



光华管理学院
Guanghua School of Management



唐国正 刘力●著

北京大学光华管理学院教材

← F i n a n c e

金融学系列

金融学案例

C A S E S I N F I N A N C E



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

← F i n a n c e
金融学系列

金融学案例

C A S E S I N F I N A N C E



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

金融学案例/唐国正,刘力著. —北京:北京大学出版社,2007.5

(北京大学光华管理学院教材·金融学系列)

ISBN 978-7-301-12051-4

I. 金… II. ①唐… ②刘… III. 金融-案例-分析-高等学校-教材 IV. F830

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第054419号

书 名: 金融学案例

著作责任者: 唐国正 刘 力 著

责任编辑: 张 燕

标准书号: ISBN 978-7-301-12051-4/F·1591

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

730毫米×980毫米 16开本 15.25印张 277千字

2007年5月第1版 2007年5月第1次印刷

印 数: 0001—4000册

定 价: 24.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

编委会名单

名誉主编：厉以宁

主 编：张维迎

执行主编：涂 平

编委(按姓氏笔画排序)

王汉生 王其文 李 东 刘 力 刘国恩 朱善利 吴联生
张一弛 陆正飞 陈 嵘 周长辉 武常岐 涂 平 徐信忠
梁钧平 符国群 龚六堂 董小英 雷 明



丛书总序



教材建设是大学人才培养和知识传授的重要组成部分。对管理教育而言,教材建设尤为重要,一流的商学院不仅要有一流的师资力量、一流的生源、一流的教学管理水平,而且必须使用一流的教科书。一流的管理类教科书必须满足以下标准:第一,能把所在领域的基础知识以全面、系统的方式和与读者友好的语言呈献给读者;第二,必须有时代感,能把学科前沿的研究成果囊括进去;第三,必须做到理论和实务(包括案例分析)相结合,有很强的实用性;第四,能够启发学生思考现实的管理问题,培养他们分析问题和解决问题的能力;第五,可以作为研究人员和管理人士的工具书。

中国的管理教育是伴随改革开放而产生的。真正意义上的管理教育在中国不过十多年的历史,但巨大的市场需求使得管理教育成为中国高等教育各学科中发展最快的领域,管理类教科书市场异常繁荣。但总体而言,目前国内市场上管理类教科书的水平仍不能令人满意。国内教科书作者大多数在所涉及领域并没有真正的原创性研究和学术贡献,所撰写的教科书普遍停留在对国外教科书的内容进行中国式排列组合的水平上;国外引进的原版教科书虽然具有学术上的先进性,但由于其写作背景是外国的管理实践和制度安排,案例也都是取自于西方发达国家,对中国读者而言,总有一种隔靴搔痒的感觉。如何写出一流的中国版的管理类教材,是中国管理教育发展面临的重要任务。

北京大学光华管理学院一直重视教材建设工作。1999年夏,我们曾与经济科学出版社签约,以每本20万元的稿酬,向全国征集MBA教科书作者。这个计划公布之后,我们收到了十几本教科书的写作方案。遗憾的是,经专家委员会评审,没有一本可以达到我们所期望的水平。究其原因,主要

是当时中国管理学院的教授、学者大多数并没有真正从事有关中国商业实践、管理实践的理论性和实证性研究。我们得出的结论是：没有一流的学者，没有一流的学术研究成果，就不可能写出一流的教科书。国外有大量优秀的教科书，这些教科书都是成千上万的优秀学者在对每一个具体的管理问题进行出类拔萃的研究的基础上写成的，是学术研究的结晶。国内学者如果没有研究的积累，要写出包含中国管理实践的好的教科书是不可能的。所以，我们果断地中断了这个计划。

自1999年以来，师资队伍的建设成为光华管理学院工作的重中之重，除了通过出国培训、合作研究等方式提升原有教师的水平外，我们还从国内外引进了六十多位优秀的新教师，使得光华管理学院成为真正与国际接轨的研究型商学院。我们的绝大多数教师不仅受过良好的科学研究训练，具有很好的理论素养，而且潜心于中国管理实践的研究和教学。不少教师已在国际一流的学术刊物上发表论文，受到国际同行的关注。

