

Cases in Financial Management

21世纪会计系列规划教材

精要版

财务管理案例

裘益政 竺素娥 主编

Cases in Financial Management

21世纪会计系列规划教材

精要版

财务管理案例

裘益政 竺素娥 主编

© 裘益政 竺素娥 2011

图书在版编目 (CIP) 数据

财务管理案例 / 裘益政, 竺素娥主编. — 大连: 东北财经大学出版社, 2011. 1

(21 世纪会计系列规划教材·精要版)

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0187 - 9

I. 财… II. ①裘… ②竺… III. 会计学 - 高等学校 - 教材
IV. F230

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 243207 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连北方博信印刷包装有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm × 240mm 字数: 301 千字 印张: 15 1/2 插页: 1

2011 年 1 月第 1 版

2011 年 1 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 包利华 王莹 责任校对: 尹秀英 毛杰

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0187 - 9

定价: 28.00 元

前 言

财务管理案例课程是应用财务基本理论、解决现实财务问题的财务管理专业课程。《财务管理案例》一书主要运用初级、中级和高级财务管理所学的财务管理理论,解释和预测企业的财务管理工作。全书共分为9章,由21个案例组成,分别从财务管理基础、公司治理、投资管理、筹资管理、营运资金管理、利润分配管理、企业并购、企业集团财务管理、财务失败与重组等方面对企业财务管理实务进行分析评述。

本书从结构和内容的安排上,主要体现出三个特点:

1. 与财务管理系列课程(财务管理、高级财务管理等)紧密结合,能够使学生在财务管理基本理论的学习之后,更为深入地思考我国企业财务管理的现实问题,并掌握财务管理理论分析方法。

2. 在财务案例选择上,其一,充分考虑其典型性,尽可能地综合利用财务理论;其二,考虑案例原创和新颖性,以最新发生的财务事件为基础,设计原创性的财务案例,如通钢重组中的理财目标、蒙牛吸引风险投资等;其三,尽可能体现财务理论的发展,即运用较新的财务理论解释财务现象。

3. 本书在写作上充分考虑了案例教学的特点,采用了全新的案例写作模式,基本将案例分解成摘要、案例主题、思考问题、分析思路、理论依据及分析、相关背景及建议课堂计划等部分。这种写作方式更有利于实施财务案例的启发式教学和改善案例教学效果。

本书可以作为高校财务管理、会计专业的财务管理案例研究教材或者学习初级财务管理、中级财务管理和高级财务管理的课外参考书,给学生更多关于财务管理的感性知识;当然也可以作为实际财务管理者和会计工作者的参考读物,为管理人员的工作指明正确方向,提高企业财务管理的效率与效益。

本书由浙江工商大学财务与会计学院裘益政副教授、竺素娥教授制定写作大纲并组织编写。具体编写分工如下:第1章和第5章由裘益政副教授执笔,第7章和第9章由竺素娥教授执笔,第2章、第3章、第4章、第6章和第8章分别由柴斌锋博士、涂必胜副教授、张超博士、祝立宏副教授以及徐丽芬老师执笔。最后,由裘益政和竺素娥完成对全书的修改和定稿。

在本书的编写过程中,参阅了大量的国内外文献资料,在此,向这些文献资料的作者表示衷心的感谢!书中的不妥或错误之处,敬请读者批评指正。

编 者

2010年9月

目 录

	第1章 财务管理基础案例	
	案例1 五粮液公司的关联交易与实际理财目标	1
	案例正文	1
	案例使用说明	9
	案例2 通化钢铁重组过程中的企业理财目标	14
	案例正文	14
	案例使用说明	19
	第2章 公司治理案例	
	案例3 顾雏军掏空科龙电器	25
	案例正文	25
	案例使用说明	34
	案例4 周益明掏空明星电力	41
	案例正文	41
	案例使用说明	47
	第3章 投资管理案例	
	案例5 农商社的多元化之殇	50
	案例正文	50
	案例使用说明	54
	案例6 A公司的项目投资效果评价	58
	案例正文	58
	案例使用说明	62
	案例7 巴菲特的投资思想	67
	案例正文	67
	案例使用说明	72
	第4章 筹资管理案例	
	案例8 蒙牛引入PE投资	76
	案例正文	76
	案例使用说明	82



