

深市公司破产重整效果评估及监管建议

林雨晨 苏林璐

(深圳证券交易所上市公司管理一部, 广东 深圳 518038)

摘要: 以2014年至2021年三季度深市进入破产重整的上市公司为研究样本, 本文对公司特征、方案内容、进程效果及部分典型案例进行了全景式分析。研究发现, 破产重整制度日趋成熟和完善, 在资本市场得到了广泛运用, 其中以陷入财务困境的上市公司为主, 且民营企业比例逐渐增多; 重整方案通常伴随着资产置出、权益调整和重整投资人的引入, 重整完成通常能够显著改善重整公司的经营状况和盈利能力, 同时也可能导致实控人变更。进一步分析显示, 上市公司破产重整过程中存在司法套利、信息披露和风险化解等亟待解决的问题。

关键词: 上市公司; 破产重整; 财务危机; 证券监管

Abstract: Based on the listed companies which have implemented bankruptcy reorganization in Shenzhen Stock Exchange from 2014 to Q3 2021, this article conducts a panoramic analysis of the company's characteristics, the content of the reorganization plan, the process and effects of reorganization and certain classic cases. The research found that the bankruptcy reorganization rules have become more mature and been widely used in the capital market, which are mainly applied to the listed companies in financial distress, and the proportion of private enterprises is gradually increasing. In addition, the reorganization plan is usually accompanied by asset placement, equity adjustment, and the introduction of reorganization investors. The completion of reorganization can significantly improve the operating conditions and profitability of the reorganized company, and also lead to changes in actual controllers. Further analysis shows that there are problems needed to be solved urgently, such as judicial arbitrage, information disclosure, and risk mitigation in the process of bankruptcy and reorganization of listed companies.

Key words: listed companies, bankruptcy reorganization, financial distress, securities supervision

作者简介: 林雨晨(通讯作者), 管理学博士(后), 任职于深圳证券交易所上市公司管理一部。苏林璐, 女, 任职于深圳证券交易所上市公司管理一部。

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A

近年来, 上市公司破产重整案例快速增长, 并呈现多元化、复杂化趋势, 成为继并购重组之外资本市场中又一个对上市公司资产进行盘活出清、对资源进行优化配置的重要手段。与此同时, 上市公司破产重整所涉及的方案设计和执行过程中的新现象新问题, 给当前的信息披露、内幕信息管理、投资者保护等监管实践带来了诸多挑战。本文梳理了近年来深市上市公司破产重整案例的特征与趋势, 以实证和案例法等方法分析相关的方案设计和实施效果, 并结合实践经验, 提出相关监

管建议。

一、深市上市公司破产重整情况概况

破产重整概念是由传统的破产清算衍生而来, 即对进入破产阶段、但仍具备重生可能性的市场主体采取资产置换、增资和引入投资人等挽救措施, 从而避免因破产清算导致的生产要素流失、生产能力消灭的情形, 使陷入困境而有重整价值的企业获得新生, 促进经济结构调整(李曙光和郑志斌, 2019)^[1], 是市场经济下优胜劣

汰、优化资源配置的一种有效方式(何旭强和周业安, 2006)^[2]。2007年, 我国《破产法》正式引入重整制度, 并以专章的形式进行了规定; 2007年6月14日, 深市上市公司S*ST兰宝的破产重整申请被法院受理, 成为了新《破产法》实施后首例上市公司破产重整案件。

本文梳理了2014年至2021年9月30日深市进入破产重整状态的上市公司情况, 数据来自WIND数据库, 总样本量为44家, 详见表1。其中, 重整完毕的18家, 处于被法院裁定批准重整计划阶段的2家, 处于被法院受理重整申请阶段的5家, 处于被申请重整阶段的14家(其中11家同时处于预重整阶段), 处于预重整阶段的5家。另外, 由于天广中茂、*ST天宝2家公司在处于被申请重整状态时终止上市, 本文不再涉及。

总体而言, 深市破产重整案件近年明显增多, 重整方式逐渐多样化, 尚未有重整方案未通过的情况。从年度分布看, 深市上市公司2014—2018年重整案件数量较少, 合计仅有6家上市公司的重整计划被法院裁定批准, 2019、2020年深市分别有3家、10家上市公司的重整计划被法院裁定批准, 数量相比之前年度大幅上升。

二、深市上市公司破产重整全景分析

(一)破产重整公司特征

1.陷入财务困境

按照《破产法》的相关规定, 资不抵债和明显缺乏清偿能力是上市公司进入破产重整的重要前提和标志。从个体案例看, 重整公司的财务困境具体可分为两类情形: 一是连续亏损、持续经营能力存疑。如*ST盐湖2017、2018年连续两年净利润为负, 于2019年4月30日被

