

玩转破产重整“魔方”：重整投资人的“类定增” 地方招商引资的“新工具”

证券时报记者 王小伟

继7月股价大涨151%之后,8月以来,进入预重整程序的*ST景峰再度涨超80%。破产重整,这个困境上市公司求生的“老工具”再度进入市场“风暴眼”。

上市公司破产重整正沿着常态化和市场化双路并进。根据证券时报记者初步梳理,年初至今,有约30家A股公司披露了自身、子公司、债务人等相关方(被)申请破产重整或预重整程序,数量已超2023年全年规模。

逐渐变大的市场为多方参与者搭建起全新舞台,一些新玩法正在顺势产生。例如,有些投资人将重整视为“类定增”,在再融资收紧背景下,成为博取超额收益的“选秀池”;有些地方政府则将其看作新一轮招商引资,寄望于在存量中寻得增量。这些新玩法既随着市场环境的变化而生,也随着新“国九条”的落地而变。

各方玩转破产重整“魔方”的过程中,一些难点、堵点待解。有被访者举例说,包括资本公积金转股中绕开行政规定、转股定价等问题,有待进一步细化规范。同时,简单立足于股东更替或者化债的目标,并不能满足提高上市公司质量的要求;如何转向实质性恢复持续经营能力,系统性提高公司质量,是考验各参与方智慧的重要课题。

把重整做成“类定增”

“我们是把这个重整项目作为类定增项目来做的,虽然资本市场当下估值偏低,但我们投委会初步判断认为,(这次重整投资)依然更为划算。”一家正准备参与某A股公司招募和遴选庭外重组投资人的机构对证券时报记者表示。

据悉,这家机构正在商谈联合体报名,同步筹措相关保证金,等待与相关方签署保密协议。未来,还会启动对标的公司的尽职调查工作,并确定最终重整投资方案。

此前,该机构曾作为资方,筹划参与某上市公司的定增项目,但是部分项目募投质量判断存在分歧,加上近年来再融资收紧,索性尝试与第三方合作参与破产重整项目。“柳暗花明又一村。”该人士形容说。

从整个投资生态来看,参与重整投资比较小众,但相较于“一级半”的定增市场,往往更能获得超额收益。有媒体曾做过统计,2021年及2022年完成重整的20多家上市公司案例中,截至2023年初,重整投资人平均收益率超过100%。

“类定增”式重整新玩法,有望衍生出新的资本退出方式。北京某家较为知名的创投机构,投资了一家拟IPO的新材料公司。今年这家公司放弃了IPO,开始筹划新路径:其一,被同产业链上市公司并购;其二,尝试以产业投资人的身份参与到同产业链上市公司的破产重整中。如此,投资机构可以以持有的股权换为上市公司的股权,进而获得流动性。

整体来看,这种“类定增”玩法的投资收益率近年来有所收窄。无论从近年A股公司宣布破产重整后股价的短期涨幅来看,还是从相关标的重整后整体估值波动来看,都得到印证。尤其是天翔环境、德奥通航等公司重整后退市,海航控股等公司重整成功后股价仍逼近“1元红线”,都对这种玩法的有效性提出了考验。

在北京星来律师事务所合伙人杜佳虹看来,投资回报率和投资意愿必然会跟随市场和政策变化而变化。“新‘国九条’后,‘盲投’不再适配,有些标的重整后也面临退市,有些公司主营迟迟难以起色,这些都会增加投资风险。”

某地方AMC(资产管理公司)人士杨勇(化名)对记者表示,“在特殊资产和不良资产处理这一领域中,上市公司破产重整一直在投资回报率方面更具优势。但现在,却要做更精准的重整价值识别。尤其是财务投资人,也需要站在产业投资人的角度去分析上市公司重整完成后是否具有盈利能力,是否能达到重整目标,以及上市公司在恢复持续经营能力后,股票价格能否达到资本公积金转股时规定的转股价格等。”

部分机构把破产重整做成“类定增”的同时,也有机构逃离“围城”。北京基金小镇某私募基金管理人就对记者透



露,因为风险增加,正在淡出重整类业务,转型其他类型的投资。

但这并没有妨碍A股市场破产重整持续升温。据记者不完全统计,今年以来20多家A股公司主动向法院申请或者被债权人申请重整及预重整,涉及到子公司、产业链公司的案例则更多。仅8月以来,就有*ST步高、ST迪马、赫美集团等10来家公司公告了涉及重整的相关事项。

