



中央财经大学
Central University of Finance and Economics

| 财经类专业硕士教学案例丛书



The Case of

Finance

金融教学案例精选

李建军 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

金融教学案例精选

The Case of Finance

李建军 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

金融教学案例精选/李建军主编. —北京:北京大学出版社, 2019.4

(财经类专业硕士教学案例丛书)

ISBN 978-7-301-30155-5

I. ①金… II. ①李… III. ①金融学—研究生—教案(教育)—汇编

IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 291451 号

书 名 金融教学案例精选

JINRONG JIAOXUE ANLI JINGXUAN

著作责任者 李建军 主编

责任编辑 孙 昕 贾米娜

标准书号 ISBN 978-7-301-30155-5

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>

微信公众号 北京大学经管书苑(pupembook)

电子信箱 em@pup.cn QQ: 552063295

电 话 邮购部 010-62752015 发行部 010-62750672 编辑部 010-62752926

印 刷 者 北京富生印刷厂

经 销 者 新华书店

730 毫米×1020 毫米 16 开本 26.5 印张 483 千字

2019 年 4 月第 1 版 2019 年 4 月第 1 次印刷

定 价 59.00 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

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

编委会

(按姓氏笔画排序)

马海涛	王瑞华	尹 飞	白彦锋
朱建明	李建军	李晓林	辛自强
张学勇	赵景华	袁 淳	殷先军
唐宜红	戴宏伟		

总 序

中国改革开放四十年来尤其是党的十八大以来,经济社会发展取得了举世瞩目的成就,党和国家事业发生历史性变革,中国人民向着决胜全面建成小康社会,实现中华民族伟大复兴的宏伟目标奋勇前进。党的十九大报告指出“建设教育强国是中华民族伟大复兴的基础工程,必须把教育事业放在优先位置”,要“加快一流大学和一流学科建设,实现高等教育内涵式发展”。

实现高等教育内涵式发展,研究生教育是不可或缺的重要部分。2013年,教育部、国家发展改革委、财政部联合发布《关于深化研究生教育的意见》,明确提出研究生教育的根本任务是“立德树人”,要以“提高质量、满足需求”为主线,以“分类推进培养模式改革、统筹构建质量保障体系”为着力点,更加突出“服务经济社会发展”“创新精神和实践能力培养”“科教结合、产学研结合”和“对外开放”。这为研究生教育改革指明了方向,也势必对专业学位研究生教育产生深远影响。

深化研究生教育改革,要重视发挥课程教学在研究生培养中的作用,而高水平教材建设是开展高水平课程教学的基础。2014年教育部发布《关于改进和加强研究生课程建设的意见》,2016年中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加强和改进新形势下大中小学教材建设的意见》,2017年国务院成立国家教材委员会,进一步明确了教材建设事关未来的战略工程、基础工程的重要地位。

中央财经大学历来重视教材建设,推进专业学位研究生教学案例集的建设是中央财经大学深化专业学位研究生教育改革、加强研究生教材建设的重要内容之一。从2009年起,中央财经大学实施《研究生培养机制综合改革方案》,提出了加强研究生教材体系建设的改革目标,并先后组织了多批次研究生精品教材和案例集建设工作,逐步形成了以“研究生精品教材系列”“专业学位研究生

教学案例集系列”“博士生专业前沿文献导读系列”为代表的具有中央财经大学特色的研究生教材体系。其中,首批九部专业学位研究生教学案例集已于2014年前后相继出版。

呈现在读者面前的“财经类专业硕士教学案例丛书”由多部精品案例集组成,涉及经济学、管理学、法学三个学科门类,所对应课程均为中央财经大学各专业学位研究生培养方案中的核心课程,由教学经验丰富的一线教师组织编写。编者中既有国家级教学名师等称号的获得者,也不乏在全国百篇优秀案例评选中屡获佳绩的中青年学者。本系列丛书以“立足中国,放眼世界”的眼光和格局,本着扎根中国大地办大学的教育理念,突破案例来源的限制,突出“全球视角、本土方案”,在借鉴国外优秀案例的同时,加大对本土案例的开发力度,力求通过相关案例的讨论引导研究生思考全球化带来的影响,培养和拓宽其国际视野。

