



高等院校财务与会计系列丛书
“十三五”规划教材·会计精品系列

财务管理案例分析

Caiwu Guanli Anli Fenxi

主 编 周 炜 宋晓满
副主编 佟爱琴



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE



高等院校财务与会计系列丛
“十三五”规划教材·会计精

财务管理案例分析

Caiwu Guanli Anli Fenxi

主 编 周 炜 宋晓满
副主编 佟爱琴



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

财务管理案例分析/周炜,宋晓满主编. —上海:
立信会计出版社,2016.8

(高等院校财务与会计系列丛书)

ISBN 978-7-5429-5076-5

I. ①财… II. ①周…②宋… III. ①财务管理—案
例—高等学校—教材 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 185196 号

策划编辑 孙 勇 方士华
责任编辑 方士华 孙 勇
封面设计 南房间

财务管理案例分析

Caiwu Guanli Anli Fenxi

出版发行	立信会计出版社	
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码 200235
电 话	(021)64411389	传 真 (021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱 lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话 (021)64411071
经 销	各地新华书店	

印 刷	常熟市梅李印刷有限公司	
开 本	787 毫米×960 毫米	1/16
印 张	15.5	
字 数	322 千字	
版 次	2016 年 8 月第 1 版	
印 次	2016 年 8 月第 1 次	
印 数	1—3 100	
书 号	ISBN 978-7-5429-5076-5/F	
定 价	29.00 元	

如有印订差错,请与本社联系调换



前 言

20 世纪 80 年代,我国高等院校开始引入案例教学模式。随着高校教学改革的不深入,案例教学在我国高职、本科和研究生教育中得到了广泛的普及与推广。财务管理案例教学越来越多地被纳入财务管理课程体系中。目前,我国高等教育的案例教材一般分为两种类型:一类是国外引入的案例教材;另一类则是国内的单一问题式案例教材。但在教学实践中,国外教材因经济环境的差异,部分分析不适用国内情况;国内单一问题式案例教材,因仅就单一问题进行讨论,对案例分析的环境与前提条件存在假设性要求。因此,这两类教材都一定程度上存在不适用性。本书试图基于真实企业的财务管理中的现实问题进行案例设计,在保持真实客观的前提下,结合教学实际进行整理,以适应我国高校财务管理课程案例教学的要求。

本书具有如下特色:

(1) 以真实客观为前提。本书所用案例全部来源于企业的真实事件,其中部分案例我们完成的科研项目,部分来源于我们与本科生和硕士学生的课堂讨论材料。这种案例选择方式,有利于老师在教学中借助相关辅助材料,在解析案例时将诸多启发传授给

学生,形成良好的案例教学的逻辑线索。

(2) 互动式教学的设计理念。本书作者对案例的表述主要是通过通过对主题事件分析性的阐述,通过案例讨论与启发性思考来实现教与学的互动,从而达到教学相长的体验式学习效果。

(3) 决策性案例设计方式。本书对所选案例在问题导入的基础上,提供分析案例的充分信息,使学生能进行角色推演,直面问题并进行方案决策。

(4) 对接教材。本书在案例分析的基础上,根据教学要求,对财务管理理论知识的学习检验,提供了大量的习题。

本书可作为高等院校工商管理类专业的案例教材和财务管理教学的重要参考读物,对企业管理人员也有重要的参考价值。

本书由周炜、宋晓满担任主编,佟爱琴担任副主编。全书共有六篇 17 个案例,每篇均附有练习题以及练习题参考答案。全书内容由以下人员完成:周炜撰写第一篇全部案例;宋晓满、徐勤撰写第二篇全部案例;张延洁、周炜撰写第三篇全部案例;宋晓满撰写第四篇案例 12;佟爱琴撰写第五篇全部案例;宋晓满撰写第六篇全部案例;何德宏撰写了全书的练习题及练习题参考答案;另外,同济大学经济与管理学院学生沙亦鹏、王奕琪撰写了第四篇案例 13。全书由周炜统校,由宋晓满总纂。

