



上海交通大学财务系列教材

Strategic Financial Management

战略财务管理

陈亚民 主 编

王天东 刘涛 副主编



中国财政经济出版社

上海交通大学财务系列教材

战略财务管理

陈亚民 主 编
王天东 刘 涛 副主编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

战略财务管理 / 陈亚民主编. —北京: 中国财政经济出版社, 2008. 10
(上海交通大学财务系列教材)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0974 - 6

I. 战… II. 陈… III. 财务管理 - 高等学校 - 教材 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 145305 号

责任编辑: 李 静 张若丹 李 磊 责任校对: 黄亚青
封面设计: 九州迅驰 版式设计: 汤广才

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz.@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 23.5 印张 438 000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2 060 定价: 50.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0974 - 6/F · 0804

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

序

近年来，中国资本市场得到空前的发展，上证指数从1 000点起步在两年的时间里上升到6 000多点，市值翻了好几番。人民币升值压力巨大，市场流动性泛滥，房地产价格上升势头甚猛。这一切告诉我们，中国已经从一个资金缺乏的国家逐渐变成一个资金充裕的国家，从一个家底单薄的国家逐渐变为家底殷实的国家。随着国民财富的持续增长，个人财产性收入的不断提高，如何管理好自己的“财富”，或者说如何做好“理财”，就成了一个全社会关注的问题。

社会需求对于一个学科的发展来说至关重要。过去，在计划经济体制下，企业谈不上有真正的财务，资金来自上级的下拨、利润是上级下达的指令性计划，没有自主的融资、投资和分配活动。改革开放之后，企业和政府的关系逐渐得到理顺，在经营计划、物质分配和利润分成方面有了很多的自主权，企业开始对投资有了回报要求，积极开展引资活动，利润成为企业自主追求的目标，财务管理最主要的工作是融资和投资。不过在企业内部，财务和会计通常归属在一个部门，在很多人的概念中，财务就是会计，会计就是财务。财务管理则是会计学中一个分支学科。

随着市场经济的发展，财务的作用越来越大，除了传统的融资、投资、利润分配和日常营运资金的管理外，实务中财务经理们遇到的新问题不断出现，财务开始有了许多专门化的领域，如财务分析、税务筹划等。金融市场的发展，又极大地推动了一些新领域的发展。各种金融创新产品的出现，丰富了企业财务管理工具，拓展了理财视野。金融市场本身的千变万化，促使财务管理变得更加灵活，拓展了理财的深度和广度。金融风险管理、收购兼并、企业价值评估等不断被纳入到财务学的范围中来。此外，随着中国经济在世界经济中的地位和作用不断提升，跨国经营已成为未来企业发展的必然趋势，财务又面临一个如何在跨国背景下运作的问题。所有这些都加剧了财务学本身内涵的迅速扩张，也使得当今的财务学与金融市场的关系越来越密切。

上海交通大学财务系列教材就是在这样一个背景下推出的。这个系列丛书包括财务学中的几个主要领域：公司财务、跨国公司财务、财务分析和企业价值评估、金融风险管理、收购兼并财务、税务筹划、公司治理等。公司财务是整个系列丛书的核心，因为后者均可以看成是公司财务中的一些专门问题。丛书以教材

为主、配套有相应的案例集。这些案例集与教材之间有一定的呼应，但每一本也是自成体系、相对独立的。

编写这套丛书的一个基本思想是：（1）着眼中国实际。首先在资料的收集上，将以中国企业的实例为主，将中国企业在财务管理整体环境变迁下的种种变化呈现给读者，让人们能够用一种历史的眼光看待财务学在中国的发展；其次，丛书还将特别关注中国企业当前财务管理中的一些热点问题，特别是跨国经营和创新金融领域，介绍国外最新发展动态，丰富国内企业这方面的知识和经验；（2）比照国际一流商学院的财务类教材，在内容选择、素材采集、写作风格等方面展现自己的特色，一改过去国内教材拼凑、剪贴、刻板的面孔，丰富和发展国内的财务类高端教材。