“财经类专业硕士教学案例丛书”的出版得到了“中央高校建设世界一流大学(学科)和特色发展引导专项资金”的支持。我们希望本套丛书的出版能够为相关课程开展案例教学提供基础素材,并启发研究生围绕案例展开讨论,提高其运用理论知识解决实际问题的能力,进而帮助其完成知识构建与知识创造。

编写面向专业学位研究生的教学案例集,我们还处在尝试阶段,虽力求完善,但难免存在这样那样的不足,恳请广大同行和读者批评指正。

“财经类专业硕士教学案例丛书”编委会

2018年8月于北京

前 言

金融是现代经济体系的血脉,是实体经济可持续健康发展的基础,在国家间竞争和冲突中也具有重要的战略意义。金融业本质上是智力服务产业,人才是金融机构最宝贵的资源。面向未来,中国需要一大批具备良好职业素养、兼具理论基础与实践能力和具备国际视野、通晓国际规则的应用型金融管理人才。财经院校的研究生教育肩负着为国家培养高层次金融人才的重要使命。

2017年9月21日,教育部、财政部、国家发展和改革委员会联合发布《关于公布世界一流大学和一流学科建设高校及建设学科名单的通知》,正式确认公布世界一流大学和一流学科建设高校及建设学科名单,中央财经大学凭借在应用经济学方面的强大实力成功入选世界一流学科建设高校名单。金融学科作为应用经济学的重要支撑,在人才培养、学科建设、师资队伍建设方面将继续发挥重要作用。

中央财经大学于2011年成为全国首批招收金融专业硕士的高校,到目前为止,中央财经大学金融学院金融专业硕士项目已经成功运行7年,已毕业的5届金融硕士生超过400人,目前在校生近300人。金融学院一直致力于金融专业硕士教育综合改革,从培养方案、课程建设、教学方法、论文写作、校内外师资队伍建设和实践基地建设等方面进行全方位的探索与改革,在人才培养方面的特色日益显现。结合金融专业硕士的特点以及教育部高等学校教学指导委员会的相关要求,金融学院将案例开发和案例教学作为教学改革的重点,在案例开发、案例教学研究方面积累了一些经验和成果。

2013年,金融学院推出首届“金融硕士教学案例大赛”,目前已经举办至第五届,其中第三届案例大赛的参赛作品中,方意老师撰写完成的《泛亚交易模式及“日金宝”流动性挤兑危机案例》与黄瑜琴老师指导完成的《中诚信托诚至金

开1号信托案例》分别获得全国金融专业硕士优秀案例。第四届案例大赛的作品中,陈颖老师指导完成的《债券违约风波——2016年东北特钢系列债券违约案》和史建平老师指导完成的《中资商业银行海外并购折戟:路在何方——中国民生银行并购美国联合银行的案例分析》分别获得优秀教学案例奖。

本书中的案例均由教学经验丰富的一线教师组织编写,其中包括历届案例大赛中的部分优秀案例,以及一线教师在教学和研究过程中的智力成果,覆盖了金融市场、金融机构、公司金融与公司治理、金融科技等领域,对应着金融专业硕士培养方案中的主要课程。希望案例集的出版能够为相关课程开展案例教学提供素材,提高研究生运用理论知识解决实际问题的能力,实现金融学知识体系构建与知识创造。

编 者

2018年4月于北京

目 录

Contents

金融市场

1987 年 10 月美国股市崩溃前后中的政府行为	应展宇	003
举牌背后的争论	李开颜 王 辉	046
巨人网络借壳世纪游轮回归 A 股案例分析	李建军 崔洪略	077
杠杆上的举牌——“宝万之争”资金来源 风险分析	刘向丽 赖秋睿 黄海洋	092

金融机构

中诚信托“诚至金开 1 号”信托案例分析	黄瑜琴 边雯晖 郭少杰	119
中资商业银行海外并购折戟——中国民生银行 并购美国联合银行案例分析	史建平 闫思宇 张一凡	140
商业银行不良贷款风险化解与处理： 山东 A 集团案例分析	李建军 明 洋 盖永康	164
银行营销新模式——北京银行“信贷工厂”	徐焕东 余晓卉	184

