

的时机。

4. 以市场为导向、交易公正、公平、公开。主要体现在：唐钢股份、邯郸钢铁和承德钒钛的换股价格以各自首次审议换股吸收合并相关事项的董事会决议公告日前20个交易日的A股股票交易均价为基础确定，使得资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形；同时设置了回购请求权和现金选择权条款，现金选择权的行使价格确定方法合理，有效地保护了合并方和被合并方异议股东的利益；针对交易中涉及的合并方可转债和被合并方公司债处置，相关利益保护方案也切实有效保护了债券持有人的利益。此外，在交易中涉及到的关联交易处理遵循了公开、公平、公正的原则并履行了合法程序，有关关联方在公司股东大会上回避表决，以充分保护全体股东特别是社会公众股东的利益。

### 三、启示

1. 唐钢换股吸收合并是我国第一例跨市场合并案，其举重若轻的合并方式为我国后续的企业跨市场、跨地区、跨所有制合并探索了一条具有可操作性的方法和技术路径。由于唐钢股份在深交所上市，目标公司邯郸钢铁、承德钒钛在上交所上市，因此，本合并案横跨两大资本市场，涉及投资者近百万人，其中涉及唐钢吸收合并后从沪市转登记至深市的邯郸钢铁股东约35万人、承德钒钛股东约18万人，并且股东所持股份有限售股、金融机构持股、个人流通股及存在冻结、质押等各种情况，且股票又托管在遍布全国的几千个证券营业部，可见三方实施合并的复杂程度非同一般。但如此浩繁复杂的系统工程，在不到30个交易日内就完美收官，其方式值得其他企业借鉴。唐钢股份换股实施方案的路线图分两步走：证券转换和跨市场转登记，其中证券转换是指对投资者持有的邯郸钢铁股份和承德钒钛股份按照换股吸收合并方案确定的换股比例转换成相应数量的唐钢股份；跨市场转登记是指邯郸钢铁及承德钒钛从中国结算上海分公司退出登记后，唐钢股份根据上述退市持有人名册和投资者沪深证券账户对应关系，制作深市初始登记数据，并向中国结算深圳分公司申请投资者持有唐钢股份的初始登记。由此可见，涉及近百万投资者的横跨沪、深两市的股票转移工程，是以深交所、中国结算深圳分公司为主体，上交所、中国结算上海分公司为辅助，众多券商大力配合从而高效率完成的，绝大部分投资者无需奔波，如果账户有效且具唯一性，只需等待自动转股即可，而对于券商而言，几乎不存在技术方面的问题，工作量也不算大。整个合并方案设计高效、便捷，极大地方便了广大投资者，可以说达到了“于无声处听惊雷”的效果，为我国资本市场后来跨市场、跨地区合并者提供了完美示范。

2. 当合并双方都是上市公司时，尊重市场力量，以透明公开的公允价值（股票价格）作为合并定价基础，既能赢得目标公司和投资者的信服和支持，同时又能提高合并效率，便于技术上的操作。很长时间以来，以历史成本原则为导向的账面价值在我国会计计量基础领域处于一统江山的地位，即使是2006年颁布的新企业会计准则，也只是谨慎地引入

了公允价值计量属性，但倡导的仍然是历史成本属性为主，公允价值等属性为辅。我国资本市场以往发生的合并案大都是采取承担债务、出资购买和无偿划拨等方式，以公允价值为基础的换股合并方式在我国尚处于探索阶段，本合并案以合并三方股票价格（公允价值）为基础进行换股吸收合并，在我国具有试水开创意义，其优势主要体现在：一是公允价值便于取得（沪深市股票价格）；二是便于合并换股技术层面的操作，投资者无需奔波，只需交给交易所和证券登记结算公司操作即可；三是资本市场股票价格公开、透明，容易获得合并各方和广大中小投资者的认可和支持。