上海交通大学安泰经济与管理学院

王方华

2007 年 12 月

前言

2008 年是我们迈向改革开放后的第三十个年头。三十年来，无论是在社会方面、政治方面，还是经济方面，我们都取得了举世瞩目的累累硕果，与此相匹配的是企业财务管理也取得了长足的进步。作为一种工作、一种职业，从当初的总会计师到今日的 CFO，财务管理已成为当今最具挑战性、最具魅力的工作之一，它也成为许多人最向往的职业之一。作为一门学科，它已面目全非，几乎已看不到当初财务管理的内容。财务管理学已从当初最枯燥、最令人乏味的学科，变成今日最精彩、最令人激动的学科之一，我们完全可以用“春天”来形容财务管理这门学科下一步发展的趋势和未来。

财务管理发展的源动力是企业赖以生存的外部环境发生了根本的改变。环境的变化导致财务管理的工作目标、内容和方法都发生了变化。20 世纪 80 年代，我们国家的改革尚处于“摸着石子过河”的阶段，由于不敢触动产权制度，当时企业的改革主要是在“承包经营”、“拨改贷”（财政拨款改为银行贷款）、奖金分配制度等方面进行，企业几乎没有融资权，大多数企业也没有投资权。在此背景之下，企业财务工作的主要任务是维护计划经济体制的有效运行，是忠实执行国家的财政政策。工作的基本原则是实行专款专用，监督企业资金的运用是否符合有关政策和制度。

1992 年是改革里程中关键性的一年，这不仅仅是因为邓小平发表了著名的南巡讲话，调整了改革的方向，加快了改革的节奏，更重要的是在这一年，我们确定了经济体制改革的基本方向：建立社会主义市场经济。坦诚地说，当时大多数人并没有理解社会主义市场经济的深刻涵义，即通过建立和壮大我国的资本市场，以此逐步替代传统的计划体制，从而实现社会资源的分配职能。这里的“市场”主要指的是“资本市场”，因为在当时，我们已经拥有了商品市场、原材料市场、技术市场、劳动力市场等一系列市场，所缺乏的就是一个具备强大功能的资本市场。在这段时期，我们建立了证券交易所，组建了证券监管机构，颁布了中国第一部会计准则（尽管这个准则是框架性的，尚不具备可操作性）并建立起我国的注册会计师体系。这一切，都是建立早期资本市场所必须先行的基本工

作。尽管当时的资本市场还很小、很弱、很不完善，大多数企业并未能感受到资本市场存在对它们的影响，但犹如一颗火种一样，经济发展的规律注定了资本市场将会在我国的经济体制改革中起到至关重要的决定性作用。企业将会与资本市场紧密联系在一起，这只是一个时间问题而已。

进入 21 世纪后，尤其是 2002 年之后，我国的资本市场尤其是证券市场已初具规模。这一年，国家体改委与国家计委合并，成立了国家发展和改革委员会，这标志着传统计划经济时代的终结，意味着我们国家筹划改革蓝图的工作已经完成，今后的工作是坚定不移地沿着这条路向前走。短短几年时间，我国证券市场得到不断的完善和发展，并通过股权分置等措施，迅速与国际惯例接轨，与此同时，资本市场的规模迅速扩大。2007 年，企业通过我国证券市场 IPO（Initial Public Offering 首次公开发行）的融资额首次超过了美国证券市场 IPO 的融资数额，截至 2008 年 8 月 31 日，我国企业在我国证券市场的融资金额已超过了 2.1 万亿元。我国证券市场已经开始逐渐发挥出社会资源配置、国民经济晴雨表和企业融资平台的三大功能。在此背景之下，企业与资本市场的联系日益密切，不仅仅是通过发行股权、债权进行融资，还包括股权投资、行业整合、MBO、利用期权作为激励手段，甚至在税务规划中也会用到有关资本市场各种政策。可以说，财务管理已经深入到企业发展战略的各个层次和各个方面，成为实现企业战略目标的最重要的手段之一。

二

伴随着企业财务管理工作的实质发生根本性的转折，财务管理学也处在不断的变革之中。1984 年，当我第一次走上讲台给本科生讲授《财务管理学》时，所用的教材与 20 世纪 70 年代的教材没什么区别。维护国家计划经济体制的有效运转、维护国家的财政政策的内容占据了教材的绝大部分，这种现象一直维持到 80 年代末 90 年代初。