今天，我们有充分的信心向社会呈献一套由光华管理学院教师撰写的优秀的管理类系列教科书。本系列教材包括“应用经济学”、“金融学”、“会计学”、“市场营销学”、“战略管理”、“组织管理”、“管理科学与工程”和“信息系统管理”等子系列，涵盖管理学院教学的各个层面。这些教科书都是作者在光华管理学院多次授课的讲义的基础上反复修改写成的，经受过课堂实践的考验。

当然，我们深知，优秀教材的建设是一项长期的任务，不可能一蹴而就，也不是一个学院所能独立完成的，需要所有管理学院的通力合作。我们欢迎兄弟院校的师生和广大读者对教材提出批评和建议，以便我们不断改进。

让众多的没有机会进入光华管理学院的读者分享我们的课堂内容，是我们的荣幸，更是我们的责任。我们将以开放的姿态和与时俱进的精神为管理学教育的发展而努力，将更多更高水平的教材奉献给广大读者！

张维迎

北京大学光华管理学院

2005年7月11日



金融学系列序言



《北京大学光华管理学院教材·金融学系列》是应北京大学出版社的邀请,作为北京大学“重大立项教材”项目而写作出版的。

本系列教材的作者均是北京大学光华管理学院金融系的骨干教师,内容涉及金融学专业的各个方面。该丛书的宗旨是致力于三方面的结合:一是国外研究的前沿成果与国内金融发展实践相结合;二是金融理论与具体案例相结合;三是宏观研究与微观行为相结合,以期对全球和国内金融的理论与实践进行回顾、分析与展望。

我认为,出版一套金融专业精品教材有着十分重要的意义,是适应金融学发展的战略之举,是解决高校金融专业教学需要的重要措施。

在计划经济年代,我国的金融业不够发达。当时提出的口号是“一切信用集中于银行”,除了银行融资之外,几乎没有其他融资形式和融资渠道,因此,当时的金融学就是货币银行学。当然,由于还存在着对外金融贸易关系,有国际收支、汇率和外汇等问题,因此又形成了国际金融学。

随着我国市场经济的发展,企业融资的市场化,对外贸易及国际融资的不断扩大,全球经济一体化、经济金融化的发展,世界金融业的兴旺发达,金融制度、金融市场、金融技术、金融工具的创新,金融经济已成为世界经济的重要组成部分。在此情况下,金融学科也得到了长足的发展,已成为独立的学科。当前应创立广义金融学,即现代金融学,改革金融学的教育和教学,以适应 21 世纪对金融人才提出的更高要求。

我认为,广义金融学应包括多种含义与内容。从金融市场与企业金融的角度来看,应当包括货币银行学、保险学、金融市场学、证券投资学、公司

理数学等;从金融理论和金融技术的角度来看,应当包括金融经济学、金融制度学、金融工程学、金融数学、金融技术学、金融管理学等。对于近几年发展较快的金融经济学、金融工程学和金融管理学,在教学方面应给予高度重视。

金融经济学是经济与金融结合的新兴学科,主要研究现代社会经济条件下经济金融化、货币证券化的发展趋势,金融经济的基本特征,金融经济时代与其他经济时代发展的比较,金融经济的可持续发展。金融经济学的基本理论包括信息经济学、制度经济学、公司经济学和发展经济学理论与金融学的结合等。同时,对金融业与经济发展的相关性进行分析。学习与研究金融经济学,能使学生更好地了解现代经济的特点,处理好实体经济与虚拟经济发展的关系。

金融工程学也是近年来才发展起来的一门学科,主要研究利用各种金融工具降低和消除金融风险,或如何将此风险重新组合,以改变原有风险特质;研究各种金融工具、产品服务、融资方式以及机构和市场组织方面的技术变革,把握各种技术创新的成果和特点、操作要求、管理方法和经验;揭示当代金融向技术化、工程化方向发展的趋势;同时,用技术的、数学的、模型化的方式进行宏观和微观金融分析。

