

表决权数量的行为或者事实”。上市公司创始人及其核心管理层可以联合其他战略性大股东签署一致行动协议，从而把表决权委托给核心管理层行使，在有机构投资者等外来资本介入企业，或增发新股进行融资使股权被稀释时，核心管理层可以继续有超过50%的表决权，以保证对企业进行有效控制。

(三)逐步完善实体企业创始人控制权的法律保护制度。目前，双重股权制度在许多较为发达的资本市场中被广泛应用，该制度可以有效平衡控制权的维持与股权融资之间的矛盾，稳定企业控制权，这对于防止我国实体企业控制权危机频发，推动企业回归主业具有很好参考价值，但笔者认为建立双重股权制度不能贸然进行，国家应在不断完善相关法律法规的基础上，逐步引导上市公司制定更加丰富的公司治理模式和股权结构。其中，需要先行完善或建立的配套法律法规有强制信息披露制度、股东派生诉讼制度、证券集体诉讼制度与其他非司法救济机制等。同时，引入双重股权制度需要考虑的主要内容包括但不限于双重股权结构的适用范围、表决权倍数限制、股权流动性、类别股东表决制度、内部制衡机制以及退出机制等。

(《财务与会计》2017.12 秦诗音 陈昌或 王峰娟执笔)

长航凤凰破产重整 的案例分析及启示

一、长航凤凰破产重整路径的选择依据

长航凤凰股份有限公司(以下简称长航凤凰)为我国A股上市公司，是长江及沿海干散货航运主要企业之一。公司于1992年6月15日成立，总部设在“九省通衢”的武汉，1993年10月25日在深交所上市。自2008年全球金融危机以来，公司受财务费用负担过重、航运运价长期低迷等因素影响逐步陷入困境。截至2013年6月30日，长航凤凰合并报表项下的负债总额合计达58.6亿元，净资产为-9.2亿元，已严重资不抵债。

我国《企业破产法》第二条规定：“企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的，依照本法规定清理债务。”长航凤凰已发生了不能清偿到期债务或资不抵债的客观事实，依法进入破产程序。目前，我国破产程序的实施结果共有两大类：第一类是“再生”，第二类是“死亡”。前者通过破产和解或破产重整来实现，后者通过破产清算程序来实现。破产重整是指当企业因财务困难已具有破产原因或有破产之虞而又有复兴的可能时，为防止其破产，由利害关系人申请，经法院裁定，对其实施强制治理，使其得以维持和再生的法律制度。长航凤凰选择了破产重整，主要是出于以下三方面的考虑：

(一)企业债务困境的严重程度

我国《企业破产法》规定，企业法人有第二条规定的情形，或者有明显丧失清偿能力可能的，可以依照本法规定进

行重整。可见，企业提出破产清算与破产重整的前提有所不同。陷入债务困境的企业在出现“有明显丧失清偿能力可能”的情况下就可以申请破产重整。

企业出现债务困境主要有以下两种表现形式：第一，企业无能力且客观上停止支付到期债务、企业已濒临破产。针对此种情形，可以利用企业的偿债能力指标加以衡量。比如，长航凤凰短期偿债能力极差，流动比率及现金流量标准均为行业最低水平，2013年已到期未偿还的短期借款金额已达到149 746万元。在长期偿债能力方面，其资产负债率在2009—2012年都在85%以上，2012年更是达到了110%以上，说明企业的债务不能且停止清偿已处于一种持续状态，而非暂时的财务困难。第二，企业已濒临破产。长航凤凰的财务风险非常高，已资不抵债，2011—2013年连续三年亏损且2012—2013年连续两年年末净资产为负数，成为“僵尸企业”，公司股票被深圳证券交易所暂停上市，已发生濒临破产的事实。长航凤凰已达到了不能清偿到期债务或资不抵债的条件，依我国破产法可以进入破产程序。

(二)企业是否有重建的希望

由于破产重整的目的在于使濒临困境的企业免于停业或暂停营业，使其有复兴的机会。破产重整的另一个条件便是企业应有重建的希望，即企业营运价值高于清算价值。在这一点上，长航凤凰除了考虑公司的财务状况外，还应结合公司内外部环境及国家政策、市场环境等因素综合考虑。

