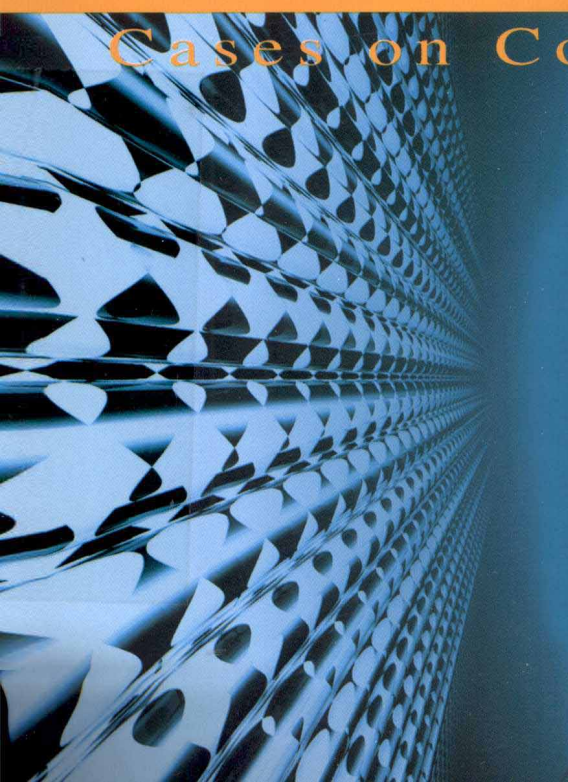


公司金融系列教材

刘莉亚 何 博 刘晓磊 编著

公司金融实务与案例

Cases on Corporate Finance



上海财经大学出版社

公司金融系列教材

公司金融实务与案例

刘莉亚 何 博 刘晓磊 编著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司金融实务与案例/刘莉亚,何博,刘晓磊编著. —上海:上海财经大学出版社,2011.11

(公司金融系列教材)

ISBN 978-7-5642-1224-7/F·1224

I. ①公… II. ①刘…②何…③刘… III. ①公司-金融-案例-中国-教材 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 223632 号

☐ 责任编辑 台啸天

☐ 封面设计 周卫民

☐ 责任校对 王从远

GONGSIJINRONG SHIWU YU ANLI

公 司 金 融 实 务 与 案 例

刘莉亚 何 博 刘晓磊 编著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

江苏省句容市排印厂印刷装订

2011 年 11 月第 1 版 2011 年 11 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 16.5 印张 314 千字

印数: 0 001—3 000 定价: 36.00 元

总 序

公司是现代市场经济机体的细胞,公司的融资、投资、改制上市、并购重组、跨国经营等行为,都是以金融活动为核心进行的。从微观而言,一个公司的金融活动构成了该公司的资金循环,保证着机体的有序运行。从宏观而言,一个公司的金融活动牵系着银行等金融机构和资本市场的稳健经营。公司金融活动是整个国家宏观经济正常运行的基石,一国公司金融的发达程度标志着该国市场经济的发达程度。

随着我国金融市场迅速发展和对外开放进程日益加快,工商企业界、金融机构、金融监管部门、政府等对于公司金融管理人才的需求急剧增大。在加入 WTO 后,改善中国的金融环境,建立健全公司的投融资制度和国家对公司金融活动的管理体系,成为当务之急。紧迫形势之下,进行现代公司金融知识的教育、研究和普及,就是必然的事情了。

市场经济发达国家高度重视公司金融管理的教育,将公司金融作为西方金融学教育的主要领域之一。西方主要大学的管理学院(商学院)开设的金融学课程,主要面向微观、面向现实。现代金融学以资产定价理论、企业估值理论、投资组合理论等为理论基础,以公司金融、证券投资学、兼并收购与公司重组、金融风险管理、金融工程学、投资组合管理、固定收益证券等为主干课程。目前,金融学的两门主干课程《公司金融》(Corporate Finance)和《投资学》(Investment 或 Securities Analysis)构成了金融学发展的两条主线,金融学的主要课程都是围绕着这两条主线展开的。21 世纪以来金融学的发展方向是向公司治理领域、金融工程、行为金融领域等拓展空间,反映了传统金融学向法学、数学、心理学等学科的扩张和交融。比如,金融学和法学、公司理论等结合产生了公司治理,而金融学和数学结合产生

