

“中国金融论坛”丛书

总摇摇序

曾康霖

—

摇摇上个世纪末，国家教育部决定在全国建立 15 个重点人文社会科学研究基地，以整合和加强我国的高等学校科研力量，迎接加入 宰裁韵和 圆世纪的挑战。教育部在建造基地的思路，与国际惯例靠拢，遵循市场经济原则，采用新的管理和运作体制，引入新的竞争机制，总的说来，就是为了发挥高等学校的学科优势，立足学科前沿，广泛调动各方面的积极性，完成有价值的科研成果，为推动社会进步和国家经济建设做出贡献。同时，使高等学校的科研更有生命力。通过申报和评估，在领导和同行专家的支持下，西南财经大学有幸获得通过，教育部把中国金融研究中心建在了西南财经大学。圆年猿月，中心正式挂牌。有人赞誉说这是一块难得的金牌。

应当说，赢得这块牌子不易，它的含金量体现在它是金融学

科中的全国惟一。金牌来之不易，保住它更属不易，它必须接受检验，若达不到要求，三年后就可能面临摘牌的尴尬。无庸讳言，在金融学的教学和研究方面，与国内兄弟学校以及国际上的知名学府相较，我们还存在着许多弱点和不足。再者，时代在发展，学科在进步，不进则退，我们不能自以为是，更不能妄自尊大。我们深知，能拥有这份殊荣，无非是天时、地利、人和的配合和机遇的垂青，无非缘于同行的厚爱和支持。为此，我们“中心”的所有人员，包括我本人，都深知责任重大，深感“如履薄冰”。

二

按照教育部的要求，中国金融研究中心要建成具有解决社会经济金融重大问题的、综合研究能力强的、全国一流的、国际有影响的国家级金融学科研究基地。规划的具体目标是建设成为我国金融领域的五个基地、两个库，即：全国金融科学研究基地；全国金融领域专门人才培养基地；全国高校金融学术信息交流基地；全国金融部门咨询服务基地；全国高校科研体制改革和示范基地；全国金融领域的专门人才库；全国金融部门知名的思想库。

要实现这样的目标必须下大力气。怎样走出一条路来，需要有切实的措施，那就是基地的建设和精品产出必须有大量的、更多的人力、财力和物力的投入。就财力而言，仅靠有关部门的那点拨款，完全因循传统的高校科研体制的运作路子，要完成上述目标是不可能的。教育部之所以赋予基地“改革示范”的任务，就是要鼓励我们大胆试验，勇于创新，以一种进取改革的姿态，到市场经济中去追寻和实现梦想。

所以，从开始申报到挂牌至今，我们一直都在思考这样一个问题：怎样从新体制、新思路、新操作等方面入手，在现有基础

上，为“中心”搭建一个全新的平台，我们对此寄予的期望是：第一，在这个平台上，能够理顺研究基地从激励机制、约束机制直至产权上的一些根本关系，包括基金会、股份制、合伙人等多种形式，像国外著名研究机构那样，一开始就赋予她一个健康的机体。第二，在这个平台上，能真正实现完全开放，充分发挥 藻时代的信息交流、资源共享的优势。唯才是用，任何有识之士都能在这个平台上施展自己的才华，在贡献社会的同时，取得自己应有的回报。第三，通过平台上众多英雄的长袖善舞，发挥资源共享和聚合研究的市场优势，我们将把中国金融研究中心打造成一种著名的知识品牌。

可以预期的结果是：如果我们的构想和努力能够成功，则会更加增强中国金融研究中心的权威性和影响力。“长风破浪会有时，直挂云帆济沧海”，为此，我们充满信心，扬帆出海，勇往直前，迎接未来。