金融管理学是现代金融学的重要组成部分。现代金融是一个庞大而复杂的体系,加上现代电子技术的应用,蕴藏着极大的风险。金融管理变得非常重要:不仅要进行宏观管理,还要进行微观管理;不仅要进行外部管理,还要进行内部管理;不仅要进行政策管理,还要进行技术管理。金融管理学主要研究现代金融管理的一般理论、管理内容和管理体系,包括系统论、控制论、信息论等现代管理理论在金融管理中的运用以及金融业务管理、货币资金管理、金融资产管理、财务管理、人事管理、技术管理,研究金融监管法律体系、金融监管组织体系、金融监管评价体系、国际金融监管、金融监管环境等。

当然,金融技术学也应引起我们的重视。我认为,金融技术学就是与电子货币、网络银行、网络金融交易、结算相适应的相关技术的科学,它是一种边缘学科,是现代技术与金融的结合,是现代技术在金融交易中的应用。金融技术学的宗旨是利用现代技术运转金融交易并保证金融交易的技术安全,如开发金融交易软件、金融风险防范软件、投资组合软件以及防止密码被盗和防止黑客入侵等技术。

随着金融的市场化、现代化和国际化以及中国加入 WTO,对金融学科的教学提出了更高的要求。我国金融学的教学必须在以下几个方面进行质的突破与改革:

1. 在教学中必须让学生了解和掌握金融发展的最新理论、知识、方法和技术,以及金融市场和金融工具等发展的最新动态。不仅要了解货币体系和货币制度、金融体系和金融理论、利率和利率管理体系、货币供求和均衡理论、金融发展、金融制度、国际收支等理论,而且还要了解金融市场。现代金融市场包括货币市场、外汇市场、资本市场以及在此基础上派生出来的衍生市场。现代金融市场发展迅速,金融工具层出不穷,应把重点放在让学生了解和掌握金融市场的各种市场机制、金融工具的定价以及各主体的行为上,既要有知识性,还要有理论性和实践性。这样有利于培养出具有综合能力的金融人才。

2. 在过去金融学的教学中,我们侧重于宏观金融、金融理论和货币金融政策,也就是注重定性分析。从目前的发展来看,金融学更是一种实用经济学,更要求实际和实证分析,需要懂得实际操作,需要掌握和运用金融工具与金融分析方法,因此在教学过程中,金融技术、金融数学及金融工程等方面应该加强。另外,还应吸收国外新兴的金融工程学的最新成果,结合中国情况加以介绍。鉴于金融研究的精密化、数理化和工程化,在教学方法上要大胆创新,抛弃原来过分依赖定性分析的做法,而坚持定性定量相结合、逻辑分析与数理分析相结合的分析方法,这样有利于从质和量两方面把握金融市场的各种规律和各种金融定量之间的相互联系,有利于培养既懂得理论又懂得实际操作的复合型金融人才。

3. 在教学中必须注意理论研究联系实际,尤其是联系中国金融发展的实际。现在有些人对金融理论尤其是西方金融理论比较熟悉,但却不能解释中国金融发展问题;有些人热衷于研究金融数学和金融模型,但是却不能有效地分析中国金融市场的实际。我们不能为理论而理论,为方法而方法。我们要培养既懂得金融理论又懂得金融方法的人,但更重要的是要培养能运用这些理论和方法解决中国乃至世界金融实际问题的人。因此,在教学过程中,如果有条件的话,应当让学生到金融实际部门和金融管理部门去实习,也可以组织学生参与有关货币市场、资本市场等金融方面的科研项目的

研究工作。这样有利于培养学生分析问题、解决问题的能力。

当前,适应现代金融学发展、适应中国金融发展的教材尚不多见,精品教材更是凤毛麟角,学生普遍反映教材内容和体系较为陈旧,引进国外教材虽可解燃眉之急,但对于研究中国金融问题来说,则有隔靴搔痒之感。因此,编写适合中国经济和金融发展、有利于培养现代金融人才的教材,是我们不可推卸的责任。鉴于中国金融市场正处于快速发展阶段,许多东西尚未成熟、尚未定型,甚至尚无定论,在编写教材过程中,应摆脱当前国内教材过分拘泥于当前实际的条条框框,大胆借鉴成熟市场经济条件下的金融理论与方法,再结合中国实际,写出全新的教材。

