

徐洪才 著

The Research *of*
China's Capital Market

中国资本市场研究

—— 对一个现实金融问题的理论思考



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



徐洪才 著

The Research *of*
China's Capital Market

中国资本市场研究

—— 对一个现实金融问题的理论思考

经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场研究：对一个现实金融问题的理论思考/徐洪才著. —北京：经济管理出版社，2004

ISBN 7-80207-040-6

I. 中... II. 徐... III. 资本市场—研究—中国—文集 IV. F832.5-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 095208 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：北京晨旭印刷厂

经销：新华书店

责任编辑：张 艳

技术编辑：杨 玲

责任校对：平 实

787mm×1092mm/16

19.25 印张

276 千字

2005 年 1 月第 1 版

2005 年 1 月第 1 次印刷

印数：1—3000 册

定价：49.00 元

书号：ISBN 7-80207-040-6/F·41

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

序 言

汪海波

徐洪才博士是我国著名青年金融专家，现在执教于首都经济贸易大学金融学院。在此之前，他曾任中国石化集团工程师、中国人民银行总行公务员、广发证券股份有限公司上海总部总经理和北京科技风险投资股份有限公司副总裁。据我所知，这种经历在大学教授和学者当中并不多见。本书辑录了他十年来论述中国资本市场问题的40余篇文章。作为一名具有丰富金融实践经验的年轻学者，他始终关注我国经济、金融市场中的现实问题，并经常就一些重要问题做出理论分析，提出对策建议，其中不乏独到见解。这反映了他有着深厚的理论功底，同时也体现了他的历史使命感。

我认识徐洪才要追溯到1993年，那时他刚从中国人民大学哲学硕士毕业，在27名考生的激烈竞争中，他以总分第一的成绩考上了我国博士研究生，主攻方向为金融投资。十多年过去了，我目睹了他的不懈追求和成长历程。为他的著作写序，这是第二次。1997年，徐洪才的博士论文《投资基金与金融发展》由中国金融出版社出版，我为他写了一篇序言。在那篇序言里，我写道：“正当我国加快金融改革步伐、加快国内金融市场尤其是证券市场与国际市场接轨的重要历史时期，徐洪才同志的博士论文面世了。这部专著的出版，适应了我国深化金融体制改革和建立有中国特色社会主义金融体系的需要，填补了我国金融投资领域的一项空白，具有重要的理论意义与实践意义。”同时，我“希望徐洪才同志在以后的学术研究过程中，进一步大胆探索，勇于开拓，取得更大的成绩，为中国社会主义现代化事业做出更大的贡献。”现在看来，他并没有让我失望。

十多年来，徐洪才一边从事金融业务实践，一边进行理论思索，经常

有独到见解的文章发表。在这部著作里，他紧紧地围绕中国资本市场建设和提高资本资源的配置效率这一重要课题，分别讨论了资本市场、投资银行、投资基金、风险投资、中小企业融资以及金融改革和对外开放等问题。在他的文章里，很少看到引经据典和长篇大论，文字朴实无华，逻辑思路清晰，所写内容都是实际经济生活中的突出问题，在直白的文字表述当中常常闪耀着深刻的哲理。可以说，本书的每一部分内容都有真知灼见，每一篇文章都值得一读。

与他的博士论文相比，虽然这部新的著作是不同时期的文章汇集，但是两部著作的逻辑结构同样严谨，而在涉及资本市场、投资银行和风险投资等新的研究领域，本书则提出了许多新的理论、见解。例如，徐洪才创造性地提出了资本五级价值增值理论模型和我国多层次资本市场体系的“9+1+1”模式以及新的企业生命周期理论，等等。对一些具体金融操作业务，徐洪才也有新的解决方案，例如国有股减持问题、以股抵债问题等。1998年，他率先提出开放式基金上网交易的思路，这在《中国证券报》曾经引起讨论，而最近两年出现的LOF（listed open-end funds）和交易所交易基金（ETF），则比徐洪才提出时晚了好几年时间。这些说明徐洪才近年来的金融实践经验和理论水平都已今非昔比了。

