



从徐翔的财富成长过程和“罪与罚” 看金融市场有效性

王志诚、李怡宗、姜万军、王念念

案例摘要：徐翔是中国金融市场一位颇具传奇色彩的人物，他年少时借钱入市，用 23 年时间走到了证券人生的顶峰，是江湖上赫赫有名的私募一哥，身家超过 200 亿，管理的私募产品占据业界前三名……但徐翔的传奇经历也是不可复制的，因为这既是勤奋付出、实力使然以及运气加持的结果，也蕴含着因为欲望滋生而悄然越界、通过违规违法操作而获得的不当得利。随着中国金融市场法律法规的不断完善，很难再出现第二个“徐翔”。

本案例描述了徐翔驰骋资本市场 23 年的经历，试图还原徐翔在其中所掀起的血雨腥风，揭露一代枭雄盛极而衰背后的故事，希望能为金融市场有效性的研究提供参考和借鉴。

关键词：金融市场有效性、证券市场、徐翔、市场监管、股票

本案例由北京大学光华管理学院王志诚教授、李怡宗教授、姜万军教授、管理案例研究中心研究员王念念根据公开资料整理编写。案例仅用于课堂讨论，而非管理决策或活动是否有有效的证明。

本案例版权归北京大学管理案例研究中心所有，如申请使用本案例请联系：casecenter@gsm.pku.edu.cn。未经北京大学管理案例研究中心授权许可，禁止以任何方式复制、保存、传播、使用本案例或者案例正文中的任何部分。

Copyright©2021 北京大学
管理案例研究中心

徐翔，少年时借钱进入股市，从初出茅庐到业界神话，从标准散户到“私募一哥”，从 5 万元到 200 多亿元身家……2015 年大盘暴跌时借用内幕信息“成功抄底”，在人生高光时刻，因组织实施证券交易操纵行为，非法获利近百亿元而身陷囹圄，并创下中国证券交易市场同类处罚之最。他用 23 年时间走到证券人生的顶点，而后迅速跌落。徐翔的盛极而衰，是从其攀爬过程中不断突破法律底线开始的，一步步坠入深渊，最终无法收手。大众所看到的人生辉煌，其另一面则是由欲望所滋生的恶之花。

据说，徐翔曾有这样的人生规划：宁波十年，上海十年，北京十年，美国十年，而毕生的梦想则是“到华尔街

与索罗斯过过招。”^a

“眼看他起朱楼，眼看他宴宾客，眼看他楼塌了。”徐翔注定无法走到华尔街，一代枭雄的故事也许推动了中国金融市场的完善，一场构建金融市场秩序的革命才刚刚开始……

1 宁波：积累的十年

1.1 英雄不问出身

故事要从宁波开始讲起，在这里，徐翔用十年时间，完成了从借钱入市的新手到杰出的投资经理的蜕变，积攒了到上海滩搏一搏的资本。

关于徐翔的出生年份，网上就有 1976、1977、1978 三个版本。在他年幼时，因为家境相对较差，所以他内心自卑，更加渴望通过发财来改变家境。徐翔在读了很多富豪的自传后发现，要想成功就要进入资本市场，而炒股是一种方式。于是 1992 年，只有十五六岁、尚在读高中的他就开始涉足股市，最初也就是排队买“认购证”、打新股。1993 年，徐翔用家里的 2 万元和从姨家借的 3 万元，用母亲郑素贞的名字开户进入股市，在宁波证券开明街营业部开户交易，在股票大厅看盘下单。1994 年，尚未高中毕业的徐翔离开学校，开始全职炒股。彼时证券市场的交易不够活跃，股民在买到股票之后往往不愿意抛售，而徐翔由于急着炒股发财，所以在投资的方式上更看重短线交易。

初出茅庐的徐翔，勤奋是其特点之一。根据《钱江晚报》的报道，徐翔疯狂研究各种技术指标，学习业内人士的分析逻辑。1996 年 12 月 14 日，为了遏制市场的过度炒作和大起大落，为了防止恶意炒作，保护中小投资者，中国的股票市场引入涨跌停板制度。为了熟悉强势股的走势，他和朋友在 3 个月内画出 3000 张图纸进行分析，经过不断摸索，总结出“涨停板八大原则”，这也成为他们日后操盘的秘密。在大盘强势的背景下，当发现某只股票短线快速上升时，便果断介入，使用五倍甚至十倍的配资封住涨停板，赌的是股票会在次日开盘后继续上涨，从而抛售获利。而第二天开盘后不论盈亏，徐翔都会坚决出货，毫不犹豫。这种具有赌博性质的手法从结果来看，十次至少有六、七次能赢。当然，徐翔也有出错赔钱的时候，每当这时，他都尽力避免同样的错误犯第二次。他靠的不仅是运气和勇气，还因为他的刻苦钻研，对个股规律非常熟悉。这段时间，徐翔每年的收益率都保持在百分之四五十。他反复对西藏概念股、浦东概念股、并购概念股进行短线炒作，在 1996 年大

^a 钱锋.“私募一哥”徐翔的罪与罚：从股神到囚犯的 28 年人生. 北京：中国经营报《等深线》，2021[访问时间 2021-11-01]. <https://finance.ifeng.com/c/87kzBKDFwJQ>

牛市来临之前，徐翔的资金量已经到了 30 多万元。^b

1996 年，徐翔通过分析当时的宏观政策，感受到了国家层面对拉动内需的需求，判断市场将有多方的力量支持上涨，于是他先发制人，潜伏进入四川长虹等“人文需求股”（背后的逻辑是彩电将走进千家万户），并借助私下杠杆融资炒股。凭借牛市的东风，到 1997 年大牛市结束时，幸运的把资金快速积累到三四百万元。随后，在发行 55 亿新股的消息出来时，他碰巧实现了高位抛售，牛市也在新股大量发行的消息出来后结束了。徐翔看到身边有很多大户没有来得及抛出股票，还因为融资而爆仓，赔得倾家荡产，促使他下了以后不去碰杠杆融资的决心，这是他融资炒股的第一次，也是最后一次。



图 1 徐翔的人生重要节点与上证指数走势^c

1.2 令人生畏的“涨停板敢死队”

1997 年 5 月，徐翔转到长城信托宁波解放南路营业部（后划归银河证券）大户室进行交易，在这里，他认识了苏益民、徐海鸥等人。这时的徐翔已经有了以短线为主的炒股理念，他带领着几个人一起操作，被市场称为“宁波涨停板敢死队”，徐翔是带头人。徐翔在交易中逐渐形成了“涨停板敢死队”惯用的交易模式，彼时，国内也出现了不少类似的短线交易者，其中比较有名的诸如安徽的徐晓、南京的张建斌等。宁波涨停板敢死队“亮丽”的交易业绩引起了媒体的争相报导，名声越来越大，吸引了很多交易者跟风操作，这反过来又进一步助推了徐翔的资金增长。这

^b 张庆宁. 徐翔股灾内幕:谁推动私募一哥走向悬崖. 腾讯财经《棱镜》，2016-06-21[访问时间 2021-11-02]. <https://finance.qq.com/original/lenjing/xuxiang.html>

^c 同上