“这一方面折射出配套制度的成熟;另一方面与部分公司避免面值退市意愿有关。”光大银行金融市场部宏观研究员周茂华说,当前经济周期下,重整是提升资源配置效率、促进市场出清的重要手段,加之常态化退市趋势加强,破产重整案例增多仍是未来趋势。

不过,业内对于法院受理数量保持谨慎。杜佳虹认为,新“国九条”出台之后,对上市公司破产重整申请的审批条件更为严格,更加强调“具有重整价值”,与此前“保壳式重整”有了根本变化。在她看来,今年和未来数年内,受理案例数量将整体保持平稳趋势。

活跃的投资人

除了传统的AMC、私募基金以外,近年来参与上市公司重整的财务投资人趋向多元化,国企、地方民企,以及一些自然人,都成为重要参与方。*ST步高等案例中,重整引入的财务投资人数量超过10家。主流声音认为,这有利于分散重整风险。

破产重整常态化潮流下,有两类投资人空前活跃。他们大多具有产业背景和能力,以产业投资人身份出现;也有的案例以财务投资人身份穿梭其间,以期用资金实力和专业能力赋能重整标的。

一类是上市公司本身参与重整投资明显升温。

8月9日,双环科技公告,将参与久大(应城)盐矿等3家公司的破产重整投资人公开招募,以期拓展产品种类、扩大产业布局。

近年来,浙文互联投资豆神教育破产重整、联创股份联合体拟参与投资新华联破产重整等案例迭出。放在整个资本市场生态考量,成为与“A吃A”(A股公司并购另一家A股公司)并行的“A投A”热潮。

另一类是地方国资成为越来越显性的投资方。

近些年启动或完成重整的*ST华联、*ST金科、宏大股份等案例中,都有地方国资的身影,部分国资还会在重整计划顺利执行后晋位控股股东。主流观点认为,这与肇始于2018年前后的国资纾困大潮同向而行。

杨勇认为,背后考量因素同样有投资回报率的牵引。“对于地方国资而言,通过破产重整拿下上市公司控制权,成本更低、收益更大。除了增加当地上市公司数量、推进产业协同以外,对破产重整项目的投资,也是一种收益更高的

定增。两者均是低价入股,而重整投资人入股价的折扣空间往往更大。”

北京国咨律师事务所首席专家曹保印认为,两类投资人的活跃,是多方力量博弈和再平衡的结果。“以地方国资为例,一方面这些主体有钱、敢投;另一方面,重整企业也愿意与国资合作,以便在招投标等业务推进中获得某种优势和信用背书;此外,法院和地方政府也都愿意国资介入,这会降低重整难度,提高重整效率。”

曹保印提醒,在这个过程中,应该避免出现国资“吃”民营行为,也应该警惕民企挂靠等“异化”的情况发生。

招商引资“新工具”

杨勇在投资过程中接触到不少地方政府人士。他介绍,对于有价值的公司,政府部门愿意分拨更多资源介入重整流程,比如可能会带着公司去和证券和金融监管部门沟通,还可能成立“专班”推动重整。“这在南方和部分中西部地区表现尤为明显。有些公司可能与‘触发退市’赛跑,当地政府出面可以大幅提高重整效率与节奏。”

湖北省内媒体曾推出一组系列报道,囊括了包括华昌达等在内的多家上市公司破产重整、涅槃重生的故事。报道刊出后,“破产也是生产力”的观点在不良资产圈风靡一时。

华昌达曾是十堰市老牌汽车工业名片,打破了当地上市公司“零纪录”,后来因为债务纠纷和资金侵占等问题出现债务和信誉危机。后来通过预重整方式,32天时间化解近20亿元债务纠纷,完成与“退市死神”赛跑。近几年,华昌达恢复了数千万元到亿元之间的盈利水平,被视为地方政府把破产重整当作新一轮招商引资来做的典范。

近年来,曹保印与多地政府招商部门打交道,同时与所在地民营企业多有交集。他认为,各地不应该再走传统的全国各地到处跑、到处许诺的招商引资模式,而应该借助破产重整的通道,实现新一轮招商引资。