了金融工程学,金融学和心理学等结合产生了行为金融学等。相比之下,国内院校对发展公司金融的重视程度尚显不足。

具体而言,公司金融的内容包括公司投资管理、项目估值、资本结构理论、股票发行与承销、公司债券发行、资产证券化、公司收购兼并与重组、公司价值评估、风险投资与私募股权投资、国际公司融资等。

本系列丛书就上述内容进行了写作规划,以上海财经大学金融学院部分中青年骨干教师的力量编著,他们年纪较轻,具有博士学位,或毕业于国际知名学府,或曾在国外著名大学从事访问研究,对该领域前沿有比较清楚的了解,组建公司金融教研室已有5年的历史,其间一直在一线从事公司金融的教学工作。丛书力求反映国内外的新动态,并能够基本揭示公司金融各个领域的主要内容和发展脉络。该套丛书包括《公司金融学》、《公司金融实务与案例》、《公司治理》、《公司并购与重组导论》、《国际公司金融》、《公司价值评估》、《财务报表分析》、《风险投资与私募股权》、《实物期权与企业投资》等,自2006年规划以来,陆续出版。

20世纪70年代末80年代初,经济改革和对外开放使得我国金融学获得了一次大的发展,建立了以货币银行学和国际金融学为主干的金融学科体系。21世纪以来,我国市场经济体制已经确立,经济现实已经与10年前有了很大区别,金融学科的教育需要进行改革,才能获得进一步发展。本套丛书仅仅是一个初步的努力。金融学科的改革和建设需要更多人的关心和支持,我希望将来有更多样、更精彩的公司金融学的新知识教材乃至专著能够不断问世,以共同描绘21世纪我国金融学科体系的新蓝图。

黄 明

美国康奈尔大学

约翰逊商学院金融学终身教授

原上海财经大学金融学院院长

2008年7月

序

在高校公司金融学科的课程教学过程中,案例教学发挥了重要的作用,主要体现在推进教学改革、弥补传统教学方法中的弊端以及培养学生理论联系实际能力等方面。联合国教科文组织的调查结果显示,在9种教学方法中,案例教学综合排名第一。

《公司金融实务与案例》正是为了配合高校金融专业培养高素质、具有开拓创新精神的高端金融人才的需要,是笔者多年从事《公司金融实务与案例》课程教学经验的积累。笔者原本只是想通过这种形式让学生亲身参与整理、编写案例,做课堂报告,接受其他同学的提问,从而培养和锻炼学生的资料搜集能力、专业写作能力、综合分析能力,同时通过了解各个行业的发展状况、深入挖掘不同公司金融案例背后的动因和结果,提高学生的理论联系实际能力。几年的教学积累,案例越来越多,于是笔者萌发了将其汇编成册的念头。这个想法得到了上海财经大学出版社的大力支持,在此表示感谢。

在案例选取上,笔者主要考虑以下标准:(1)案例本身的重要性、典型性和时代性;(2)案例所反映的公司金融理论问题的重要性;(3)案例相关数据和资料的完整性;(4)案例的可读性。本书全部案例均取材自我国近年围绕资本市场和上市公司发生的公司金融实务,时代感强、覆盖面广、适用性强。从案例所涉及行业来看,既有钢铁、地产等传统行业,又有IT等新兴行业;从案例分析方法来看,既有传统的财务分析方法,又有EVA等现代财务分析方法;从案例分析角度来看,既有同一企业不同时期的纵向比较,又有同一行业不同企业间的横向比较。

本书的内容结构如下:

第一部分,股权结构篇,包括两个案例:“股权制衡”能否改善公司治理? 全流

通条件下的股东分散持股与控制权市场失灵。

第二部分,股利政策篇,包括一个案例:高额现金股利背后的原因。

第三部分,融资篇,包括六个案例,分别从首次公开发行、整体上市、借壳上市、海外上市、发行可转换债券、定向增发以及经营租赁等不同融资方式角度进行了讨论。案例为:首开集团整体上市案例分析、国美借壳上市案例分析、当当网海外上市案例分析、华菱管线可转债风波、定向增发“盛宴”背后的利益输送:现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究、经营租赁的真实动机——基于东方航空公司的案例。

第四部分,股权激励篇,包括一个案例:万科股权激励计划案例研究。

第五部分,并购篇,包括四个案例:从宝钢收购案看中国式的并购、国美并购永乐案例分析研究、商业银行引进境外战略投资者的利弊分析——基于新桥投资收购深发展的案例分析、中信 vs 广发——收购与反收购。

这套案例主要出自课堂教学的讲义及辅助资料,引用他人的资料已尽可能注明文献出处,但恐有疏漏之处,敬请谅解!谨向本书参考资料的作者、相关报刊、网站表示衷心感谢!我在这里要特别感谢上海财经大学的李曜教授为本书的写作提出了很多中肯的修改意见。

在本书的编写过程中,我们力争资料、数据的准确和完整,但由于受到资料来源和自身理解能力的限制,不当之处仍在所难免,恳请各位读者不吝指正,以便进一步修改和完善。

在西方,美国商学教育的翘楚之一——弗吉尼亚大学达顿商学院的著名教授 Robert Bruner 等著的《金融案例研究——为公司的价值创造而管理》目前已经出版了第6版(McGraw Hill 出版公司,2010),它的内容主要是公司金融领域的西方案例。毫无疑问,Bruner 教授的著作成为本书作者的学习标杆(benchmark)。本书立足于中国实践的案例进行讨论,新的案例也将在未来再版时不断更新。

理论是灰色的,而生活之树常青。本书的案例研究即在于揭示这个真理。

刘莉亚

2011年6月15日

目 录

总序	1
序	1

股权结构篇

案例 1 “股权制衡”能否改善公司治理？	
——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究	3
一、案例概述	3
二、案例分析	6
三、结论	10
四、相关知识点回顾	11
参考文献	17
案例 2 全流通条件下的股东分散持股与控制权市场失灵	
——基于上海兴业房产股份有限公司的案例分析	18
一、案例概述	18
二、案例分析	23
三、结论	29
四、相关知识点回顾	29
参考文献	31

股利政策篇

案例3 高额现金股利背后的原因

——基于佛山照明的案例分析	35
一、案例概述	35
二、案例分析	37
三、结论	41
四、相关知识点回顾	41
参考文献	45

融资篇

案例4 首开集团整体上市案例分析

一、案例概述	49
二、结果评价	54
三、结论	64
四、问题讨论	65
五、相关知识点回顾	67
参考文献	70

案例5 国美借壳上市案例分析

——谈民营企业的资本运作之道	71
一、案例概述	71
二、结果评价	79
三、特点	81
四、启示	84
参考文献	85

案例6 当当网海外上市案例分析

一、背景概述	86
二、结果分析	90
三、问题讨论	94
四、相关知识点回顾	96

参考文献	97
案例 7 华菱管线可转债风波	98
一、案例概述	98
二、问题讨论	101
三、结论	105
四、启示	106
五、相关知识点回顾	109
参考文献	110
案例 8 定向增发“盛宴”背后的利益输送:现象、理论根源与制度成因 ——基于驰宏锌锗的案例研究	111
一、案例概述	111
二、案例分析	112
三、结论	119
四、相关知识点回顾	120
参考文献	123
案例 9 经营租赁的真实动机 ——基于东方航空公司的案例	124
一、案例概述	124
二、案例分析	126
三、总结和启示	131
四、相关知识点回顾	131
参考文献	133