从 80 年代末开始，全国各大院校开始了对会计学科教材的改革，财务管理也开始引进西方的教学内容。然而，由于当时中国的资本市场处于萌芽阶段，尚不具备企业自由融资与投资的条件，所以在讲授《财务管理学》时，要么讲外国的资本市场，这似乎与我们非常遥远；要么就是与其他学科争夺一些内容，最典型的是与管理会计争夺本量利分析、弹性预算、敏感性分析等内容。有很长一段时间，管理会计与财务管理的内容有 50% 是重合的。直到进入 21 世纪，这种情况才有了明显的改观。

时至今日，我们的财务管理学已经基本与国际接轨，尽管我国的证券市场经过三起三落、历经风风雨雨，但在短短的十多年时间里，已达到相当的规模，而这种发展趋势，在今后一段时间内并不会减缓。鉴于我国的证券市场属于新兴市

场，处于发展阶段，并强调公有制为主，这就难免会刻上很多中国特色的烙印。但从大的方面来看，已基本与国际接轨，很多不完善之处也已纳入了逐步改进的计划之列。从这个意义上讲，今天我们已具备了建立以我国企业为立足点、以我国资本市场为背景的财务管理学体系。我国今后的财务管理学将改变过去以引进为主的局面，而深深扎根于中国这片沃土之中。

按我个人的观点，当今的财务管理学已经分化成两个部分：一部分是传统的日常财务管理，或称之为营运资本管理。它主要依托资金市场，强调的是日常资金调配与管理。主要内容包括短期资金的筹措、信用管理、库存管理等等；另一部分是战略财务管理，或者称之为资本运营，这一部分内容逐渐成为财务管理的主要内容。

三

财务管理的核心是什么？它的立足点或者说其根基是什么？这是一个仁者见仁，智者见智的问题。

有不少学者把资本结构看作是财务管理的核心内容，包括国外的很多学者也是如此。翻开各种财务管理学（公司理财）方面的教材，经常会发现资本结构问题占据了很大的篇幅，这可能与 Miller 和 Modigliani 获得了诺贝尔经济学奖有关。但在实际工作中，资本结构问题并不是财务部门关心的核心问题。

总结我这些年来参与众多企业实际活动的体会，以及这些年来对财务管理学科的研究，我认为财务管理的核心是估值问题。

战略财务管理的基本特点为：

1. 以企业发展战略为导向，这一导向可以进一步推导为：为股东谋取最大的价值利益。这是战略财务管理的工作方向和各种财务决策的评判标准。

2. 以资本市场为依托，把资本市场作为财务管理的工作平台，包括筹措长期发展资金、提升企业的价值、进行行业整合、完成购并及资本预算、提高企业的管理水平和完善业绩考核标准、用期权作为激励手段等等，都离不开资本市场。

3. 将估值作为贯穿财务管理始终的主线。从战略层面来说，当一个企业的价值与它的价格发生重大偏差时，往往意味着企业可以获取重要的机会，或有必要调整其战略实施方向。从战术层面来看，估值是企业定价的基础，包括股票、债券及其衍生工具的发行价格的制定，应以估值的结果为基础。企业的收购、兼并、部分资产或业务的转让，也是以估值作为其决策的依据。而从管理层面看，估值的结果可以成为考核绩效的基本标准之一，这有利于提高企业财务管理的水平。

4. 以法律法规为依据。在实际操作层次上，战略财务管理应把法律规范，

包括各种法规条例作为制定程序步骤的依据，以及实施战略财务管理的限制条件。

四

财务管理的研究目前呈现精彩纷呈、百花齐放的景象，但总的来看，无非是两条思路。第一条思路是，按照严谨的科学研究的方法走纯学术的道路，追求的是科学上的各种理论研究成果，但其研究的理论内容，很少能解决企业实际问题；另一条思路是，从我国目前现实生活中，总结出一些规律性的东西，走实务的道路。按我们的观点，两者能结合当然是最佳的选择，但当这两方面发生冲突时，我们宁愿选择后者。也许这些研究成果不能得到学术界的公认，但它对企业可能更具实用性及指导性，对提高我国企业的战略管理水平可能更有现实作用。