互联网金融

泛亚交易模式及“日金宝”流动性挤兑危机案例分析	方 意	205
甜橙金融：布局互联网金融闭环生态圈	杜惠芬 陈玺如	285

公司金融

迎合炒作还是积极的业绩信号?——北信源定增

“高送转”案例分析 黄瑜琴 尹默禅 徐志明 309

融资结构与管理权——中建“走出去”的

失败探索 应展宇 王晓林 曹剑昭 339

精华制药:定向增发盛宴座上宾的利益输送 ... 杜惠芬 黄文鹤 朱文轩 357

创业与资本的对赌博弈——俏江南与鼎晖投资

案例分析 韩复龄 陈 强 397

金融市场

1987年10月美国股市崩溃前后中的 政府行为

应展宇

摘 要：历史地看，1987年10月美国股市崩溃可以认为是20世纪70年代“金融革命”以来发生的第一次现代意义上、大规模、全球性的发达国家股票市场危机（尽管此次股市危机的持续时间颇为短暂，对宏观经济的冲击也并不显著）。从当时的状况看，1987年10月的股市崩溃在短期内引发了巨大的负面冲击，一度使美国证券市场乃至整个金融体系陷入“停摆”的边缘。美国联邦储备委员会（美联储）针对此次股市崩溃的救助针对性极强，措施得当，使得股市危机并未蔓延，在较短时期内就恢复了市场的正常运行。1987年10月发生的股灾促发美国证券监管架构变革，此后十余年间，与证券市场结构、市场控制、支付清算等领域相关的美国诸多证券监管规则发生了较大的变化，在一定程度上使得证券市场运行效率发生明显改善。

关键词：美国股票市场，黑色星期一，市场崩溃

一、引 言

对于1987年10月的美国证券市场投资者而言，伴随着股市交易量和价格波动性的急剧上升，当时的股市简直就是进入了一种“大屠杀”式的状态——从10月5日开始的一周内，道·琼斯工业指数（道指）下跌159点，10月12日开始的一周道指进一步下降236点（其中10月16日一天就下跌了108点），两周之内近5000亿美元的股票账面财富灰飞烟灭。而在紧接着的一个交易日即

10月19日(“黑色星期一”),巨量的抛售浪潮同时袭击了芝加哥和华尔街,“大萧条”的前兆似乎在时隔60年之后再次重现——在一片恐慌、混乱的气氛中,道指急速下跌了508点(收于1 738.74点,较前一收盘价下跌22.6%),成为美国股市自创设以来单日跌幅最大的一天,同时交易量达到6.043亿股的历史性天量,一天之内近5 000亿美元的账面财富蒸发殆尽。^①10月20日一开盘,尽管格林斯潘(Greenspan)代表美国联邦储备委员会(美联储)发布简短的公告,但之前延续的投资者恐慌情绪依旧,市场一直处在寻找底部的过程中——道指在中午前一度下探到最低点1 709点,下午则在公司回购等多重利好的刺激下出现了强劲的反弹,最终收于1 841点,当天成交量进一步放大到6.081亿股。10月21日开始的后续8个交易日中,虽然道指上下飘忽,但由于前期跌幅过大,市场总体呈现出反弹的态势,10月末的道指和标准普尔500(S&P 500)指数分别收于1 993.53点和251.79点(较上月月底分别下降了23.2%和21.8%)。除道指外,10月间美国的其他主要股票价格指数也出现了类似的明显下挫态势——纽约交易所综合指数、美国交易所指数和纳斯达克(NASDAQ)指数在这个月分别下降了21.9%、27%和27.2%。此外,芝加哥商品交易所(CME)上市的S&P 500指数期货合约的价格较S&P 500指数出现了更为剧烈的变化——10月20日,S&P 500指数期货合约的最低价一度到达181点(约等价于道指跌至1 444点),较当年最高点的相对跌幅接近44%。与此同时,纽约的股票现货和芝加哥股指期货之间的价格关系出现了持续的基差反转现象(即相对现货价格而言,期货价格贴水非正常的升水)。更值得一提的是,1987年10月的美国“黑色星期一”在全球范围内都引发了巨大的冲击——10月19—20日间,日经225指数和伦敦富时指数分别下跌了4 456点(跌幅16.9%)和500点(跌幅近22%),10月30日,两个指数分别位于23 328.91点和1 749点,月跌幅分别为12.8%和26.4%(参见表1)。

