

MBA精品课程系列教材·金融与财务系列

资本市场案例

Master
of
Business
Administration

主编 伊志宏

 中国人民大学出版社

MBA精品课程系列教材·金融与财务系列

资本市场案例

Master
of
Business
Administration

主编 伊志宏

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场案例/伊志宏主编.
北京:中国人民大学出版社,2004
(MBA精品课程系列教材·金融与财务系列)
ISBN 7-300-06096-X

I. 资…
II. 伊…
III. 资本市场-研究生-教材
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 109861 号

MBA 精品课程系列教材·金融与财务系列

资本市场案例

主编 伊志宏

出版发行	中国人民大学出版社	邮政编码	100080
社 址	北京中关村大街 31 号		
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511239 (出版部)	
	010-82501766 (邮购部)	010-62514148 (门市部)	
	010-62515195 (发行公司)	010-62515275 (盗版举报)	
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttmnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	河北涿州星河印刷有限公司		
开 本	787×1092 毫米 1/16	版 次	2004 年 11 月第 1 版
印 张	18 插页 2	印 次	2004 年 11 月第 1 次印刷
字 数	329 000	定 价	29.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

序 言

中国的 MBA 教育是从系统学习和借鉴国外经验开始的。国外 MBA 教材的引进，对于我们了解 MBA 教育的内容、构建企业管理知识体系、学习发达国家企业管理经验都发挥了重要作用。MBA 教育与企业管理实践相互促进。中国改革开放 20 多年的时间里，经济的快速增长、市场化改革的不断深入和企业管理实践的不断深入，不仅提出了编写适合中国国情特点的 MBA 教材的需求，而且也为教材的编写提供了大量丰富的案例和素材。

参加本系列教材编写的教师，大都有国外教育背景，从事金融与财务教学研究工作 10 年以上，不仅从事校内 MBA 教学，而且参与在职管理人员的培训工作。多年的教学实践使大家深深感到，中国的 MBA 教材，既要高于实践，反映国际上管理学科理论和实践的最新发展成果；又要服务于实践，能够用来分析和解决中国的现实问题。在多年的 MBA 教学中，大家始终致力于将基于发达市场经济背景的管理学和经济学原理与分析和解决中国实际问题相结合，本系列教材正是这种努力的体现。

20 世纪 80 年代以来，在国际范围内金融理论和金融实践都发生了革命性的变化，并对公司的财务决策产生了重大影响。在国际经济一体化加速发展的背景下，中国的金融领域也处于快速变革之中，金融的改革发展和开放创新使企业所处的金融环境越来越复杂，企业财务决策的难度越来越大。20 世纪 90 年代以

来，中国金融市场迅速发展，国内上市公司数量从最初的十几家发展到2004年6月底的1346家，海外上市公司达到104家，仅用10年的时间中国就成为亚洲第二大市场；金融机构多样化趋势不断发展，保险业以平均近30%的速度增长，各类中外资保险公司已发展到70家，资产超过1万亿元；基金业从无到有，仅用5年左右的时间基金公司已发展到39家，发行包括股票基金、债券基金和货币市场基金在内的各种类型基金140只；金融工具创新方兴未艾，可转换公司债券已成为上市公司重要的融资工具，银行抵押证券、多种资产化证券付诸实践；中国加入WTO以后，金融业的市场化改革和对外开放，将进一步加快中国金融业的发展步伐。在金融经济高度发达的今天，企业财务决策与企业战略发展的关系越来越密切，企业管理者不仅需要利用金融市场筹集资金、管理资金、提高投资收益，还需要通过金融市场管理风险，更重要的是，以金融市场为核心的企业价值管理将使企业的管理理念发生深刻变化。

“MBA精品课程系列教材·金融与财务系列”作为MBA“金融与财务”方向主要课程的配套教材，主要面向企业现在和将来的高层财务管理人员，目的是使其了解中国金融领域的发展，掌握现代金融环境中企业财务决策和财务管理的基本原理，并通过相关的训练能够分析和解决企业的财务实际问题；此外，企业其他高层管理人员和金融业的管理人员，相信也能从这套教材中发现自己感兴趣的内容。本套教材涵盖金融和财务领域的主要内容，强调理论与实践的结合，突出应用性。鉴于相关领域实践发展及资料可获得程度的不同情况，我们对案例采取了灵活的处理方式，有些单独编辑成册，有些则结合在教材内容之中。