我相信，转轨时期中国资本市场建设中的诸多问题肯定都会得到顺利解决，而这些问题的解决又离不开一大批有责任感的经济学家的共同努力。最后，我还是希望徐洪才同志在以后的学术研究中，进一步大胆探索，脚踏实地，勇于开拓，取得更大成绩，为中国社会主义现代化事业做出更大的贡献。

2004年8月29日于北京

前言 关注中国资本市场

大家看到的这本《中国资本市场研究——对一个现实金融问题的理论思考》是我十年来从事学术研究的一个小结。其实我早就想对自己的学术思想进行一番理论“清算”，但是一直苦于没有时间，今年暑假终于完成了这一任务。

蓦然回首，十年过去了，如果说没有感慨，那一定是假的！

1994年7月的一天，前上海万国证券公司总裁办公室来电话，说我的文章《国有资产经营模式比较研究》获得了全国惟一的一等奖（奖金两万元人民币），这一喜讯着实让全家人欣喜了好一阵子。当时，我正在中国社科院攻读博士学位，对于一个穷学生来说，这无疑是雪中送炭和喜从天降。让我难忘的是，万国证券公司管金生总裁为此专门在上海锦江小礼堂搞了一个隆重的颁奖仪式，他邀请了国内外金融界众多名流出席。管先生提出要“把万国打造成为中国的美林和野村”的豪言壮语，现在还依稀萦绕在我的耳边。记得当时由万国证券副总裁王培君女士主持会议，大家都知道这里是当年周恩来总理与尼克松总统签署《上海公报》的地方。我的文章的核心思想是将国有资产委托给基金公司管理。转眼之间，十年过去了。

记得在4年前的一天，也是在锦江小礼堂，王女士仍然是主持人，但这一次与十年前不同，这是与北京联办资产管理公司的一个普通签约仪式

式，上海创业投资公司将2亿元国有资产委托给“联办”这一民间机构管理。签约仪式结束，王女士发现了静静地坐在最后一排的我，我们百感交集：我感慨于6年前自己提出的“奇谈怪论”居然付诸实施，这时候已没有任何争论，平静得看不见一丝涟漪。我想起了小平同志说过，“要大胆地试，不要争论”。正是这种“只干不说”的务实行动，让我看到了中华民族伟大复兴的希望。

十年后的今天，我步入了“不惑”之年，并成为一名大学教师。在此期间，我先在中央银行（北京的“金融街”）工作，接着“下海”到了证券公司（“上海滩”），后又去了风险投资公司（北京“中关村”）任职，再后来就是“上岸”回到了大学课堂（北京的“CBD”和“总部基地”）。十年风雨兼程，终点又回到了起点。回想起这段历程，虽然没有取得什么大的成就，但是学术研究却从未懈怠，让我欣慰的是自己没有虚度光阴。

在1994年和1995年，我主持编写了中国第一本大型投资基金工具书——《投资基金运作全书》（1996，中国金融出版社）。当时美国邓普顿基金公司的Dr. Mobuis亲口告诉我，“这也是全球第一本”投资基金工具书。1996年我完成了博士论文——《投资基金与金融发展》（1997，中国金融出版社“金融博士文库”）。1997年亚洲发生金融风波，这一年我和任映国教授共同主编的《投资银行学》第一版出版了，1999年和2002年又出版了该书的第二版和第三版。2004年，我完成《中国资本运营经典案例》（上、下）的主编工作，不出意外的话，年内将由清华大学出版社出版。

当然，这些研究都是在“业余”时间进行的，而且只是我的部分成果。此外，十年来我还发表了不少文章和学术演讲，其中代表性言论便构成了本书的内容，而对转轨时期中国资本市场的研究，则构成本书的一个基本逻辑线索。本书的内容分为四个部分，第一部分：资本市场和投资银行；第二部分：转轨中国的投资基金发展；第三部分：转轨中国的VC与中小企业融资；第四部分：转轨中国的金融改革与开放。为了适合这一内容框架，文章的时间序列只好打乱了。为了尊重历史，文章几乎都保持了