表1 全球主要市场股价指数变化(1987年全年和1987年10月)

	本币计算		美元计算	
	1987年全年	1987年10月	1987年全年	1987年10月
澳大利亚	-3.6	-41.8	4.7	-44.9
奥地利	-17.6	-11.4	0.7	-5.8

^① 当日,标准普尔500指数下跌了57.86点,跌幅20.46%;NASDAQ指数下跌46点,跌幅11.35%(之所以该市场跌幅明显小于其他两个指数,是因为很多做市商很早就停止交易,价格无法继续下跌)。

(续表)

	本币计算		美元计算	
	1987 年全年	1987 年 10 月	1987 年全年	1987 年 10 月
比利时	-15.5	-23.2	3.1	-18.9
加拿大	4.0	-22.5	10.4	-22.9
丹麦	-4.5	-12.5	15.5	-7.3
法国	-27.8	-22.9	-13.9	-19.5
德国	-36.8	-22.3	-22.7	-17.1
中国香港	-11.3	-45.8	-11.0	-45.8
爱尔兰	-12.3	-29.1	4.7	-25.4
意大利	-32.4	-16.3	-22.3	-12.9
日本	8.5	-12.8	41.4	-7.7
马来西亚	6.9	-39.8	11.7	-39.3
墨西哥	158.9	-35.0	5.5	-37.6
荷兰	-18.9	-23.3	0.3	-18.1
新西兰	-38.7	-29.3	-23.8	-36.0
挪威	-14.0	-30.5	1.7	-28.8
新加坡	-10.6	-42.2	-2.7	-41.6
南非	-8.8	-23.9	33.5	-29.0
西班牙	8.2	-27.7	32.6	-23.1
瑞典	-15.1	-21.8	-0.9	-18.6
瑞士	-34.0	-26.1	-16.5	-20.8
英国	4.6	-26.4	32.5	-22.1
美国	0.2	-23.2	0.2	-23.2

资料来源: Bloomberg。

从某种意义上说,1987年10月美国股市崩溃可以认为是20世纪70年代“金融革命”以来发生的第一次现代意义上、大规模、全球性的发达国家股票市场危机(尽管危机的持续时间颇为短暂,对经济的冲击也不显著)——这次危机爆发之前,股指期货、股指期权等金融衍生品已经较为普遍,投资者的机构化初露端倪,组合管理、投资组合保险、指数套利以及基于上述的程序交易策略等已颇为流行,以风险管理为核心的美国金融模式的核心要素已基本到位。历史地看,20世纪30年代的美国新政改革,尤其是创建美国证券交易委员会(SEC),

目的之一就是为了防止 20 世纪 30 年代大萧条之前股市崩溃事件的重演。但 1987 年 10 月所发生的事情显然意味着在“金融革命”发生以来,美国证券市场的内在运行存在诸多缺陷,证券市场监管也有漏洞。从后续的发展来看,尽管 1987 年 10 月的股市崩溃并未在宏观经济层面造成类似 1929 年的严重后果,股市乃至经济在短暂调整后就重现上升趋势,但股灾的发生仍在学术层面提出了很多疑问:在一天、一周甚至一个月之内,美国和全球范围内股票(含股指期货)的市场价格为什么能发生如此大的波动,引发社会财富如此巨大的灾难?股市崩溃究竟是一个独立的事件,还是一系列类似的股灾事件中的一例?是否能够采取监管措施防止此类事件的发生,或者说至少可以降低其发生的概率并减轻问题的严重性?……为了回答这些疑问,1987 年股市崩溃后的短短 1 年之内,美国国会、美国证券交易委员会、美国商品期货委员会(CFTC)、各家证券期货交易所和私人组织都发起了数量众多的调查委员会,试图通过对此次股市崩溃(事故)的深入调查来了解其形成机制并确定其发生的原因,进而改进美国证券市场运行和监管,避免危机在未来的重演或者说降低冲击的消极影响。这些调查的研究成果,诸如布雷迪报告(Brady Commission, 1988)、SEC 市场监管部的“市场崩溃报告”、CFTC 报告等,对 1987 年 10 月的市场运行进行了极为详尽的研究和分析,并对市场结构、支付清算、信息披露以及国际协调等诸多重要问题提出了颇多政策建议,类似熔断机制、跨市场保证金机制、改进支付结算等政策建议已在后续成为现实。本案例试图在回顾股灾发生前后历史事实的基础上,通过对股灾成因、政府救助措施及其后续监管影响的分析和思考,尝试总结 1987 年 10 月股灾的经验教训。

