮相、演讲，用不正常的介入，宣传类似卜卦的算命先生式的东西，把证券投资界弄得很乱。我回国后，做了大量的工作，写了大量的文章，作了大量的演讲，甚至在全国巡回演讲，出了专著，包括本书的2001年版、2004年版和本版，旨在推动以基本面分析为主的投资方法，现在已形成了业界的共识。

现在，全国不少地方的领导干部不懂金融，缺乏国家理财的观念和知识；国有资产的出售、改制，都不懂得定价的方法，等等，我认为问题相当紧迫。

目前，无论是国有企业问题、就业问题，还是“三农”问题，根本的还是金融的问题。“三农”问题就是国家让利的问题，扶持农业就需要钱；就业问题，需要下岗职工培训，也需要钱；国防问题也是资金问题。总之，这些问题关键还是金融问题。要解决金融问题，还是要从源头上解决，要从道德问题、学术建设、国际化三个方面来解决。

目前回国的金融博士不多，具有金融、会计双学科博士学位的，只有我一人。我准备请一批美国的与我关系密切的一流金融学家作为师资，开办金融大学。现在著名的中欧商学院打的是欧洲师资，长江商学院打的是华裔师资。我现在有美国一流的金融专业的师资，这样，可以从源头上把关，招生加心理测验，强化英语和专业教育。

新加坡、我国香港都有独立的银行学院、证券学院，而中国却把这些都并入综合大学。原有的中国金融学院并入了外经贸大学，还是应该独立出来，让专业界同国外的优秀师资来办好金融院校。

将来，拟议中的金融大学下有银行学院、会计学院、保险学院、证券学院。我想吸收一些东北亚、东南亚国家的金融人才入学，银行业专业证书，金融监管硕士学位，金融与信息硕士学位，这些都是很有前途的专业方向。另外，商学院院长也要三年一轮换。这样才能搞好商学院。

#### **四、创业板解读：民企融资出路**

我作为倡导者有责任对创业板作一解读。回国后，我对江、浙、粤的民企作了普遍了解，发现很多民企利润都在1000万元，因此我建议学习纳斯达克的小资本

市场(Small Capital Market, 不是 OTC),在主板下发展一个中小企业板,同时成立相当于纳斯达克小资本市场的创业板,创业板也要求必须有盈利。我愿意通过回溯其缘起,纠正错误观念,并展望前景。

### (一)缘起美国小资本市场

美国的小资本市场是纳斯达克的子市场。净资产达到 400 万美元,年税后利润超过 75 万美元或市值达 5 000 万美元,股东在 300 人以上,股价达到每股 4 美元的,便可先行升入纳斯达克小资本市场,待净资产达到 600 万美元以上,盈利达到 100 万美元,股价达到 5 美元以上时再升入纳斯达克市场。

为什么要学习美国小资本市场的模式?因为现在国内将推出的创业板明确规定必须有 500 万元盈利要求,其实潜台词是不接受 START UP 公司(刚起步的公司),或者有创投资金注入但没有实际市场效果的公司。而无论美国小资本市场还是中国创业板都有严格的上市条件,针对的是有市场、有盈利、主业清晰的企业,其中我国的中小企业板主要给优质民企上市,创业板给更小的优质民企,但都是市场已成功、风险较小的民企。前几年推出的中小企业板失败率几乎为零,这为创业板奠定了基础。

从世界范围看,纳斯达克是唯一成功的创业板市场,因为它坚持接受代表新经济的 IT 龙头企业。但各地尾随建立的创业板,却难逃失败的命运。美国 ECM、英国 USM 相继于 1995 年、1996 年关闭,澳大利亚尾随其后,韩国 KOSDAQ 以及中国香港创业板等也不容乐观。以中国香港创业板市场为例,当初设立时的基数点位 1 000 点,曾被击穿 400 点,虽然现在回到 1 000 点,但仍有大量上市公司跌去 50% 甚至 80%。目前中国香港创业板有约 180 个上市公司,但自 1999 年成立以来,累积的“没有进展”的个案达到了 106 宗,并出现了欧亚农业的失败案例。