股权激励篇

案例10 万科股权激励计划案例研究	137
一、案例概述	137
二、结果评价	143
三、问题讨论	146
四、启示	147
五、万科 2010 年股票期权计划	148

六、两期股票激励计划采取不同方式原因分析	149
七、结论	152
八、相关知识点回顾	152
参考文献	155

并购篇

案例11 从宝钢收购案看中国式的并购	159
一、背景概述	159
二、结果分析	170
三、宝钢新设广钢集团案例分析	173
四、关于并购中政府行为的讨论	182
五、问题讨论	183
六、相关知识点回顾	185
参考文献	189
案例12 国美并购永乐案例分析研究	190
一、案例概述	190
二、结果评价	195
三、对目前存在的问题的解决对策	198
四、启示	200
五、相关知识点回顾	201
参考文献	202
案例13 商业银行引进境外战略投资者的利弊分析 ——基于新桥投资收购深发展的案例分析	203
一、案例概述	203
二、案例分析	206
三、结论与政策性建议	224
四、相关知识回顾	225
参考文献	227
案例14 中信 vs 广发 ——收购与反收购	228

一、案例概述	228
二、结果分析：中信败因	243
三、问题讨论	246
四、启示	248
五、相关知识点回顾	250
参考文献	252

□

目

录

股权结构篇

案例 1 “股权制衡”能否改善公司治理？

——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究

一、案例概述

(一) 企业背景

宏智科技股份有限公司(600503)前身为宏智科技发展有限公司,是由中国邮电工会福建省邮电管理局机关委员会、中国邮电工会福建省邮电学校委员会于1996年10月共同出资组建的有限责任公司。公司在1997~2001年间通过增资、改制,最终定名为宏智科技股份有限公司。2002年6月24日在上海证券交易所向二级市场投资者定价配售方式发行人民币普通股4 000万股,发行价8.68元,发行完成后,公司总股本为11 000万股,注册资本为11 000万元。

宏智科技属于应用软件及系统集成的IT行业,公司的主营业务是为电信企业提供有关客户管理、客户服务、业务管理、网络和系统管理、商业智能、增值业务平台等方面的应用软件产品和系统集成服务。宏智科技是国家级重点高新技术企业和国家火炬计划闽东南电子与信息产业基地骨干企业、信息产业部认定的计算机信息系统集成一级资质单位、国家规划布局内重点软件企业。

(二) 企业运营状况

宏智科技自2001~2003年经营状况急剧下滑。代表公司盈利能力指标的总资产收益率、净资产收益率、每股收益、主营业务收益率严重缩水,代表公司成长性的主营业务收入增长率、市盈率迅速下降,代表公司抵御风险能力的每股经营现金流、每股净资产也大幅度滑坡;相比之下,资产负债率从18.7%猛增至39.7%,增幅达到112%。至2003年末,多项重要会计指标均呈负值,公司已不堪重负,

如表 1.1 所示。

表 1.1 宏智科技 2001~2003 年会计指标比较

会计指标	2001 年 12 月 31 日	2002 年 12 月 31 日	2003 年 12 月 31 日
总资产收益率	13.8%	5.8%	-14.1%
净资产收益率	25.3%	7.2%	-23.4%
每股收益	0.434 元	0.317 元	-0.839 元
每股净资产	1.717 元*	4.429 元	3.588 元
主营业务收益率	31.8%	15.7%	-6.5%
主营业务收入增长率	46.4%	21.7%	-14.1%
每股经营活动现金流	0.232 元	0.199 元	-1.724 元
资产负债率	45.3%*	18.7%	39.7%
市盈率	—	50.883	-8.038

注:标*的指标表示由于公司上市发行股票原因导致 2001 年数据与后面两年不可比。

(三) 股价变化

如表 1.2 所示。

表 1.2 宏智科技自上市至 2003 年 12 月股价走势 单位:元

时间	2002.7	2002.8	2002.9	2002.10	2002.11	2002.12	2003.1	2003.2	2003.3
月末股价	21.88	19.81	18.40	16.00	17.10	16.13	16.77	16.28	15.15
时间	2003.4	2003.5	2003.6	2003.7	2003.8	2003.9	2003.10	2003.11	2003.12
月末股价	12.43	13.30	11.70	10.99	11.53	8.01	6.56	7.18	6.74