在本书的编写过程中,我们参考了大量其他作者的各类文献和研究成果,在此表示感谢。

虽然我们尽了最大的努力,但由于受到自身水平所限,难免有不足,恳请读者批评指正。

编 者

2016 年 8 月



目 录

第一篇 总论	1
【案例 1】 由国美控制权之争看上市公司公司治理中的委托代理 问题	3
一、引言	3
二、背景介绍	3
三、案例分析	6
四、结论	8
案例分析提示与探讨	9
【案例 2】 从诺基亚的兴衰看财务管理的重要性	10
一、引言	10
二、背景介绍	10
三、案例分析	11
四、结论	13
案例分析提示与探讨	13
【案例 3】 从帕玛拉特的兴衰看财务监管问题	15
一、引言	15
二、背景介绍	15
三、案例分析	16
四、结论	17
案例分析提示与探讨	17
【案例 4】 万达的“轻”资产模式	19
一、引言	19

二、背景介绍	19
三、案例分析	20
四、结论	25
案例分析提示与探讨	26
第一篇练习	27

第二篇 财务评价

37

【案例 5】 会计信息可靠性分析——申通地铁的案例

39

一、引言	39
二、背景介绍	39
三、数据分析	40
四、信息的可靠性评价	44
五、结论	47
案例分析提示与探讨	48

【案例 6】 财务报表信息可靠性评价——申能股份的案例

49

一、引言	49
二、背景介绍	49
三、案例分析	50
四、结论	57
案例分析提示与探讨	58

【案例 7】 金地集团财务评价案例——基于哈佛分析框架

59

一、引言	59
二、背景介绍	59
三、案例分析	60
四、结论	73
案例分析提示与探讨	73

第二篇练习

74

第三篇 筹资管理

85

【案例 8】 吉祥航空 IPO 上市案例

87

一、引言	87
------------	----

二、背景介绍	87
三、案例分析	88
四、结论	94
案例分析提示与探讨	94
【案例 9】 ××信托中小企业发展基金(债权型信托融资)案例	95
一、引言	95
二、背景介绍	95
三、产品结构分析	96
四、本案例特点评价	97
五、结论	99
案例分析提示与探讨	99
【案例 10】 轨道交通项目公司经营车辆取得方式决策	100
一、引言	100
二、背景介绍	100
三、案例分析	100
四、结论	106
案例分析提示与探讨	107
【案例 11】 国内城建融资模式及其应用	108
一、引言	108
二、背景介绍	108
三、案例分析	118
四、结论	124
案例分析提示与探讨	125
第三篇练习	126
第四篇 投资决策	137
【案例 12】 投融资体制创新模式——地方铁路项目投资案例	139
一、引言	139
二、背景介绍	140
三、案例分析	142
四、结论	147

案例分析提示与探讨·····	148
【案例 13】 企业投资空壳公司风险控制的工具——或有对价 ·····	150
一、引言·····	150
二、案例概述·····	150
三、案例分析·····	152
四、结论·····	159
案例分析提示与探讨·····	159
第四篇练习·····	160
 第五篇 营运资本管理 ·····	171
【案例 14】 国美电器公司的营运资本管理 ·····	173
一、引言·····	173
二、背景介绍·····	173
三、国美电器的营运资本分析·····	174
四、同行业比较分析·····	175
五、结论·····	177
案例分析提示与探讨·····	177
【案例 15】 A 企业集团的资金集中管理模式 ·····	178
一、引言·····	178
二、背景介绍·····	178
三、进一步优化 A 集团资金集中管理模式的建议 ·····	180
四、结论·····	184
案例分析提示与探讨·····	184
第五篇练习·····	185
 第六篇 利润分配 ·····	197
【案例 16】 佛山照明高股利分配政策 ·····	199
一、引言·····	199
二、背景介绍·····	199
三、案例分析·····	202
四、结论·····	203