三

循着以上的思路，我们开始了积极的运作。朝着“五个基地、两个库”的目标迈进，我们已在年内率先启动两个具有带动性和操作性的项目。其一，就是建立“咨询服务基地”。为此，我们以中国金融研究中心为发起人，报有关部门批准，组建证券投资顾问有限公司，以我们的人才优势和信息优势，在 宰裁来临后的中国资本市场上施展拳脚，我们期望为资本市场投资者提供优质的服务。以后，我们的目标是进一步发挥我们的国际交流优势，与境外知名机构携手拓展我们的事业空间。

另一个项目是着力建立完善“思想库”。我们的打算是：利用西南财经大学与中国社会科学院金融研究中心、中国人民银行金融研究所、中国证监会、中国保监会及其他金融机构长期形成的

良好关系与合作优势，密切跟踪国内外金融研究的最新动态与成果，紧密联系中国金融改革与发展中的重大问题，结合理论研究的最新动态与成果，开展一系列有前沿价值和创新意识的集合研究。为此，我们郑重推出了“中国金融论坛”这一品牌，并倾力地打造这一品牌，力求塑造中国金融的精品。

“中国金融论坛”是由中国金融研究中心搭起的一个理论研究与信息交流的平台。这个论坛是全国性的，并将扩展到与国际学术界的沟通与交流；这个论坛是与时俱进的，她尽力站在学科前沿，关注热点问题；这个论坛是开放性的，汇各方人士之智慧，展业内人士之才华，促中国金融研究之新生，补中国经济金融研究之不足；这个论坛是公正、公平的，禀承科学严谨、兼容并包的学术之风，不偏不倚，尊重权威的真知，更重视新生力量的灼见。“中国金融论坛”必将是一个实事求是、追求真理、可以自由挥洒的舞台。

要把“中国金融论坛”培育成中国金融研究领域中的“思想库”和自由挥洒的舞台，关键是体制、人才、资金。好的制度安排可以吸引人才，可以创造收入，可以形成一种良性互动。这种良性互动的形成需要持久的努力，需要在追求中反思，在前进中磨合，还需要忍耐寂寞和矢志不渝。但我们相信，一俟品牌塑造成功，发展将变为良性循环：好的品牌势必吸引优秀人才，优秀人才的加盟将进而提升品牌，中心发展到这一步，很多现实困难都将迎刃而解。高品牌无形资产的价值是难以估量的。届时，这样的品牌无疑已经足以吸引风险资本的目光了。

——怀着这种期盼，我们将为此不懈地努力。

四

“中国金融论坛”开展的日常工作分为三类：国内及国际性学

术互访与交流；每年举办圆-猿次国内及国际性学术会议；学术成果的汇总、交流与出版。

“中国金融论坛”丛书就是汇总每一次交流的学术成果集结出版的丛书。虽然目前“丛书”的出版成风，在此我们郑重告知读者，“中心”和“论坛”编辑出版的“中国金融论坛”丛书绝非赶噱头、追时髦，也非应时、应试之作。我们编辑这套丛书采用的四大原则是：学术性、思想性、前沿性和可读性。因此，我们对丛书的定位是：它能反映我国金融领域在基础理论、前沿学科以及改革开放中的各种理论和实际问题。并且，它将具有一定的学术参考和学术保存价值。若从读者的角度考虑，我们期望：通过阅读这套丛书，读者可以基本了解和掌握中国金融领域在改革与发展过程中，理论研究的最新发展和实践操作的最新动态。我们希望这套丛书的广度和深度能够满足这种阅读的需求。丛书将以不同的形式，根据不同的主题集结出书。比如说，可以专门讨论某一种学派理论，也可以专门就某种经济金融政策进行商榷，还可以为某一金融经济的焦点问题作专题讨论。文章被收入的作者中，有大师级的学术泰斗，也有名不见经传的学术新锐；有学界专家，也有业界的管理者或专门人才。收入的文章有一个共同点，就是必须具有一定的学术价值。此外，丛书还将发表一些专题研究报告，以及“中心”和“论坛”认为有水准的个人学术专著。