案例9 同仁堂分拆上市	88
-------------	----

案例正文	88
------	----

案例使用说明	97
--------	----

第5章 营运资金管理案例



案例10 美的集团的存货管理	104
----------------	-----

案例正文	104
------	-----

案例使用说明	110
--------	-----



案例11 苏宁电器的现金周转期管理	117
-------------------	-----

案例正文	117
------	-----

案例使用说明	122
--------	-----

第6章 利润分配管理案例



案例12 用友软件的高额现金股利	127
------------------	-----

案例正文	127
------	-----

案例使用说明	132
--------	-----



案例13 苏宁电器的高额股票股利	137
------------------	-----

案例正文	137
------	-----

案例使用说明	141
--------	-----



案例14 水井坊 MBO 后的高现金分红	144
----------------------	-----

案例正文	144
------	-----

案例使用说明	148
--------	-----

第7章 企业并购案例



案例15 法国 SEB 并购苏泊尔	151
-------------------	-----

案例正文	151
------	-----

案例使用说明	159
--------	-----



案例16 东方航空吸收合并上海航空	168
-------------------	-----

案例正文	168
------	-----

案例使用说明	180
--------	-----

第8章 企业集团财务管理案例



案例17 L 集团财务组织的设计与变革	183
---------------------	-----

案例正文	183
------	-----

案例使用说明	192
--------	-----

	案例 18 西门子财务公司及其资金管理	197
	案例正文	197
	案例使用说明	202
	案例 19 武钢集团的资金管理	209
	案例正文	209
	案例使用说明	214
	第 9 章 企业财务失败与重组案例	
	案例 20 郑百文的财务危机与重组	217
	案例正文	217
	案例使用说明	223
	案例 21 浙江海纳的财务危机与重组	231
	案例正文	231
	案例使用说明	238
	主要参考文献	240

第1章 财务管理基础案例

▲ 案例 1 ▲

五粮液公司的关联交易与实际理财目标^①

摘 要

股东财富最大化是西方企业的理财目标,“为股东创造价值”也往往是我国上市公司的理财目标,但是在我国资本市场制度尚不完善的制度背景下,这种理财目标往往异化为实际控制人利益最大化。本案例从五粮液股份有限公司(简称五粮液)巨额关联交易入手,揭示五粮液通过关联交易向五粮液集团有限公司(简称五粮液集团)输送利益,损害其他利益相关者利益的行为,说明五粮液公司的实际理财目标是“实际控制人利益最大化”,这种异化的理财目标使中小股东利益受到损害,对于我国证券市场的健康发展是有害的。本案例对理解我国上市公司的实际理财目标及其对应的理财行为具有借鉴价值。

关键概念

关联交易 理财目标

案例正文

一、引言

五粮液(股票代码:000858)号称“中国酒王”,是著名的白酒类上市公司,从1994年至2005年,五粮液连续11年蝉联中国酿酒行业头把交椅,规模效益均居同行业之首。长期以来,五粮液也一直是“中国资本市场绩优股”的代名词。然而,在五粮液公司的经营管理中,我们看到了不少令人匪夷所思的现象:一是上市公司

^① 除非特别声明,本书的案例研究对象均为上市公司,案例中引用的所有数据均来自该公司的公告。另外,本书的所有案例只供课堂讨论之用,并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。



将本已供不应求的五粮液酒的销售权让渡给了五粮液集团下的销售公司，还美其名曰“销售环节受淡季影响是有风险的，我们不想承担这样的风险”；二是五粮液尽管每年均有丰厚盈利，但是它的投资者却很少能够从中获得分红，即使在股东大会上很多小股东强烈要求分红，上市公司却丝毫不为所动。