表1 2014年以来深市进入破产重整状态上市公司基本情况

公司代码	公司简称	重整申请时间	重整受理时间	重整计划批准时间	重整计划执行完毕时间	重整状态
002506	*ST超日	2014.4.3	2014.6.26	2014.10.28	2014.12.26	重整完毕
002015	*ST霞客	2014.9.24	2014.11.19	2015.4.16	2015.11.2	重整完毕
000033	*ST新都	2015.7.24	2015.9.15	2015.12.16	2015.12.29	重整完毕
000155	*ST川化	2016.2.15	2016.3.24	2016.9.29	2016.12.28	重整完毕
002608	*ST舜船	2015.12.22	2016.2.5	2016.10.24	2016.12.31	重整完毕
000912	*ST天化	2017.6.5	2017.12.13	2018.6.29	2018.12.28	重整完毕
000982	*ST中绒	2018.11.15	2019.7.9	2019.11.13	2019.12.26	重整完毕
000410	*ST沈机	2019.7.12	2019.8.16	2019.11.16	2019.12.31	重整完毕
000792	*ST盐湖	2019.8.15	2019.9.30	2020.1.20	2020.4.20	重整完毕
300116	坚瑞沃能	2018.12.12	2019.9.30	2019.12.27	2020.4.29	重整完毕
002260	*ST德奥	2019.7.22	2020.4.22	2020.5.28	2020.6.28	重整完毕
002354	*ST天娱	2020.4.26	2020.7.31	2020.11.6	2020.12.9	重整完毕
000595	*ST宝实	2020.3.20	2020.7.21	2020.11.13	2020.12.25	重整完毕
300008	天海防务	2019.3.21	2020.2.14	2020.9.9	2020.12.31	重整完毕
002501	*ST利源	2019.9.6	2020.11.5	2020.12.11	2020.12.31	重整完毕
002716	*ST金贵	2019.12.18	2020.11.5	2020.12.16	2020.12.31	重整完毕
002445	*ST中南	2020.5.25	2020.11.24	2020.12.25	2021.3.25	重整完毕
300362	天翔环境	2018.12.26	2020.12.14	2021.4.16	2021.7.6	重整完毕
000981	*ST银亿	2019.10.8	2020.6.23	2020.12.15	-	法院裁定批准方案
002210	*ST飞马	2019.9.3	2020.9.16	2020.12.18	-	法院裁定批准方案
000564	*ST大集	2021.1.29	2021.2.10	-	-	法院受理重整申请
002323	*ST雅博	2020.6.16	2021.4.25	-	-	法院受理重整申请
000980	*ST众泰	2020.10.10	2021.6.9	-	-	法院受理重整申请
002219	*ST恒康	2020.8.24	2021.7.8	-	-	法院受理重整申请
000523	*ST浪奇	2021.6.3	2021.9.29	-	-	法院受理重整申请
000687	*ST华讯	2020.3.26	-	-	-	申请(被申请)重整
002766	*ST索菱	2020.8.21	-	-	-	申请(被申请)重整
002072	*ST凯瑞	2020.12.11	-	-	-	申请(被申请)重整
002356	*ST赫美	2020.12.21	-	-	-	申请(被申请)重整
300178	*ST腾邦	2021.4.13	-	-	-	申请(被申请)重整
000835	*ST长动	2021.4.14	-	-	-	申请(被申请)重整
002684	*ST猛狮	2021.5.7	-	-	-	申请(被申请)重整
002321	*ST华英	2021.5.12	-	-	-	申请(被申请)重整
300370	ST安控	2021.5.31	-	-	-	申请(被申请)重整
300278	*ST华昌	2021.6.4	-	-	-	申请(被申请)重整
002175	*ST东网	2021.6.25	-	-	-	申请(被申请)重整
002740	爱迪尔	2021.7.8	-	-	-	申请(被申请)重整
300256	*ST星星	2021.8.17	-	-	-	申请(被申请)重整
300064	*ST金刚	2021.9.18	-	-	-	申请(被申请)重整
300071	*ST嘉信	-	-	-	-	预重整
300325	*ST德威	-	-	-	-	预重整
002427	ST尤夫	-	-	-	-	预重整
002464	*ST众应	-	-	-	-	预重整
002147	*ST新光	-	-	-	-	预重整