中国经济正处于一个快速变革发展时期。我们希望这套教材既不太脱离中国的国情，又不太落后于实践，这确实是一个很大的挑战。希望我们的努力能得到读者的认可。

伊志宏
中国人民大学商学院
2004年8月



前 言

《资本市场案例》是配合 MBA “资本市场”课程而编写的。

中国人民大学商学院从 1998 年起在 MBA 课程中开设“资本市场”，它作为“金融与财务”方向的一门重要课程，是“投资学”、“证券分析”、“衍生金融工具”等课程的基础。

“资本市场”是一门应用性较强的课程，不仅要介绍资本市场的基本理论，比如风险与收益理论、利率理论等，更要让学生了解资本市场的主要融资、投资和风险管理工具以及资本市场的运作和发展情况。中国的资本市场从上世纪 90 年代初开始有了长足的发展，并且对宏观经济、企业运营及百姓生活产生着越来越重要的影响。尽管中国的资本市场只有十几年的历史，与发达的资本市场相比，在各方面还存在巨大的差距，但是中国资本市场的发展和变化可以用日新月异来形容。作为“金融与财务”方向的学生，应当对中国资本市场的发展有基本的了解。中国资本市场的发展，也应该反映在 MBA 的教学中。

《资本市场案例》收录了十个案例，包括金融市场与金融体系、国债市场、公司债券市场、股票市场、其他市场等几部分。这些案例大致能反映中国资本市场的概况和最新发展，并且在近几年的教学中经过反复使用和完善。由于篇幅所限，本书未能涵盖资本市场的全部内容。从内容和编写风格上看，有些案例偏重于宏观，目的是使学生对金融市场和金融体系有一个概括性的了解；有些案例则

偏重于微观，学生通过这些案例可以了解资本市场主要金融工具的特点以及投资、融资中的一些问题。鉴于MBA学生大多没有金融和财务的专业背景，我们在每个案例中对相关的背景知识作了简要的介绍。尽管受篇幅的限制，我们还是尽可能全面地收集了与案例相关的资料，使学生能在对案例全面了解的基础上对所涉及问题有较深入的分析。案例的所有相关资料均来源于公开出版物。根据分析的需要，案例采取了实名和匿名两种方式。本案例为教学目的使用，不涉及对案例相关公司的评价。

参加本书编写的人员有：徐元春（案例一、案例二）、曹淮阳（案例三、案例四）、杜琰（案例五、案例九）、刘昶（案例六）、张华（案例七、案例八）、罗建萍（案例十），全书由伊志宏审稿、统纂。由于编写者水平有限，本书难免存在错误和疏漏，敬请读者批评指正。

伊志宏

2004年8月



目 录

案例一 信用危机	1
一、引子	1
二、论辩的核心	2
三、市场体系的支持者	3
四、银行体系的支持者	8
五、几点反思	14
六、写在最后的话	18
七、案例提问	20
案例二 开放式基金	22
一、引子	22
二、美国开放式基金的发展	23
三、开放式基金的特点	26
四、华安创新基金	27
五、开放式基金与封闭式基金	30
六、开放式基金的投资	31
七、开放式基金的赎回	34

八、不同的声音	37
九、案例提问	38
附录	40
案例三 国债品种	48
一、引子	48
二、国债知识	50
三、国债市场的现状	57
四、案例背景	59
五、案例分析	60
六、案例提问	66
附录	67
案例四 国债收益与风险	82
一、引子	82
二、国债投资工具简介	84
三、国债市场的现状	86
四、案例背景	90
五、案例分析	91
六、案例提问	97
附录	98
案例五 金泰基金投资	114
一、引子：金泰基金公司盈利能力遭受怀疑	114
二、中国国债市场的历史、现状及问题	117
三、影响国债价格的因素及风险	124
四、2002 年中国国债市场回顾及分析	126
五、2003 年中国国债市场预测及投资建议	134
六、案例提问	141
附录	141
案例六 企业债券	146
一、引子	146



二、背景——企业债券简介及在我国的发展现状·····	147
三、案例介绍——2002 三峡企业债券的发行及上市·····	149
四、案例分析——2002 三峡企业债券的投资价值分析·····	153
五、案例提问·····	165
附录·····	166
案例七 可转换债券 ·····	169
一、引子·····	169
二、可转债简介及发展现状·····	170
三、案例介绍——江苏阳光可转债的发行及上市·····	172
四、案例分析——江苏阳光可转债的投资价值分析·····	173
五、江苏阳光可转债的后续表现·····	176
六、案例提问·····	178
附录·····	179
案例八 星马 IPO ·····	202
一、星马汽车新股发行定价引起市场广泛猜测·····	202
二、发行企业情况·····	204
三、新股的发行背景·····	208
四、国际上新股发行定价方法·····	210
五、中国新股发行定价方式的历史演进·····	214
六、案例提问·····	215
附录·····	216
案例九 中国电信海外上市 ·····	222
一、中国企业海外上市历程回顾·····	222
二、中国企业海外上市原因分析·····	224
三、中国电信海外上市的背景·····	225
四、一波三折的上市之路·····	228
五、案例分析·····	235
六、案例提问·····	240
附录·····	241