3. 政府应保持权力克制，不应过度干预企业合并，让市场发挥主导作用。本案中，河北省国资委持有河北钢铁集团100%的股权，而河北钢铁集团间接控股唐钢、邯钢和承德钒钛3家参与合并上市公司，因此河北省国资委是合并三方的终极控制人，但其保持了权力克制，只是引导、规范企业合并行为符合国家对钢铁产业的指导政策，通过兼并重组，提高产业集中度，提高对外的铁矿石谈判议价能力，这充分保证了参与各方在合并中的主体地位，而且以市场公允价值为基础，保证合并行为遵循市场规律运作，有效发挥了并购的存量资源调整功能，构建了统一融资平台，提高了并购主体的价值和可持续发展能力。

从以上分析中可以看出，唐钢股份吸收合并案中采取的一系列创新做法使得合并在短时间内顺利完成，其做法值得其他企业借鉴。但纵观我国的合并案例，笔者认为，唐钢股份在吸收合并完成后，应当谨慎面对合并之后的公司治理与内部控制风险，注重企业文化、管理哲学等“软件”的深度整合，避免合并流于形式。本次交易完成后，河北钢铁集团仍然是公司的间接控股股东，其与公司其他股东在某些情况下可能存在利益冲突。如果河北钢铁集团为了自身利益而通过董事会、股东大会对公司的人事任免、经营决策等施加影响，其他股东的利益可能因此而受到损害。因此，集团公司应建立健全、完善的法人治理结构，严格按照相关法规及中国证监会的相关要求设立股东大会、董事会、监事会等组织机构并制定相应的议事规则，切实保护全体股东的利益。此外，本次交易完成后，存续公司（唐钢股份）内部控制制度的建立和完善需要一定的时间，在新的内部控制制度建立并正常运作之前，存续公司可能会因内部控制制度不完善而遭受损失。最后，并购案中最难整合的是企业文化等“软因素”，这是一个长期系统的“人心工程”，唐钢股份可通过统一的品牌建设，增强员工对公司的归属感和内部凝聚力，推进内部深度整合。

（《财务与会计》理财版2010.06）

## 佑威国际“技术性”破产 的原因及启示

香港老牌服装公司佑威国际控股有限公司（简称佑威国际）成立于1983年，并于2000年11月在香港联交所主板上

市,股票代码0627。据佑威国际年报披露,至2008年3月公司已拥有佑威服装有限公司、佑威(香港)有限公司、佛山市佑威服装有限公司等20余家子公司,分别从事服装设计与加工、服装贸易与零售管理以及纺织产品生产等业务。从公司年报看,公司多年来一直具有良好的财务状况和经营业绩。2005~2008财年,公司的资产负债率在40%~43%之间,流动比率在1.98以上,并且2005~2007财年,公司的资产报酬率都在10%之上,销售利润率在8.91%以上。但不幸的是,由于无法偿还银行贷款,2008年10月佑威国际被德意志银行申请香港分行清盘,陷入破产清算困境。企业破产清算的原因可以分为两类:一类是实质性破产,即企业严重亏损,导致资不抵债,无力偿还债务,企业自愿申请破产清算或者被债权人申请破产清算;另一类是技术性破产,即企业虽处于盈利状态,但由于资金安排失误,无法偿付债务,从而被债权人申请破产清算。佑威国际破产清算时的财务指标表明其属于技术性破产清算。那么,佑威国际在拥有知名品牌且仍然具有盈利能力的情况下为何会陷入技术性破产困境?企业又应如何识别和防范呢?

### 一、佑威国际技术性破产的原因分析

#### (一) 店铺扩张与现金短缺。

服装设计、加工和销售是服装企业生产经营过程中的三个重要环节。对于品牌服装企业来说,服装加工可以委托其他代工企业完成,因此服装设计和销售就成为影响这类企业“做强做大”的关键。至2000年,佑威国际已经具备了较强的服装设计能力,其“U-RIGHT”品牌也有一定的知名度和竞争力。此后,为了做大企业,佑威国际开始大规模地扩张店铺。据其年报披露,公司2005财年在大陆、香港的店铺数分别为330间和19间,而到2008财年时则分别增加到516间和95间,4年分别增长56.36%和400%,合计增长75.07%。众所周知,高速扩张在提升企业生产能力或销售能力的同时也容易导致企业出现一些问题,如为追求扩张速度而选择了不恰当的扩张方式,导致生产经营管理水平下降;融资规模不能满足扩张需求,选择了不恰当的融资方式;等等。这些问题都可能使企业处于不同的风险之中,而佑威国际店铺扩张则使公司面临了巨大的现金短缺风险。