2009年4月上市公司与小股东的斗争进入了高潮。四名上海小股东以五粮液年报造假和2006—2008年涉嫌偷税漏税19.51亿元为由，向成都市中级人民法院提起诉讼，然而此案最终因起诉人未提供“行政处罚决定或公告”未被法院受理而告终。2009年9月9日午间，五粮液突然发布公告，称公司收到中国证监会的调查通知书，因公司涉嫌违反证券法律法规，证监会决定对其立案调查。一纸突如其来的调查公告，又把五粮液推向舆论的风口浪尖，五粮液的迷局也由此揭开序幕。同年9月23日，证监会发出正式通报，称“五粮液涉嫌‘三宗罪’”：（1）涉嫌存在未按规定披露重大证券投资行为及较大投资损失。这第一宗罪主要是与几年前其控股子公司四川省宜宾五粮液投资有限责任公司（简称宜宾五粮液投资）投资损失有关，未调整利润，虚假记载。（2）未如实披露重大证券投资损失。这第二宗罪仍与其子公司宜宾五粮液投资有关，未计提相应的减值准备，虚增利润。（3）披露的主营业务收入数据存在差错。第三宗罪与其另一控股子公司五粮液供销有限公司的营业收入数据差错有关。证监会称将依法按程序做出行政处罚。至此，五粮液事件终于浮上水面，成为当日中国资本市场的头条新闻。

二、公司简介

（一）五粮液集团简介

1998年五粮液上市时，四川省宜宾国资委将五粮液酒厂的部分核心资产拿出来上市，形成了已经上市的五粮液股份有限公司，而其他周边产业则组建成目前的五粮液集团。

五粮液集团公司直属下辖15个子公司。五粮液集团有限公司大力实施“一业为主、多元发展”战略，形成了以五粮液及其系列酒的生产经营为主，同时生产经营精密塑胶制品、成套小汽车模具，以及生物工程、药业、相关服务业等多元发展的现代企业集团。截至2005年12月末，集团公司（本部）总资产为810 721万元，净资产为764 553万元。五粮液的股东是四川省宜宾市国资委。

（二）五粮液简介

五粮液是1997年8月19日经四川省人民政府以川府发（1997）295号文批准，由四川省宜宾五粮液厂独家发起，采取募集方式设立的股份有限公司，发起人所持资产折合为24 000万股，占公司总股份的75%，同时发行8 000万股流通股，发行价格每股14.77元，筹得资金11.816亿元，并于1998年4月在深圳证券交易所上市。五粮液的第一大股东为宜宾市国有资产经营有限公司，经过历年配股分红、股权分置改革支付流通股股东对价，截至2009年末其第一大股东宜宾市国有资产经营有限公司持股比例为56.07%，仍处于绝对控股地位，第二大股东仅持股0.61%。