实施退市风险警示，并于当年9月30日被法院裁定受理破产重整申请。又如*ST沈机，2012—2018年连续七年扣非净利润为负，于2019年8月15日被法院裁定受理破产重整申请。二是资金链断裂、被债权人诉讼。如*ST超日，债权人在其公司债二期债息违约后向法院申请对公司进行破产重整。又如*ST震客，公司资金周转紧张，发生银行贷款逾期，被多家银行以借款合同纠纷为由起诉，债权人以公司资不抵债和明显缺乏清偿能力为由向法院申请对公司进行重整。

2. 被实施退市风险警示

陷入财务困境、进而进入破产重整的上市公司，通常亦达到了《股票上市规则》中退市风险警示的相关标准。2014年以来被法院批准重整计划的20家深市上市公司中，16家上市公司在进入重整程序时已被实施退市风险警示，其中*ST新都、*ST德奥公司股票已暂停上市；4家公司在进入重整程序时未被实施风险警示，其中坚瑞沃能、天海防务进入重整程序时创业板尚无风险警示制度，沈阳机床、泸天化于法院裁定受理重整申请后被实施退市风险警示。

3. 民营上市公司比例增多

从产权角度看，早年深市破产重整的公司以国有企业居多，如*ST舜船、*ST川化、*ST天化，且地方国资通常深度参与，有较高的行政推动色彩(王欣新，2008)^[3]；2020年以来的破产重整案例，除*ST华英、*ST浪奇和*ST星星之外，其他均为民营企业，占比达90%左右。上述特征也反映出基于市场化导向而出炉的破产重整方案成为了当前主流。

(二) 破产重整方案内容

上市公司破产重整以重整计划为核心环节(申林平，2020)^[4]，破产重整计划的方案设计关乎包括上市公司及其债权人、股东、职工在内的所有利益相关者的权益再分配问题。其中，除债权清偿之外，对于上市公司破产重整而言，资产处置、权益调整、引入投资人等要素同样值得关注。

1. 资产处置以部分置出资产为主

与破产清算不同的是，破产重整是在市场经济条件下对相关主体的救治制度，通常不会将经营性资产尽数置出，而是通过最大程度保全或置入优质资产，实现重

整企业的重生。因此，处置部分经营性资产是最常见的资产处置方式，如*ST震客、*ST天化、*ST盐湖等，其中*ST盐湖在破产重整中将大额亏损并拖累上市公司业绩的镁业等资产剥离，保留了原有的持续产生利润的钾肥和锂业资产。此外，还有少数重整案例的资产处置方式为全部置出或少量置出，前者如*ST舜船，因其原主营业务国际航运与船舶市场持续低迷，公司自2014年起出现巨额亏损，后公司实控人江苏国资委将原资产置出，将火力发电及信托资产置入，该两部分资产拥有较强的盈利能力及现金流水平，公司也从此一跃成为了年利润超过30亿元的绩优公司；后者如*ST超日和*ST利源，由于公司分别所处的光伏和有色行业向好，原有的大部分资产盈利尚可，在破产重整中并未进行剥离。

2. 权益调整以资本公积转增为主

按照《破产法》相关规定，重整计划草案涉及出资人权益调整的，应当设立出资人组对该事项进行表决；但相关法律法规并没有规定市场主体重整必须进行出资人权益调整。然而，如果重整主体为具有一定稀缺性的上市公司，出资人即上市公司股东，出资人权益调整便涉及上市公司原股东对其权益的让渡和向债权人、外来投资者的再分配问题，在重整过程中变得必要且关键，对重整的顺利实施具有重要意义。

2014年以来被法院批准重整计划的20家深市上市公司，均采用了资本公积金转增股份的权益调整方式。资本公积用于转增股份，主要基于《公司法》对资本公积金用途的规定；在破产重整中资本公积转增的股份通常不向原股东进行分配，而是由重整投资人有条件受让、向债权人直接分配以抵偿债务或公开变卖后用于支付重整费用、偿付债务或改善公司持续经营和盈利能力，这将导致原股东的持股比例下降，所持有的权益被稀释。如*ST中南于2020年12月25日披露重整方案，通过以每10股转增7.2923股实施资本公积金转增股份，共计转增10.13亿股，分别出让给重整投资人和用于清偿债务。

此外，有部分权益调整方案采用了混合方式。如*ST震客，在以每10股转增6.7股实施资本公积金转增的同时，第一、第二大股东各让渡其持有股份的6%由管理人

公开变卖用于偿还部分债务和预留生产经营资金；类似案例还有*ST新都、*ST飞马。又如坚瑞沃能，在以每10股转增8.5股实施资本公积金转增的同时，对业绩补偿人持有的原股份及转增股份进行回购注销，作为对其补偿义务的履行。在极端情形下，资本公积不足以转增足够股份用于偿还债务，可以由豁免债务或增资等方式来预先增加资本公积，如*ST中绒通过5亿元的债务豁免将相应利得计入资本公积，以完成后续以每10股转增13.61股实施资本公积金转增的计划。