这部丛书采用不固定主编的编辑制。根据不同的主题，分别由比较熟悉该主题内容的专业人士担任主编。主编可以由“中心”和“论坛”内部的专家担任，也可以聘请外部的专家担任。这种任人唯贤的创新机制，是否体现出我们贯彻始终的新思路呢？留待读者评说。

要办好这套丛书，我们需要专家学者的支持，需要金融界同仁的关爱，同时，我们更需要得到读者的关注，无论是赞誉与批

评，我们都将视为一种鼓励，不胜感激。编著这套丛书不啻是一个系统工程，我们会为此不懈地努力。我们希望在今后一个较为长远的时期中，通过丛书和读者沟通与交流，建立起广泛和深入的联系。在探索真理的过程中，我们愿与广大读者一起上下求索，有了读者的支持，我们前行的路上将不再孤单。尽管心情是诚惶诚恐的，因为不知道我们的努力是否会让读者满意，但我们愿与读者共进，一起思索，一起分享。这个过程一定是充满喜悦的。

二〇〇六年 元月 猿日

序

邓乐平

一

摆在读者面前的，是《中国金融论坛丛书》的第一本。丛书的编委会，试图以“学术性、思想性、前沿性、可读性”为原则，向读者推出一套能反映我国金融领域在基础理论、前沿科学以及在改革开放中各种重大的理论与现实问题的图书；并且期望这套丛书对广大读者具有一定的学术参考价值和学术收藏价值。编辑高标准的丛书难，推出丛书的第一本同样也难，难就难在四个字上：名符其实。丛书编委会委托我主编丛书的第一本，我确实感到不胜惶恐与勉为其难。我当然知道，丛书能不能搞好是长期的事，并不由其中一两本来确定价值；但我同样知道，你说了丛书的千般期望，万种未来，而读者是要看现实的，尤其是前一两本。因此，我是怀着“何堪重负、如履薄冰”的心情开始工作的，到完成交稿时，甚至已经有点“风萧萧兮易水寒”的感觉和味道了。

二

选择中国资本市场作为丛书第一本的主题，是我和编委的一

种共识。

原因之一，从 20 世纪 80 年代至今，中国的资本市场可以说已走完了它的初级阶段。形象地说，好像一个人过完了婴儿期，进入了幼儿期，可以“断奶”了。总的说来，中国资本市场目前已初具规模，尽管不尽如人意之处甚多，但资本市场的发展已经为我国混合经济模式打下了基础，而混合经济是我国下一步将要实现的市场经济目标。从这个意义上讲，它是成功的。它的成功在于中国千千万万老百姓的参与。历史证明，中国的任何改革，包括经济的和政治的，没有老百姓的参与，不与他们的切身利益相联系，就注定要失败。资本市场已经深入到千千万万老百姓心里，因此它已经不可逆了，已经成为当今中国社会经济中最引人注目的热点。

原因之二，正是由于以上原因，有关资本市场的话题更容易引起读者的注意与共鸣。我们希望丛书能够更多地和读者讨论大家共同关心的话题，这也是丛书生存发展的根基。因此，作为丛书的第一本，我们首选了中国资本市场。

原因之三，1985 年夏天，西南财经大学“中国金融研究中心”在贵阳召开了一个“中国创业投资与资本市场高级研讨会”^①。会上集中讨论了这个问题，并收到了与会代表及部分因事未到会的专家们的若干精辟的文章。这个会和这些文章，为编辑这本书提供了一个很好的基础。

——本书正是缘于以上三个背景采编、扩稿并集萃成书的。

三

中国资本市场是一个很大的题目，无论在理论研究或在实际

^① 见《光明日报》，1985 年 8 月 26 日。

操作上都是如此。本书着重选择创业投资与创业版市场这两个社会焦点问题作为本书的主题。这是因为：

第一，一本书只能限定一两个主题，这样的讨论才具有学术价值。本书着重围绕这两个主题，在理论、政策、操作等各方面进行综合性、多视角的研讨。至于资本市场的其他问题，相信今后，我们有机会在丛书中安排另外一些专门的讨论。