北京大学光华管理学院金融系具有雄厚的师资队伍:既有经验丰富的老教授,也有蒸蒸日上的年轻人;既有从国外留学、获取博士学位后又在国外任教多年的海外学者,又有立足国内、踏踏实实从事学术研究的国内优秀学者。本系列丛书是金融系教员多年来研究成果和教学经验的汇总,具有较高的科研水平和学术价值。本系列丛书既有适合本科生的教材,也有适合研究生的教材,同时有些教材的内容也适于有实践经验和在实际部门工作的读者学习和阅读。我希望本丛书的出版不仅能够适应高等院校财经专业教学的需要,而且能够对学术机构及实际部门起到抛砖引玉的作用。

我作为一名有着多年教龄、多年从事金融教学和研究工作的老教员,还要为丛书的出版付出自己的绵薄之力。同时,我欣喜地看到我的同事——一群埋头苦干、兢兢业业的中青年教师用辛勤的汗水换来了累累的硕果,从他们身上我看到了金融学发展的光明之路。我衷心祝愿他们的未来更加美好。故为序。

曹凤岐

北京大学光华管理学院

2005年2月28日



前言



本书是一本金融学的教学案例。作为本书的前言,笔者想谈一下对案例教学的一点看法。一段时间以来,在金融学、管理学等学科的教学,存在着对理论学习和案例学习的这样一种看法:案例教学是最重要的,因为案例能够给学生以实际的经验;理论则过于枯燥,甚至会因其“脱离实际”而变得无用。所谓“生命之树常青,理论是灰色的”的格言,往往也因此成为上述观点的有力佐证。特别是在 MBA 课程的教学,这种观点有时甚至被奉为“圭臬”。

确实,案例教学在金融学、管理学的教学中扮演着重要的角色。金融学的理论与方法往往是建立在一系列抽象的假设之上的,学起来容易感觉到枯燥、抽象,甚至有所谓“脱离实际”之嫌。而案例教学则可以为学习者提供一些实际发生的事件作为参考,使他们了解在现实中问题是怎样发生的,人们又是怎样解决这些问题的,从而可以帮助学习者积累一些实际问题的解决方案,以便于日后的借鉴与应用。但是,上述作用仅是案例教学的一部分作用,而不是其全部作用,更不能因此将案例教学的作用过分夸大,变为金融学和管理学教学中最为重要的部分乃至全部。

学习者(既包括本科生、硕士生和博士生,也包括进入学校学习的许多在职人员乃至高管人员)在学校的金融学和管理学课程上所要学习的最重要的内容,应该是代表这些学科内在规律的基本理论与方法。这些理论与方法是前人经过多年对大量现实问题的分析与研究所揭示和抽象出来的现实运行规律以及解决实际问题的手段。尽管从表面上看,这些理论和方法是建立在一些理想的假设基础之上的,但这些假设本身是有着其合理的现实基础的,我们决不能因此而否定其合理性。特别是,这些进入教科书的基本理论与方法是经过大量实践检验、被证明能够解释和解决实际问题的。现实是在不断地变化,但这种变化往往是表面上和形式上的,其内在规律并没有发生真正的变化。也就是说,理论是稳定的,现实是变换的。如果被现实的表面变换所误导,认为其内在

规律也发生了根本的变化,就会犯错误。比如,在互联网热的时候,出于对没有业绩支撑的股票的定价的困难,人们不得不用所谓“点击率”、“用户数”、“访问量”等指标来对一些互联网公司定价。甚至当时有人因此认为现金流量折现的方法在资产定价中失效了,要考虑发展所谓“新”的定价方法。然而,随着互联网泡沫的破灭,随着那些只有“点击率”、没有现金流的企业的破产与消亡,人们清楚地看到,未来现金流量决定资产当前价值这一基本规律不但没有发生变化,而且正是这一规律决定了大批“互联网英雄”的死亡。

我们必须认识到,金融学学习的核心是对其基本理论与方法的掌握,只有真正理解和掌握了这些基本理论与方法,才能在现实中运用自如,分析和解决现实问题。案例在金融学教学中更重要的作用是帮助学习者更好地学习和理解相关的理论与方法,以及如何用这些理论与方法分析和解决实际问题。只有这样,才能更好地学习好金融学理论,更深刻地理解金融学理论。

