

破产重整的生意与博弈:共赢之下难掩利益倾斜

证券时报记者 范璐媛

年末,A股“保壳大战”火热上演,越来越多的*ST公司正期待通过破产重整涅槃重生。

2023年11月以来,上市公司密集公告破产重整进展,*ST榕泰、*ST新联、*ST东洋等14家公司的重整计划获法院裁定受理或批准,在常态化退市机制下,上市公司破产重整开启“加速跑”。

如果说破产清算意味着“倒闭”,破产重整则意味着“重生”。自2007年《中华人民共和国企业破产法》首次引入重整机制以来,A股共有超过100家公司顺利执行了破产重整计划。通过债务调整、业务重组、资金注入等方式,一批危机边缘的上市公司得以摆脱财务困难,恢复正常运营。

破产重整实际是围绕欠债主体的利益再分配过程,为债权人、债务人、投资人、股东等各方提供了协商博弈的途径,以求实现多方共赢。实践中,由于地位和话语权的不同,不同利益群体在重整的利益再分配中,权利让渡和收益获取水平相差甚远,客观上形成一定程度的利益倾斜乃至利益冲突。如何应对利益冲突,实现利益平衡仍是重整计划施行的难点。

年内29家公司欲破产重整 热度与难度双升

注册制改革加速了A股常态化退市机制,大幅缩短了退市进程,上市公司化债和保壳需求愈发迫切。2019年起,A股申请(被申请)破产重整的公司数量迅速攀升,2021年数量首次突破20家。

2022年11月,证监会发布《推动提高上市公司质量三年行动方案(2022—2025)》,提出要“优化上市公司破产重整制度,支持符合条件且具有挽救价值的危困公司通过破产重整实现重生”。政策支持之下,越来越多的上市公司试图将破产重整作为风险出清的通道。2023年共有29家公司申请(被申请)破产重整,数量创历史新高(图1)。

申请破产重整队伍扩容的同时,重整夭折的案例也越来越多。2022年和2023年,被法院裁定受理破产重整申请的上市公司分别有10家和17家,数量较2021年有所减少。

重整失败风险的提升,主要与投资环境、监管环境、政策环境的变化有关。

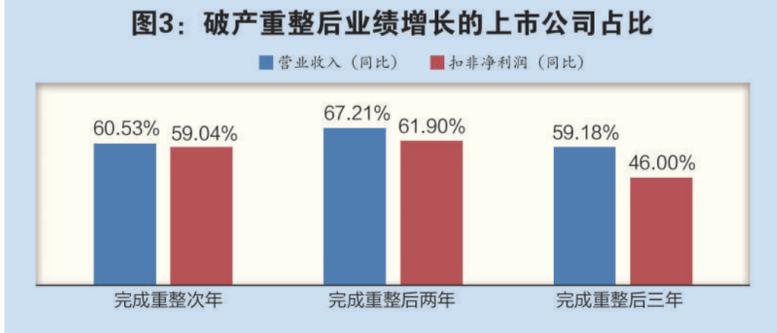
注册制实施后IPO门槛降低,上市公司壳资源价值下降,一些负债规模大,合规风险多的上市公司难以接洽到合适的投资人,最终不得不撤回申请。

A股退市进程提速是破产重整失败案例增多的另一重要原因。比如,当代退、*ST宏图等公司均是直到退市,破产重整申请仍未被法院受理;天翔退虽然在退市前火速完成了破产重整,最终还是因触及退市标准准退市命运。

从审核环境来看,近两年监管逐步完善和趋严,上市公司破产重整获批门槛随之提高。2023年12月1日,*ST泛海公告预重整失败,称临时管理人认为公司已不具备重整可能,北京市一中院决定终结泛海控股预重整。此外,2022年以来,奇信退、*ST搜特、蓝盾退、文化退等多家公司的破产申请被法院裁定不予受理,最终走向退市。

与非上市公司不同,上市公司破产重整需走司法和行政双轨程序。法院受理上市公司破产重整案件,须以省级人民政府向证监会出具支持上市公司重整的函,以及证监会出具无异议复函为前提。