案例十 信托	245
一、引子	245
二、信托知识	246
三、信托的市场发展现状	250
四、案例介绍	254
五、案例分析	258
六、案例提问	262
附录	263



案例一

信用危机

一、引子

2001年10月，安然公司因虚报近6亿美元的盈利，导致其债信评级降至垃圾等级，股票价格暴跌至1美元以下，并于同年12月初申请破产，以498亿美元的资产总额创下了美国历史上企业破产的记录。安然公司的财务丑闻被揭露以后，2002年年初，环球通讯公司和凯马特百货连锁店紧随其后，也因财务问题申请破产保护。美国证券交易委员会等政府机构和行业组织因此扩大了对上市公司财务报告和投资银行分析师违规行为的调查，导致更多的丑闻浮出水面。美国第六大有线电视企业阿德尔菲亚公司因一项交易没有入账等问题受到调查，在2002年6月25日向纽约破产法院申请破产保护。美国第二大长途电话公司世界通信公司2002年6月25日透露，公司的内部审计机构发现在过去5个季度中有38亿美元的费用被记为资本开支，并因此增加了现金流量，业绩报告也从亏损变为盈利15亿美元。2002年6月28日，施乐公司又宣布，该公司过去5年内虚报了高达64亿美元的设备销售收入，大大高出了原来的估计数字，这5年的税前利润将因此下调14亿美元，虚报收入中有19亿美元尚需从2002年以后的

业绩中扣除。

地球另一端的中国，上市公司银广夏同样被查出 1998—2001 年间，累计虚构销售收入 104 962.6 万元，少计费用 4 945.34 万元，导致虚增利润 77 156.7 万元。中国蓝田更是把 1999 年和 2000 年实际净利润将 - 2 287.97 万元和 - 1 068.66 万元改为 5.13 亿元和 4.32 亿元。

事实远不止于此。

整个证券市场面临着空前的信用危机。

人们不禁对证券市场的有效性产生了怀疑。更为重要的是，有关决策者将就应该推动以银行为主的金融体系还是以金融市场为主的金融体系的命题再次被讨论。

二、论辩的核心

随着经济的发展，金融服务的使用者与提供者的需要均发生了重要变化。非正规金融变得不那么重要，自我筹资时的固定资产投资首先让位给以银行为中介的债务融资，随后资本市场的兴起又成为筹措外部资金的另一个工具。

关于这些方式出现的先后顺序的确定远比下面这个问题要简单：

在金融结构的地位（以银行为主的金融体系与以市场为主的金融体系相比的优势与劣势）这个问题上，经济学家们已经争论了一百多年。

在 19 世纪末，德国经济学家提出，德国以银行为主的金融体系已经帮助德国超过了英国，使其成为一个工业强国。在 20 世纪初，这场争论扩展到了美国和日本。最近一个时期，有关金融体系整体设计的问题又引起了决策者的注意，因为许多转轨经济国家迫切需要构筑自己的金融体系，而我国就是其中之一。

2001 年发生了证券市场的两次大辩论。春天的辩论主题是中国的证券市场究竟是投资场所还是“赌场”，是应当先规范后发展还是先发展后规范；秋天的辩论则是“海归”和“本土”两派之争，争论的核心是中国股市的泡沫究竟有多大，是否应当挤出泡沫，实质上还是春天辩论主题的延续。这些论辩从某种意义上来说已经脱离了单纯对证券市场发展的认识，其背后深层次的是对整个金融体系的不同认识的交锋。

从理论上讲，如果我们生活在完全竞争市场的世界中，金融中介不是必需的，其存在无非是提供了减少交易成本的手段；而如果存在道德风险和逆向选



择，人们就有理由认为金融中介优于金融市场，因为金融中介有可以“复制”市场的功能，同时还能通过长期激励合约，减少代理成本。当然，现实世界要比这些抽象的理论更为复杂，理解金融市场和金融中介各自的优势是比较金融体制研究中的核心论题。

由于现实中不同国家的金融制度在上述分析框架中差异较大，因此很多研究者认为，至少在理论上，存在着不同的金融体系。他们根据资金流动是直接借助一次合约（资金供求双方直接见面），还是两次合约（经过金融中介），划分两种不同的融资模式，即直接金融与间接金融；再根据这两种融资模式在金融体制中的地位，区分所谓的以银行为主的体系（bank-based system）与以市场为主的体系（market-based system）。