### (二)创业板的前景

我觉得有一点必须强调:中国的中小企业板是主板的附属板块,创业板则相当于纳斯达克的小资本市场。这样设置后,上海证交所主要给蓝筹股上市,深交所给优质民企上市。既然全世界的二板都令人失望,中国香港创业板的失败也进一步给了教训,那么我们新设立的创业板就主要为 50 万家有潜力、主业明确的民企开放股权融资之路。从本质看,股权融资不是为处于市场不清或科技泡沫阶段的创业者服务的,而是为有发展潜力的民企做大做强服务的。

那么刚刚创业的民营企业从哪里筹钱?首先要提倡自有资金的积累。从国际的经验看,企业投资新项目的资金来源 90% 靠自有积累。值得表扬的民企佼佼者,

有娃哈哈和正泰，他们靠的是实实在在的打产品、打市场、打产业，诚信交税，很好地控制积累现金流，而不是靠向银行或股市圈钱，娃哈哈和正泰是我大力推崇的民企融资榜样。再一种就是民间融资。台州、温州 60% 以上的企业融资来源于民间，现在民生银行推出的间接贷款委托以及国家新推出的小额贷款公司就很好地促进了民间融资的发展。

银行向中小企业放款存在深层矛盾。因为银行是全世界最古老的行业，它的第一功能并不是放贷，而是保护储户的储蓄安全，因此贷款首要要求是稳健。国际上银行贷款合理分布为：大型企业贷款 35%、房屋贷款 30%、个人贷款 10%、信用证贷款 6.5%、其他 18.5%。中小企业贷款并非其重点。银行无法解决信用级别不高的中小企业的贷款。所以我建议用六个办法解决中小企业融资问题，即项目融资（无追索贷款）、结构融资（靠项目现金流而非资产抵押）、租赁融资、供应商融资、以应收账款和存货抵押的贷款、民间互助融资。这六种办法能降低银行系统风险，也能解决中小企业融资需求。

创业板的前途如何？首先，我希望在创业板上市的公司能在几年内迅速成长出几个蓝筹股。否则，创业板只不过是分割了主板里面的一块小资本而已。换句话说，将主板分成两块：一块是蓝筹股，一块是中小企业股，再加一层，即相当于纳斯达克的小资本市场的创业板，相应地对应了上海（蓝筹股）和深圳（中小企业板、创业板）两个市场的未来功能。而创业板虽然小一点，其功能是和中小企业板一致的，它向更多民企提供股权融资机会。

再一个要指明的是，第一批在创业板上市的企业的成绩，会极大地影响这个板块未来的前景。研究证明，蓝筹股以每年 10%~15% 的速度增长是稳健和合理的。但如果创业板保持和蓝筹股一样的涨势，那么这个板块只能是主板外的副板。而如果增长迅速，每年 30%~50%（创业板要求 30% 年增长）增长，例如苏宁电器、三一重工 75% 的成长率，那么板块里就很快会成长出大型企业，进而带动整个创业板的发展。所以我建议在审批早期的创业板上市企业时，要多考虑成长率和行业的潜力。当然，行业的潜力不等于科技含量高。现在全球受到热捧的小肥羊和安踏，是传统的消费行业，但瞄准了中国广大的消费市场，显然西方青睐于这样的企业。

中国香港创业板是失败的，我们要避免重蹈覆辙。要学习美国，在中小企业板、创业板里培养蓝筹股，鼓励有潜力、有市场的消费品工业企业先行上市，最终在中国形成一个有三个层次水平的股市体系，即第一层主板（蓝筹）、第二层二板（中小企业板、创业板）和第三层三板（疗养板）。

## 五、创投、金融体制的两种国际模式

创业投资(Venture Capital),简称 VC,不应叫风险投资。国际公认,美国 VC 是成功的,德、日相反。但对美国成功的原因,国内业界存在一种错误认识:认为其成功得益于巨大且完善的股市和退出机制。但据我的实证研究,美国被 VC 投资的公司上市后,VC 套现不到 5%。上市套现不是创投资本家的投资目的,他看好被投资公司未来发展,因此不借 IPO 退出。

