

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

# 资本市场 理论与运作

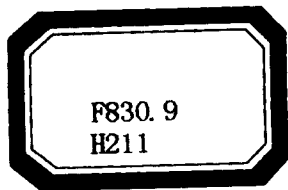
Capital Market  
Theory and Operation

何小锋 韩广智 / 著

中国发展出版社

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY



何小锋/主编

# 资本市场 理论与运作

## Capital Market Theory and Operation

何小锋 韩广智/著

中国发展出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场理论与运作/何小锋, 韩广智著. —北京: 中国发展出版社,  
2006. 2

ISBN 7-80087-910-0

I. 资… II. 何… III. 资本市场—研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 157427 号

书 名: 资本市场理论与运作

著作责任者: 何小锋 韩广智

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 7-80087-910-0/F·553

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京大地印刷厂

开 本: 670×990mm 1/16

印 张: 29.125

字 数: 490 千字

版 次: 2006 年 2 月第 1 版

印 次: 2006 年 2 月第 1 次印刷

印 数: 1—8000 册

定 价: 50.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: [fazhan@src.gov.cn](mailto:fazhan@src.gov.cn)

---

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

# 总·序

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有1%的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在3000元以上。这样就要花费（ $3^7 \times 3000$ 元）=6561000元。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这656万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加10倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，被

这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO 悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花10元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是12元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以3元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在13年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有60多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是1992年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到13年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从90年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

2005年末于未名湖东畔

# 目·录

序 言：告别江湖式的资本市场	1
----------------	---

第一章 资本市场运营的理论分析框架	9
-------------------	---

1. 资本市场运营的经济学分析框架	10
-------------------	----

【1】 资本市场运营的对象	11
【2】 资本市场运营的环境约束	13
【3】 资本市场运营的目标	15
【4】 资本市场运营的一般方法	16
【5】 资产运营视角下的经济学	18

2. 无形资产市场运营的一般模式	19
------------------	----

【1】 无形资产运营对象的性质	20
【2】 无形资产运营的环境	23
【3】 无形资产运营的目标	24
【4】 无形资产运营的方式	24
【5】 总结性的逻辑框架	25



### 3. 信息、市场规模、治理制度和信托金融 26

- 【1】 信托金融的提出 ..... 26
- 【2】 信托金融分析框架的构建 ..... 28
- 【3】 信托金融的模型分析 ..... 30
- 【4】 模型的政策含义 ..... 35

## 第二章 资产现金化 36

### 1. 资产现金化的经济理由 37

### 2. 现金资产现金化：QFII 和 QDII 之间的机会 39

- 【1】 现金资产现金化的可能路径 ..... 39
- 【2】 QFII 和 QDII 的经济合理性 ..... 40
- 【3】 QDII：一种构想 ..... 43
- 【4】 中国实施 QFII 制度的功能悖论 ..... 47
- 【5】 QDII 与 QFII 的盈利模式分析 ..... 49

### 3. 实体资产现金化：资产出售的分析框架 53

- 【1】 实体资产现金化的可能路径 ..... 53
- 【2】 资产出售的分析框架：许荣茂案例的一个猜想 ..... 54

### 4. 证券资产现金化：开放式证券投资基金的赎回和产业

#### 投资基金的退出 62

- 【1】 证券资产现金化的可能路径 ..... 62
- 【2】 开放式证券投资基金赎回中的效应 ..... 63

【3】 产业投资基金中的证券资产现金化 .....	70
---------------------------	----

## 5. 信贷资产现金化：专业处置不良资产 AMC 的转型 .....

【1】 信贷资产现金化的可能路径 .....	77
【2】 一个金融分析框架 .....	79
【3】 一个金融分析框架下的 AMC .....	82
【4】 AMC 转型路径的选择 .....	86
【5】 不良资产处置的未来选择：美国经验 .....	90

## 第三章 资产实体化 .....

### 1. 资产实体化的经济理由 .....

### 2. 现金资产实体化：以投资中的实物期权为例 .....

【1】 现金资产实体化的可能路径 .....	97
【2】 投资决策视角下的实物期权 .....	98
【3】 构造一个实物期权 .....	100
【4】 实物期权的构成要素 .....	102
【5】 实物期权的思想逻辑 .....	106
【6】 实物期权的来龙去脉 .....	107

### 3. 实体资产实体化：资产置换、买壳上市和资产的

#### 优化配置 .....

【1】 资产实体化的可能路径 .....	109
【2】 资产置换的一个分析框架 .....	111
【3】 一个“买壳”的资产置换：中国重汽案例 .....	115

## 4. 证券资产实体化：IPO 的一个逻辑分析框架 124

- 【1】 证券资产实体化的可能路径 ..... 124
- 【2】 IPO 的制度约束 ..... 125
- 【3】 选择 IPO 的经济理由 ..... 137
- 【4】 一个公司如何实施 IPO ..... 139