正是按照上述设想，我们希望能够重新编写一本有关战略财务管理的教材。尽管有关内容我已讲授过几十个班次，期间也不断作出调整和修改，但把它们编成教材的时候，还是遇到了一定的困难。

一方面是原理与操作的矛盾。教科书追求一定的可用性，从这个角度而言，讲授基本原理比较合理，但由于学生对中国资本市场不太了解，所以仅仅讲基本原理很多学生很难掌握财务管理的核心要领。我从这些年来教学中深深感受到这一点，尤其是给 MBA、EMBA、会计学硕士生、博士生等层次的学生授课时，他们更希望把基本的原理化解为操作要领，以便将这些原理运用到企业的现实运作中，使其发挥应有的指导作用。

中国的资本市场仍然处于高速发展时期，各种不确定性因素相互角力，营造了多变的环境，如果教材过多地介绍技术层面的知识，当各种法律规范发生变化时，很多操作技术问题随之产生调整，这将使教材失去可用性。权衡利弊，我们选择了两者相结合的方式，既介绍原理，也介绍一些技术和方法，这也算是财务管理教学改革的一种尝试吧。

另一方面是案例的选择问题。直接选择国外的案例固然方便，但可能与中国的法律法规体系不配套。因此，我们在编写教材时，尽可能地选择国内的案例。所幸这些年来，我国的资本市场不断发展，可供选择的案例越来越多，我们将会用更多的国内案例来取代国外的案例，使其与中国的经济环境更为贴合。

五

本书仅仅是一次尝试，尽管这本书无论在结构、写法、乃至很多观点上都有不尽人意之处，我们仍希望能通过这本书给学生提供尽量贴近中国现实的财务管理学科内容和一定的资本运营视野。所有的缺陷，我们会在下一版的时候根据大家的意见和建议作重大的调整和修改。本书的出版是多方面人士共同努力的结

果。在此，向下列人士表示由衷的感谢：

感谢上海交通大学安泰管理学院的领导对本书出版给予的支持！

感谢中国财政经济出版社领导与工作人员在出版过程中为我们提供的帮助！

感谢上海交大 2005 级、2006 级、2007 级 MBA 班、2006 级、2007 级 MPAcc 班的同学，以及 2006 级 MBA 深圳班的同学对书稿修改提供的宝贵意见与建议！

感谢上海博宁财务顾问有限公司在案例选编以及相关法律法规方面给予的大力支持与帮助！

编者

2008 年 9 月于上海

目 录

基 础 篇

第 1 章 战略财务管理绪论	(3)
1.1 企业发展战略	(3)
1.2 企业组织形式与治理结构	(8)
1.3 战略财务管理及其内容	(11)
第 2 章 资本市场	(15)
2.1 资本市场概述	(15)
2.2 证券市场	(18)
2.3 发行市场	(21)
2.4 交易市场	(26)
2.5 证券市场的法律制度	(29)
第 3 章 企业价值评估	(34)
3.1 企业价值概念	(34)
3.2 企业价值评估	(36)
3.3 企业价值评估方法	(39)
本篇主要参考文献	(52)
案例：NS 公司价值评估	(53)

战略财务扩张——融资篇

第 4 章 融资概述	(69)
4.1 融资概念与分类	(69)
4.2 资本结构与融资理论	(70)
4.3 融资战略规划与实施	(82)

第 5 章 债权融资	(87)
5.1 银行借款	(87)
5.2 发行债券	(92)
5.3 融资租赁	(105)
5.4 资产证券化	(108)
第 6 章 上市前股权融资	(112)
6.1 私募股权融资概述	(112)
6.2 私募股权融资方式	(114)
6.3 私募股权融资程序	(117)
6.4 私募股权融资中的问题	(118)
第 7 章 上市融资	(126)
7.1 上市融资概述	(126)
7.2 IPO 程序	(130)
7.3 IPO 过程的特别关注问题	(134)
7.4 证监会 IPO 审核中重点关注的问题	(140)
7.5 境外上市	(142)
第 8 章 上市后再融资	(148)
8.1 再融资概述	(148)
8.2 配股	(154)
8.3 增发	(159)
8.4 定向增发	(162)
8.5 可转换债券	(165)
8.6 分离交易式的可转换公司债券	(170)
本篇主要参考文献	(173)
案例 1: 东方航空公司融资租赁	(174)
案例 2: 中集集团应收账款证券化	(175)
案例 3: 中国神华 A 股上市案例	(180)
案例 4: 无锡尚德海外上市案例	(183)
案例 5: 深南光 (000043) 定向增发案例	(191)