第二，创业投资是目前中国资本市场中一个十分瞩目的课题。由于“科技泡沫”的消退，由于以美国纳斯达克市场为代表的创业版市场的下跌及低迷，这个问题就更加为人们所关注并显得更具有现实的讨论价值。创业投资是催生科技发展的重要因素，而科学技术是第一生产力，是“新经济”的支撑。我国资本市场的持续发展同创业投资是密切相关的。另据报载，由于美国九一一事件以来的经济衰退，硅谷“华人精英”近半数有回国创业的动机。这是好的一面。另一方面，从一个侧面或反面来看，较长时期以来，资本市场中打着“资本运作”、“创业投资”为幌子而谋取非法利润的案例很多，演绎了“点石成金”或“一夜暴富”的神话，乃至许多企业（以至于地方政府）已是言必谈资本运作，有些人甚至把它称作是现代企业管理的最高形态等等。“偏见比无知离真理更远”，我们若不能清楚地阐明资本运作、创业投资这些经济行为的真正涵义，就只能任由那些不良用心者去误导投资者，扰乱资本市场，给投资者和市场带来巨大的损害。这一点，已为近一两年的市场所证实，因此，讨论创业投资更凸显其现实意义。

第三，有关创业版市场的各种说法在媒体和市场上不胫而走，并且有多种版本，引起了人们极大的关注。在中国资本市场目前这样一种现状下，在法律法规的框架内，依据国外创业版市场的种种参考，我国到底应不应该设立创业版市场，以及怎样设立和怎样操作等等，其中包括许多十分基础的理论、政策及技术等问题。面对如此错综复杂的社会经济问题，我谨向读者提供这样一

种思路或观点：①某种改革措施只要代表一种好的制度（体制），它就有生命力，因为好的制度安排往往能够化腐朽为神奇；②要相信市场本身蕴含着包括自动纠偏在内的潜在的力量，这个力量经常是我们估计不到的；③不要期望有一种近乎完美的方案和计划，这种完美从来没有过也永远不会有；④未来不可预期，发展才是硬道理。“理论是灰色的，惟生命之树长绿”。把那些争论不休的问题交付实践检验去吧。——以上意见只是一种模糊的思路，相信读者看了有关的文章以后，自会得出更加准确和清晰的结论或判断。

除此之外，本书的一些作者还谈到了中国资本市场中另外一些十分重要或十分敏感的问题，在此一并献与读者。

四

本书是一种论坛的形式，是一本讨论的集子。因此，对同一个问题，可能有不同的描述或不同的观点，对此，我们相信读者有自己的辨别力和鉴赏力。作为编者，我只想说三点：①我们对本书中的任何章节作任何主观的评判，也不对本书中涉及的任何问题作任何结论。事实上，这也是做不到的。②我相信讨论越深入，碰撞越激烈，越可能产生出一些令人信服的共识性结论。我们所做的一切的要旨在于过程而不在结果。倘能在这种过程中和读者分享一点什么，那就是我们最大的心愿和快乐了。③如上所述，我是抱着“不胜惶恐”的心态来编辑这本书的。所以惶恐，无非是怕对不住读者而已。因此，我真诚的希望，倘有读者在批阅本书后，能拨冗给我们一些批评和指导，那就是对我们最大的支持和回报了。

上篇摇创业投资篇

第一章摇创业投资： 企业组织形式与代理成本

摇摇内容提要摇创业投资企业的运营效率决定于所选择的组织形式及代理成本的高低。通过对创业投资企业组织形式与相应代理成本的制度经济学分析，作者认为，我国未来创业投资组织的主流模式应该是将激励机制和约束机制完善结合的有限合伙制。