在国际 VC 领域,我在国际权威学报《金融研究学报》发表的论文中,首创把 VC 分为两种形态:一种是创投资本家主导型;一种是金融机构主导型。

创投资本家主导的 VC,以美国为代表。创投基金采用有限合伙人制度,合伙人中一定有一位管理合伙人,即创投资本家。虽然他投资额只有 1%,但是核心人物,负责打理整个创投基金,比如投资的行业 and 公司的选择,辅导被投资公司的管理层,必要时调换其 CEO。创投资本家一般都来自投资银行或跨国实业集团的高层,其优势在于有钱、有专业经验、有时间、有人脉关系。有创投资本家参与的 VC 成功率很高,像新加坡祥峰、美国汉鼎这样的创投,成功率高达 85% 以上。因为他不是单纯的投钱,而是介入中小企业的管理,帮助他们解决发展道路上的种种问题。中国目前不缺钱,最欠缺的是中国没有创投资本家,即一批既有钱又有经验、既懂产业又懂投行的专才。

另一种则是以金融机构为主导,日本是其典型代表,银行和保险公司下设 VC,但具体管理 VC 的是中下层银行财务人员。因为缺少产业经验,投钱时只靠常规贷款经验,没有明确的产业思路,投钱后更不会介入企业的发展管理,企业好坏只有出事后才知道,所以这种创投基金隐藏了很大的投资风险,失败率高。

我发表于国际权威学报《金融研究学报》的研究结果显示,两种 VC 投资的公司上市两年后的股价表现,前者上升 80%,后者下降 20.5%。因此,问题的关键不在于企业有没有拿到充足的资本,而是有没有使用好创投资金,而创投资金的使用缺不了创投资本家的智慧和经验。

由 VC 延伸开来,各国金融模式也有两种:一种是仍然以美国为代表的资本市场主导型;另一种则是以商业银行为主导,如德国、日本。

在德国,银行的分行比超市还多,导致成本增加。日本的金融体制里,有一种名叫“命运共同体”的机制,就是一家银行和 50 家企业绑在一起,类似大财团,实施互相零利息借贷。结果呢?放眼整个日本经济,正是因为银行的低成本甚至内部完全无成本的乱放贷造成了大量的坏账,导致崩溃,十年不振。

事实证明，资本市场体制更加成功。广泛的投资者、70%的独立董事、董事会的专业治理结构，这些因素促成了资本市场的成功。中国未来企业融资会更依赖资本市场，所以提高资本市场质量势在必行。

当然对资本市场体制的批评也有，如过分强调短期效应，一切围绕季度财务报表转。这不是太大问题，如果每个季度财务报表都好，整体怎么可能变坏，怎么能不实现可持续发展？

中国的创投是“资金加官员”，其效果和日式金融机构主导型类似，不能识别科技泡沫，对被投公司不能提供全方位的帮助，诸如市场、人脉、产品出路等等，所以失败率高。五年前，上海曾经掀起一次VC投资高潮。政府出资10亿元，配套其他来源的资金30个亿元，总共投资了60个公司。但直到今天，只有两个公司在中国香港成功上市，绝大部分处于停顿状态，等待新资金。问题根源是科技泡沫和无市场开发能力，因为很多被投公司有来头，比如国家科研项目、863项目、院士名头等，但有没有商业价值，科技是否先进，没有人懂。我的看法，在追加投资之前，先要挤科技泡沫，再请一个创投资本家来拓展市场。

根本之点，是要走美国创投之路。创业投资的第一步是确定市场价值；第二步是专业的市场开发，培养或引进创投资本家。这是成功秘诀。

张江高科技园区以留学生创业为主，企业太小，市场不佳，成功率远低于新加坡苏州工业园。因此我的建议是，要对被投资的企业做一个彻底的清查，无论是张江海归办的企业，还是以科研项目为主导的企业，根据清查结果分成A、B、C三类：A类有市场前景，追加投资，引进策略股东，帮助其发展成上市企业；B类项目有市场前景，但欠缺市场运作，立即配备市场运作人才；C类是高科技泡沫，要令其破产，不再输血。这就是中国创投的出路。