(三) 五粮液与五粮液集团的关系

宜宾市国有资产经营有限公司是宜宾市国资委的全资子公司，因此五粮液集团与五粮液并非母子公司关系，而是拥有共同控制人的关联企业。两者之间的关系如图1—1所示。

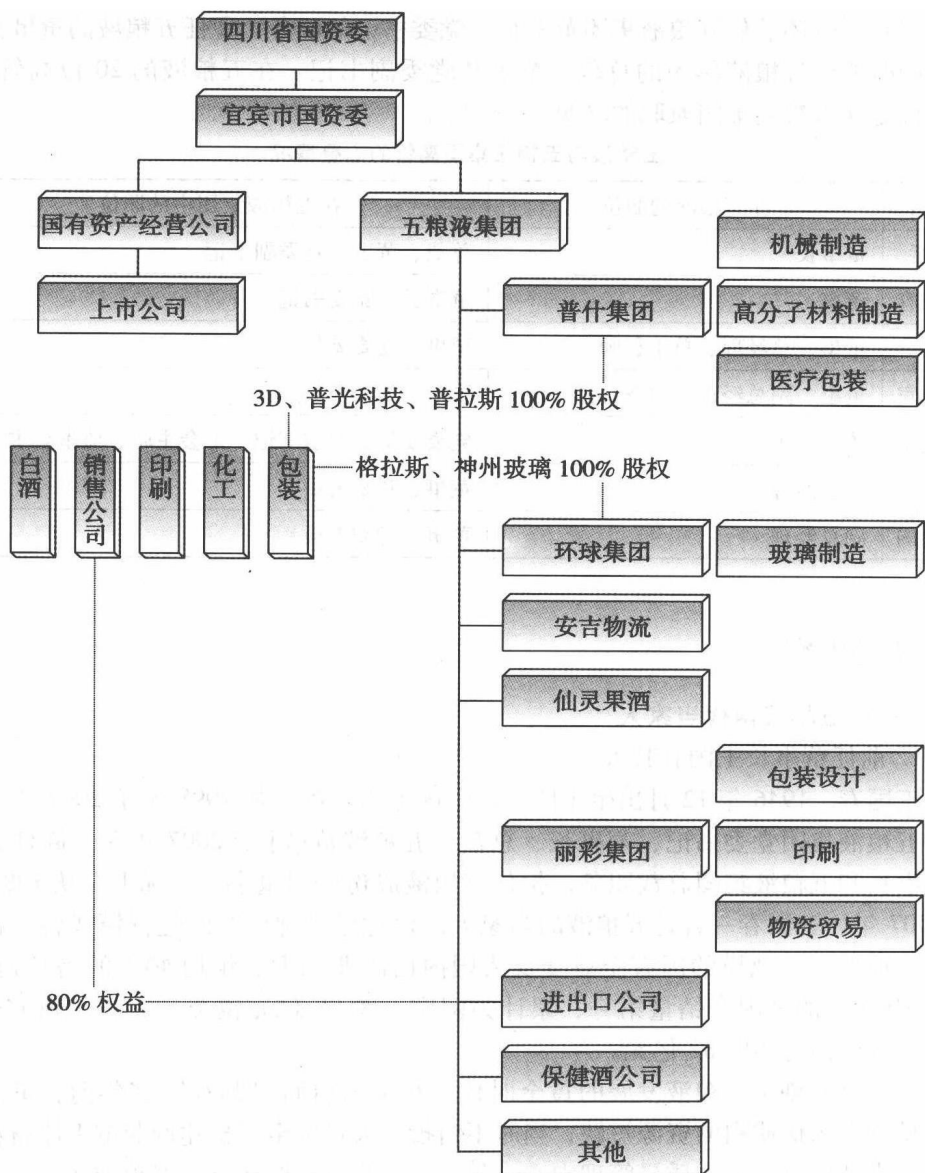


图1—1 五粮液与五粮液集团关系图^①

^① 路倩文：《五粮液“迷途”》，载《农村经济》，2009（10）。



尽管五粮液与五粮液集团并无股权关系，但是由于地方政府已经将五粮液托管给五粮液集团，五粮液集团取得了对五粮液的实际控制权。这种控制权突出地表现在五粮液集团对五粮液的人事控制上。

事实上，这两个公司的管理层系同一个领导班子，五粮液上市公司的前任总经理王国春同时还兼任五粮液集团董事长、党委书记的职务，现任五粮液的董事长唐桥也同时兼任五粮液集团的总裁、董事和党委副书记。在五粮液的 20 位高管中，有 7 位是在五粮液集团兼职的（见表 1—1）。

表 1—1

五粮液与五粮液集团高管的重叠情况

姓名	在五粮液的职位	在五粮液集团中的职位
唐桥	董事长	总裁、董事、党委副书记
王国春	董事	董事长、党委书记
陈林	董事、总经理、总工程师	董事、党委委员
郑晚宾	董事、副总经理、财务总监	董事、党委委员
龙文举	监事会主席	党委委员、纪委书记、工会主席、监事会主席
叶伟泉	副总经理	董事、党委委员
刘中国	副总经理	董事、党委委员

三、主题内容

（一）五粮液两代当家人

1. 前任董事长王国春其人

王国春，1946 年 12 月出生于四川，中国酿酒大师。从 1998 年至 2007 年一直担任五粮液集团党委书记、董事长、总裁，五粮液董事长。2007 年 3 月卸任五粮液董事长和五粮液集团总裁职务，担任五粮液股份公司董事。实际上，从 1985 年至 2007 年，王国春一直是五粮液的当家人。他凭借品牌买断的经营模式将五粮液从一个地方中等规模的国有企业变身为国内白酒业老大。年均 40% 的增长速度、连续 10 多年的全国产销量第一、累计为国家上缴 98 亿元税金、资产达到 160 亿元、品牌价值达 306.82 亿元。

王国春开创了五粮液发展的黄金时代。在中国白酒“蹿红”多年前，王国春就预见到未来优质白酒资源短缺，当时不惜投入大量资金于扩建产业链上原材料储备库、尝评勾兑中心、质量管理中心、包装生产线等重要环节。五粮液产能上的优势，是其后与对手茅台竞争不可或缺的筹码。

