



光华书系
教材领航

CASES IN FINANCE
(2ND EDITION)

金融学案例

(第二版)

唐国正 刘力◎著

北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



金融学案例

(第二版)

唐国正 刘力◎著



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. —2版. —北京:北京大学出版社,2013.10
(光华书系·教材领航)

ISBN 978-7-301-23268-2

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 228579 号

书 名: 金融学案例(第二版)

著作责任者: 唐国正 刘 力 著

责任编辑: 张 燕

标准书号: ISBN 978-7-301-23268-2/F·3756

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>

电子信箱: em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

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

印 刷 者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

730 毫米×1020 毫米 16 开本 20.75 印张 384 千字

2007 年 5 月第 1 版

2013 年 10 月第 2 版 2013 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 0001—3000 册

定 价: 39.00 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 电子信箱:fd@pup.pku.edu.cn

丛书编委会

顾 问

厉以宁

主 编

蔡洪滨

编 委(以姓氏笔画排列)

王 辉	刘玉珍	刘 学	刘 俏	江明华
吴联生	张一弛	张志学	张 影	李 其
李 琦	陈丽华	陈松蹊	陆正飞	周长辉
周黎安	武常岐	冒大卫	龚六堂	彭泗清
		滕 飞		

丛书序言一

很高兴看到“光华书系”的出版问世,这将成为外界更加全面了解北京大学光华管理学院的一个重要窗口。北京大学光华管理学院从1985年北京大学经济管理体系成立,到现在已经有26年了。这26年来,光华文化、光华精神一直体现在学院的方方面面,而这套“光华书系”则是学院各方面工作的集中展示。

多年来,北京大学光华管理学院始终处于中国经济改革研究与企业管理研究的前沿,致力于促进中国乃至全球管理研究的发展,培养与国际接轨的优秀学生和研究人员,帮助国有企业实现管理国际化,帮助民营企业实现管理现代化,同时,为跨国公司管理本地化提供咨询服务,从而做到“创造管理知识,培养商界领袖,推动社会进步”。北京大学光华管理学院的几届领导人都把这看做自己的使命。

作为经济管理学科的研究机构,北京大学光华管理学院的科研实力一直在国内处于领先地位。光华管理学院有一支优秀的教师队伍,这支队伍的学术影响在国内首屈一指,在国际上也发挥着越来越重要的作用,它推动着中国经济管理学科在国际前沿的研究和探索。与此同时,学院一直都在积极努力地将科研力量转变为推动社会进步的动力。从当年股份制的探索、证券市场的设计、证券法的起草,到现在贵州毕节试验区的扶贫开发和生态建设、教育经费在国民收入中的合理比例、自然资源定价体系、国家高新技术开发区的规划,等等,都体现着光华管理学院的教师团队对中国经济改革与发展的贡献。

作为商学教育机构,北京大学光华管理学院鼓励教师深入商业实践,熟悉企业管理,提升案例教学的质量和层次。多年来,学院积累了大量有价值的案例,经过深入研究、精心编写,这些商业案例可以成为商学教育中宝贵的教学资源。学院每年举办大量讲座,讲座嘉宾很多是政界、商界和学界的精英,讲座内容涉及社会发展的方方面面。通过这些讲座,学生们可以最直接地得到名家大师的授业解惑,优化和丰富知识结构。

作为管理精英的汇聚中心,北京大学光华管理学院历届毕业、结业的校友一直是我们最引以为荣的。历届的优秀同学,在各自的岗位上作出贡献,它们是光华管理学院最宝贵的财富。光华管理学院这个平台的最大优势,也正是能够吸引一届又一届优秀的人才的到来。世界一流商学院的发展很重要的一点就是靠它们强大的校友资源,这一点,也是与北京大学光华管理学院的努力目标完全一致的。

今天,“光华书系”的出版正是北京大学光华管理学院全体师生和全体校友共同努力的成果。通过这套丛书,读者不仅能够读到经典教材和前沿学术成果,更可以通过名师、校友、讲座等方面感受光华风采。希望这套丛书能够向社会展示光华文化和精神的全貌,并为中国管理学教育的发展提供宝贵的经验。

所
以
事

2011 年 12 月

丛书序言二

光华管理学院秉承“百年北大”悠久的人文传统、深邃的学术思想和深厚的文化底蕴,在过去的二十多年里,一直践行“创造管理知识,培养商界领袖,推动社会进步”的学院使命,目前已经发展成为国内最为优秀的商学院之一。