“是否裁定实施破产重整,核心在于判断公司的重整价值。上市公司股东多,规模通常比



较大,有一定的特殊性。站在法院、政府和证监会层面,企业的债务结构、持续经营的能力都会被纳入考量。”中伦文德律师事务所高级合伙人陈康康告诉证券时报记者。

利益平衡下的收益“失衡” 最高相差超10倍

利益平衡是破产重整计划制定的重要原则。上市公司由于相关利益主体众多,围绕债权人、投资人、股东之间的利益博弈往往更为复杂。上市公司破产重整的清偿方案中,优先债权大多得到了全额或高比例清偿。普通债权多以现金和股票混合清偿为主。其中,资本公积转增股票后以股抵债已成为最常见的清偿方式。

这一模式的具体操作为:上市公司将资本公积按一定比例转增股份后,一部分股票用于以股抵债的方式清偿债务,一部分股票预留用于引进重整投资人,重整投资人以支付现金对价等条件受让该等股票,多数情况下转增的股份不向原股东分配。

从利益分配来看,重整投资人的入股价格越低,其持股折扣和套利空间越大;普通债权的清偿价格越高,则债权人获得的实际清偿率越低;资本公积转增股份比例越大,原股东(含中小股东)持股被稀释得越厉害,让渡的权利越多。

重整计划中这几个重要参数的确定和调整,直接影响了破产重整中主要群体的利益分配。

债权人:平均清偿率超过40%

通常,当破产重整的清偿率高于破产清算的清偿率时,债权人才认为企业有重整的价值。根据公告中评估机构的测算,2021年以来被法院裁定受理破产重整的40余家上市公司,在破产清算状态下普通债权的平均清偿率仅为13.66%,其中11家公司的清偿率尚不足5%。而根据重整计划,这些公司的普通债权经过以股抵债后,名义清偿率大多达到了100%。

不过,看似完美的100%清偿背后,由于债转股价格远远高于当下股价,债权人获得的多是“纸上富贵”。

证券时报记者以股票清偿部分测算,近三年被受理破产重整的40余家上市公司中,普通债权转股价格平均为投资协议签署日收盘价的3倍,以股价比值得出的平均清偿率为40.64%,比清算状态下高出27个百分点,却远远低于名义清偿率。

相比破产清算,破产重整大幅提升了普通债权清偿率,但单家公司的清偿率却呈现出巨大差异。约三成上市公司清偿率介于10%至30%之间,四成介于30%至50%,近三成公司清

偿率超过50%(图2)。

巨大差异之下,债转股的定价逻辑引起关注。记者注意到,目前大多数上市公司的破产重整方案都未披露以股抵债的定价标准。“现在在很多方案中债转股价格都是管理人为了实现债务100%清偿率,用普通债权金额除以可供分配的股票数倒推出来的。”一位业内人士告诉记者。

“名义清偿率和实际清偿率差异太大,其实就是损害了债权人权益。债权人对方案不满意可以投反对票,但他们也有很多顾虑,万一反对之后重整失败进入清算,自己的损失则会更大。”某资产管理公司项目经理李平(化名)表示。

“一些公司还在重整方案中引入了信托工具,实际上就是先剥离一部分不能变现的资产并设立成信托,但是这个信托收益也是名义上的,很可能大部分都无法回收。”李平补充道。

投资人:入股成本平均4折

与债权人面对的高转股价相比,重整投资人获得股票的价格要便宜得多。

重整投资人包括产业投资人和财务投资人,目前多数上市公司重整投资人为产业投资人和财务投资人组成的联合体。2022年3月,沪深交易所发布了关于破产重整等事项的上市公司自律监管指引,规定重整投资人投资后成为控股股东、实际控制人的,股份锁定期为36个月,其他重整投资人股份锁定期为12个月。

证券时报记者统计,2022年以来被法院裁定受理破产重整的上市公司中,近四成公司产业投资人入股的价格不超过1元/股。入股价与投资协议签署日收盘价的平均折扣率为40.45%,即产业投资人平均可以不到4折的价格买入股票,有的产业投资人甚至仅为2折(表1)。财务投资人受让股票的价格略高,相比于重整受理日收盘价的平均折扣率为49.66%。

以现金对价获取上市公司股票,只是投资人支付的一部分成本,在一些重整方案中,投资人还需承诺帮助债务人代偿部分债务,解决大股东资金占用等历史问题。不过,由于投资人参股折扣较高,大多情况下,即使扣除其他成本,仍能维持较大的获利空间,这使得参与上市公司破产重整成为一门不错的投资“生意”。

