

# Special Report

## 破产重整:ST公司置死地而后生

◎记者 阮晓琴 ◎编辑 裴海亮

### 破产救赎

\*ST夏新重组预案至今未亮相。但汇集此前的零星公告及报道,依稀能够窥视全貌。整个方案核心内容有两个:一、出资人权益调整。即,大股东让渡全部股权,其他股东让渡 10%,共让渡 2.09 亿元,其中 7000 万股部分用于偿债。二、资产重组安排。重组方有条件受让其余让渡的 1.4 亿股。消息人士透露,“有条件”即重组方要按约定的体量和业绩对 \*ST 夏新注入资产。

2003 年前后,\*ST 夏新曾经是沪深两市明星公司,其曾经以一款 A8 手机风靡神州,一年数亿净利,让同行艳羡。然而,2005 年以后,在以诺基亚为首的国际品牌以及山寨手机夹击下,踏上投资多元化歧途的 ST 夏新渐渐失去了在手机领域的竞争力,业绩一路下滑。数据显示,2008 年,\*ST 夏新亏损高达 7 亿元。截至本次重组前,其负债高达 27 亿元,资不抵债 12 亿元。

\*ST 夏新的债权结构十分复杂。据管理人介绍,公司的普通债权人接近 4000 家,这在国内非常罕见。\*ST 夏新 2009 年三季报显示,其流动负债 24.7 亿元,包括应付款 3 亿元和短期借款 12.67 亿元。据一位投行界人士称,\*ST 夏新已连续亏损三年被暂停上市,如果 2009 年不能实现盈利,公司将会被退市。但是,像 \*ST 夏新这样的生产销售型企业,没有哪一笔非金融债务是清晰的和没有争议的,要想在短期间内予以彻底理清,难度是很大的。另外,凡属金融债务多数都伴有担保质押,因此任何一家负债较多的上市公司,其资产都必然处于查封以及多重查封状态,这也导致债务和解很难实现。

根据业内人士介绍,就债权处理来说,相比协议重组而言,破产重组的好处有三:一、在或有债务问题上基本不再有所顾虑之忧。破产重整由法院主导,债权人应该在规定的期限内申报债权,否则即使不被视为放弃债权,至少也会失去表决权。因此,任何较大金额的债权人不会故意不申报债权。二、债务重组的基本目标可控。只要管理人最大努力地提高了清偿率,一般也都能得到绝大多数债权人的认可;不像协议重整,如果某几个债权人拒绝谈判或要价过高,那些已经完成谈判的债权人努力就白费了。另外,由于体制的原因,金融债权人是无权单方面豁免债务的,加之现在许多银行自身就是上市公司,重大决策必须通过董事会甚至股东大会的同意,具体经办人根本无权“灵活处理”;但破产重整属于法律行为,对银行来说,法院一纸裁决就可以成为做账的依据、接受的理由。

债务清偿率在破产重整下之所以有机会得到提高,是因为破产重整可以在上市公司存量资产以外,通过合法渠道来增加清偿来源,以提高清偿率。比如,通过全体股东让渡一定比例股权的方式来支持债务重组,而这在协议重组背景下是绝对不可能的。因为股东的权益不可能通过表决的方式来变动,表决结果对不同意或未参加表决的人无效。所以,在协议重整的架构下,任何对股权调整的企图都是无法实现的。

### 重组代价

破产重整的 ST 公司势必是已经陷入债务沉重、丧失持续经营能力的困境,而如果要想得到拯救,除了债务重组以外,还需要引进具有优质资产的重组方。重组方除了承担债务,还要背负上市公司的沉没市值,所以成本并不低。

债务协议重组的惯例是“债随资产走”,如果“资产大于债务”则对净资产要支付对价。但是,企业即便濒临破产,如果没有进入破产程序,它仍必须按持续经营前提来进行会计处理,而实际上,此时的“资产”却会因大量无法落实的应收款,或者存货、设备等贬值的速度大大超过正常的会计折旧速度等因素而变得很不实在。启动破产重整程序后的资产评估采取的是快速变现原理,所以估值真实,重组的财务成本也就可控。这也是 ST 公司选择破产重整的理由。