原貌，从中不难发现不同时期的历史痕迹。

二

本书重点从“资本问题”的角度来研究资本市场，而这里的“资本问题”有着两层含义：一是指资本数量上的供给不足；二是指资本使用上的普遍低效。我认为，目前我国总体上仍然处于从计划经济向市场经济的转轨时期，在相当长的时间里“资本问题”将是制约我国国民经济可持续发展的一个突出问题，而这一问题的根本解决则取决于一系列经济体制改革的深入和稳步推进，其中金融市场的改革与发展无疑是重中之重。

据人民银行统计，截至 2004 年 6 月底，我国广义货币 M2 余额为 23.8 万亿元，狭义货币 M1 的余额为 8.9 万亿元，流通中现金 M0 的余额为 1.9 万亿元；全部金融机构本外币存款 24.22 万亿元，贷款余额 18.1 万亿元；居民储蓄存款余额为 12.04 万亿元，私人部门储蓄率继续保持在大约 40% 的高水平。但是，如果套用著名的“二八规则”，即 20% 的人拥有了 80% 的财富，80% 的人拥有 20% 的财富，那么就不难发现在 12.04 万亿元储蓄存款当中，80% 的穷人人均只占有 2300 元，不足以保障一个城市居民一年的最低生活支出。这表明，我国普通老百姓的致富之路依然十分遥远。

目前，我国有 13 亿人口，其中有 9 亿农民，人均 GDP 刚刚迈上 1000 美元的台阶。在一个不太短的时间里，农村的城市化和建设全面小康社会将会伴随我国经济向市场经济转轨的全过程，而实现这一战略目标将需要大量资本的推动。由于我国金融市场不发达，从储蓄向投资转化过程中不可避免地伴随着资本浪费和资源配置低效率。

一个很直观的例子是日本每吨标准煤投入的产出或对 GDP 的贡献大约是中国的 6 倍，我国是世界上资源消耗大国，同时也是资源浪费最多的国家之一。当然，这里面有技术差距因素，也有制度方面的原因，而归根

到底则是由于制度比人家落后。另一个例子是国有商业银行不良资产比率长期居高不下，平均达到 20 个百分点，相对于银行 4 个百分点的利差收入（国际银行业平均利差水平仅为 2% 左右）来说，这足以让银行在理论上破产。

不妨再看一看另外几个数字：据人民银行统计，2004 年上半年国内企业融资总量为 1.9 万亿元，其中贷款 1.6 万亿元，占 82.7%；其余分别为国债 2320 亿元，企业债 85 亿元，股票 858 亿元，可转债 40 亿元，直接融资总共占 17.3%。这表明，我国以银行间接融资为主的融资结构并没有得到根本改善。

再从资本需求看，目前国有企业的预算硬约束机制尚未建立，普遍存在资本需求“饥渴症”和资本使用浪费的现象。与此相对照，民营企业和广大中小企业融资十分困难，普遍存在金融服务缺位。这种情况，在短期内会影响到我国宏观调控政策的实施效果，造成宏观经济周期性大起大落和资源浪费；从长期看，则会严重阻碍我国国民经济转轨进程和发展战略目标的实现。

因此，解决我国“资本问题”不仅有眼前的现实意义，而且具有长远的战略意义。基于这一认识，十年来本人一直没有停止对现实经济中“资本问题”的解决及资本市场建设的理论思考。本书是一组文章的汇编，内容自成体系。这里虽然找不到我国资本短缺和低效使用问题的完整解决方案，但却能折射出十年来本人学术研究的基本轨迹。

三

如前所述，转轨中国的“资本问题”的彻底解决将有赖于一个多层次资本市场体系的建设，而关键是要建立一套市场机制，特别是要建立一套资本资源的市场化配置机制，诚如吴敬琏教授所言，“制度重于技术”。这里涉及的问题主要有四个方面：

一是发展资本市场与培育投资银行机构的问题。资本市场是指期限为一年以上的长期金融市场，投资银行是指从事全部资本市场中介服务业务的金融机构。我国资本市场的问题归结为一点，就是结构单一和缺乏多层次性，不能满足企业多样化的融资需求。因为，企业融资、资本市场和投资银行三者之间是相互影响和统一的。就企业融资而言，我提出了新的企业生命周期理论；就资本市场而言，我提出了我国多层次资本市场的“9+1+1”模式，同时揭示了资本运动的五级价值增值规律；就投资银行而言，投资银行的任务是创造五级资本价值增值，应该为企业提供多层次的金融服务，按照五级价值增值理论，投资银行的创新空间将十分广阔。这些观点收录在本书的第一部分。