北京大学的传统对于光华管理学院,乃至中国商学教育都很重要,学院一直秉承北京大学的传统,真正要办大学气质的商学院。我们将光华教育的特质归纳为四个“I”,即 Integrity——诚信和责任;International——商界领袖的国际化视野;Integration——整合学习,理论与实践相结合;Innovation——自主创新。

Integrity: 北京大学作为中国传统名校,传承百年历史文化,有一个非常鲜明的特点,就是拥有浓厚的人文底蕴和民主科学精神,以及对社会的使命感和责任感。北京大学光华管理学院作为北京大学的商学院,是专门从事管理研究和教育的机构,将持续发扬北京大学的历史传统和人文精神,并始终践行社会责任感和使命感。

International: 光华是全国最国际化的商学院,师资是最国际化的,教育体系是最早跟国际接轨的。北京大学光华管理学院的国际化是扎根于中国的国际化。我们一方面在国际先进的管理知识和管理理念方面有着最前沿的成果,另一方面也很好地将中国的管理实践和经济发展。光华的师资和国际研究都很好地做到了这两个方面。根据国际权威研究统计机构的统计,北京大学的经济和商学学科,已进入世界前1%的行列。对此光华起了最主要的作用,这也反映了光华在国际研究方面作出的贡献。

Integration: 商学院需要解决好两个整合的问题,一是将理论和实践很好地结合起来,二是学科之间的整合。对于理论和实践的整合,光华正致力于推动管理理论向商业实践成果的转化。对于学科的整合,光华正在做的不仅是不同学科之间的融合,还在加强不同教育项目之间的配合。我们致力于调动和整合北京大学综

合性的师资资源,将管理与历史、哲学、艺术、数学乃至物理等学科相结合,全方面塑造管理者的整体人文和科学素养。各个教育项目之间的互动也经常碰撞出新的思想火花,帮助光华学子们拓宽思想,带来新的视角。

Innovation:中国要成为具备创造力的国家,在世界上建立一个品牌和形象,必须发展自主创新文化。光华管理学院立足于北京大学,在整个中关村科技园大的氛围之下,光华的教学科研的国际合作能够成为自主创新生态环境的一部分。光华管理学院最近刚刚成立了北京大学光华管理学院创新创业中心,以这个中心为平台,致力于整合院内院外、校内校外、国内国外创业方面的资源,进一步推动自主创新。

为进一步超越自我,向着建设世界一流商学院的目标而不懈努力,北京大学光华管理学院特策划“光华书系”系列丛书,以展现光华管理学院在理论研究、教学实践、学术交流等方面的优秀成果。我们更希望通过“光华书系”的出版让更多的读者通过光华理解经济、管理与社会。

“光华书系”作为一个开放的系列,涵盖理论研究、教学实践、学术交流等各个方面:

第一是领航学科的教材。光华管理学院的商学教育,拥有全国首屈一指的师资力量和最优秀的学生生源。在教学相长的过程中,很多经典讲义、教材应运而生。教材领航系列丛书要以“出教材精品,育商界英才”为宗旨,发挥优势,突出特色,重点建设涵盖基础学科的主干教材、填补学科空白的前沿教材、反映教学改革成果的新型教材,面向大教育,追求高品位,服务高等教育,传播先进文化。

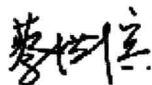
第二是前沿的学术成果。光华管理学院始终处于中国经济发展与企业管理研究的前沿,学术琼林系列丛书以具有国内和国际影响力的管理学、经济学等相关学科的学术研究为支撑,运用国际规范的研究方法深入研究中国的经济和管理问题,体现更高的学术标准,展现学界领袖的优秀成果。

第三是丰富的实战案例。案例研究和教学作为一种不可替代的重要方法,有效解决了知识与实践转换的问题。在中国的相关政策不断改革的大背景下,各种有借鉴意义的素材越来越丰富。根据国外成熟的案例编写经验,开发和使用高水平的本土化案例,是一件意义深远的事。案例精粹系列丛书涵盖教学案例、研究案例、商业案例几大模块,体现本土化和原创性、理论主导性和典型性,将一般管理职能与行业、企业的特殊性相结合,既具有一定的理论深度,又具有相当程度的覆盖面和典型性。相信这些案例能够最有效地服务于教学要求、学术研究以及企业管理实践。

第四是卓越的教师风范。“善之本在教，教之本在师。”光华管理学院的优秀教师，秉承诲人不倦、育人为先的教学原则，以他们的学术实践最好地诠释了北京大学追求真理、追求卓越、培养人才、繁荣学术、服务人民、造福社会的办学理念，为北京大学赢得了崇高的学术声誉。名师风采系列丛书就是力图全面展现光华优秀教师精深的学术造诣、高尚的学术风范，让更多的人领略他们关爱学生、培养青年、提携后学的优秀品质，让“大师”精神得到继承和发扬。