对案例的另一个不太正确的理解就是案例的内容越新越好,仿佛这样才能紧跟实践的变化,其实不然。案例最重要的作用是帮助学生学习 and 理解理论,学习分析问题和解决问题。由此,一些经典的案例较全面和突出地反映了一些最基本的问题,非常适合教学之用。我们可以看到,一些哈佛的经典案例在最新出版的案例教材中依然被收录,也依然被使用。相反,一些缺乏代表性的所谓“最新案例”,并不适合于教学之用。因此,判断一个教学案例好坏的关键不是其新与旧,而是能否很好地用于教授相关知识。

本书收集了10个案例,其中9个都是中国市场的实际案例,另一个则取自在海外上市的中国公司。这些案例主要涉及公司财务和公司治理、衍生工具以及金融创新等领域,它们不仅反映了我国资本市场近年来的一些重要实践和创新,而且深刻体现了我国资本市场的特殊性。这些案例有的刚发生不久,有的则已经过去了一段时间。这些案例不但有助于我们更好地学习金融学的相关理论与方法及其在中国的实际运用,也有助于我们了解中国金融市场的历史发展和现实状况,理解中国金融市场上曾经出现过的一些特殊的问题与现象,并运用金融学理论与方法来对其进行分析和解释。

本书中“中兴通讯”和“长峰收购北旅”两个案例是由北京大学光华管理学院毕业的MBA学生马卫峰和刘金成参与编写的,在此对他们的工作表示衷心的感谢。本书的出版还得益于光华管理学院教材系列的组织者的大力帮助,得益于责任编辑张燕女士的辛勤工作,在此谨向他们表示衷心的感谢。

作者

2007年4月

目 录

第一篇 长期融资

- 案例 1 云南云天化股份有限公司发行的可转换公司债券 (3)
案例 2 中兴通讯增发 H 股风波 (21)

第二篇 兼并收购

- 案例 3 长峰收购北旅 (41)
案例 4 佛山电器照明股份有限公司 (57)
案例 5 中石化要约收购石油大明 (79)

第三篇 衍生工具

- 案例 6 武汉钢铁(集团)公司发行的武钢权证 (115)
案例 7 中国航空油料(新加坡)股份有限公司的石油期权交易 (141)

第四篇 金融创新

- 案例 8 股权分置改革首批试点 (165)
案例 9 建元 2005-1 个人住房抵押贷款证券化信托 (185)
案例 10 云南云天化股份有限公司的国有法人股协议回购 (211)

第一篇 长期融资



- 云南云天化股份有限公司发行的可转换公司债券
- 中兴通讯增发H股风波

案例1 云南云天化股份有限公司 发行的可转换公司债券

案例撰写：唐国正

案例概要

自从2001年4月证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》之后,可转债迅速发展成为我国上市公司的主要融资工具之一。制度、监管与市场的差异导致我国的可转债具有鲜明的特点。本案例介绍云南云天化股份有限公司于2003年发行的云化转债,包括合约条款、发行背景、发行情况以及上市以后的交易和转股情况。本案例可以用来分析我国上市公司发行可转债的动机、可转债的折价和投资者偏好等问题。

教学目标

- 熟悉我国可转债市场的基本特点,包括监管、发行和上市品种等方面。
- 学习可转债的定价和基本理论,尤其是发行动机。
- 探寻市场分割的证据及其根源。
- 讨论可转债价值低估的原因。

问题与思考

1. 云天化公司是希望通过发行股票、债券还是可转债来筹集公司发展所需要的资金?云天化公司应该通过哪种方式筹集资金?
2. 相对于国外的一般可转债而言,我国的可转债的主要特点是什么?
3. 云天化公司是可转债的理想发行人吗?你能从云化转债的合约条款中读出发行人隐藏在背后的内容吗?
4. 我国可转债适合哪些投资群体?云化转债的投资者定位是否准确?
5. 云化转债的发行定价合理吗?
6. 云化转债为什么在到期之前不断被转股?云化转债为什么在2004年10月初至11月5日被大量转股?