案例分析提示与探讨·····	203
【案例 17】 四川长虹电器股份有限公司股利政策 ·····	204
一、引言 ·····	204
二、背景介绍 ·····	204
三、案例分析 ·····	210
四、结论 ·····	215
案例分析提示与探讨·····	216
第六篇练习·····	217
 练习题参考答案·····	 226
 参考文献·····	 234

总 论

本篇以基础理论与学科框架结构为核心，其案例分析目标是通过发生在现实中的企业故事，对相关理论与概念进行实践描述与应用探讨。

本篇选用案例均来源于公开资料，并对相关事件进行了分析评价，以期发现其中的现实启迪。

【案例 1】

由国美控制权之争看上市公司公司治理中的委托代理问题

一、引言

代理问题(agency problem)又称委托代理问题,是指由于代理人的目标函数与委托人的目标函数不一致,加上存在不确定性和信息不对称,代理人有可能偏离委托人目标函数而委托人难以观察和监督,从而出现的代理人损害委托人利益的现象。

2006年7月,黄光裕家族控制的国美电器控股有限公司(以下简称国美)收购陈晓控制的上海永乐家用电器有限公司(以下简称永乐),黄光裕任合并后的国美集团董事局主席,陈晓任集团总裁。2008年11月,黄光裕因经济犯罪入狱。2009年1月,黄光裕辞去国美董事局主席一职,陈晓正式接任董事局主席。之后,黄光裕与陈晓的矛盾不断激化,最终引发了轰动一时的以陈晓为代表的国美电器管理层与创始大股东之间的控制权之争。

二、背景介绍

1. 国美并购永乐

1996年,陈晓抓住了上海周浦郊区一家国有家电企业改制的机会,带领47名员工组建永乐。为了抗衡国美、苏宁等全国连锁零售巨头的竞争,2005年1月,永乐与摩根士丹利和鼎辉两家投行签署对赌协议(VAM,根据未来不同盈利情况调整投资条件,是西方常见的投资技巧),获得5000万美元注资。此举迫使永乐大肆扩张,导致单店盈利能力下降,最终没能达到对赌协议规定的最低利润。在此困境下,国美和永乐进行了艰苦的谈判,最终在2006年夏,国美电器以“股票+现金”的形式并购永乐,收购总价达52.68亿港元,成为中国家电史上最大一宗连锁企业并购案。几个月后,黄光裕邀请陈晓担当国美电器总裁一职。

与此同时,2004年,“国美电器”借壳“中国鹏润”在香港上市。

2. 陈黄之争

2008年4月,香港证监会开始调查国美。而几乎在同期,鹏润地产业务出现至少50

亿元资金缺口。2008年11月中下旬,黄光裕被北京市公安局带走调查。2009年1月,黄光裕辞去国美董事局主席一职,陈晓正式接任董事局主席。

由于黄光裕被抓,银行在第一时间冻结国美的账户,供应商纷纷上门要债,国美资金链面临断裂危险。更糟的是,高达52亿元的2014年可转换债面临随时被赎回的风险,在公司资金无力支付的前提下,它就像颗定时炸弹悬在国美的头顶上。在这个危机时刻,陈晓主导了一系列的举措,使国美能够应对这一危机,并实现“转型发展”。但是,其中的两个事件严重触动了大股东黄光裕的利益,使黄光裕和陈晓的矛盾日益激化。

事件一:引入贝恩资本。为应对资金困难,陈晓代表国美与投资者贝恩资本签订了2016年可换股债券投资协议,价值人民币15.9亿元,将以约2.33亿美元结算,按年利率5%计息。但是国美与贝恩资本的投资协议在保护股东利益方面存在几个方面的问题:一是赎回条款过于苛刻,只要国美违约,贝恩资本至少能保证50%的收益;二是控制权与投资额不对等,假设其可转债转换成国美股票,贝恩资本约占国美电器股权总额的10%,按照国美董事会11个名额计算,比较合理的董事名额应该在1~2个之间,而投资协议捆绑规定其要3名董事,而且1名投资者董事须担任提名委员会成员。并且贝恩资本的附加保护条款全部与确保陈晓个人在国美的地位有关。这使得黄光裕非常不满,2010年5月11日,在国美股东大会上,黄光裕连续行使5项否决票,否决委任贝恩投资董事总经理竺稼等3人为非执行董事的议案,国美电器之后紧急召开董事会。董事会一致同意重新委任贝恩3名前任董事加入董事会。