## 5. 信贷资产实体化：MBO 的前因后果 146

- 【1】 信贷资产实体化的可能路径 ..... 146
- 【2】 中国 MBO 的历史沿革 ..... 147
- 【3】 MBO 的全集：杠杆收购 ..... 150
- 【4】 中国 MBO 的产生逻辑和约束条件 ..... 154
- 【5】 实施 MBO 的经济理由 ..... 163
- 【6】 MBO 的一个战术决策框架 ..... 166
- 【7】 中国 MBO 存在的悖论 ..... 168

## 6. 资产实体化的综合转换：PPP 中的 PFI 融资 173

- 【1】 资产实体化可能路径的综合 ..... 173
- 【2】 PPP 中的项目融资原理 ..... 174
- 【3】 PPP 项目融资的构建 ..... 179
- 【4】 一个综合案例：亚洲某迪斯尼乐园 ..... 185

## 第四章 资产证券化 190

### 1. 资产证券化的经济理由 191

## 2. 现金资产证券化：股票回购的理论、案例 192

- 【1】 现金资产证券化的可能路径 ..... 192
- 【2】 中国股票回购的个案 ..... 194
- 【3】 公司股利视角下的股票回购 ..... 196
- 【4】 股票回购的经济动因 ..... 204
- 【5】 如何进行股票回购的决策 ..... 207

## 3. 实体资产证券化：分拆上市还是整体上市 210

- 【1】 实体资产证券化的可能路径 ..... 210
- 【2】 分拆还是整体上市的一个理论分析框架 ..... 211
- 【3】 基于分拆或者整体上市效应的一个决策分析框架 ..... 215
- 【4】 分拆和整体上市方案设计中的核心问题 ..... 221
- 【5】 分拆上市和整体上市的模式 ..... 226
- 【6】 在分拆和整体上市之间的选择：神华集团 ..... 230

## 4. 证券资产证券化：可转债和一个延伸——认股权证 238

- 【1】 证券资产证券化的可能路径 ..... 238
- 【2】 可转债悖论的提出 ..... 239
- 【3】 可转债的分析框架：制度和经济条件 ..... 241
- 【4】 可转债的经济权衡和比较 ..... 248
- 【5】 发行可转债的核心问题 ..... 251
- 【6】 股权分置下的可转债：“茂炼转债”和“招行转债” ..... 252
- 【7】 一个可转债的延伸：认股权证 ..... 259

## 5. 信贷资产证券化：资产证券化理论 263

- 【1】 信贷资产证券化的可能路径 ..... 263

【2】 中国资产证券化的一个逻辑始点 .....	264
【3】 中国资产证券化的未来猜想 .....	270
【4】 资产证券化的制度框架：法律、会计和税收 .....	271
【5】 资产证券化的经济条件 .....	277
【6】 怎样进行资产证券化 .....	281
【7】 中国资产证券化突破模式的选择 .....	284

## 第五章 资产信贷化 291

### 1. 资产信贷化的经济理由 292

### 2. 现金资产信贷化：信息不对称下的信贷配给 293

【1】 现金资产信贷化的可能路径 .....	293
【2】 基于逆向选择的信贷配给 .....	296
【3】 基于道德风险的信贷配给 .....	300
【4】 金融抑制条件下的信贷配给 .....	303
【5】 信贷配给的解决方案 .....	303

### 3. 实体资产信贷化：从应收账款到金融租赁 306

【1】 实体资产信贷化的可能路径 .....	306
【2】 公司财务视角的应收账款运营 .....	307
【3】 金融租赁的核心原理 .....	309
【4】 一个分析框架下的中国金融租赁业：问题和出路 .....	312
【5】 金融租赁核心原理的应用：以中小企业为例 .....	319
【6】 金融租赁的一个纵向案例：飞机的金融租赁 .....	322

### 4. 证券资产信贷化：证券质押融资、股转债和以股抵债 329

【1】 证券资产信贷化的可能路径 .....	329
【2】 证券公司融资渠道分析框架下的证券抵押融资 .....	331
【3】 曾经的设想：“股转债” .....	333
【4】 “以股抵债”的合理性条件分析 .....	335
【5】 “以股抵债”方案中的套利效应 .....	338
【6】 一个“以股抵债”的官方样本 .....	344

## 5. 信贷资产信贷化：基于粤企案例的债务重组 354

【1】 信贷资产信贷化的可能路径 .....	354
【2】 公司财务困境下的债务重组模式 .....	356
【3】 债务重组的条件分析 .....	360
【4】 债务重组方案设计的合理性 .....	364
【5】 一个经典案例：粤海债务重组 .....	365

## 第六章 一个综合分析框架： 企业并购融资模式的选择 389

### 1. 一个主流的并购分析框架 390

【1】 并购的策略 .....	391
【2】 准确的估值 .....	391
【3】 并购后的整合 .....	393

### 2. 并购支付手段选择的次序假说 394

### 3. 并购支付手段的选择 397

【1】 现金收购上市公司的控制权 .....	397
【2】 资产支付方式收购控股权 .....	407
【3】 股票支付收购控股 .....	410

## 4. 现金、股票支付的风险收益模型 413

- 【1】 现金或者股票交易之间的权衡 ..... 414
- 【2】 固定数量和固定价值股票之间的选择 ..... 417
- 【3】 整体的选择分析 ..... 420