五粮液从一个几万块钱产值的小作坊发展到现今的过 200 亿元的规模，离不开王国春的功劳，在五粮液集团内部的组织架构中，大多数重要岗位也都是和王国春

一起“打江山”的人。五粮液第二把手总经理陈林以及负责销售的股份公司副总经理、五粮液进出口公司总经理刘中国，都是王国春一手提拔上来的。

2. 现任董事长唐桥

唐桥，1954年6月出生于四川，2007年由宜宾市副市长空降五粮液，接替王国春出任五粮液董事长，同时兼任四川省宜宾五粮液集团总裁、董事、党委副书记。

唐桥其人低调平稳，自2000年开始就任宜宾市副市长，主抓工业。他不仅有一定的政府经历和背景，而且在资本运作上积累了丰富经验。唐桥上任后，外界对其进行公司治理创新，寄予很大期望。在唐桥走马上任当天，已在其任内首个年度报告上，承诺逐步收购“与白酒生产相关度较高的资产”。这显示了唐桥对解决公司治理顽症的决心。然而，虽然上市公司明为唐桥掌控，但在解决一系列具体细节问题上，还涉及与集团公司的协调。唐桥新接帅印，开展工作难度可想而知。如何应对2009年证监会的调查，如何解决关联交易、酒类资产整体上市、股权激励等历史问题成为新任董事长面临的一个严峻考验。

（二）五粮液的理财目标：本质、表现形式与实施过程

1. 五粮液理财目标的本质：实际控制人利益最大化

根据法人治理结构的设计原则，股东是企业的所有者，对企业的经营决策和财务决策具有最终的决策权或投票权，同时也具有对公司董事和其他高级管理人员的任免权，因此管理层在理财决策时对股东负责，以股东财富最大化为公司理财目标似乎天经地义。

然而，上市公司五粮液的现实理财行为却偏离了股东财富最大化，更多地表现为实际控制人利益最大化，证据有两个方面：一是非股东的托管人五粮液集团成为五粮液的实际控制人，并利用巨额关联交易通过五粮液向五粮液集团输送经济利益。据了解，五粮液通过原材料采购与产品销售、商标使用费支付以及资产置换等方式，从1998年到2003年，共向五粮液集团支付了97.17亿元的现金，平均每年超过16亿元；远远超过五粮液上市以来累计实现的净利润（41亿元）及累计从资本市场募集的现金（18.1亿元）。二是五粮液尽管年报业绩优良，却一直吝于分红（见表1—2），严重地损害了中小股东的利益，遭到了中小股东在股东大会上的集体抗议，引发了以“堂吉诃德战风车”而知名的五粮液分红事件^①。

五粮液在拥有充足现金流量的同时，进行了大规模的投资。即使一些投资项目的发展前景并不看好，五粮液也不愿意支付现金股利。尽管五粮液大股东也没有拿到现金股利，但通过管理者之手，五粮液集团实际直接控制着公司的全部货币资金

^① 2001年2月20日，五粮液的股东大会上演了“堂吉诃德战风车”的一幕。部分中小股东试图阻止被拥有75%股权的第一大股东所操控的五粮液股份有限公司的分配预案。在两个多小时的会议中，中小股东和大股东视同水火。此起彼伏的质询声中，董事会秘书几次将监票人请进场内意图表决了事。最终分配方案以近乎强行表决的方式被通过，赞成3.6亿多股，反对为零，弃权283万多股（中证网，2001年7月20日）。



表 1—2

五粮液历年股利分派情况

年度	股票股利 (股)	现金股利 (元/股)	每股收益 (元/股)	股利支付率 (%)
2009	—	0.15	0.855	17.54
2008	—	0.05	0.477	10.48
2007	—	0.05	0.387	12.92
2006	送 0.4	0.06	0.432	13.89
2005	—	0.1	0.292	34.25
2004	—	—	0.305	0
2003	送 0.8 转 0.2	0.2	0.52	38.46
2002	转 0.2	—	0.54	0
2001	送 0.1 转 0.2	0.03	0.942	3.18
2001 中期	送 0.4 转 0.3	0.1	0.94	10.64
2000	—	—	1.6	0
1999	转 0.5	—	1.45	0