事件二:实施公司管理层股权激励。国美电器早在2005年就制定了股权激励计划,但大股东黄光裕一直不予以执行,其重要原因就是股权激励会稀释股东权益,进而腐蚀控制权,因此陈晓上任董事会主席后,推行股权激励计划遭到大股东的强烈反对,但是大股东在此项公司决策上的“抱怨”没有起到任何效果,董事会作出决策推行股权激励计划,表明大股东在此项决议上没有掌握实际控制权。如果董事会听取大股东意见,那么表明大股东掌握了实际控制权。

2009年7月7日,国美电器董事会宣布,根据公司在2005年4月15日股东大会采纳的购股权计划向本集团若干董事及雇员授出购股权,将让承授人认购公司股本中合计共383 000 000股、每股面值0.025港币的新股份。

上述两个事件使大股东与管理层的矛盾日益激化。大股东在2010年8月4日晚上向董事局发函,要求召开临时股东大会,审议撤销董事局增发20%新股的授权和重组董事局等5项议案。8月5日,国美电器在港交所发布公告,宣布将对公司间接持股股东及前任执行董事黄光裕进行法律起诉。而国美电器也在8月4日晚收到黄光裕代表公司要求撤销陈晓董事局主席职务的信函。公告称,国美于2010年8月5日在香港特别行政区高等法院,针对黄光裕于2008年1月及2月前后回购公司股份中被指称的违反公司董事的信托责任及信任的行为(统称“违反行为”)正式起诉,并追偿由上述行为导致公司所遭受的损失。

2010年8月18日,黄光裕发表致全体国美员工公开信,公开指责陈晓的“去黄光裕化”,认为陈晓联手贝恩资本,签订了苛刻的融资协议,目的在于稀释大股东的股份;不按业绩考核盲目给部分管理人员期权,变相收买人心;控制董事局后意图发行新股,使民族品牌沦为外资品牌;以关闭门店的方法来“做业绩”,使国美市场份额急剧下降。针对黄光裕的指责,国美董事会于19日再发公开信予以回应,国美董事会作出引进财务投资者和关闭亏损门店的决定是由于当时国美陷入危机,资金出现严重短缺;选择贝恩作为投资者一方面能解决资金困难的问题,另一方面也只有贝恩接受了维持大股东股权基本不变的融资方案,而贝恩提出的要求提名3名非执行董事的条件并不会危及公司的决策;采取股权激励计划则是因为当时公司未完全走出危机,为防止高管被竞争对手动摇而采取的措施,以稳定公司团队;至于国美外资论的观点,董事会认为国美本身就为外资企业,2004年上市初期就已实现了外资化。

2010年8月23日,国美电器公布了2010年上半年业绩,国美电器上半年净利润9.62亿元。而黄光裕则指出该中期报告存在与主要竞争对手相比国美市场份额大幅下降、统计数据未引入2008年的数据等问题。在此期间,黄氏家族增持国美股权,死守34%的控股权,因为根据香港法律的规定,股东股份只有在不少于约34%的情况下,才能对抗股东大会提出的需要超过2/3多数表决权同意的提案,这也是大股东极力保持其控制地位而作出的举动。