1. 非现金资产增长和费用支出增加。佑威国际对香港和大陆零售店分别采用自营店模式和特许加盟店模式进行管理。对于自营店,佑威国际直接负责店铺租赁、店堂装修以及经营管理等事项,并承担店铺租赁、装修费用以及经营管理费用,同时拥有自营店的利润。对于特许加盟店,佑威国际则将其服务标章、品牌、声誉等授权给加盟店使用,并且协助其创业与经营,与加盟店按一定比例承担店堂装修设计、广告宣传费用等,同时按比例分享利润。

根据佑威国际与大陆店铺、香港店铺的所有权关系,其向大陆加盟店提供的服装货物形成了公司的应收账款,而向香港自营店配置的货物则形成了公司的存货。佑威国际在大陆和香港高速扩张店铺自然要增加店铺的服装货物供应总量,从而导致公司应收账款和存货的增加。同时,佑威国际承担的全部或部分装修费用支出,导致长期待摊资产

的增加。此外,维持香港自营店的正常经营需要支付店铺租金、员工薪酬、水电费等行政开支,以及销售及分销费用等,又导致佑威国际费用的增加。2005~2008财年,公司的应收账款和存货、长期资产、行政开支等费用分别增长了276.32%、146.77%、107.37%(见表1)。

表1

佑威国际部分资产及费用增长情况

单位:千港元

| 资产及费用项目 | 2005财年  | 2006财年  | 2007财年  | 2008财年    | 4年增长率   |
|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| 应收账款和存货 | 191 028 | 384 046 | 633 229 | 718 886   | 276.32% |
| 长期资产    | 488 819 | 688 226 | 857 656 | 1 206 272 | 146.77% |
| 行政开支等费用 | 165 351 | 186 843 | 268 201 | 342 894   | 107.37% |

资料来源:根据佑威国际年度报告整理得出,佑威国际财务年度为上年4月1日至本年3月31日。

2. 现金消耗量大。在财务会计报告方面,企业活动划分为经营活动、投资活动和融资活动。企业现金净流量也主要由经营活动、投资活动和融资活动的现金净流量组成。店铺高速扩张需要消耗大量资金,佑威国际在2005~2008财年投资活动的现金流出大于现金流入,所以导致投资活动产生的现金净流量为负值。特别是在2007和2008财年,公司的投资活动现金消耗量加大,而筹资规模又没能满足消耗量,因而导致公司2007和2008财年的现金净流量大幅下降,并且出现较大的负值(见表2)。

表2

佑威国际的现金净流量

单位:千港元

| 财务年度  | 2005财年   | 2006财年   | 2007财年   | 2008财年   |
|-------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动  | 25 636   | -69 497  | -11 020  | 126 890  |
| 投资活动  | -153 321 | -234 342 | -249 103 | -721 464 |
| 融资活动  | 209 925  | 443 335  | 176 041  | 395 033  |
| 现金净流量 | 82 240   | 139 496  | -84 082  | -199 541 |

资料来源:根据佑威国际年度报告整理得出。

3. 现金持有量下降与现金短缺风险。佑威国际在扩张过程中,一方面应收账款、存货、长期待摊资产以及经营费用大幅增加,另一方面现金净流入量不仅没有增加反而减少,其后果是公司只能通过挤占现金和银行存款来满足应收账款、存货等非现金资产增长以及经营费用支出的需要,从而导致佑威国际的现金及银行存款降低。从表2可以看出,在其他资产项目大幅增加的情况下,公司2005~2008财年的现金及银行存款余额占流动资产的比例却从63.47%降到了27.39%。