3.多数方案涉及引入重整投资人

进入破产重整的公司除陷入财务困境之外，如其资产质量不佳、盈利能力较弱，单靠股东让渡权益进行债务偿还依然回天乏术时，重整投资人的引入就显得非常重要。重整投资人能够通过注入资产和资金等方式使上市公司脱胎换骨。2014年以来法院裁定批准重整计划的20家深市上市公司中，有16家公司引入重整投资人，仅有*ST舜船、*ST中绒、*ST盐湖、*ST天娱4家公司未引入重整投资人。在引入重整投资人的公司中，半数以上公司通过发布公告方式公开招募重整投资人，其余公司主要通过管理人和公司多方寻找洽谈、股东推荐等方式确定重整投资人。部分开展预重整的公司如*ST飞马、*ST中南在预重整阶段即引入意向投资人。

从性质上看，重整投资人可分为产业投资人(或战略投资人)和财务投资人两类。有些公司在重整期间同时引入产业投资人和财务投资人。以*ST利源为例，公司引入的产业投资人重庆秦川除了提供6亿元资金用于支付重整费用、清偿债务、承接低效资产、补充公司流动资金之外，还在公司未来长期经营层面充分发挥自身优势，协助公司进行产品升级、开拓市场，并协助公司引进高端技术开发团队，同时还指定11名看好公司发展前景、有意获取长期投资收益的财务投资人向公司提供5.5亿元资金用于补充流动资金。

需要指出的是，在实践中，通常为保障公司重整后股权结构在一定时期内的稳定性，从而增强各方对公司未来发展的信心，近期重整案例中的重整投资人一般按照是否取得控制权设定不少于36个月和12个月的股票锁定期。

4.信息披露内容相对过于简单

由于涉及司法程序，监管的主动性和可行性都会受

到一定限制，重整公司普遍存在信息披露不及时、不充分的问题，过程中内幕交易、炒作现象或有发生。比如部分公司重整计划涉及的财产变价方案，大多只是在债权人会议召开情况公告中简单提及，无法保障投资者决策需求。

此外，破产重整方案中关于未来的经营计划也是易被忽视的内容，主要原因在于部分市场参与主体行为短期化，不重视重整公司未来的长期价值。近年重整方案中对未来经营计划的描述所占篇幅大多不高，且内容较泛。某公司的重整方案超过30页，但经营方案只有不到3页，没有结合公司重整现状和行业情况进行有一定量化方法和指标的分析。内容和篇幅单薄的经营方案，也在一定程度上反映了重整的相关各方更聚焦于重整的博弈和推进，而缺乏对重整公司未来发展的思考分析。

(三)破产重整进程效果

1.重整进程用时和市场走势差异较大

2018年底实施的停复牌新规明确规定，上市公司破产重整期间原则上股票不停牌，确有必要停牌的，停牌时间不得超过5个交易日。遵循停复牌新规确立的以不停牌、短期停牌为原则，分阶段披露等精神，2019年以来深市进入破产重整的上市公司的停牌时间显著缩短。如*ST天娱、*ST利源、*ST金贵，重整期间内未停牌；又如*ST盐湖、天海防务，仅在两次债权人会议召开当日各停牌一天。

从用时看，上市公司破产重整从申请提出到法院受理再到法院批准重整计划之间的时长存在差异。多数上市公司在破产重整申请提出后往往需要耗时100天以上方能获得法院受理。2014年以来法院受理重整申请的深市上市公司中，耗时最长的为天翔环境，债权人提出重整申请两年后才获法院受理；耗时最短的为*ST大集，用时12天即获法院受理。上市公司重整申请获法院受理后，多数上市公司均能在半年内获法院裁定批准重整计划，其中耗时最短的为*ST中南，仅用时31天。已开展预重整的4家公司由于已在预重整阶段基本明确重整方案，法院受理到批准阶段耗时普遍较短，除*ST中南外，*ST利源、*ST德奥用时36日，*ST飞马用时92日。