从内部环境方面分析，企业早年间其无论是资产规模还是经营业绩都处于行业领头位置，曾拥有江海直达、江海、江洋联运等多种航线，形成了区别于其他航运公司的独特优势。在客户资源方面，经营多年拥有丰厚的客户资源，可为客户提供全程物流服务。作为拥有百年历史的大型国有企业，因其央企地位及良好信誉易受到客户的信赖。以上均说明长航凤凰拥有自己的核心竞争力，还拥有利用价值颇高的“壳资源”。

从外部环境方面分析，近年来，受全球经济危机的影响，导致航运力供给失衡、运价持续下滑等，全球航运业陷入大面积亏损的局面，我国也未能幸免，一半以上航运企业陷入严重的财务困境。这说明长航凤凰出现严重亏损、资不抵债并非仅有自身原因，在很大程度上受到国家政策及行业市场环境的影响。近年来，关于国家政策及行业市场环境，我国已出台“一带一路”相关政策为航运业提供了新的机遇，交通部也不断出台新的政策以推进航运业市场发展等。凡此种种，为长航凤凰重建提供了可能。

(三)维护社会稳定

一个企业的破产有可能导致出资人资金无法收回、债权人无法得到足额清偿、职工面临失业和安置等诸多问题。如果困境企业的利益相关方众多，其破产将导致多方利益受到严重损害，甚至影响到市场和社会的稳定。长航凤凰的股东众多，它的一举一动涉及9万余名股民。2013年长航凤凰的关联方企业就达60余家，因此，其破产清算对股东、客户、债权人、银行和政府等众多关联人的影响都是灾难性的。此外，保留一个上市公司的牌照对于地方政府来说意味着业绩良好、更高的就业率和更好的形象。因此，地方政府有强

烈的愿望对法院、债权人和债务人施加影响，重整ST公司。从维护社会稳定的角度考虑，长航凤凰也有重建的价值。

基于以上种种考虑，长航凤凰依法选择破产重整进行持续经营。

二、长航凤凰破产重整计划

2013年4月25日，长航凤凰被退出风险警示，变更为*ST凤凰；2013年11月26日，武汉市中级人民法院裁定受理债权人对公司的重整申请；2014年3月21日，武汉中级人民法院裁定批准长航凤凰的重整计划；2014年3月24日，长航凤凰发布重整计划并于2014年9月15日实施完毕。长航凤凰破产重整计划主要由以下三部分内容组成：

（一）出资人权益调整

以长航凤凰现有总股本为基数，按每10股转增5股的比例实施资本公积金转增股票，共计转增337 361 152股。转增后，长航凤凰总股本由674 722 303股增至1 012 083 455股。转增股票不向股东分配，在管理人的监督下部分用于偿付长航凤凰的各类债务和费用，部分用于改善公司持续经营能力。

（二）债权清偿

债权清偿主要包括以下几个部分：有财产担保债权以其经确认的担保债权额就担保财产变价款优先受偿，或在对应的担保财产评估价值范围内优先获得清偿，未受偿的债权作为普通债权，按照普通债权的调整及受偿方案获得清偿；职工债权和税款债权全额清偿；对每个普通债权人20万元以下的债权部分以现金方式按照100%的比例清偿；对每个普通债权人超过20万元以上的债权部分，每100元普通债权可分得4.6股长航凤凰股票，以长航凤凰股票2013年12月27日停牌价2.53元/股折价，该部分普通债权清偿比例约为11.64%。普通债权人不接受股票分配的，由管理人将应分配的股票提存在长航凤凰重整案专用账户内。管理人可在重整计划批准后将提存股票变现，再按照每笔债权对应分配股票的变现价值向债权人实施清偿。

（三）持续经营

持续经营主要包括以下内容：一是剥离不良资产。将现有资产中部分与主营业务关联性较低、盈利能力较弱或长期闲置的低效资产剥离，改善现有资产结构和状况。二是实行扁平化管理（即减少行政管理层次，裁减冗余人员），提高执行力，采用合同用工模式。三是由经营船舶向经营市场转变，整合资源，组装市场，少拥有、多经营，探索全程物流化和无船承运人运作模式。四是择机引入重组方并注入优质资产。

三、破产重整结果

（一）资源配置有所优化

长航凤凰重整后固定资产占比比重整前减少了26个百分点。主要原因是：一方面由于融资租赁公司收回融资租赁船舶；另一方面按重整方案处置船舶资产偿还债务，即公司在对现有船舶的成本、效率、效益等分析后，结合市场适应度及航线、货主需求等，在控制亏损的情况下，处置了