(四) 控制权争夺

2002 年 6 月~2003 年 6 月,公司上市后第一任董事长林起泰代表公司第三大股东(福州大乾数字信息有限公司)的利益。2003 年 6 月,经过董事会改选后,代表公司第四大股东利益的黄曼民走马上任,出任公司董事长职务。宏智科技的第一大股东王栋 2003 年 12 月 11 日在《中国证券报》发布了《宏智科技股份有限公司第一大股东关于召开 2004 年第一次临时股东大会的公告》,宣布其将自行主持此次股东大会。同日,宏智科技也在《中国证券报》刊登该公司以董事会名义发布的《宏智科技股份有限公司公告》,称其未收到原告王栋的任何提案,并对王栋拟自行主持召开的宏智科技 2004 年第一次临时股东大会的有效性不予认可。2004 年 1 月 10 日宏智科技董事会发布公告,声明黄曼民等组成的董事会已决定出席由董事

长黄曼民主持并由王栋提议的将于 1 月 11 日召开的宏智科技 2004 年第一次临时股东大会。2004 年 1 月 11 日,由于黄曼民与王栋在股东大会主持权上产生意见分歧,双方分别召开了各自的股东大会。2004 年 2 月初,由王栋召开的股东大会推选的以姚雄杰为董事长的董事会也入驻宏智科技。2004 年 4 月 30 日,两个董事会同时发布了两份《宏智科技股份有限公司 2003 年年度报告》。2004 年 3 月 16 日,王栋一纸诉状将宏智科技告上法庭,要求确认股东大会的决议效力。福州市中级人民法院于 2004 年 5 月 13 日一审判决宏智科技仍由黄曼民等组成的董事会、监事会管理。王栋不服,并上诉至福州市高级人民法院,然而,终审判决结果维持原判。

(五) 股东结构

股东结构如表 1.3 所示。

表 1.3 宏智科技 2002~2003 年前 10 大股东持股一览表

股东	2002 年 6 月(上市时)		2002 年 12 月 31 日		2003 年 12 月 31 日	
	名称	持股比例	名称	持股比例	名称	持股比例
1	王栋	18.03%	王栋	18.03%	王栋	18.03%
2	李少林	15.79%	李少林	15.79%	李少林	15.79%
3	福州大乾数字信息有限公司	13.15%	福州大乾数字信息有限公司	13.15%	福州大乾数字信息有限公司	13.15%
4	泉州闽发物业发展有限公司	5.21%	泉州闽发物业发展有限公司	5.21%	泉州闽发物业发展有限公司	5.21%
5	陈大勇	4.45%	陈大勇	4.45%	陈大勇	4.45%
6	朱芳	4.14%	朱芳	4.14%	朱芳	4.14%
7	石狮融盛企业集团公司	2.87%	申银万国证券股份有限公司	3.54%	石狮融盛企业集团公司	2.87%
8	广发证券	0.445%	石狮融盛企业集团公司	2.87%	张起	0.79%
9	通乾基金	0.032%	丰和基金	1.44%	崔延平	0.39%
10	泰和基金	0.031%	金信证券	1.02%	杨瑾	0.37%

仔细查看第四至第七大股东的背景材料不难发现,泉州市闽发物业发展有限公司的实际控制人为吴永红;石狮融盛企业集团公司的法定代表人也是吴永红;自然人陈大勇是吴永红的私人秘书,跟随吴永红多年;而朱芳与吴永红的关系也非同一般。种种迹象表明,宏智科技的第四至第七大股东的控制人是同一人。将其持股份额加总 $5.21\% + 4.45\% + 4.14\% + 2.87\% = 16.67\%$,由此,宏智科技具有相