“对我们财务投资人来说,参与上市公司破产重整拿到股票的价格一般都比较低,股份锁定一年之后卖掉基本都能有不错的收益,所以现在很多公司都想参与这个事儿来赚钱。”李平坦言。

中小股东: 股份平均稀释近60%

作为上市公司破产重整的另一重要参与主体,中小股东在重整过程中始终缺少话语权。在大多数重整方案中,上市公司资本公积转增的股份并不会向原股东分配。陈康康认为,这一操作对于中小股东而言相当于变相的被动减持,当前破产重整中对于中小股东的保护力度依然偏弱。

证券时报记者统计,2021年以来被法院裁定破产重整的上市公司中,资本公积转增股本比例为均值为每10股转增14.38股。换句话说,中小股东的股权平均稀释比例接近60%。

转增比例过大使每股净利润和每股净资产大幅减少,在“1元退市”指标的压力下,这也增加了公司未来的保壳难度。

从持股收益对比可以更直观呈现出破产重整各方的利益格局。以最新收盘价计算,2021年和2022年完成破产重整的上市公司中,产业投资人平均收益241.77%,财务投资人平均收益

163.82%,债权人平均亏损60.39%,中小股东平均亏损1.47%。

例如,某上市公司普通债权以股抵债价格为34.73元/股,以最新收盘价6.02元计,债权人股份浮亏82.67%。与债权人高额浮亏对应,产业投资人受让股票价格测算约为1.1元/股,最新投资收益达到447%,相差巨大。

六成公司重整后业绩上涨 资产质量是关键

通过破产重整化解债务危机,引入新的投资人后,上市公司暂时完成“保壳”目标,然而“保壳”只是开始,如何提升经营能力,提质增效,做优做强,是上市公司重整完成后面临的最重要课题。

从业绩变动情况来看,2007年以来所有完成破产重整的上市公司中,重整完成次年营业收入和扣非净利润同比增长的公司分别占比60%左右;重整完成后两年,67.21%的公司营业收入同比增长,61.9%的公司净利润同比增长;重整完成三年后,59.18%的公司营业收入同比增长,46%的公司扣非净利润同比增长(图3)。

从中长期股价变动来看,53.68%的公司在执行重整一年后股价上涨,11.58%的公司股价翻倍。重整完成满三年的公司中,三年后股价上涨的公司占比60.66%,近1/3的公司股价翻倍。大多数上市公司在完成重整后迎来了业绩和股价的双重好转。整体而言,破产重整帮助危机中的上市公司实现了风险出清和资产盘活。

“判断破产重整后会不会带来业绩的大幅好转,重点要看重组方案能不能拿出好的资产和资源。”上海交通大学上海高级金融学院教授陈欣表示,“比如川化股份,虽然原本的化工资产不太好,但投资人四川能投集团承诺了注入风电、锂电等优质新能源资产,带来了较好的盈利预期。再比如盐湖股份,公司原本就有钾肥、锂矿等盈利资产,通过重整将原本优质资产盘活后,公司投资价值得以大幅提升。”

警惕破产重整 成为利益输送工具

破产重整作为帮助企业摆脱困境、焕发新生的工具,具有削债、引资等重要功能,但其中也存在重整被滥用以谋私利的风险,主要包括但不限于以下几方面。

其一,大股东可能利用破产重整恶意逃废债。今年以来,*ST三圣、*ST凯撒、*ST弘高、*ST金一、*ST洲际和*ST商城的重整投资人全部为财务投资人,并不谋求公司的控制权。

其二,投资人的实力偏弱,投资因不纯可能增加上市公司持续经营风险。投资人实力是市场判断上市公司重整价值的重要标准。在过往重整案例中,重整完成之后投资人不履行重整承诺,侵犯公司和中小股东利益的情形时有发生。

例如,破产重整后一地鸡毛并最终走向退市的*ST庞大,2019年引入重整投资人深商集团、元维资产和国民运力,而三家投资人均缺乏产业背景。随后,*ST庞大在执行重整计划时漏洞百出,投资人做出的业绩承诺落空,新晋大股东还涉嫌通过关联方“掏空”庞大集团资金,性质恶劣,证监会已于今年对公司立案调查。