作为一个得以长久辩论的命题——直接融资和间接融资的路径选择或者说一个国家金融体系是以银行为主还是以市场为主，尽管争论更多地集中在两种结构的优势和劣势上，但哪种方式或者路径选择更加合适似乎更加得到人们的关注。一旦具体到一个国家的实际，这种争论就变成了对决策者的一种影响，决策者必须面对这样的问题：究竟是该推动以金融市场为主的金融体系还是以银行为主的金融体系？

三、市场体系的支持者

金融市场为主的金融体系通常得到了更多的支持，金融市场的坚定拥护者们往往能够引经据典，博迪和他的金融功能学说就是其中之一。

（一）金融体系的功能

金融功能学说，概括地讲，就是指随着其内部结构的转换，金融体系的功能正在发生变化和转移。现代金融体系的功能主要体现在三个方面：

1. 支付清算功能。这是金融体系最基本的功能。在市场经济条件下，需要有一个体系为全社会的交易活动提供支付清算的服务，进而提高整个社会的经济运行效率。在金融体系内部由哪个部门来承担这个功能，随着金融体系的演变，或许存在差异。在传统的金融架构下，主要由商业银行来承担全社会的支付清算活动，这构成了商业银行最基础的功能。而在金融体系非常发达的美国，部分支付清算功能已经开始从商业银行向金融市场特别是货币市场转移。



2. 创造投资产品的功能。金融体系在配置资金的同时，也在配置着风险。全社会的各种经济风险，通过金融体系所特有的媒介或定价活动，配置到那些愿意承担风险的经济主体之上。资本（或资金）配置与风险配置的叠加，就是金融体系为社会创造富有流动性的金融资产（或产品）的过程。

3. 为经济体系提供一种真实而有效的经济信号。在这些经济信号中，最重要的是利率、汇率、股票价格指数等。

从上面可以看出，支付清算与创造具有投资功能的金融产品是金融体系的最核心功能。在一个没有发达资本市场的金融体系中，银行承担了大量的职能，既要为全社会提供支付清算服务，又要为社会创造各种期限结构、利率结构不同的金融产品（既是融资工具，又是投资工具），供社会大众购买。这时，银行提供的金融产品就成为社会主要的投资品，但随着资本市场的不断发展，资本市场的投资产品正在取代银行产品，成为投资者的首要选择目标，或者说银行产品对于投资人的吸引力正在下降，银行产品的投资功能明显下降。这就是说，现在人们到银行去存款，或者是出于支付清算的需要，或者是出于预防动机，而不是为了投资，这一趋势近几十年在全球都较为明显。

既然银行提供投资品的功能在不断衰退，显而易见，必须有一个与之相适应的机制或市场来替代银行创造金融产品，供社会大众来投资。创造更有吸引力的金融产品正在成为资本市场的主要功能。资本市场能够成长起来，是因为它创造的产品更能够吸引社会大众，无论它的流动性，还是成长性，都要优于银行创造的产品。

正因为资本市场创造的产品的投资功能大大优于银行创造的产品，从而就意味着现代金融体系的两大基本功能，资本市场可以承担其中之一了。按照美国金融学家博迪的看法，美国银行的支付清算功能也正在交给货币市场，由各种货币市场基金来完成，他的结论是传统银行必然灭亡。这个结论对目前及我们看得见的未来的我国银行，大概是不适用的。但银行功能的衰退，其地位的下降，是谁也阻挡不了的。随着金融的市场化，特别是金融资产在全社会资产中所占比重的提升，现代金融体系的两大核心功能之一的创造具有投资功能的金融产品的功能，已经慢慢地转移给了资本市场。随着经济社会的发展和金融功能的演进，支付清算功能只是金融体系的基本功能，而不是首要功能。为社会大众提供具有流动性的金融产品才是金融体系的首要功能。这就像资本市场的基本功能是融资即筹集资金一样，当它发育到一定程度时，各种资产重组、资源再配置功能就成为它的主要功能。沿着这样的思路下去，没有理由不得出这样的结论，即应该建立和大力发展我国的资本市场，这是从金融功能的演化得出的结论。

金融市场在创造投资产品上的优势同样获得了数据的支持。如表 1—1 所示。

表 1—1 居民持有股票占净财富的百分比 (%)

年份	1980—1984	1985—1989	1990—1994	1995	1996	1997
美国	10.6	11.0	15.1	19.5	20.9	24.4
日本	4.5	7.6	5.8	5.4	4.9	3.7
法国	1.3	3.1	2.9	2.6	2.9	3.2
意大利	0.8	2.1	3.6	3.8	3.6	4.7
英国	5.5	6.3	9.4	11.3	11.3	12.4
加拿大	13.7	13.9	14.2	15.6	16.5	18.3

资料来源: Laurence Boone and Pete Richardson, "Stock market Fluctuations and Consumption Behavior", OECD Working Paper (1998, Paris).