一批成本高、效率低、运营亏损的船舶。

在人员方面，重整前后员工总数持续下滑。2014年前，长航凤凰在册员工年减少率高达38%，这是由于公司调整运力结构、减少冗员，协商解除了大量富余员工，在一定程度上促进了资产结构优化，增强了市场竞争力。重整后的长航凤凰员工人数仍然呈减少趋势，且人员缩减比重较重整前并无降低。这是由于公司重整计划中提出“复合用工、精简有效、扁平化管理”等原则，持续进行了机构去臃肿、人员去富余的改革，使得公司经营成本下降。

在人员结构方面，破产重整前及破产重整期间，公司高教育程度的员工在不断增加，低教育程度员工比例相应缩减。此现象说明随着公司运力缩减，着力培养一批骨干经营管理者及专业程度较高的经营人员，为重建做准备。重建后至2015年年底，低教育程度人员有所增加，因此公司已扭亏为盈，处于正常经营状态，运力也得到了一定程度的恢复，补充了一定数量的生产人员及基层技术人员，旨在为企业恢复实力夯实人力基础。

（二）市场表现不稳定

2015年12月18日长航凤凰通过借壳方案实现股票复牌。恢复上市首日，公司开盘价为18元，股价当日最高冲至21.6元，最终报收21.2元，当日成交量高达3.3亿股，成交额达65.64亿元，足以清偿132家债权人45.74亿元的普通债权总额。进一步计算当日成交均价为19.89元/每股，而根据长航凤凰重整计划中“每100元普通债权将分得约4.6股长航凤凰股票”估算，如以当日均价出售，则长航凤凰债权人所持每100元普通债权换股后可套现约91.5元，其实际清偿比例达91.5%，债权人可谓“全身而退”。然而，随后长航凤凰的股价一路震荡下滑，截至2016年12月23日收盘，其股价已跌至7.28元。

（三）经营业绩无明显改善

长航凤凰重组完成后首份年报显示，公司分别实现营业收入7.7亿元、净利润1.23亿元。通过长航凤凰破产重整前后的经营业绩对比分析，得出结果具体如表1所示。

表1 长航凤凰重整前后的经营业绩对比

	2015年	2014年	同比
营业收入	770	982	-21.58%
营业成本	662	858	-22.84%
毛利率(%)	14.01%	12.57%	1.15%
销售费用	10.91	8.09	34.86%
管理费用	66.71	76.81	-13.15%
财务费用	-0.7	12	-105.83%
营业利润	15.33	224	-93.16%
营业外收支净额	110.9	4 119	-97.31%
利润总额	126.23	4 342.8	-97.09%
所得税费用	3.12	3.75	-16.80%
归属于母公司净利润	122.59	4 307.34	-97.15%
每股利润	0.12	4.26	-97.18%

从表1可以看出,公司业绩并没有得到明显改善,毛利率从2014年的12.57%微涨1.15个百分点至2015年的14.01%,营业利润和净利润下降都超过9成。

四、思考与启示

(一)债转股仅在短期内效果明显

为避免较低的清偿率,长航凤凰采用债转股的股东权益调整方案或许是无奈之举,然而结果却是耐人寻味的。停牌两年后重新复牌交易首日即遭到炒作,涨幅达1154.44%,大部分股东全身而退。长航凤凰躲过了A股2015年下半年的两次暴跌,给了债权人股东一个退出的良机。但长航凤凰在恢复交易日后一年内股价表现不佳,重整后的毛利率仅有小幅微升,可见业绩改善效果并不明显。

2016年3月国务院首次明确提出可以通过市场化债转股的方式逐步降低企业的杠杆率。从长航凤凰的案例来看,债转股短期无疑是双赢的,缓解了偿付率低的困局,公司在成功保壳的同时债权人全身而退。但需要明确的是,债转股并不是所有债务违约企业的灵丹妙药。债转股最适合的对象是虽然短暂亏损但成长潜力大、综合效益好、有望获得广阔发展前景的企业。如果选择错误,企业实施债转股只能“续命”,难以“改命”。在这一情况下,债转股很容易被债务人当成免费的午餐,出现逆向选择,甚至出现企业高负债、转股、再借债、再转股的恶性循环。债转股实施后公司长期能否获得良好发展,普通股民是否会成为买单者,都有待观察。本文认为,债转股作为金融工具之一是可以采用的,但一定要用市场化的方式来做,要“一企一策”,不要把债转股理解为处置陷入困境企业的唯一方式。