## 六、德隆教训：民企过度债务融资的误区

德隆崩盘对证券市场影响很大，作为一名实际操作过千亿美元融资的投资银行家，我应该对不少德隆式企业严肃上一课：国内所谓“资本运作”，哪些是错的，不可做；哪些是对的，可以做。

综观国际绝大多数企业，其资本首要来源均为自有资本积累，而中国主流民企利用经营实业的累积盈余作为资本来源，是安全、健康的，他们很注重现金流的控制与积累，娃哈哈和正泰都是靠自有资本积累发展企业的典型。

不幸的是，从早年牟其中的信用证欺诈，到德隆、三九的关联担保、做庄，再到新温州财团的超额杠杆，仍有不少民企脱离了实实在在的主业经营，以至在“土法

资本运作”上走偏路,入陷阱。

第一个误区:过度借贷、不法借贷。德隆名目繁多的借贷超过 500 亿元,但审下来实质资产连 20 亿元都不到。更有甚者,一部分老板词典里没有“还钱”这个词,用第一桶金贿赂信贷人员,从银行套出上亿元资金后,烂掉公司,将钱转移,导致银行坏账。根据国际惯例,借贷与资产比例不应超过安全借贷比 40%,重工业小于 40%,轻工业 20%,IT 业 5%。德隆已经警钟长鸣,可新成立的温州财团,仅 5 000 万元注册资本就号称“财团”(每家出资仅 500 万元),拟向银行借 100 亿元,杠杆比高达 20 000%,且一上来就要接手德隆资产,本来浙商这些年很稳健,现在反而走向自己并不熟悉的“资本运作”,种种计划表现出冲动和金融幼稚,前景令人担忧。目前温州财团已告停摆。

第二个误区:担保公司滥而无信。中国已有几百家担保公司;而美国百年历史才有数家担保公司。关键是我们担保业和国际脱轨,国际通行的担保实质上是担保公司把 AAA 信用等级借给企业。可现在连企业信用等级都没有,根本没有 AAA 级金融机构,谈何担保?无非是书面的“软性担保”、“假担保”;而这些缺少信用等级的关联担保,正是德隆系崩盘的致命原因。

第三个误区:做庄。这是德隆最大的错误。一个上市公司,在法律规定下可以回购,但绝不可以炒作、拉抬自身股价,这是违法的“内线交易”。上市后管理层唯一能做的就是增加盈利,增发股息,使股价随业绩上涨。可偏偏不少企业热衷于请证券公司委托理财帮助拉抬股价,这在证券业很普遍,造成南方证券、闽发证券、汉唐证券等众多券商的绝境。而国际上企业多余资金均投资商业银行的短期债券、商业票据等安全低风险产品。德隆旗下的金信信托、德恒证券、恒信证券、中富证券接二连三爆出委托理财的黑幕,暴露了金融业又一黑洞。

第四个误区:就是凡做大的企业,都想介入金融业,如德隆旗下有五六个金融子公司。但反观国外,500 强极少采用这种模式,除了 GM 下属因汽车租赁需成立金融租赁公司外,鲜有大型企业介入金融业。此外国际上只有有 100 亿美元资产的企业才可以用“集团”名称,我看中国起码 30 亿元以上才可用“集团”、“财团”的名称。

作为一名亲商爱国的国际学者每看到这些做法,我都很痛心,金融是市场经济的最高形态,资本市场是国民经济的心脏与动脉,是高级严肃的工程,绝不能庸俗化,更不能借口本土化,自创出非法的东西。现在看起来,有必要跟全国工商联合作,进行一次全国大型民企老总的辅导,包括产业、策略和资本运作指导。