的使用权。由于实际控制人未持有五粮液股权，所以五粮液集团从五粮液的全部货币资金使用中获得的满意度显然大于来自现金股利形式的部分现金使用的满意度。因此，不分配现金股利，采用股票股利对五粮液集团控制五粮液的货币资金是十分有利的。

2. 五粮液理财目标的表现形式：关联交易

五粮液以实际控制人（五粮液集团）利益最大化作为理财目标，其表现形式是五粮液与五粮液集团之间的巨额关联交易。关联交易的具体形式包括原材料采购与产品销售、资产置换以及由五粮液向五粮液集团支付商标使用费等各种费用。五粮液与五粮液集团之间的利益输送为何集中地表现为关联交易？其原因主要有三个方面：一是关联交易与股利等理财行为相比较，更符合五粮液集团的利益；与直接侵占货币资金相比，手段更加隐蔽。二是五粮液和五粮液集团的业务经营特征使得关联交易似乎具有天然的“合理性”。三是五粮液高管人员的任职和考核制度是其巨额关联交易能顺利实施的重要原因。

(1) 对五粮液集团而言，从关联交易获取的收益要远远大于从上市公司股利分配获取的收益。假设上市公司五粮液发放现金股利 100 万元，由于五粮液集团没有持有五粮液的股份，因此其反映在报表里的直接收益是 0；但是如果作为实际控制人的五粮液集团设计一笔交易，将畅销的五粮液酒低价销售给五粮液集团，五粮液集团因此获得的转卖收益为 100 万元。对于上述两种五粮液的理财行为，对于上

市公司而言，都意味着利益流出 100 万元，但是前者的利益流入到上市公司的股东，包括中小股东；后者则全部流入到上市公司的实际控制人五粮液集团手中。

在利益输送过程中，有些上市公司的实际控制人，包括控股股东，采取直接挪用上市公司资金，或者利用上市公司为实际控制人的公司提供担保。相比上述利益输送的形式，关联交易可谓更加隐蔽。在中国证监会严厉打击“控股股东占用上市公司资金”行为的相关法律出台之后，挪用上市公司资金的行为在中国资本市场已经显著减少，但是关联交易作为隐蔽的利益输送形式仍然有其生存空间。

(2) 五粮液和五粮液集团的关联交易有其天然“合理性”。这种合理性表现为双方在业务经营中的相互依赖性。前已述及，在五粮液酒厂分拆上市的方案设计中，是将白酒生产业务放在五粮液上市公司，而将其他业务均剥离到五粮液集团，这就使得五粮液上市公司的业务结构不完整，自身没有独立的采购部门和销售部门，其与五粮液集团发生关联交易自然是天经地义的。经过多年的高速发展，五粮液集团及其下属子公司已构建形成了一个为酒类生产企业提供配套产品和服务的产业链群体，具备大规模生产塑胶瓶盖、瓶子、商标，玻璃酒瓶，包装纸箱，包装物品，原辅材料生产，物流运输和后勤保障服务等等，这就更使得其与五粮液的关联交易欲罢不能。需要指出的是，这种所谓的合理性是由上市公司业务安排的“不独立”所引起的，是五粮液上市公司的先天缺陷。

(3) 五粮液和五粮液集团之间的交叉任职现象十分普遍，五粮液的全部执行董事都由五粮液集团领导担任，五粮液集团对五粮液的实质控制，为关联交易和利益转移，提供了便捷的操作空间。而且，由于在业绩考核方面，国资委只对五粮液集团进行考核，导致了公司高管更加看重五粮液集团的利益。年报显示，五粮液与五粮液集团 2008 年关联交易高达 64.82 亿元，其中，向集团及其下属单位采购货物及接受劳务金额约为 23.17 亿元，销售货物及提供劳务金额约为 41.65 亿元。全部下游业务中，对五粮液集团进出口公司（以下简称进出口公司）的销售金额达 41.33 亿元，占比超过 99%。