二、1987 年 10 月美国股市崩溃前的政府政策与市场运行

随着罗纳德·里根(Ronald Reagan)在 1980 年当选为美国总统,华尔街进入了一个新的时代。在里根政府的支持下,为了抑制通货膨胀,时任美联储主席的保罗·沃尔克(Paul Volcker)在放慢货币增长速度的同时,大幅提高了贴现率,进而导致其他利率也随之升高——20 世纪 80 年代初美国银行的最优利率一度曾达到 20% 的水平。这一系列紧缩措施致使美国在 1980—1981 年间陷入了大萧条以来最为严重的经济衰退——当时,失业率推升到了 10% 的水平,公司盈利锐减,道指狂泻 20%,一度跌到了 800 点以下。

但是,随着通货膨胀压力的减退,美联储在 1982 年夏开始调低贴现率,市

场利率开始从历史最高水平回跌,公司盈利水平提高。在经济复苏、金融管制放松、杠杆并购以及股权投资税收激励等多种因素的共同作用下,美国股票市场在之后近5年的时间里开启了牛市模式,一路上涨——道指在1982年就从777点回升到了1000点之上,1985年12月11日道指首次达到了1500点(在短短3年时间里上涨了50%);而仅仅1年之后,1987年1月8日,道指就跨越了2000点;又只过了6个月,1987年7月17日的道指达到了2500点,并在8月25日达到了2746点的历史最高位。当时,伴随着股票 market 价格的持续上涨,大量的新发行股票充斥着市场——1986年新发行普通股的金额达到563亿美元,1987年上半年股票的发行规模也有270亿美元。

当市场在1987年8月25日达到顶峰(道指当日收于2722.42点)之后,鉴于当时的股票估值水平已远远超过历史及基本面因素所能支持的水平,再加上财政赤字的不断扩大导致的美元贬值预期,以及经济过热导致的通货膨胀率回升进而美联储升息预期等各种令人担忧的消息越来越多,股市运行不复之前的高歌猛进,出现了一些逆转迹象——1987年8月31日,道指收于2662.95点,较之前的历史高位有所回落。进入9月之后,随着9月4日美联储理事会决定上调贴现率0.5%消息的公布,其抑制通货膨胀的政策取向得到市场人士的明确证实,股市出现了下挫迹象,但初期的跌幅并不明显,到9月30日道指收于2596.28点,仅较8月下跌了2.5%。

进入1987年10月之后,股市的恐慌情绪突然放大,股价随之出现了明显跳水——在经历了10月1日和2日颇为平静的交易日之后,10月5日开始的一周内,道指下跌159点(跌幅近6%)。一场针对华尔街的金融巨灾即将到来。

三、1987年10月14—16日的市场表现与政府态度

尽管前一周的美国股价出现了快速跳水的迹象,但1987年10月12日和13日的市场交易却并未延续之前的跌势,反倒显得颇为平静。然而,可能当时谁也没有想到,这仅仅是金融风暴之前的暂时宁静,紧随其后的5个交易日注定成为美国金融市场发展史上无法忽略的“黑色一周”——仅10月14—19日4个交易日的道指跌幅就达到了769点(跌幅31%),累计股票市值下跌规模接近1万亿美元。

尽管1987年10月14—16日的单日跌幅没有19日那么惊人,但如果以S&P 500指数的变化看这3天的累积股市波动,可以发现10.12%的股价下降成