自1985年以来，创业投资一直是中国经济理论界的热点讨论问题之一。最近一个时期，尽管传来决策层对创业板市场开办无限推迟的信息，但人们对创业投资和创业板市场及相关问题仍然热情未减，许多有战略眼光的地方政府都已行动起来，积极推动区域性创业投资事业并着手相关行政法规的拟定，这是一个十分喜人的现象。近几十年来的国外经验业已证明，创业投资是新经济的孵化器，它在强化一国工业基础、调整产业结构、提高经济竞争力及推进就业方面具有不可替代的作用。创业投资事业的福利效果在相当程度上依赖于创业投资机构的运营效率，而创业投资

机构的运营效率又决定于它们所选择的形式及相应代理成本的高低。

一、创业投资的主要组织形式

创业投资按是否已经实现组织制度化，分为非组织制度化的创业投资和组织制度化的创业投资两大类。前者系由单个投资者（个人或机构）直接从事创业投资，后者系由两个以上的多数投资者，通过集体出资方式形成集体财产，以集体财产名义进行创业投资。国际经验表明，与非组织制度化的创业投资相比，组织制度化的创业投资具有以下优势：一是所形成的集体财产具有较大规模，能够有效实现组合投资，以分散投资风险；二是由于实行有组织的专业化管理，故可以大大提高投资效率，克服投资者直接从事创业投资的专业局限性；三是有利于培育专业的创业投资队伍，促使创业投资成为专业行业，方便政府对其进行集中扶持并实现行业自律。

经验表明，创业投资采用什么样的组织形式和制度安排，从投资者的角度考虑，在很大程度上影响着创业投资的代理成本及最终效益。尽管各国在创业投资的名称、组织形式及相应的制度安排上因国情而各异，但归结起来大体上可分为三类，即有限合伙制、公司制、信托基金制。

（一）有限合伙制

有限合伙制是普通合伙发展到一定阶段的产物，是合伙的一种高级形态。在承认有限合伙的国家中，有限合伙制无一例外地成为创业投资组织的主流模式，其根本原因是有限合伙制及相关配套的法律制度（主要是有限合伙法和税法）在运营成本、代理成本和激励机制上作出了独特的安排。

（二）公司制

公司制创业投资组织是指由两个或两个以上的投资者（股东）

共同组成的具有独立主体资格的营业组织，包括有限责任公司和股份有限公司两种基本形式。公司制创业投资组织的股东以其出资额为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任。

（三）信托基金制

在发达国家和许多新兴市场国家中，信托基金制创业投资组织普遍采用“三权分立”（投资者行使所有权、经理人行使经营权、托管人行使保管监督权）的基本框架。具体地说，在信托基金制框架下，投资者、经理人和保管人之间的关系以三方的信托合同为基础，其中投资者为信托人，经营人和保管人为受托人，分别根据信托合同对创业资本进行经营和保管，并向投资者收取信托费用，而基金经营的盈利所得则归投资者支配。

二、创业投资企业的代理成本

制度经济学证明，所有权与经营权分离必然导致代理成本。激励约束的效果好坏，反映在企业的效益上实质就是代理成本的高低。所谓代理成本，是指资产的所有权与经营权分离以后，管理者为了自身的利益而可能有损害投资人利益的行为，由此导致的机会成本。代理成本是所有者的（投资者）因代理关系而承担的利益损失。

代理成本包含两部分：①由于管理者的道德风险使所有者利益遭受的损失，我们权且称之为道德风险成本；②所有者对管理者进行监督所花费的成本，如所有者为搜集关于管理者行为的信息而花费的开销、所有者对管理者执行约束措施所需要的成本等，我们暂且称之为监督成本。代理成本是道德风险成本与监督成本的总和。对创业投资企业来说，代理成本就是创业投资专家有可能背叛一般投资者的利益而造成投资者损失和投资者为监督创业投资专家所花费的成本。