基于2019年以来重整公司的申请、受理、裁定和完毕四个时间点，本文进行了简单的CAR(cumulative

abnormal return, 累计超额收益)值分析, CAR值代表了重整公司股价在重整事件发生后的波动程度, 详见表2。本文的CAR值进行了大盘指数的修正。

可以看到, 被申请到受理的区间累计超额收益方差最大, 从75.63%到-63.92%不等, 反映出法院受理是破产重整能否推进的关键第一步, 不确定性也较强。如*ST华讯2020年3月被申请破产重整, 于2021年10月24日公告称未被法院受理, 共历时一年半之久。受理到裁定阶段的区间累计超额收益大多为正数, 且最高达273.81%, 反映出法院裁定重整大多被市场认为是利好事项。裁定到完毕的区间累计超额收益方差最小, 从13.99%到-57.17%不等, 此外时长也大多集中在三个月以内, 反映出法院裁定重整后, 公司推进重整的不确定性较低, 市场表现总体较为平稳。

2.经营状况和盈利能力大多得到改善

上市公司重整过程中, 各参与方致力于通过破产重整帮助公司改善财务指标、恢复持续经营、提升偿债能力, 具体举措包括引入重整投资人、剥离问题资产、注

入优质资产、制定偿债方案、改善公司治理环境、优化战略布局等(申林平, 2020)^[4], 多数公司能够借此重整旗鼓、走出泥潭。

偿债能力方面, 公司在实施破产重整前往往处于资不抵债状态, 资产负债率较高, 偿债能力较差。在破产重整过程中, 管理人协调各方通过现金偿还、债转股、豁免债务、延期支付、调整债权偿还比例等多种方式, 调整原有相关债权债务关系, 对原有债务依法清偿、消灭或展期(申林平, 2020)^[4], 显著改善公司资产负债结构, 减轻公司偿债压力, 公司资产负债率大幅下降。如*ST天化重整时资产负债率达122.94%, 已经资不抵债, 重整后即降至32.72%, 并在后续几年都维持在30%左右的水平; 又如*ST舜船, 重整后的资产负债率从268.09%降至53.25%, 连续多年至今一直维持在50%左右的水平。

2014年以来, 共有8家深市上市公司已实施完成重整计划且重整完毕后已经历至少一个完整的会计年度。通过对比8家深市公司重整前和重整次年的财务指标(详见表3)可以看出, 所有公司重整次年归母净利润均较重整前有所增长, 其中, 6家公司实现扭亏为盈, 2家公司亏损有所减少; 除*ST沈机外, 所有公司重整次年扣非净利润均较重整前有所增长, 其中, 4家公司实现扭亏为盈, 3家公司亏损大幅减少。

然而, 并非所有重整都能达到理想状态。除重整后退市的案例*ST新都和天翔环境之外, 2019年以来重整计划实施完毕的9家主板公司中, *ST德奥、*ST利源、ST沈机仍处于被实施风险警示状态, 相关经营风险未得到根本消除。具体而言, 上述三家公司的重整方案主要以债务清偿为主, 未同步置入资产, 如ST沈机仅置出了少

表2 破产重整公司股价波动 CAR 值分析

公司简称	被申请到受理天数	区间累计超额收益	受理到裁定天数	区间累计超额收益	裁定到完毕天数	区间累计超额收益
*ST 中绒	169	27.00%	92	-10.73%	33	-4.08%
*ST 沈机	26	-20.29%	66	27.12%	32	-11.72%
坚瑞沃能	208	-1.02%	65	-7.77%	89	-3.30%
*ST 盐湖	33	31.94%	81	-1.10%	67	13.99%
天海防务	237	-48.57%	149	273.81%	82	-57.17%
*ST 天娱	70	75.63%	71	-5.51%	24	-19.34%
*ST 宝实	88	-63.92%	84	21.39%	31	-20.61%
*ST 利源	305	-11.53%	27	68.23%	15	-38.10%
*ST 金贵	232	-34.97%	30	9.23%	12	-11.01%
*ST 中南	132	22.33%	24	-5.01%	65	1.82%

表3 上市公司重整实施完毕后财务指标变动情况

公司简称	重整前营业收入	重整当年营业收入	重整次年营业收入	重整前归母净利润	重整当年归母净利润	重整次年归母净利润	重整前扣非净利润	重整当年扣非净利润	重整次年扣非净利润
*ST 超日	5.84	26.99	62.84	-46.06	26.94	6.39	-43.83	1.46	6.35
*ST 震客	11.56	3.93	3.80	-10.37	1.09	-0.41	-11.03	-0.01	-0.29
*ST 新都	0.64	1.17	1.15	-4.50	0.70	0.06	-0.89	0.13	0.02
*ST 舜船	10.05	168.15	202.04	-54.50	10.78	21.80	-16.79	-54.34	-2.29
*ST 川化	3.20	18.12	65.09	-5.65	8.69	3.25	-5.76	0.12	2.61
*ST 天化	37.35	44.05	55.07	-14.88	3.52	2.83	-14.96	3.49	2.58
*ST 中绒	20.20	7.15	1.42	-29.83	-27.32	0.33	-29.30	-8.83	-0.02
*ST 沈机	50.15	10.02	13.43	-7.88	-29.88	-7.23	-7.74	-49.44	-8.70