2010年8月30日,北京市高级人民法院对黄光裕非法经营、内幕交易、单位行贿案进行二审宣判,裁定维持原判,对黄光裕三罪并罚,决定执行有期徒刑14年,罚金人民币6亿元,没收财产人民币2亿元。黄光裕妻子杜鹃犯内幕交易罪,改判缓刑,当庭释放。杜鹃的出狱使大股东与管理层的“沟通”成为可能,也利于黄光裕对控制权的争夺。而与此同时,董事会首发致全体股东公开信,称董事会已于8月23日向股东寄发了于9月28日召开特别股东大会的通知,但这并不意味着认同黄光裕的做法。该公开信主要面向小股东,告知股东黄光裕终止上市公司与非上市公司之间的托管协议反而更有利于上市公司,这就使黄光裕丧失以300多家非上市门店效益的筹码,拉拢了中小股东对董事会的支持。

随着28日的临近,陈黄之间的争夺也渐近白热化。黄光裕方面,杜鹃赴港游说机构投资者,并从二级市场上不断增持大股东的股份;身在狱中的黄光裕发表名为《我的道歉和感谢》的公开信,以博取股东的感情支持;在特别股东大会召开的前两天,黄光裕方面发布《再致股东同仁公开函》,呼吁股东支持大股东的提议,并提出关于公司未来5年的规划,实现门店效益的整体升级。陈晓方面,董事局主席率领高管到美英等地与机构投资者进行路演;签订300亿元采购大单,以向投资者展示国美资金的充裕和经营的稳定。在两者的争夺战中,机构投资者对结果具有关键作用,作为股东投票咨询机构的Glass Lewis,其报告对机构投资者具有很大参考价值,而该公司在9月12日发布的报告中,建议国美股东支持董事会,对此,黄光裕回应,称其为“一家之言”,并不具有明显的参考作用。此

外,贝恩债转股后成为国美第二大股东,并表态支持陈晓,黄光裕方也向贝恩资本示好,表示“只反陈晓,不反贝恩”。

2010年9月28日晚,特别股东大会的投票结果揭晓(见表1),陈晓获胜,继续留任董事局主席职务,孙一丁也得以留任,贝恩资本的3名董事成功进入董事会,而黄光裕提出的5项议案除了撤销配发、发行和买卖国美股份的一般授权获得通过外,其他议案均被否决,但黄光裕的大股东地位也得以保住。这使双方之间的争夺终趋于平缓,2010年11月10日,陈黄之间达成协议,同意邹晓春和黄燕虹进入国美董事会,“国美控制权之争”以陈黄之间的首次和解告一段落。

表1 国美特别股东大会的投票结果

股东大会议案	通过	反对	结果	提案方
1. 重选竺稼为公司非执行董事	94.26%	5.74%	是	陈晓方面
2. 重选 Ian Andrew Reynolds 为公司非执行董事	54.65%	45.35%	是	陈晓方面
3. 重选王励弘为公司非执行董事	54.66%	45.34%	是	陈晓方面
4. 即时撤销本公司于2010年5月11日召开的股东周年大会上通过的配发、发行及买卖本公司股份之一般授权	54.62%	45.38%	是	黄光裕方面
5. 即时撤销陈晓先生作为本公司执行董事兼董事会主席之职务	48.11%	51.89%	否	黄光裕方面
6. 即时撤销孙一丁先生作为本公司执行董事之职务	48.12%	51.88%	否	黄光裕方面
7. 即时委任邹晓春先生作为本公司的执行董事	48.13%	51.87%	否	黄光裕方面
8. 即时委任黄燕虹女士作为本公司的执行董事	48.17%	51.83%	否	黄光裕方面

资料来源: <http://tech.163.com/special/00094IMS/guomeihgy.html>。

3. 后续进展

2010年11月10日,黄光裕亲信邹晓春、黄燕虹进入国美董事会;2011年3月8日,黄光裕之妻杜鹃83亿元资产解冻,参与国美管理;2011年3月9日,陈晓辞去国美董事局主席,张大中接任;2011年6月10日,国美在香港召开股东周年会,对董事会进行改组。国美总裁王俊洲、副总裁魏秋立以及黄光裕胞妹黄燕虹正式退出董事会。同时,股东大会同意了给予董事会决定公司发行或回购公司股份权力的建议,其中增发权限不超过公司现有股本的5%,黄光裕将有权回购股份,回购权限则不超过10%。“国美控制权之争”最终以黄光裕夺回国美控制权、陈晓退出而落下帷幕。