3. 五粮液与五粮液集团关联交易的实施过程

(1) 原料采购与产品销售

2006 年公司采购货物等关联交易金额达到 24.93 亿元，占主营业务成本 34.93 亿元的 71.36%，2007 年与 2008 年比重略有下降，但关联交易金额仍然超过主营业务成本的五成以上。五粮液集团及其下属子公司已构建形成了一个为五粮液提供配套产品和服务的产业链群体，大规模为其生产塑胶瓶盖、瓶子、商标，玻璃酒瓶，包装纸箱，包装物品，原辅材料生产，物流运输和后勤保障服务等等。2009 年关联交易比重下降近一半，其主要原因是五粮液收购了五粮液集团旗下为其提供包装、酒瓶等配套产品的子公司（3D 公司、普光公司、普拉斯、神州玻璃以及格拉斯公司），大幅度降低了关联交易金额，但并没有完全解决采购货物及接受劳务的关联交易。2009 年五粮液该部分关联交易仍然占到主营业务成本的 1/4 以上，



见表1—3。

表1—3

五粮液近年原料采购关联交易情况

金额单位：元

年度	2009	2008	2007	2006
采购货物及接受劳务 关联交易额	1 045 745 498	2 132 500 944	2 340 818 244	2 493 311 866
主营业务成本	3 860 659 982	3 618 072 871	3 377 979 573	3 493 996 530
关联交易额比重	27.09%	58.94%	69.30%	71.36%

五粮液近半数以上的采购和销售是通过和关联方的交易完成，交易量巨大。2007年销售货物等关联交易金额41.72亿元，约占主营业务收入73.29亿元的56.93%（见表1—4）。一直以来，五粮液的产品只有不到一半由上市公司控股的供销公司进行销售，更多是由集团控股的进出口公司销售。2009年对进出口公司的酒类销售占同类交易的44.51%，2008年为52.92%。尽管在五粮液近几年年报中，监事会认为公司所发生的重大关联交易事项都是公平合理的，然而五粮液关联交易价格真的是公允的吗？事实上五粮液关联交易价格并不如公司所宣称的那样公允。五粮液与进出口公司的交易价格为成本加成30%（相当于这部分毛利率为30%），而2007年公司毛利率为53.9%，2008年为54%，2009年则高达65%。五粮液的利润直接被进出口公司吸收，这是集团公司实现利润转移的第一条途径。

表1—4

五粮液近年产品销售关联交易情况

金额单位：元

年度	2009	2008	2007	2006
销售货物及提供劳务 关联交易额	4 602 541 266	4 164 863 482	4 171 861 058	3 577 100 010
营业收入	11 129 220 550	7 933 068 723	7 328 555 842	7 397 006 489
关联交易额比重	41.36%	52.50%	56.93%	48.36%

（2）向集团支付巨额费用

五粮液每年分别要向五粮液酒厂、五粮液集团支付1亿多的商标及标识使用费，且有的商标使用费为相应销售收入的数倍。此外，五粮液公司每年还要向五粮液酒厂、五粮液集团支付诸如警卫消防、环卫绿化、维修服务、房屋物业管理及其他项目等综合服务费。1999年、2000年两年共向五粮液酒厂支付综合服务费1.09亿元左右，2004年、2005年共向五粮液集团支付综合服务费2.55亿元左右，且从2006年以来一直维持在1.1亿元左右。按2009年年报披露数据计算，五粮液从五粮液集团租赁的经营区域每平方米租金高达89.89元/月，五粮液向五粮液集团支付的警卫消防、环卫绿化、维修服务、房屋物业管理等综合服务费高达1.17亿元，按照租赁面积（经营区域面积+厂房面积）计算，相当于物业管理费高达129.63元/平方米·月。五粮液在年报中披露综合服务费的定价依据为协议价，这

类软性费用的定价权完全掌握在控股股东手中，非常容易沦为控股股东向自己输送利益的工具，这是实现利润转移的第二条途径。

(3) 资产置换

通过查阅五粮液历年的年报发现，2000年该公司与五粮液酒厂进行了一次资产置换：五粮液将所属的“宜宾塑胶瓶盖厂”的全部资产与五粮液酒厂所属的“酿酒生产车间”的资产进行置换，换出资产评估值为3.88亿元，净值为3.61亿元，换入资产评估总价值为20.18亿元，置换差额为16.57亿元，五粮液公司以货币资金的形式分批支付给五粮液酒厂。