“地方一定要重视陷入困境的企业价值,可以帮助这些企业通过破产重整获得新生。一个企业没有死去,反而活得更久,对于地方政府来讲,不就可以带动就业和经济了吗?同时,很多战略性新兴产业愿意投入这些重整标的,尤其是核心品牌、核心资产、核心市场、核心技术,这不就是新一轮的招商引资吗?”曹保印表示。

并非所有地方都有意愿或有能力这样做。上市公司破产重整程序复杂,往往被视为特殊资产领域最复杂的项目,部分项目背后暗藏违规担保或资金占用等潜在风险。与引进产业龙头相比,有些地方政府要把破产重整做成招商引资,往往代价更高,风险更大。

杨勇对记者举例说,上市公司破产重整往往要通过证监会审批和法院裁决,其间地方政府需要做的沟通工作很多。相较于中西部省市,东部沿海发达

省市往往并不缺壳资源,支持重整意愿可能会打折扣。

被访者对这种政府招商新模式的态度有所分化。曹保印是支持者代表。“我建议,很多地方可以回过头看一看,之前被招商引资过来的企业过得好不好。如果一些企业濒临破产边缘,应该想怎样帮助他们重整再生。如果真能这样,很多的民营企业是愿意来投资的。如果是链主企业,同样可以带动整个产业链发展。”

杜佳虹则相对谨慎,她认为,地方政府不能盲目对重整投资作出承诺。“保护营商环境应该在自身职权范围之内,应该秉承公平良性的竞争精神,平等看待所有主体,尊重市场竞争。”

新“国九条”改变重整生态

虽然上市公司破产重整者众,但进展不尽相同。

梳理今年A股相关案例,破产重整最具实质性效果的当属湖南的*ST步高;而包括*ST东园等在内的多家公司,虽然早已被申请重整,但投资人招募和资金到位等进展缓慢。

在这轮重整大潮中,鱼龙混杂一直是市场担心的问题。比如,某上市公司日前因一笔约350万元的债务被债权人申请重整,交易所就关注到该公司近年来未披露过发生重大债务违约和未能清偿到期重大债务的情况,且公司货币资金余额超6亿元,因此对其不能清偿到期债务的真实性提出拷问。

即便破产重整推进顺利,造血功能的恢复也并不容易,西宁特钢、沈阳机床等公司最新财报净利润均为负值。这使寄望于“类定增”博取超额收益的玩法,面临不少挑战。

例如,部分公司存在资金占用,这不仅会导致非标审计意见,而且可能触发强制退市。“一旦上市公司资金被违规占用十几亿元,重整投资人很难去负担这些成本,破产重整就很难持续下去。要么重整延期,要么投资人中途退出。”杨勇说。

在他看来,“类定增”模式应该避免投机。“保壳式重整往往会导致重整质量不高,进而埋下后患。此前,‘德隆系’某家公司重整后被交易所退市,重整投资人要求退回重整投资款,最终付诸东流。近些年,产业逻辑成为主导,但依然需要警惕惯性延续的保壳做法。”

“类定增”高度依赖权益调整,几乎贯穿了引入投资人、向债权人偿债、解决非经营性资金占用等诸多环节的“法门”。权益调整多数又是通过“资本公积金转增股本”的差异化分配实现,统一标准与规范的缺位,也被业内所关注。

杜佳虹举例说,资本公积金转股往往能够绕开非公开发行有关规定,转股中的定价问题,是否除权、是否可能侵害中小股东利益等课题,都需要进一步细化、规范。

“重整依然是公司自救的重要方式。”在曹保印看来,上市公司明智的做法应该是主动申请破产程序,这样可以从容梳理自己的债务和现金流情况。同时,还可以停止法院执行、停止银行计息,有的地方还会把失信、限高暂时解除,这样反而可以形成对公司的保护。

曹保印这一论断的背景在于,A股破产重整案例申请方一般是债权人,上市公司主动申请者罕见。

杨勇认为,这一现象背后原因之一是企业主申请存在多重担忧。“公司有很多债权人和投资人,倘若主动申请破产重整,担心会带来连锁效应和挤兑效应。此外,地方政府也不愿意让公司申请进入破产程序,认为即便法院立案也有无限期延期等风险。”