其三,上市公司历史包袱未妥善处理,留下隐患。申请破产重整的上市公司多数伴随着资金占用、违规担保,甚至财务造假等历史问题,公司大股东为了推动重整程序,可能会对公司的真实情况做部分隐瞒,如果投资人尽调不充分,则可能造成重大投资决策失误和资源的浪费。

2022年年底完成破产重整的*ST博天,引入了包括深圳市高新投集团、深圳市招商平安资产管理有限责任公司在内的实力雄厚的国资背景投资人。然而在重整完成4个月后,公司便被证监会立案。2023年12月8日,*ST博天收到《行政处罚及市场禁入事先告知书》,因涉嫌2017至2021年连续五年财务造假,公司面临被强制退市风险。一旦退市,投资人将面临巨大损失。

虽然偶有“不和谐”的音符出现,但从整体效果来看,上市公司破产重整制度在过去十余年的实践探索中,一路朝着市场化、规范化的方向良性发展,帮助一批危机边缘的上市公司化解了风险,实现了价值重构和多方共赢。效率不断提高的同时,未来重整方案中也应尽可能兼顾多方利益,强化公平,同时真正做到借力新投资人优化公司经营治理,避免“穿新鞋,走老路”,帮助公司实现业绩和股价的长线增长。

表1: 近两年受理破产重整的上市公司转增股份分配价格

简称(重整时)	投资协议签署日收盘价(元/股)	重整投资人				普通债权人		
		产业投资人受让价(元/股)	财务投资人受让价(元/股)	产投受让价/收盘价(%)	财投受让价/收盘价(%)	债转股价格	转股价/收盘价(%)	债权人转股价/产业投资人受让价
*ST东洋	2.97	1.23	1.46	41.41	49.16	12.00	404.04	9.76
*ST榕泰	3.80	1.30	1.65	34.21	43.42	12.65	332.89	9.73
*ST豆神	3.00	0.80	1.50	26.67	50.00	6.00	200.00	7.50
*ST新联	1.71	1.08	1.20	63.16	70.18	8.42	492.40	7.80
*ST全筑	3.19	0.65	1.28、1.45	20.38	40.20、45.45	6.00	188.09	9.23
*ST商城	10.74	--	5.60	--	52.14	12.50	116.39	2.23
*ST凯撒	4.23	1.32	2.41	31.21	56.97	13.00	307.33	9.85
*ST洲际	2.78	--	1.20	--	43.17	8.00	287.77	6.67
*ST广田	2.49	1.00	1.20	40.16	48.19	10.50	421.69	10.50
*ST正邦	2.61	1.10	1.60	42.15	61.30	11.50	440.61	10.45
*ST金一	3.66	--	2.10	--	57.38	9.29	253.83	4.42
*ST西钢	3.21	1.29	1.70	40.19	52.96	7.99	248.91	6.19
*ST京蓝	1.95	0.75	0.80	38.46	41.03	10.92	560.00	14.56
*ST明诚	3.03	0.98	0.98	32.34	32.34	10.84	357.76	11.06
ST瑞德	2.55	0.80	1.26	31.37	49.41	现金清偿	--	--
*ST博天	5.12	--	3.00、3.07	--	58.59、59.96	17.96	350.78	5.99
*ST中安	3.12	1.50	1.50	48.08	48.08	4.30	137.82	2.87
*ST雪莱	2.36	1.20	1.20	50.85	50.85	4.76	364.49	3.97
*ST天马	2.45	--	1.00	--	40.82	8.93	351.90	8.93
*ST尤夫	7.90	2.71	2.80	34.30	35.44	27.80	183.21	10.26
*ST安控	2.62	1.62	1.27、2.79	61.83	48.47、106.49	4.80	149.57	2.96
*ST方科	2.34	1.54	--	65.81	--	3.50	255.94	2.27
*ST海核	5.47	2.14	3.30	39.12	60.33	14.00	265.78	6.54
*ST星星	3.01	0.75、1.20	1.50	24.92、39.87	49.83	8.00	299.06	10.67、6.67
平均	--	1.25	1.80	40.45	49.66	10.16	--	7.58

注:没有产业投资人的,以财务投资人受让价计算

本版制表:范璐媛