战略财务扩张——并购篇

第 9 章 并购概述	(197)
9.1 并购概念	(197)
9.2 并购动因	(199)
9.3 并购战略	(202)
9.4 并购分类	(206)
9.5 并购程序	(215)
第 10 章 并购实务一：特殊形式的并购	(224)
10.1 杠杆收购与管理层收购 (MBO)	(224)
10.2 买壳 (借壳) 上市	(233)
10.3 造壳上市 (SPAC)	(240)
10.4 换股并购	(244)
10.5 反收购	(247)
第 11 章 并购实务二：并购中的法律与会计问题	(249)
11.1 并购中的法律问题	(249)
11.2 并购中的会计问题	(261)
11.3 国有资产并购	(270)
本篇主要参考文献	(273)
案例 1：清华同方并购鲁颖电子案例	(274)
案例 2：宝安收购延中案例	(282)
案例 3：宇通客车的 MBO	(289)
案例 4：第一百货吸收合并华联商厦案例	(301)
案例 5：戴姆勒—奔驰与克莱斯勒换股合并案例	(305)

战略财务防御篇

第 12 章 收缩型战略	(313)
12.1 收缩型战略概述	(313)
12.2 资产剥离	(316)
12.3 公司分立与分拆	(320)

12.4 股份回购	(323)
第13章 重组清算型战略	(327)
13.1 概述	(327)
13.2 资产重组	(329)
13.3 债务重组	(334)
13.4 重整与和解	(337)
13.5 破产清算	(340)
本篇主要参考文献	(342)
案例1：南方证券案例	(343)
案例2：湘酒鬼主动破产案例	(345)
案例3：ST 星源债务重组案例	(347)
案例4：沧州化学工业股份有限公司重整案例	(348)
案例5：ST 圣方资产重组案例	(355)
后记	(361)

基础篇

第 1 章

战略财务管理绪论

1.1 企业发展战略

1.1.1 战略与战略管理

战略是企业的灵魂。古人云：谋定而后动。此处的谋就是战略，谋定意为制定了战略，后动则是指战略的实施。一家企业，唯有制定了清晰、正确的发展战略，才有可能实施运作，企业才可以从小到大，从弱到强。没有人才，可以引进或招聘；缺少技术，可以研发或购买；生产能力不足，可以新建或购并；生产资金匮乏也可以通过融资来解决。但企业不可一天没有发展思路，否则就失去了发展方向，所谓“谋先事则昌，事先谋则亡（刘禹锡）”。

在当今时代，企业战略的重要性毋庸置疑。关于战略的定义流派林立，《战略历程：纵览战略管理学派》一书将其总结为十个学派^①。

设计学派：将战略形成看作是一个概念作用的过程。战略是一种匹配，是在企业所处环境中能够决定其地位的机遇与限定条件之间的匹配。

计划学派：将战略形成看作是一个正式的过程。战略是一项长期的计划，即在企业战略意图的指导下，对企业的资源和活动进行规划，使企业形成一个高度计划性的、有机的整体，从而提高企业的经营效率。

定位学派：将战略形成看作是一个分析的过程。战略是一种定位，即寻找一个良好的产业定位，从而使企业获得高于平均收益的资本回报，同时避免相互模仿而发生恶性竞争、进而导致收益水平下降。

企业家学派：将战略形成看作一个预测过程。

认识学派：将战略形成看作一个心理过程。

学习学派：将战略形成看作一个应急的过程。战略是一种意图。同时战略又

^① 明茨伯格：《战略历程：纵览战略管理学派》，机械工业出版社2002年版。