2001年，在五粮液公布的公告中，对这一问题做了进一步的说明：经双方协商，本公司实际应向五粮液酒厂支付置换补差款15.59亿元，根据本公司货币资金情况，截至2001年6月30日已支付10.50亿元，余额5.09亿元拟于2002年4月28日前全部付清。但2001年五粮液公司经营活动现金净流量为10.73亿元，投资活动现金流入仅为0.19亿元，显然，自有现金流入难以支撑如此大的现金流出。

那么，五粮液公司是怎么做的呢？2001年，五粮液公司股权融资部分较重要的一项是配股募集资金为7.8亿元，扣除发行等费用后，实际募集资金6.15亿元，正好弥补资产置换事项的资金余缺。在此次资产置换过程中，评估价格和置换差价的变化也值得关注。根据广发证券有关此次资产置换的独立财务报告书披露的信息，四川新源资产评估事务所对五粮液公司所属的“宜宾塑胶瓶盖厂”的资产评估采用的是重置成本法，而对五粮液酒厂所属的“酿酒生产车间”的资产评估则采用收益现值法，后者的价格通常会高于前者。换入资产评估总价值为20.18亿元，而其账面价值仅为9.02亿元，评估溢价高达124%。虽然五粮液公司一再声称无论是配股还是资产置换，都是为了维护非关联股东特别是中小股东的利益，但事实上，五粮液集团通过此次资产置换直接从上市公司获益15.59亿元，这是集团公司实现利益转移的又一途径。

案例使用说明

一、教学目的

本案例的教学目的是使学生了解上市公司通过关联交易进行利益输送的行为，正确把握公司的实际理财目标及其在企业经营中的重要地位。

二、启发思考题

1. 五粮液的理财目标是什么？有何依据？五粮液的理财目标是通过哪些理财行为实现的？
2. 中国上市公司的理财目标应该是什么？



3. 为何五粮液的理财目标发生了异化？这种异化带来的后果是什么？
4. 要使五粮液的理财目标回归至最优理财目标，需要采取哪些具体措施？

三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标（目的）来灵活使用本案例。这里提出本案例的分析思路，仅供参考：

1. 五粮液的理财目标是实际控制人利益最大化。它是通过关联交易等理财行为由五粮液向五粮液集团输送利益实现的。建议学生进一步寻找五粮液集团从五粮液上市公司获取利益的证据。

2. 我国上市公司的理财目标应当是企业价值最大化或股东财富最大化。这里的股东财富最大化尤其应当强调中小股东的利益保护。没有中小股东的利益保护，就不会有上市公司的良性发展，也不会有整个资本市场的健康发展。建议学生思考投资者利益保护与资本市场发展的关系。

3. 五粮液上市公司的理财目标由股东财富最大化异化为实际控制人利益最大化，是由于上市公司尚未建立起较为完善的治理结构。其后果是使五粮液的中小股东受到损害，公司市场价值远远落后于同类酒业上市公司。建议学生对五粮液公司的市场表现进行评价。

4. 要使五粮液的理财目标回归至股东财富最大化，首先必须建立较为完善的公司治理结构；此外，还应当减少关联交易的发生。建议学生运用发散式思维，讨论如何纠正其不当的理财目标，同时收集资料，观察五粮液自中国证监会调查事件之后所发生的事项，评价这些事项对公司理财目标的影响。

四、理论依据及分析^①

（一）财务管理目标理论

对于财务管理目标流行的观点有：利润最大化，股东财富最大化，企业价值最大化，相关者利益最大化。

1. 利润最大化

这种观点认为，根据经济学原理，利润表示新创造的财富。企业利润越大，表明企业所创造的财富越多，整个社会财富亦会因此而增加。所以，应该把追求利润最大化作为企业财务管理的目标，把利润作为评价企业管理当局经营管理业绩的依据。随着我国经济体制改革的不断深入，经济体制从高度集中的产品经济转向商品经济，企业的经营权限不断扩大。企业的经济利益得到确认，这使得企业不得不关心市场，关心利润。在经济体制改革过程中，把利润作为考核企业经营情况的指标，企业职工的经济利益同实现利润的多少联系在一起，这样追求利润最大化就很

^① 王化成：《企业分配理论模式研究》，载《会计师》，2005（4）。