很明显，如果所有者花大力气对管理者进行监督，管理者损害所有者利益的行为就会减少，即监督成本与道德风险成本呈此消彼长的关系。图 11-1 是所有权和经营权完全分离情况下的代理成本曲线间的关系。

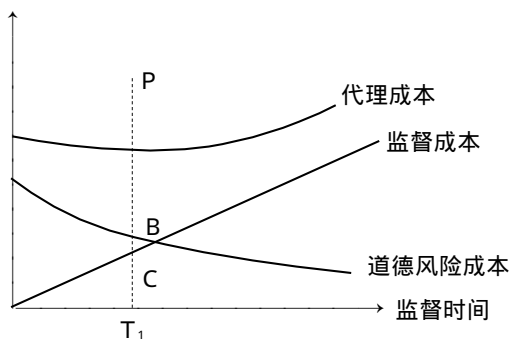


图 11-1

图 11-1 假设：

(员) 道德风险成本曲线斜率为负并向下“凸”。作此假设的原因是：随着监督力度(以监督时间表示)的加大，管理者的道德风险降低，损害所有者利益的行为减少，因此所有者的损失减少，道德风险减小。但是，监督力度的加大不能完全消除管理者的道德风险，而且监督的边际效益处于递减状态。

(圆) 监督成本曲线斜率为下，监督时间与监督成本成同方向变化，为了简单起见，假设监督成本与监督时间成正比。

(猿) 月点处道德风险成本曲线的斜率(为负)与悦点监督成本曲线的斜率(为正)二者的绝对值相等。

结论：孕点是代理成本曲线的最低点；裁点是最佳监督时间点。

上图 11-1 是一般企业两权分离条件下代理成本的曲线。创业投资企业与一般企业相比，由于内部人控制的情况更加严重，创

业投资专家与投资者信息不对称程度更大，投资者收集有关创业投资专家经营管理行为信息的难度大大增加，收集信息成本更加高昂，其结果是投资者对管理者的监督难度大增，花相同的监督时间，对创业投资专家的监督效果(体现在代理成本的降低上)更差。从图 1-1 上看，监督难度增大反映在监督成本曲线上就是曲线更加陡峭，曲线的斜率变大。

说明：监督成本曲线 1 和代理成本曲线 1 表示一般企业的情况；监督成本曲线 2 和代理成本曲线 2 表示创业投资企业的情况。

由图 1-1 上可见， P 点处是代理成本曲线 1 的最低点， T_1 是创业投资企业投资者对创业投资专家的最佳监督时间。 O 点是代理成本曲线 2 的最低点， T_2 是一般企业投资者对企业管理者的最佳监督时间。 P 点的代理成本高于 O 点的代理成本，最佳监督时间 T_1 短于 T_2 。

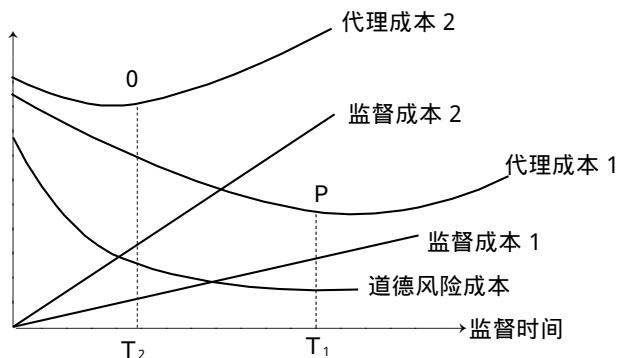


图 1-1

从最佳监督时间 $T_2 \rightarrow T_1$ 的变化说明，相对于一般企业，由于信息不对称的状况更加严重，而且投资者进行监督的难度更大，创业投资企业的投资者对创业投资专家的外部监督应该减少；同时，从 P 点与 O 点的比较可以看出，在两权完全分离的条件下，即投资者对创业投资专家进行最适度的外部监督，创业投资专家