三、案例分析^①

委托—代理问题的产生大致有两个方面的主要原因:一是委托—代理关系存在着委托人与代理人的利益目标不一致的矛盾;二是委托人和代理人之间存在信息不对称的矛

① 本小节内容根据文献“杜志杰. 国美电器公司控制权竞争研究[D]. 北京交通大学, 2011”整理。

盾,委托人和代理人各自都拥有另外一方不拥有的信息。

委托—代理关系存在着委托人与代理人的利益目标不一致的矛盾。如果委托人能够监督代理人的行为,就可以防止代理人的偷懒和机会主义等背离委托人目标的行为。实际情况是,委托人和代理人之间存在信息不对称的不可协调性,委托人没有什么办法在其利益边际内对代理人进行监督并予以控制。在国美控制权竞争中创始股东与职业经理人利益目标冲突表现在创始股东黄光裕追求长远目标,而职业经理人陈晓则更加关注短期目标的实现。这种冲突不利于国美长期的发展。国美大股东黄光裕和职业经理人陈晓矛盾激化的导火索之一,就是双方站在各自角度上对国美发展战略的选择不同,在大股东黄光裕看来,国美应该实施“规模第一”兼顾公司利润的战略,他主要考虑国美的长远利益,职业经理人陈晓则认为应该实施“利润第一”从而发展规模的战略,他考量的是国美的短期利益。

代理人顾虑委托人的道德风险行为会考虑实施逆向选择,国美控制权争夺中,由于陈晓担心黄光裕某天会由于道德风险剥夺其国美的控制权,而采取了逆向选择,在以陈晓为代表的董事会的主导下引入贝恩资本的条件中就有一项约定:陈晓的董事局主席任期至少3年以上。同样,委托人担心代理人的道德风险行为最终也会导致委托人逆向选择。例如,企业所有者、创始人为了企业发展,雇佣委托经理人开发项目,并约定好该开发项目和报酬条件。一旦项目顺利开展起来,企业所有者认为自己已经能够掌控企业下一步经营时,通常会以很多借口辞退掉经理人,并且不按事先合同约定履行给予经理人公平合理的劳动报酬的义务,这时经理人与企业所有者就发生了利益冲突。这就是一种典型的委托人道德风险。

国美控制权争夺战实际上是创始大股东与职业经理人的利益矛盾冲突,在委托—代理问题中逆向选择、道德风险问题都有,究其根源,是创始股东与职业经理人之间的信任危机。一方面是职业经理人对公司大股东的不信任。由民营家族公司发展而来的企业典型的特征就是所有权与控制权高度统一,国美在大股东黄光裕案发前就是这样,黄光裕家族拥有公司1/3以上的股份,并且在董事会中黄光裕是董事会主席,其妻子杜鹃也是执行董事,在此期间国美的职业经理人包括陈晓常常不能真正参与国美的决策,在国美难有归属感和主人翁感,也没有成就感。另一方面是创始股东对职业经理人也缺乏信任。有调查显示民营家族公司发展而来的企业,其创始人最为担心的是企业创始人丧失实际控制权,而使其企业蜕变成经理人控制的企业。因此,一般情况下创始股东很难信任职业经理人,交出控制权。

在国美案中,黄光裕也正是由于锒铛入狱才被迫向职业经理人移交了控制权。而之后在国美控制权争夺中,导致国美创始股东对职业经理人陈晓产生信任危机的直接原因有两个:

首先,职业经理人陈晓主导国美以苛刻条件引入贝恩资本。国美向贝恩投资发行15.9亿元7年期可转债,年息率5%;如贝恩投资实施债转股,初始转换价每股1.18港