二是发展机构投资者，特别是发展投资基金产业的问题。在1996年，美国共同基金业的资产规模超过了商业银行的资产规模，成为美国第一大金融产业，9年前本人的博士论文就此专门做了系统探讨。近年来，我国投资基金业已取得了长足进步。由于发展投资基金等机构投资人是改进我国资本市场功能的一个重要手段，因此，我一直关注投资基金发展的问题。收入本书的文章，涉及到投资基金的方方面面。让我感到欣慰的是，其中有的设想已经被后来的实践所印证，有的则在发表多年之后引起了监管部门和市场人士的注意。例如，基金业发展三步走战略、国企重组基金问题、多层次基金监管体系问题、开放式基金上网交易，等等。这些内容集中在第二部分论述。

三是发展风险投资和改善中小企业融资体系的问题。风险投资是美国新经济的发动机，这一结论已经被历史事实所证明。我国风险投资起步于20世纪90年代中期，经历了近10年的起起伏伏，现在依然处于艰难的起步阶段。与风险投资紧密相连的是中小企业融资问题。在本书的第三部分，收录了我的一组文章和重要学术演讲。由于本人亲自参与风险投资的实践，因此所揭示的问题都是源于实际业务的经验总结。例如，本人首次提出风险投资家与创业企业家之间是一种合作博弈关系，而风险投资的根本任务是培育企业和企业家；本人还提出了发展风险投资和改善中小企业

融资，最终将取决于我国多层次资本市场体系的建立。这些观点在业内引起了一定反响。

四是深化我国金融体制改革和搞好金融对外开放的问题。有关这一问题，在本书第四部分较多地是从微观事件分析入手，体现了本人偏好微观观察的习惯。收录的几篇文章，有的摘自专题研究报告，如有关1994年墨西哥金融危机的论述；有的是《投资银行学》的教学案例，如1995年巴林银行倒闭和1997年国际金融炒家进攻香港金融市场的分析；有的则纯粹是即兴“小品”，如有关金融改革的几个热点问题。总体而言，这部分内容比较零散，反映了本人这方面的研究仍然有待深入。

总之，以上四个方面都与我国资本市场建设问题密切相关。十年的学术研究，实际上是一个边实践和边学习的过程。总结这一过程，我感到自己非常幸运，是党的改革开放政策和轰轰烈烈的金融实践给了我观察问题的极好机会。我刚刚步入“不惑”之年，脚下的路还很长，在下一个十年里，我希望自己能够为社会奉献出更多的理论成果。

徐洪才

写于2004年暑假

目 录

第一部分 资本市场与投资银行

一、论国有资产经营管理模式	(1)
1. 授权直接经营管理模式	(1)
2. 参股直接经营管理模式	(2)
3. 银行间接经营管理模式	(3)
4. 基金间接经营管理模式	(4)
5. 国资组合经营管理模式	(5)
二、论资本运营中的几个问题	(8)
1. 重新认识资本运营问题	(8)
2. 换股定价与国有股流通	(10)
3. 关于“以股抵债”的定价	(14)
4. 整体接收与选择性收购	(15)
三、资本市场与国有经济结构	(18)
1. 国企资本与负债结构	(18)
2. 改革成本的承担模式	(22)
3. 资本市场与调整结构	(24)

四、论资本市场“9+1+1”模式	(28)
1. 一个战略新思维正在形成	(28)
2. 企业生命周期与企业融资	(28)
3. 资本市场与资本五级增值	(30)
4. 10 个方面的重要现实意义	(32)
5. 产权交易市场存在的问题	(34)
6. “9+1+1”模式的基本框架	(35)
五、资本增值与投资银行新体系	(40)
1. 投资银行理论研究的现状	(40)
2. 资本市场与五级价值增值	(43)
3. 投资银行与五级价值增值	(45)
4. 资本的五级价值增值模型	(49)
六、论国际投资银行发展新趋势	(52)
1. 投资银行业并购浪潮	(52)
2. 投资银行的产品创新	(55)
3. 投资银行与网络市场	(58)
4. 投资银行业风险监管	(65)
5. 证券监管的国际合作	(74)
七、论资本市场与江西经济发展	(79)
1. 科技与金融间的关系	(79)
2. 资本市场与江西经济	(80)
3. 发展江西经济的建议	(83)