第五是杰出的校友风采。光华管理学院的每一位校友，都是中国杰出的时代精英。他们凭借在各自工作岗位上的优异表现，为光华管理学院、为北京大学在海内外赢得了广泛赞誉。校友华章系列丛书就是深度记录校友在光华管理学院的学习经历以及卓著业绩，全面展现其对学识的孜孜追求、卓越才智以及不懈执著的品质，体现光华管理学院高质量的教学实践这一核心竞争力。

最后是精彩的讲座荟萃。在浮华之风日盛的今日社会，光华管理学院广泛开展的各种学术交流活动和讲座，兼容并蓄，展现思想的精粹、智慧的集锦。对所有“为国求学、努力自爱”的人们来说，其中传出的思想之声都是真正值得认真品味和用心领会的。讲座撷英系列丛书就是汇集专家、教授、知名学者、社会名流在光华管理学院的精彩演讲，展现其中引人深思的深厚学理以及催人奋进的人生智慧，将严肃的学术品格和通俗的阅读形式相结合，深度展现一流学府的思想之声，奉献最具时代精神的思想饕餮。



2011年12月

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、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。

本书第一版收集了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。本次改版又新增了5个案例,全部取自中国市场。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北京大学光华管理学院“光华书系”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

2013年9月

目 录

第一篇 长期融资 1

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	19
案例 3 蒙牛融资	36
案例 4 敏华控股有限公司	45

第二篇 兼并收购 61

案例 5 长峰收购北旅	63
案例 6 佛山电器照明股份有限公司	75
案例 7 中石化要约收购石油大明	95
案例 8 联想集团收购 IBM PC 业务	125
案例 9 中海油争购 Unocal	143
案例 10 凯雷亚洲投资基金收购徐工机械	188

第三篇 衍生工具 213

案例 11 武汉钢铁(集团)公司发行的武钢权证	215
案例 12 中国航空油料(新加坡)股份有限公司的 石油期权交易	239

第四篇 金融创新 259

案例 13 股权分置改革首批试点	261
案例 14 建元 2005-1 个人住房抵押贷款证券化信托	279
案例 15 云南云天化股份有限公司的国有法人股 协议回购	304



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*

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?

* 本案例仅做教学之用,而不是用来说明案例涉及的各方采取的管理措施是否有效或者行为是否妥当。

本案例数据来源包括:云南云天化股份有限公司披露的各类公告、募集说明书、上市公告书、季度和年度业绩报告,云天化股票交易数据来自Sinofin数据库和新浪网,云化转债交易数据来自聚源数据库,转股数据来自上海证券交易所官方网站。

2. 相对于国外的一般可转债而言,我国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?

2005年4月8日(星期五)上午,乐天基金负责债券投资业务的高级经理李彤^①坐在宽敞的办公室里,浏览着可转债投资分析师前一天完成的云化转债投资策略分析报告,电脑屏幕上显示着云化转债和云天化股票的行情。

2003年9月10日,乐天基金在云化转债的网下配售中认购了328.2万元面值的债券。2003年10—11月,乐天基金以略高于面值的价格又购入了一些云化转债,致使基金持有的债券总面值达到了450万元。云化转债是云南云天化股份有限公司于2003年9月发行的、总量为4.1亿元面值的可转换公司债券。2004年9月底获知云天化董事会决定向证监会申请增发新股后,李彤就一直在思考是否应该把云化转债转股兑现。他也考虑过出售的选择,不过很长时间以来云化转债的交易价格与转股价值相近,有时甚至低于转股价值。

自从进入转股期以来,不断有云化转债投资者转股。截止到2006年第一季度末,将近2.40亿元面值(占总发行量的58.5%)的云化转债进行了转股。其中约1.30亿元面值的云化转债在2005年10月初至11月5日期间转股,2006年第一季度又有0.55亿元面值的云化转债被转股。如果现在转股兑现,每100元面值的债券可以换成价值147元左右的流通股,乐天基金投资云化转债实现的收益率将相当高。尽管如此,李彤仍然拿不定主意。他站起来走到窗前,眺望着远处朦胧的西山。

一、云天化股份有限公司

1997年5月,云天化集团有限责任公司(以下简称为“集团公司”)作为独家发起人,以其下属的合成、尿素、成品车间及相关的经营性资产投入,以募集设立方式设立云天化股份有限公司(以下简称为“云天化公司”),并于1997年6月发行1亿

^① 基金的名称和经理的名字纯属案例作者虚构。