的最低代理成本仍高于一般企业管理者的最低代理成本，即投资者从组织外部对企业投资专家实施监督的效果较差。

三、如何才能使代理成本降下来

我们考虑可以通过移动道德风险成本曲线的方法来解决这个问题。显然，道德风险曲线的下移，就可以使最低代理成本点降下来。那么，怎样才能使道德风险曲线下移呢？

道德风险成本是在代理关系中代理人与委托人利益不一致的情况下，代理人为了自身利益损害委托人利益的机会成本。如果没有代理关系（例如企业所有权与经营权重合），自然就不存在什么道德风险了。然而，我们在上面已经提到了，创业投资的运作不是普通投资者能够胜任的，投资者出资交给专家经营管理是一种必然，即创业投资必然要求所有权和经营权分离。那么，在创业投资企业中采取所有权与经营权部分分离（让管理者拥有部分所有权、其他所有者享有经营权）是否可以使道德风险成本曲线下降呢？

这种设想是合理的。这是因为：

在两权完全分离（管理者不拥有企业股份）的情况下，一方面，企业的管理者不天然享有企业利润的分成（通过与所有者的讨价还价，管理者有可能获得的报酬与经营业绩挂钩。但是，这种做法的稳定性比较差，其前提是所有者要同意）；另一方面，企业亏损甚至倒闭，亏的不是管理者自己的钱，管理者除了少拿薪金报酬之外没有任何损失。这时，管理者的利益与所有者的利益发生冲突的可能性更大、激烈程度更甚。例如，管理者希望将自己的办公室进行最豪华的装修，装修费用列入企业管理费用，这将导致可以分配给所有者的利润减少。当管理者的报酬与企业利润不存在正相关性（或者正相关性很小）时，管理者会“千方百计将错就错”将装修计划付诸实施，道德风险显化。

在管理者自己也拥有企业部分所有权的时候，其报酬就天然与公司的业绩挂钩了，企业的利润越多，管理者的股权收益就越多；同时，企业亏损，管理者投入企业的股本也会缩水。这样，管理者的利益与企业总体的利益有了明显的正相关性。仍然以装修为例，管理者豪华装修自己的办公室导致企业利润下降，也直接导致管理者自己的收益（分红部分）减少，由此导致亏损，管理者自己也要承担股份价值下降的损失。这时，是否做豪华装修，管理者就需要权衡考虑了。权衡的结果也许是仍然继续装修（管理者认为享受豪华办公室的效用大于分红增加给自己带来的效用），但相比于“千方百计将错就错”的道德风险是明显下降了。事实上，这就是管理者持股计划的好处。

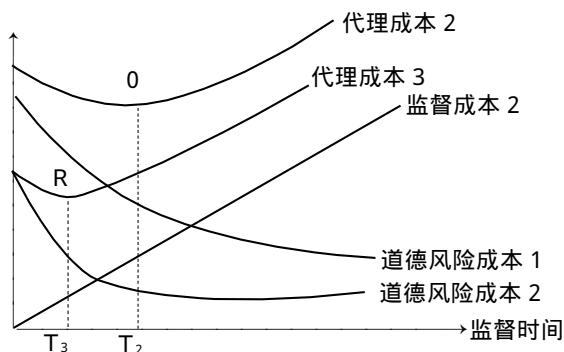


图 10-1 原稿

对于创业投资企业，上述道理完全适用。如果创业投资专家通过出资拥有创业投资企业的股份，哪怕比重只有 1%，也会让创业投资专家在投资时会有所顾忌，创业投资专家的代理成本会大大降低（1% 从比例上看是个小数，但如果以创业投资企业的资本为基数，则金额可能会相当可观。1000 万美元的 1% 就是 10 万美元。对于创业投资专家个人来说，10 万美元是一笔不小数目。而且，创业投资是一项风险极高的投资，没有 1% 资本注入的要求，