## 第七章 资本市场运营的门道： 中航油、安然、德隆案例 426

### 1. 中航油事件所折射的命题 428

### 2. 解析安然的资本市场运营 431

- 【1】 安然转型之感 ..... 432
- 【2】 纵横于“金字塔”式的企业结构之间 ..... 434
- 【3】 真伪“互换协议”之辨 ..... 438
- 【4】 真伪“资产证券化”之辨 ..... 441

### 3. 德隆资本市场运营的历史遗产 443

- 【1】 舆论的力量——金融危机的预期自实现理论 ..... 444
- 【2】 “风险分摊”和“木桩效应” ..... 447
- 【3】 “产融结合”还是“产融混合” ..... 448

## 参考文献 451

## 告别江湖式的资本市场

### 1

曾经的资本市场是一个江湖。

资本市场是一个运营手段不断翻新的天地，为了成功，为了获得财富，各路英雄、高手、豪杰不断挖空心思地创造资本市场运营的手段、武器和工具。其中既有合法的合理的手段，亦有违法的见不得阳光的歪门邪路，其目的是获得成功。

现今，资本市场运营已经成为一个家喻户晓的名词。在公司中，上至董事长、总经理，下至公司的普通员工，都渴望成为一个资本市场运营的行家里手、一代豪杰，在资本市场运营中创造巨额的财富，能够站在资本市场的风口浪尖而神态自若、稳如泰山，成为一个明星般的人物。历史告诉我们，资本市场运营是勇敢者的游戏，是一个迅速获得巨额财富的捷径。

### 2

资本市场运营，之所以能够出现如此局面，是一群资本市场运营高手的榜样作用和媒体的渲染所造就的。在一个普遍追求暴富的年代，无论是已有小成的企业家，还是贩夫走卒，都渴望在一夜之间暴富，都渴望能够把握瞬间即逝的商业机会，都崇拜短期获得巨额财富的英雄。资本市场运营高手，自然成为时代的精英和翘楚。

历史已经证明，辉煌的时代往往短暂，资本市场运营的豪杰们再次证明了



这个历史规律。在一个具有江湖色彩的资本运营市场上，富有传奇色彩的人物、事迹和背景不但短暂，而且几乎都以悲剧结束。随着一个个曾经被崇拜的资本市场高手以并不光彩的方式陨落，资本市场运营的高手经历了一个从天堂到地狱的历程。

由此，资本市场运营在中国成为一个带有“贬义性”的词语，成为“洪水猛兽”。究其原因，总共可以分为三个方面：其一，资本市场运营经常被视为“短期投机性”的企业活动，凡是进行资本市场运营的企业，皆想在短期内迅速发展壮大。如果企业的资本市场运营没有实现“短期的投机性”盈利目的，资本市场运营就成为罪魁祸首，成为替罪羊。其二，许多进行资本市场运营的企业失败了，而且造成了巨大的社会成本，安然、德隆、格林柯尔就是三个典型的案例，而且还不能阻止类似案例的继续出现。据此，人们轻易地就得出结论，是资本市场运营搞垮了一个好端端的企业，资本市场运营成为人们心目中经常搞垮企业的“恶魔”，人人喊打。其三，对于某个企业而言，获得利益可以通过两条途径：转移其他利益主体的财富或者自己创造财富。在一个文明的商业社会中，以转移其他利益主体的财富而获得利益被视为是“一种不道德”的行为。在现今中国的资本市场上，凡是成功地进行资本市场运营的企业，企业获得的利益往往被视为从其他利益主体转移的财富，而不是创造财富的过程。其实，资本市场运营是在资源的优化配置中获得收益，而这一过程并不是一个明显而是隐含创造财富的过程，没有被充分挖掘并展示出来。

在资本市场运营的江湖中，随着一批批高手、英雄、豪杰的相继陨落，随着寻常百姓的渐渐回归理性，随着不切实际的梦想的开始，资本市场的高温火热在渐渐冷却，在渐渐趋于理性，在渐渐趋于成熟。

但是，资本市场运营并不能因此而成为“肮脏的低级的没有意义的”经济活动，并不能因噎废食。时代需要的是理性的宽容理解和理性的资本市场运营，告别原来的江湖痕迹和记忆。

在一个理性的资本市场运营年代，资本市场运营不是一个短期投机性的行为，而是企业战略的一个重要组成部分，不是一个脱离产品运营的过程，脱离产品运营的资本市场运营不是“真正的资本市场运营”，而是“资本市场的投机”。从一定意义上讲，资本市场运营是企业产品运营的扩展和延伸，而不是脱离和游离。

资本市场运营比一般的企业运营更为复杂和多变，其成功需要“天时、地利、人和”。应当承认，许多进行资本市场运营的企业都失败了，但是不能据此就认为是资本市场运营搞垮了企业，而是分析企业是否使用了并不恰当的、错误的资本市场运营手段、工具和方式。如果一个时代、一个国家、一个市