注: 单位为亿元。

部分亏损资产，主营业务仍以机床生产为主；*ST德奥的重整投资人拟置入教育资产，但至今仍未完成。究其原因，破产重整仅是为公司提供了一个阶段性化解风险的机会，重整短时间内可以有效化解财务风险，但不能从根本上改善持续经营能力和盈利能力，债务减免仅是破产重整的第一步，只有具备持续经营和盈利能力的资产，才能确保较好的重整效果。

3. 因重整投资人引入导致控制权变更

重整计划执行完毕后，多数公司控股股东及实际控制人发生了变更。2014年以来重整计划执行完毕的18家深市上市公司中，12家公司控股股东或实际控制人发生了变更，其中5家公司变更前后均为民营企业，2家公司变更前后均为地方国有企业，2家公司由民营企业变更为无实际控制人企业，2家公司由民营企业变更为地方国企，1家公司由地方国企变更为央企。

*ST沈机的重整方案引入了央企通用技术集团作为重整战略投资人，通用技术集团受让了资本公积转增股份中的5.05亿股，取得了上市公司29.99%的股份，上市公司重整后的实际控制人由沈阳国资委变更为国务院国资委，产权性质也由地方国企变更为央企。

*ST金贵在重整程序中引入地方国企郴投产业公司、财信郴州资管和长城资产湖南省分公司共同作为重整投资人，三方签署一致行动协议，财信郴州资管和长城资产湖南省分公司与郴投产业公司保持一致行动关系，共同持有公司19.68%的股份，控股股东变更为郴投产业公司，实际控制人变更为郴州市国资委，公司由民企变更为了地方国企。*ST宝实在重整计划执行过程中以竞价方式处置资本公积金转增股份，宁夏国有资本运营集团作为受让方取得了3.34亿股股票，公司实际控制人由自然人变更为宁夏回族自治区政府，产权性质由民企变更为地方国企。

4. 权益调整导致的除权问题有待讨论

实践中，近年深市的案例均未进行除权，主要理由为，公司在总股本扩大的同时，债务规模明显减少，资产负债结构得到优化，净资产实力得到增强，上市公司股东利益并未受到稀释。然而沪市重整案例中，如*ST庞大、*ST厦工、*ST莲花均进行了除权。*ST莲花于2020年1月18日披露除权公告称，将前收盘股价2.58

元除权至2.38元。探究其差异原因，可能在于沪深两市的除权思路存在不同，一般不考虑债务偿还对价，重整投资人所获得的股票对价一般低于市价，导致沪市公司计算后的除权价往往也小于市价。具体对比来看，沪市的做法倾向于狭义理解对价，即转增股份中只有重整投资人获得的部分影响除权，债权人获得的部分主要为债务清偿所需；深市的做法倾向于广义理解对价，即转增股份不论是投资对价还是抵债对价，均符合市场交易的有偿原则，可视为类定增，除权不具有必要性。综上，沪深重整案例中对于除权的不同处理思路值得进一步探究。

(四) 深市特殊重整案例分析

1. *ST舜船：破产重整与资产重组并行

*ST舜船原主营业务为船舶制造，受国际经济形势影响，航运行业持续低迷，公司经营业绩持续下滑，面临退市风险。2016年2月，法院受理对*ST舜船的破产重整申请。为保证债权人在重整中获得的资本公积转增股份的市场价值，公司同时进行了资产重组，以发行股份方式向控股股东收购了包括江苏信托、国信扬电、新海发电等八家公司的股权，同时置出原航运业务，实现向电力和金融双主业的转型，在注入新资本以实现迅速恢复经营和盈利能力的同时，也实现了对原债权人以股抵债的溢价补偿。

如前所述，破产重整通过对生产要素的重新配置，实现市场出清，提升企业竞争力；资产作为企业持续经营的核心生产要素，对生产要素的重新配置与资产重组有异曲同工之处。因此，破产重整和资产重组的并行能够更有效地实现债务和资产的同步重组。