一般而言,企业持有现金的主要动机是满足交易性、预防性及投机性需要。企业规模越大,交易性和预防性现金流量越多。但遗憾的是,随着公司规模扩大,佑威国际的现金存量不但没有增加反而下降,这自然会导致公司交易性和预防性现金短缺。据媒体报道,公司曾多次向大陆员工集资,到公司破产时还有部分集资款未能偿还给员工。而根据

表 3

佑威国际的流动资产结构情况

单位：千港元

| 财务年度      |    | 2005 财年 | 2006 财年 | 2007 财年 | 2008 财年 |
|-----------|----|---------|---------|---------|---------|
| 现金及银行存款余额 | 金额 | 466 040 | 619 544 | 549 182 | 439 348 |
|           | 比例 | 63.47%  | 55.83%  | 40.21%  | 27.39%  |
| 存货、应收账款   | 金额 | 191 028 | 384 046 | 633 229 | 718 886 |
|           | 比例 | 26.02%  | 34.61%  | 46.36%  | 44.81%  |
| 其他项目      | 金额 | 77 203  | 106 014 | 183 387 | 445 891 |
|           | 比例 | 10.51%  | 9.55%   | 13.43%  | 27.80%  |
| 合计        |    | 100%    | 100%    | 100%    | 100%    |

资料来源：根据佑威国际年度报告整理得出。

我国法规规定，企业向员工集资属于违法违规行为。佑威国际在我国法规不允许的情况下仍然向员工集资，这说明公司资金确实紧张，现金短缺风险高。

### (二) 配股筹资计划失败。

为了缓解因店铺扩张而出现的资金短缺问题，2008年9月2日，佑威国际发布配股公告，配股方案为：①股本重组。对已发行股份每股注销0.09港元，将股票面值由0.1港元削减至0.01港元，再将每股面值0.01港元的10股股份合并为每股面值0.1港元的1股股份；②股本重组后，公司向持有经调整后股份的投资者按1:5的比例配股，每股0.12港元，总计配发1 784 682 455股至1 947 799 100股股份，拟募集资金2.14亿港元至2.34亿港元。如果仅从技术层面上看，佑威国际的配股方案将刺激公司股价上涨。但配股公告发布次日即9月3日，佑威国际的股价却急剧下跌，收盘价为0.045港元，较9月1日的收盘价0.089港元下跌49.43%，且低于配股价0.12港元。这说明资本市场并不接受佑威国际配股的筹资方案。因为据其配股公告披露，公司配股所筹资金“拟作营运资金用途，包括但不限于偿还现有银行贷款”，“增强其财务状况”，这无疑向投资者传递了公司目前资金紧张的信号，自然会引起股价大幅下跌。

雪上加霜的是，受金融危机的影响，2008年9月香港恒生指数持续下跌，佑威国际股价在配股筹资大幅下跌的基础上也继续下跌，到9月16日收盘价仅为0.01港元，次日起进入长期停牌阶段。佑威国际的股价大幅下跌引起了贷款银行的关注，贷款银行纷纷质询其财务状况，部分银行甚至停止向其提供贷款，并冻结其银行存款余额。2008年9月24日，因佑威国际“未来财务存在不确定性因素，及环球金融市场疲软”，配股包销商终止与该公司达成的配股包销协议，佑威国际配股筹资计划失败。而在此时，多家银行金融机构也向佑威国际发出了偿还债务催款通知书，由于无力偿还银行贷款，在未能与银行达成延期还款协议的情况下，2008年10月6日佑威国际被德意志银行香港分行等金融机构申请破产清算，进入破产清算程序。

## 二、佑威国际技术破产的进一步讨论

### (一) 企业技术性破产清算的征兆与特点。

1. 征兆特殊。Subhash (1980) 等人曾提出如下企业失败过程模型：企业管理差导致战略规划或实施的错误，进一步导致业绩指标的恶化，不可预测事件也可能导致企业业绩指标的恶化。财务危机“四阶段症状”分析法认为，企业财务危机一般会经历危机潜伏期、危机发作期、危机恶化期、危机实现期四个阶段（周首华等，2000）。Subhash企业失败过程模型和“四阶段症状”分析法的相类似之处在于，两者都认为企业在破产清算形成过程中会出现较多的盈利能力指标、营运能力指标、偿债能力指标恶化征兆。而企业在技术性破产清算形成过程中主要是出现现金短缺风险指标恶化征兆，其他盈利指标尚好。