很多老总会问我，那钱应该从哪里来？我现在建议若干可行的正规资本运作。

首先，优质民企可做股权融资。国内有两个证交所，加上我一直推动的中小企  
业板、创业板，以及海外有四个股市愿接纳中国优质企业：新加坡、中国香港、伦敦  
和美国。当然股权融资也要注意两个误区：一是不要盲目多元化；二是切忌“后门”  
买壳上市。

实力不够或上市后仍需债权融资的企业，除常规银行融资外，我向民企建议六  
种适合中国国情的债权融资模式：项目融资（无追索贷款）、结构融资（靠项目现金  
流而非资产抵押）、租赁融资、供应商融资、以应收账款和存货抵押的贷款、民间互  
助融资。

项目融资的优点是企业本身不用作抵押或担保，而是以项目本身产生的现金  
流作抵押。项目必须有足够的现金流来付息还本，才能得到银团的融资。这样，只  
有好的项目才能通过银行融资审查，促进了项目遴选和管理。一方面督促了企业  
对现金流的重视、管理，另一方面降低了银行坏账的可能性。

结构融资的要点是不看企业的资产大小，不要资产抵押，只看企业未来有无签  
到可靠合同，有无明确的现金流，如有现金流则放贷。从次贷危机教训来看，这种  
融资方式风险低，国外大银行都有大规模的结构融资，建议国内银行尽快实行结构  
融资。

租赁融资在国外是一个成熟的融资模式，其实质就是分期付款，减轻企业一次  
性购买大型设备的借贷压力，且易于租赁期满后更新设备。在美国，各种租赁占  
GDP的33%，中国仅万分之一，租赁融资应有很大发展空间。以上三种融资方法  
主要针对企业硬件投资。

民间互助融资、以应收账款和存货抵押的贷款和供应商融资主要针对中小企  
业的流动资金融资。民间互助融资的优点是借贷双方在同一地区，相互认识，信用  
度了解高，这种模式在韩国运用很成熟，甚至在移民中也广泛运用，可资借鉴。民  
间资金充裕的温州在互助融资方面，包括信贷员责任制制度，有成功经验。而供应  
商接受延期付款，实质就是供应商借钱给企业，一定程度上可以缓解企业流动资金  
压力，而企业的信誉在赢得供应商融资方面扮演关键角色。以应收账款和存货作  
为抵押对企业进行流动资金的贷款是根据中国国情提出来的，有很大可行性。

总结德隆教训，希望“德隆式”企业能改弦易辙，否则会有更多“中国安然”垮  
台。当然，政府也应奖罚分明：对于那些促进就业、纳税、信用、社会责任的民企，应  
给予认定AAA信用等级，准予优先购买国企股权、融资优先、广告优先；对于误入

“空手套白狼”误区的企业,加强年审,企业和银行都需建立风险管理委员会。在政策上,公布各行业安全借贷比例,控制金融业准入门槛,清理担保公司和委托理财业务,让我们的金融业走得更稳健一些,起码不再新造金融黑洞。

### 七、走好海外上市的四座桥

自从1992年我策划和操作中国第一家海外上市企业华晨汽车在纽约股票交易所挂牌以来,中国企业海外上市之路已经走过了17年。作为中国企业海外上市的首创者和开拓者我很欣慰地看到,17年海外上市之路取得了很大的成就和进展,近500家中国企业走向了国际资本市场,其中在美国上市的有45家,新加坡有48家,中国香港有351家。

为什么要致力于拓展海外资本市场?我们来看一些数字。

据我的估算,单单这500个企业在海外上市的总市值已达5000亿美元,已超过了国内1530家A股企业的流通市值——3000亿美元,可见从资本容量的角度看,海外市场的能量是巨大的,是国内资本市场的重大补充。

再看国内可投入资本的潜力,虽然经过30年的改革发展,我国的财富已有相当的积累,但仍和西方发达国家相差太远。总计5万亿美元的国内存款,即使拿出五分之一投放股市,也只有10000亿美元。这个资金量,是美国任何一个大型的退休基金都可以达到甚至超过的,比如加州教师基金。