(二)资产处置不应包括核心资产

长航凤凰破产重整期间的部分资金来源包括资产处置所得,保留核心经营性资产,公开处置其他资产。经历破产重整后的长航凤凰,在人员结构和资产结构上都有了大幅精简。公司通过深化改革、拓展经营、减员控本、创新管理等一系列措施,沿海运输主业效益大幅增长,扭亏为盈,多元经营业务效益明显提升。

长航凤凰此番能够顺利实现扭亏为盈,很大一部分原因是由于其仅剥离了与主营业务关联性较低的低效资产,保留了部分核心资产。重整后运力的大小是影响航运企业持续经营发展的重要因素,因此,处置资产时应保留重建后满足持续经营的足够运力。此外,在行业周期底部变卖资产难以获取较好的价格,大规模运力在短时间内变现的行为本身就意味着必须面对较高的变现成本。如果在破产重整过程中低点出售资产,那么一旦行业景气度出现回升,公司的盈利能力将难以兑现。因此,本文认为,不包括核心资产处置的破产重整才有助于航运企业长期发展,复建后重整旗鼓,从而提高企业盈利能力与核心竞争力。

(三)持续裁员不利于缓解就业压力

长航凤凰重整前协商解除了大量富余员工,重整后裁员仍未停止,甚至保持与重整前一样的员工减少比例。可见,简单地认为维持陷入困境企业的存在会降低失业率从而保证就业稳定的观点是片面的。尽管破产重整企业可在一定程度上

避免因自身破产导致部分员工下岗,但也会对正常企业吸纳劳动力产生明显的抑制作用。同时,破产重整企业的存在会提高行业竞争激烈程度,阻碍市场的潜在进入者。行业潜在进入者缺乏投资设厂的意愿和正常企业因行业竞争激烈退出市场会造成大量工作岗位的损失,不利于缓解就业能力。因此,企业在破产重整过程中要妥善安置好富余人员问题,持续裁员时要谨慎,以避免破产重整给社会带来不稳定的因素。

(《财务与会计》2017.09 梁甫贵 赵雨彤执笔)

财务外包助力科技园区 规范发展

一、背景

宁夏某科技园区是集信息技术、生物技术、知识产权转化等为一体的国家级高科技产业技术服务区、产业集聚区和孵化基地,基本涵盖了宁夏及周边地区信息产业90%的高效优质资源。该园区自建成以来,已陆续进驻企业500余家,年创收超过100亿元。

该园区规划占地1平方公里,分期使用企业发债资金建设。首期委托政府代建局建设,于2012年完工并投入使用,但由于存在工程和财务问题,致使项目迟迟未进行验收和结决算。在后续几期中,为避免类似情况再发生,科技园区决定将基建工程管理和财务核算交由专业服务机构承担。该委托工程项目总计占地面积173亩、建筑面积33万平米、总投资15.6亿元,包括21个单项工程。2014年6月,宁夏天华会计师事务所(以下简称天华事务所)积极参与竞争,通过竞标陆续承揽了园区新建项目的财务外包业务。

二、做法

(一)创新服务方式,人员保障有力

签定受托协议后,天华事务所领导非常重视,根据委托方实际情况,成立外包项目组派驻园区,通过打包承揽方式承接整个项目的财务核算和管理工作,为客户提供直接深入的服务。

考虑该项业务的综合性高、专业技能要求高、后期业务延展性强,天华事务所派出管理能力较强的合伙人负责,组成财务专业团队,并辅以天华关联单位的工程咨询和评估配套服务。团队的合理搭建为项目执行提供了人才保障。

(二)参与项目公司设立变更,促进项目规范运作

承接财务外包之初,服务对象公司拟由国营变更为国有和民营股东共同发起。外包服务团队运用相关专业知识和经验,参与到新公司各股东股权结构设计过程并提出重要建议,随后全程代办投资协议、章程起草,工商注册、股东进退协议、政府批复协调等工作,协助委托方按照公司法和国有企业管理规定等相关法律法规全程规范运作新公司。

(三)建立内控制度,强化财务管理

为保证基建活动有序合规开展,在承接之初,外包服务