2. *ST银亿：“带病重整”风险难消

受实际控制人银亿集团破产重整和自身巨额亏损影响，*ST银亿于2020年6月被法院受理破产重整申请，于12月披露重整方案。其中，*ST银亿的权益调整方案出现了较为罕见的二次转增现象，即第一次以原股本为基数，按照每10股转增6.48股的比例实施资本公积金转增股份，共计可转增26.1亿股股票，旨在解决历史遗留的业绩补偿问题；之后再以66.38亿股为基数，按照每10股转增5.06股的比例实施资本公积转增股份，共计可转增约33.59亿股股票，全部用于引进重整投资人、清偿

负债。在完成连续两次转增后，银亿股份总股本将最终增加至99.97亿股。在相关股权转增完成后，原实控人熊续银及一致行动人将持有28.65%的上市公司股份，而重整投资人将持有29.89%的股份，剩余其他股东持有约25.98%的股份，债权人持有15.5%的股份。不过，由于重整投资人未足额支付重整投资款，并已构成违约，目前*ST银亿的重整进展仍不明朗。

本案例中，*ST银亿在进入重整前自身的业绩承诺补偿问题未得到有效解决，“带病重整”之后带来二次转增、投资款违约等系列问题，颇有些积重难返的意味。

3.*ST节能：重要子公司重整监管存空白

*ST节能前身为金城造纸股份有限公司，2016年公司向神雾集团购买其持有的江苏省冶金设计院有限公司(以下简称江苏院)100%股权，实现江苏院的重组上市。重组完成后，*ST节能成为控股平台，江苏院为上市公司唯一经营实体，其主要业务是提供工业节能与资源综合利用的工程咨询、设计和总承包服务。重组上市以来，因神雾集团对江苏院大额资金占用、江苏院多个大型项目停滞等原因，2018年以来江苏院发生债务危机，资金链断裂，生产运营全面停滞。2020年9月，江苏院向南京中院申请破产重整，确定汉宸投资为重整投资人，并于2020年12月底收到南京中院裁定受理重整申请的通知。

对于控股型上市公司而言，子公司是上市公司的主要经营实体，其破产重整情况对于上市公司整体具有重要影响。监管实践中，对上市公司子公司的破产重整要求低于上市公司自身的破产重整，导致相关的信息披露、内幕交易、锁定限制等可能存在一定的监管空白。由于通过重组上市的公司基本为控股型的结构，未来可能有更多的控股型上市公司的重要子公司进入破产重整程序。

4.*ST天化与*ST川化：重整效果之辨

受行业周期影响，彼时国内化肥行业产能过剩，导致四川省两家主营化肥生产的上市公司*ST天化和*ST川化面临经营及债务危机，相继于2016、2017年进入破产重整程序。其中，*ST天化重整后继续主营化肥及化工行业，于2018年底重整完毕后，顺利度过艰难期，公司财务状况得到改善。而*ST川化在重整过程中剥离了原有的

化肥、化肥产品制造业务，转型为以风力发电、太阳能发电等为主营业务的能源公司，在重整完毕后，盈利能力显著提高。

相比于*ST川化，*ST天化的体量更大、市场份额更高。纵向对比重整前2015年的数据，*ST天化的营业收入达30.3亿元，为*ST川化的10倍；*ST天化的化肥及化工产品销售量为*ST川化的18倍。在重整过程中，身为西南地区化肥行业龙头企业的*ST天化选择了继续主营原本行业，凭借具备盈利能力的资产质量，顺利度过行业的艰难时期；而体量较小的*ST川化则另辟蹊径，通过引入重整投资人改变赛道进入更具发展前景的新能源行业，成功摆脱了危机并实现了转型。

纵观*ST天化和*ST川化的案例，重整前二者处于同地域、同行业，营收和毛利水平良好，主要为债务成本所拖累，通过破产重整的方式走上了不同的发展道路，从二者重整后的业绩表现看，重整效果均较好。由此可见，基于不同公司的个体情况，其所面临的机遇和选择也各不相同，以良好的重整价值和合适的重整方案为基础，终将殊途同归、实现重生。

三、思考与建议

(一)几点思考

对2014年至2021年三季度深市进入破产重整的上市公司进行分析的结论表明，破产重整作为一种不断成熟、完善的市场化制度，已逐渐被越来越多陷入财务困境的上市公司采用，尤其是近年民营企业案例显著增多。近年来，破产重整方案及执行进程在资产处置、权益调整、引入投资人等方面的趋同度较高，但仍需关注其中的司法套利、信息披露不足、是否除权及后续风险化解等关键问题。具体问题如下：