要解决资金困境,摆在我们面前的是两条路:一条路是把国外的资金引进来,像QFII,但因为国外资金只能逐步进来,而且不能超过国内资金以免形成操控,所以通过这种方法获得的资金也是有限的,只能逐步来;另一条就是让国内企业到海外上市,主动到国际资本市场上去获得资金。但海外上市未来盘子到底能做多,就需要提出一个实事求是的图景,以反映国际股市真正能够接受中国企业的可能规模和速度。

世界十大股市,国际化程度普遍很高,但真正对中国企业持接受和欢迎态度的并不多。德国的法兰克福股市,国际化程度最高,挂牌的5000家成长型企业中有4000家都是非本土企业。但我多次拜访德国股市高管,得到的反馈意见是,德国和欧洲的投资者并没有在心理上准备好接受中国的企业去上市,目前只有一家中国环保企业在法兰克福股市上市,而且还是德国股东,也就是说欧洲股市对中国企业基本封门。这其中是有文化的差异、欧洲同盟内向的心态,也有我们自身的原因:“后门”上市的企业素质低,上市后普遍缺乏后劲,给欧洲投资者留下了不良印象。同样的事情也发生在加拿大、爱尔兰、悉尼等股市。悉尼股市总裁2003年底与我



在澳亚金融年会见面时也抱怨“后门”上市的中国企业素质低。目前他们均采取观望态度。而日本的股市由于语言、文字障碍，本身国际化程度就不高，不适合中国企业上市。

这样，全世界的海外上市就剩下了四座桥：美国、新加坡、中国香港、伦敦。

美国两大股市对中国企业的吸纳是缓慢、均匀、有理性的，平均每年3.1个，只有中国一流最大型的企业才能进入。从资本数量来看，美国股市是全世界最有能力可以接受中国大型企业去上市的。

新加坡的优势在于它有几百家国际基金，是世界第三大基金所在地、第四大外汇交易地；而且新加坡政府不仅有吸引中国企业的政策上的考虑，本身中央公积金、国家控股公司也有相当大投资需求。我在新加坡国立大学任教时一直致力推动新加坡交易所吸纳中国优秀企业，几年后终于形成新加坡全民共识。他们青睐盈利在3千万元到5千万元左右，行业排名前三位，制造型的或实业型的企业。这几年每年新加坡交易所都吸纳10家中国企业。

至于中国香港，由于其本地适合上市企业资源已经耗尽，祖国内地的优秀企业就成为它扩大股市容量的资源库，因此现在的速度是每年30家。但中国香港的创业板风险也很大，只有一个时髦的概念而没有实体的企业运作，自然会出现欧亚农业的杨斌事件，对中国民营企业来说，是一个教训，也带来不良的后遗症。伦敦每年也可吸收5家中国企业上市。

只有四座桥，每年可容纳50家企业，可现状是千军万马都在挤。这种一窝蜂，很可能会排斥了优质企业，放行了暂时不符合海外上市条件的企业，这些企业往往存在过度包装、作假、没有发展潜力的问题，有的只有一个概念，给海外上市的后来者设下绊脚石，浪费了宝贵的国际资本资源。

所以，我呼吁要走好这海外上市的四座桥，不要千军万马挤四座桥，只有精英的达标企业才有资格走出国门。到海外上市的企业应该是自律的，不弄虚作假，不过度包装；其管理层应该是有国际策略眼光、长远发展的，不蒙混过关。作为海外上市之父，我了解各国投资者的心态和喜好，如果政府和企业帮我搭建一个平台，我相信我可以把其他的桥也搭建起来（如悉尼），让更多的中国企业走进国际资本市场，这是我人生最大的心愿。

#### **八、上市企业在国际资本市场生存之道：精、新、净**

海外上市企业的负面新闻对海外上市的中国企业的影响是巨大的（如国美黄光裕事件），已上市的股价受挫，将上市的法律审查、会计审查会加强。由此可见，