数据的分析发现美国居民持有的证券化资产的比重要远远高于日本和其他欧洲国家,并且在呈现不断增长的趋势。博迪的理论在发达的美国金融市场上得到了验证。

支持者也看到,欧洲国家包括加拿大居民持有股票占净财富的百分比同样在增长中,尽管比例仍然远低于美国。通过对不断增长的趋势的判断,进一步的分析很容易得到如下结论:美国现在的情况代表着世界各国金融体系发展的未来。在某种程度上,国内居民持有的证券化资产会不断增加,而创造这种投资产品的证券市场也必然要得到快速的发展,我国也不能例外。

当然,能够证明这种趋势的不仅仅是居民持有的证券资产占净资产的比重。金融体系最基本的功能是引导储蓄向投资的转化,因此,研究金融体系的方法之一就是比较不同国家的储蓄和金融资产结构。如表 1—2、表 1—3 和表 1—4 所示。

表 1—2 股票市值占 GDP 的比重 (%)

年份	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
欧元区	21	28	35	47	64	85	89
美国	54	94	109	130	159.6	181	152
日本	99	69	65	51	61.2	102	68

资料来源: "Euro Equity Market Report", August 2001.

表 1—3 1998 年世界主要国家资本市场发展情况表 单位: 亿美元

项目	市值	GDP	市值/GDP (%)	上市公司数	年交易额
美国	134 514	84 273	159.6	8 450	138 037
英国	23 743	13 215	179.7	2 399	11 674
日本	24 958	40 798	61.2	2 416	9 485

续前表

项目	市值	GDP	市值/GDP (%)	上市公司数	年交易额
德国	10 940	21 112	51.8	741	13 908
法国	9 915	14 457	68.6	711	5 722
韩国	1 146	4 186	27.4	748	1 379

资料来源: Birinyi Associates, IFC, EW, ML Research.

表 1—4 1994—1999 年世界主要股票交易所新股发行筹资金额 单位: 亿美元

年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	平均
纽约	589.6	573.7	852.3	121.1	1 278.9	929.2	901.3
纳斯达克	202.3	404.8	572.1	465.2	344.1	613.6	397.7
东京	176.4	64.0	192.4	140.7	266.0	294.8	167.9
伦敦	120.1	145.9	99.4	170.5	121.5	205.8	131.5
巴黎	175.8	80.1	83.6	252.4	231.2	210.2	166.6
法兰克福	46.5	45.9	202.4	147.5	196.3	287.6	127.7

资料来源: Securities Data Corp.

衡量一国股票市场规模与实际经济活动的联系以及重要性的共同指标是股票市值占 GDP 的比重。第二个指标是新股占股票市场价值的比重, 可以显示欧元区股票的市场活力。在 1998—2000 年, 欧元区的比率在 4% 以上, 而美国和日本大约有 2%。第三个指标是上市公司数量, 该指标能够体现出股票市场在一个国家或地区的重要性。这些数据进一步增强了对发展以金融市场为主的金融体系的支持。但是, 对于金融体系的这种考察就目前为止还只限于美国、日本和欧元区的一些发达工业国家。下面的数字和论据则在整个世界金融体系发展的角度证实了学者们对于这种发展趋势的认识。

世界银行最近完成了一项研究, 它建立了从 20 世纪 60 年代以来的数据库, 收集了有关 100 多个国家金融市场与中介机构的信息。这项研究建立了很多指标, 从不同方面衡量金融中介机构和市场的相对规模、活动量与效率。这些指标显示, 从整体上看, 随着国家变得富有, 金融体系具有逐步走向以市场为主的倾向。图 1—1 显示了不同国民收入层次的国家在金融体系发展上的不同。表 1—5 列示了金融结构的业务活动相对指标, 从中可以发现, 被划分为以市场为主的金融体系的国家有两类: 要么是因为它们的市场特别具有流动性 (如美国, 见表 1—6), 要么是因为它们的银行业特别不发达 (如墨西哥和土耳其)。如果一个国家的法律能够帮助潜在的投资者对自己的产权及投票权具有信心, 不必担心腐败, 如果外部投资者能够获得有关企业的全面、高质量的信息, 那么, 金融体系则具有以市场为主的倾向。