八、中国上市公司资本运营评析	(86)
1. 长江电力上市融资	(86)
2. 上海国有企业改革	(87)
3. TCL 集团整体上市	(87)
4. 全兴股份管理层收购	(89)
5. 胜利股份委托书收购	(89)
6. “琼民源”造假案例	(90)
7. 百科药业股价操纵	(90)
8. 民生证券股权争夺	(91)
9. 金融行业外资并购	(91)
附件：徐博士谈全球新兴市场	(93)

第二部分 转轨中国的投资基金发展

一、发展证券基金的理性思考	(97)
二、论多层次基金监管体系	(100)
1. 关于信托定位	(100)
2. 管理人的监督	(101)
3. 基金公司治理	(102)
4. 有限度的融资	(102)
5. 基金财产独立	(103)
6. 三类关联交易	(104)
7. 上市公司治理	(104)

8. 基金监管体系	(105)
9. 托管银行责任	(106)
10. 转型套利机会	(106)
11. 关于保本基金	(107)
12. 托管风险控制	(108)
三、论中国开放式基金发展	(109)
1. 开放式基金市场环境	(109)
2. 关于基金流动性管理	(111)
3. 基金当事人法律关系	(114)
4. 开放式基金资金来源	(116)
5. 开放式基金产品设计	(118)
6. 开放式基金销售方式	(120)
四、我国香港特别行政区投资基金经验	(123)
1. 香港投资基金历史	(123)
2. 香港单位信托基金	(124)
3. 香港证监会(SFC)	(126)
4. 香港投资基金公会	(127)
5. 管理与托管的制衡	(128)
6. 基金投资者的监督	(129)
五、发展基金、企业改制与培育市场	(130)
1. 发展基金与转变企业机制	(130)
2. 发展基金与培育资本市场	(131)
3. 三者之间联动与协调发展	(133)

六、Cultivate Investment Fund and Promote Financial Development In China	(136)
Introduction	(136)
Part One: Cultivating Investment Fund Is the Urgent Need of China's Financial Development	(136)
Part Two: Quicken the Development of Investment Fund, Promote the Financial Development in China	(143)
七、论组建国有企业重组基金	(153)
1. 提出国企重组基金的背景	(153)
2. 组建国企重组基金的意义	(155)
3. 国企重组基金可行性分析	(159)
4. 国企重组基金组建方案	(161)
5. 基金如何参与资本重组	(163)
八、中国投资基金业发展战略	(167)
1. 中国基金业总体发展战略	(167)
2. 中国投资基金的组织战略	(170)
3. 中国投资基金的品种战略	(171)
4. 中国投资基金国际化战略	(173)
九、关于证券投资基金试点	(176)
1. 基金试点工作基本评价	(176)
2. 关于基金入市的切入口	(181)
3. 开放式基金“上网交易”	(184)

附件: The recent development and future outlook of China's investment fund industry	(187)
Introduction	(187)
China: the most attractive emerging market in the world	(187)
China's investment industry	(188)
China's potential investment fund development	(190)
Strategies for foreign investors to enter China's investment fund	(191)
Conclusion	(192)

第三部分 转轨中国的 VC(风险投资) 与中小企业融资

一、关于 VC(风险投资)的基本观点	(193)
1. 风险投资家与创业企业家	(193)
2. 风险投资与培育上市公司	(195)
3. 兼并收购与风险投资退出	(197)
4. 关于风险投资的退出策略	(199)
二、巨斧砍下与 VC 行业发展	(203)
三、培育企业家是 VC 的任务	(205)
1. 关于 VC 的特殊规律	(205)
2. 关于融资业务的创新	(208)
3. 关于投资理念的创新	(209)
4. 回答听众提出的问题	(213)