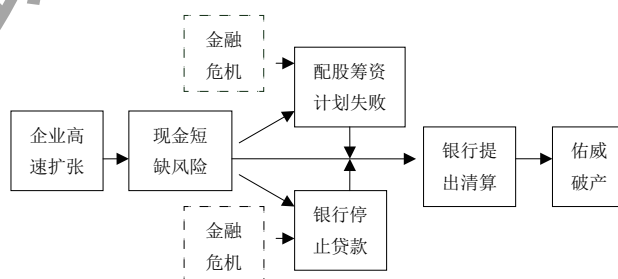


图1 企业“技术性”破产清算形成过程

2. 突然。一般来说，企业管理者和外部利益相关者往往比较关注盈利能力指标、营运能力指标，以及偿债能力指标中的资产负债率、流动比率等，容易忽略现金偿债能力指标（吴世农、卢贤义，2001；张鸣、张艳，2001）。所以，当企业在盈利指标尚好而陷入技术性破产清算时，往往给人以“突然”和“意外”的感觉。因此，从形式上看，企业技术性破产清算具有“突然性”或者“隐蔽性”特点，管理者须对此加以重视。

### (二) 防止技术性破产清算危机的对策。

首先，从图1可以看出，导致佑威国际陷入技术性破产清算困境的原因有：店铺高速扩张、金融危机、配股筹资计划失败、银行停止和催收贷款。在上述原因中店铺高速扩张似乎是根本原因。但为什么有些企业高速扩张获得了成功，而佑威国际高速扩张却陷入了资金链断裂困境？曾有媒体报道称，佑威国际为了加速店铺扩张，对大陆加盟店提供的

货物只收成本费。如果媒体报道属实的话,那么,佑威国际采用的则是一种“粗放”式扩张战略。“粗放”式扩张战略使得公司垫支了大量现金,但并没有取得相应的收入和利润,因而来源于利润的经营活动现金净流量低。事实也正是如此,2006~2007财年,公司的经营活动现金净流量均为负值,虽然2008财年经营活动现金净流入量为126 890千港元,但投资活动现金流出净额高达721 464千港元。从而导致佑威国际出现现金短缺。因此,防止企业发生技术性破产清算危机的措施之一是要权衡扩张速度与现金短缺风险。

其次,在外部经济和金融环境较好的情况下,佑威国际通过向银行、资本市场筹集资金,现金短缺风险并不会转化为破产清算危机。但在外部环境恶化后,佑威国际不能通过向银行、资本市场筹集资金以满足现金支付需要,现金短缺风险很快便转化为破产清算危机。因此,防止企业发生技术性破产清算危机的措施之二是在企业出现现金短缺时要提高对外部环境的变化敏感度,及时采取恰当措施防范外部环境恶化对企业现金偿债能力的不良影响。

《《财务与会计》理财版2010.07》

## 企业发展战略与治理 结构、融资行为的动态协调 ——以“三九蜕变”为例

企业所处生命周期不同,其发展战略、治理结构与资本结构也不同,为了保持企业可持续发展,企业的治理结构、融资行为与不同生命周期阶段的发展战略应保持动态协调,否则,就可能陷入财务与经营困境,甚至破产倒闭。本文以三九企业集团(简称三九集团)的蜕变为例,对其不同发展战略阶段进行了剖析,意在汲取经验教训、探索企业可持续发展路径,引导更多企业健康发展。

### 一、三九集团发展战略阶段介绍

#### (一)专业化快速发展阶段(1985~1992年)。

三九集团是在南方制药厂的基础上发展起来的。1985年,三九创始人赵新先和5名年轻人凭借“三九胃泰”专利技术和从广州第一军医大学取得的500万元贷款创建了南方制药厂。建厂第一年,凭借产品独特的疗效和营销策略,三九胃泰药品被迅速推向市场,当年实现销售收入1 100万元。之后,该厂继续保持快速发展的势头,1988年实现销售收入1亿元,1991年实现销售收入6.39亿元,并还清了创业初期的500万元贷款。由此南方制药厂与广州第一军医大学解除了挂靠关系,被划归解放军总后勤部管辖,并与解放军总后勤部下属深圳新兴企业集团合并成立了三九实业总公司,后来三九实业总公司被改组为三九企业集团。