周茂华表示,仅仅债务重组是不够的,应该是包括债务重组、资产重组、相关股东权益调整、经营业务改善等在内的全方位重整。“完成破产重整只是活下去的第一步,各类风险是否出清、产业投资人管理水平高低、新注入资产的盈利能力强弱等,都是决定公司后续能否活得好的重要因素。”

“新‘国九条’发布后,监管明确,对于不具有重整价值的公司,要坚决出清。这正在改变整个破产重整生态。”杜佳虹认为,重整制度原本是促进经济发展的好制度,在实践中不应该仅是资本的套利,更应该指向恢复和发展上市公司主业,对中小投资者负责,对员工和背后千千万万的家庭负责。“所有参与者,都更需要关注上市公司运营本身。”

重组、回购、增持等多重利好提振 ST股股价全部高于1元

证券时报记者 毛军

8月27日,A股低开小幅震荡调整,深证成指盘中一度跌破8100点,创半年多来新低,创业板指、科创50等重指数也均创阶段性新低。两市超4000只个股下跌,成交5140亿元。

盘面上,石油、煤炭、装配式建筑、ST等板块逆势活跃,消费电子、人形机器人、房地产、汽车电子等板块跌幅居前。

热点方面,ST股周二逆势反弹,ST聆达20%涨停,ST金鸿、ST旭蓝、ST美谷、*ST九等有逾30股涨停或涨超5%。其中,*ST景峰近40个交易日36次涨停,股价累计暴涨425%,连创年内新高;*ST富润25个交易日19次涨停,累计上涨逾121%;*ST同洲也8个交易日7次涨停,ST加加连续5次涨停。

由于连续大幅反弹,截至27日收盘,A股在交易的ST股全部回到1元面值以上。目前股价最低的*ST金科报收1.13元,2元以下ST股有46只。

ST股近来连续走强最大原因可能是超跌反弹,即使大幅反弹后,在交易的A股中,今年以来跌幅前10只个股中有8只为ST股,其中ST百利暴跌80.65%居跌幅榜首位,*ST人乐、*ST龙津、ST元成年内也均跌超80%紧随其后。

整体来看,ST板块指数年内下跌36.17%,在交易的121只ST股下跌中位数约为45%,均远远超出其他行业板块指数的下跌幅度。

而经过大幅下挫后,ST股的市值大幅缩水,总市值中位数仅约15亿元,而且大量筹码都被套在高位,盘面更轻,这也使得只要少量资金就能令其连续反弹。

此外,为避免股价低于面值退

市,ST公司纷纷推出回购、增持、重组等利好救市。如近期暴涨的*ST景峰,周二晚间公告,截至2024年8月15日,共有4家投资人(联合体按1家计算)提交报名材料。截至2024年8月25日,共有1家投资人(联合体按1家计算)缴纳尽调保证金。

经临时管理人与意向投资人商业谈判,最终确定以石药控股作为牵头投资人的联合体为中选重整投资人。后续,公司将根据预重整工作进展及时履行信息披露义务。

ST新潮上周末也公告,公司第四大股东北京汇能海投拟以3.1元股的价格,要约收购公司46%的股份(股份数量为31.28亿股)。要约收购价格较上周五收盘价1.84元溢价68.48%。本周ST新潮连续2日一字涨停。

汇能海投表示,是基于汇能集团发展战略以及对上市公司价值及其未来发展前景的认同,收购人拟通过本次要约收购进一步提升对上市公司的持股比例,增强上市公司股权结构稳定性,取得上市公司控制权。

*ST导航、ST智知、ST易事特、ST瑞德等近期则公布回购相关事项。

展望后市,招商证券表示,A股估值回到历史低位,内部重要机构投资者通过ETF持续托底A股,提高A股内在稳定性。外部环境当前发生重大变化,全球经济走向降息周期,A股外部流动性环境已经开始改善。市场企稳的概率进一步提升,A股配置思路也有望迎来转折,消费、科技、医药可以开始关注。

大同证券则认为,A股或将仍然以震荡市为主,四季度或将较为明显的上行趋势。在配置上,依然坚持红利打底、关注质量的策略。