一是重整前的司法套利问题。近年越来越多陷入财务困境的上市公司通过破产重整的方式化解债务风险，一方面体现了破产重整这一工具已经得到了市场的广泛运用，另一方面也可能引致部分市场投机者利用司法程序规避监管，进行“司法保壳”“司法漂白”。那么，是否所有上市公司都具备重整价值、都适用破产重整的方式来实现消债？破产重整和清算的边界在哪里？

二是重整中的信息披露问题。破产重整虽是司法程

序，但上市公司破产重整同样关乎千万投资者的权益，实践中往往忽视了中小投资者的权益，其知情权和参与权得不到基本保障。如出资人组会议通常与债权人会议同步召开，重整公司只是在披露会议召开情况的同时才披露相关的重整草案，投资者在此之前对重整相关事项的具体内容并不了解，从而也无从进行投资和投票决策。此外，相关信息披露的滞后也容易衍生内幕交易问题。

三是重整后的风险化解问题。从近年的破产重整案例看，消债是重整制度的核心功能，重整后公司负债率确有大幅下降，但同时也呈现重债权债务调整、轻经营盈利质量提高的特征。实际上，财务风险的化解只是第一步，持续经营能力和盈利能力的改善和提升才是检验重整效果的长期指标。部分公司虽通过重整解决了债务问题，却只有半只脚走出了泥潭，重陷困境的迹象已悄然显现。

(二)监管建议

1.完善破产重整相关规则，持续优化制度环境

一是明确上市公司破产重整的主体条件，回归重整公司具有挽救的价值和可行性的原则，不支持空壳公司、重大违法违规公司重整，打通退市、破产清算等其他资产出清路径。可考虑通过法律授权的方式，支持监管部门从严对“司法保壳”的准入把关。

二是加强破产重整中司法程序与行政监管的协同，明确上市公司破产重整需符合证券监管关于信息披露、锁定期、减持等要求，减少自律监管与司法程序之间的冲突，保持上市公司监管和司法裁定过程的一致性，在确保司法程序有序推进的同时，增强上市公司监管的有效性。

三是推动出台破产重整相关的信息披露规则指引，对重整过程中涉及的信息披露、停复牌、内幕交易、除权除息等与上市公司监管业务相关的问题予以明确和规范，为交易所采取必要的监管措施提供依据和抓手。

2.积极进行监管关注，强化全链条的风险控制

一是加强对前端财务困境公司特征的甄别，有效识别“带病重整”，对存在资金占用、违规担保等情形的上市公司大股东予以特别关注，加强对关键少数的追责，督促公司在破产重整过程中将相关违规情形一并消除。

二是做好停复牌新规实施后的衔接工作，对进入破产重整公司的信息披露采取应披尽披的监管原则，督促上市公司及时披露重整进程，明确重要节点的披露要素，保障投资者的知情权。同时，加强内幕信息防控和舆情关注，留意上市公司在破产重整各重要时间节点后是否存在股价异动情形，保持监管协同。

三是对重整方案内容进行必要的监管关注，跟进破产重整后公司的风险化解情况，加强必要的问询措施，在尊重司法主导权的同时，侧重关注上市公司的经营发展方案以及投资者权益保护，引导上市公司依法履行证券市场义务，推动“真实重整”“清洁重整”。

3.建立重整时期投资者保护机制，提升上市公司质量

上市公司进入重整是以保障债权人利益为主，但鉴于其上市公司的属性，也应当充分保护中小投资者合法权益，保障中小投资者的知情权、参与权。可考虑进一步完善平衡出资人组会议和债权人会议的决策机制，充分发挥投服中心的作用，对中小投资者参与表决做出特殊安排，构建必要的博弈机制。鼓励在重整方案表决前债权人与控股股东、中小股东等提前沟通交流，就关键事项预先达成初步共识。

此外，也应充分认识到破产重整是帮助处于困境中的上市公司实现资产出清和发展动能转换的有力工具，重整过程在某种意义上即是上市公司重生的过程。在上市公司重整进程中，应积极与上市公司及其股东、管理人进行交流沟通，传达监管精神，了解合理诉求，帮助上市公司借助破产重整化解风险，实现提升上市公司质量的目的。 ■

参考文献：

[1] 李曙光, 郑志斌. 公司重整法律评论(上市公司重整专辑)(第5卷)[M]. 北京: 法律出版社, 2019.

[2] 何旭强, 周业安. 上市公司破产和重整的选择机制、经济效率及法律基础[J]. 管理世界, 2006, (7): 125-131.

[3] 王欣新. 上市公司重整实务问题研究[J]. 中国律师, 2008, (9): 66-67.

[4] 申林平. 上市公司破产重整原理与实务[M]. 北京: 法律出版社, 2020.

(责任编辑: 胡卓群)