#### (二)多元化超速发展阶段(1992~2004年)。

1992年后,三九集团进入了以医药为主、多元化经营的规模扩张阶段。1998年7月,三九集团以1亿元受让宜春工

程(股票代码:000403)4 828.8万股国有股,占其总股本的38.11%,成为控股股东,宜春工程更名为“三九生化”。2000年,三九集团投资16 746.37万元收购创立雅安三九药业有限公司,拥有80%的股权;投资2 505万元收购创立三九黄石制药厂,拥有100%的股权;投资12 235.659万元创建宁波药材股份公司,拥有62.587%股权;投资6 570.35万元收购创立长沙三九医药有限公司,拥有50.5%的股权;投资2 861.42万元收购衢州医药有限公司,拥有51%的股权;拟分期投资54 000万元建设三九医院;收购胶东股份(股票代码:600614)29.5%的股份,成为其控股股东,胶东股份更名为“三九发展”。在实施大规模纵向收购,做大做强医药产业的同时,三九集团还进入非医药领域,如涉足四川北丈湖风景区项目开发项目及三九健康城开发项目等。截至2003年年底,三九集团已拥有子公司400多家,其中上市公司3家,产业布局横跨医药、农业、房地产、食品、汽车、旅游等八大行业,资产总额达200亿元以上,位列中国国企50强。

然而,在三九集团迅速扩大资产规模的同时,其资产盈利水平并没有因此而提高。2002年年底,其经营利润仅为4 000万元左右,总资产收益率仅为0.19%。另外其2000年投资5亿元收购的深圳坪山镇高尔夫球场项目(即“三九健康城”),随后又追加投资6亿元,但因2004年宏观政策趋于紧缩,且该项目证件不齐,最后被责令停建,导致三九集团亏空资金11亿多元。由于三九集团非医药产业项目投入大、回报率低,甚至出现巨额亏损,投入资本难以收回,最终拖累了其医药产业的发展。2001~2004年度,最能反映其核心竞争力的三九医药(股票代码:000999)的总资产净利率分别为1.88%、2.24%、2.69%、-10.01%。2003年,由于总资产盈利能力低,现金流入不敷出,偿债能力急剧下降,三九集团最终因不能如期履行部分银行债务、担保事项而遭到21家债权银行的逼债和法律诉讼。自此,三九集团陷入财务困境而不能自拔。

#### (三)战略调整与重新定位阶段(2004年至今)。

2004年,在债权人达成的债务重组框架基础上,出资人国资委选择华润集团作为战略投资者重组三九集团。华润集团随后注册成立了新三九控股公司(重组完成后更名为“华润医药控股有限公司”),作为重组三九集团的管理平台。另外,作为重组条件,三九集团和三九正大药业有限公司(简称三九药业)将其合计持有的三九医药71.35%的股份无偿转让给新三九控股公司,三九医药最终更名为“华润三九”。

华润集团的入主,不仅解决了三九集团及其控股公司三九医药的银行债务问题,而且解决了大股东对上市公司的占款问题,消除了三九医药的财务负担,使其恢复了正常生产与运营。同时,对三九医药的资产实施了非主业剥离。2009年,华润三九相继出售了深圳市三九医药连锁股份有限公司、汉源三九黎红食品有限公司等与公司战略不一致的资产。同时,收购了安徽金蟾生化股份有限公司、三九黄石制药厂以及上海百安(南昌)制药有限公司,补充了抗肿瘤品种华蟾素注射液、华蟾素片以及15个皮肤类品种。2009年华润三九实现营业收入48.52亿元,归属于母公司所有者的净利润为7.09亿元,经营性现金流为8.55亿元,其中制药业务