协议重组在应对“净资产对价”方面是很麻烦的,涉及谁来出这个钱?理论上讲应该是原大股东的责任。但是,上市公司都已经沦落到 ST 状态了,难道大股东居然还有支付净资产对价的能力?于是只能“卖身”还债——也就是拿其持有的上市公司的股权来抵净资产。但是,事实上绝大多数 ST 公司大股东所持上市公司股权,都会因自身的负债原因被质押了,这时,重组方恐怕就得好好考虑一下这个壳还值不值得借了。

以 ST 金顶为例,公司第一大股东华伦集团因为担保债务问题陷入破产境地,于是华伦集团债权人咬紧并冻结华伦集团的资产及所持上市公司股权,因此华伦集团也根本无暇拯救 ST 金顶。ST 金顶要解除财务困境,未来重组方就无法绕过代替偿债这一关。

ST 科健债务高达 30 多亿,资产负债率 362.46%,但大股东的股权只有 6000 万股,于是“预案”设计为重组方要额外支付 1.1 亿股来补偿债权人,按 ST 科健重组停牌前的收盘价 4.67 元/股,赠送市值相当于 5.13 亿元。

同时,沉没市值是另外一个重组代价。沉没市值指总股本与市价的乘积。在上市公司资不抵债、无盈利能力背景下,公司理论价值趋于零,正常股票的沉没市值通常会趋于零,但目前在 A 股市场,其股价却因“重组预期”而逆流而上。股价炒得越高意味着沉没市值越大,它就会越多地稀释重组方的正常权益。

例如,某 ST 公司停牌前 20 个交易日的平均股价为 12 元,股本 3 亿股,债务 20 亿元。若重组方拟注入资产的评估值为 36 亿元,每年净利润 4.2 亿元。按 30 倍市盈率计算,它可支撑 120 亿的市值。但按照增发定价规则,重组方只能取得 3 亿股(66 亿 \* 12 元/股=3),占重组完成后总股本的一半,而其业绩却可支撑 20 元的股价,全体股东因重组成功可取得超过 50% 的溢价,而溢价却是靠稀释重组方的权益形成的。试问,这种重组能有机会完成吗?

重组完成以后能让老股东保本其实就已经算很仁慈了”,一位资深投行人士如是说:但是,协议重组几乎是个死结——债务剥离要补偿,资产置换要等价,业绩要承诺好几年,发行股票购买资产(重大资产重组)要参考“最近”的均价,注入资产的定价却要严格按评估值。一切成本都是实的,却要迁就一个泡沫价值,也就是置出资产的定价,以及一个虚的均价。”

那么,重组方为什么要花如此大的代价来借壳?

自称“炒股致富”的浙江同方控股集团董事长朱志平的一句话或能点破玄机:随着股价上升,会赚回来的。”

### 注资配合

ST 银广夏最近很受市场关注。2008 年 11 月,ST 银广夏与八大债权人达成了以股抵债的债务重组协议,以减轻财务成本。债务重组后,公司账面总负债由 83762.3 万元降为 36809 万元,减少账面债务 46953.3 万元。债务重组直接降低了公司的财务压力。然而,进入 2009 年以后,ST 银广夏的经营状况并未得到改善,原因是公司并没有任何优质资产。今年,公司债务关系也很多变。

ST 公司资产绝大多数没有盈利能力。因此,债务重组若没有资产重组配合,债务重组终究不能让公司获得可持续的经营能力。”业内人士形象地比喻说,重组有如给病人动手术,债务重组只是完成了开刀,不良资产置出相当于取出病变了的器官,接下来就必须输血和移植健康的器官,然后才能缝合。所以,监管部门都会要求债务重组和资产重组同步实施,即所谓“一步走”——“一步走”区别于 ST 银广夏的“两步走”,即先债务重组救急以降低财务成本使账面扭亏,条件成熟后再考虑资产重组。

分析人士认为,由于债务重组经常涉及“以股抵债”和“让渡股票”等安排,如果在资产注入方面没有相对明确的预期,债权人就会怀疑抵债股权的价值,从而或会拒绝接受重组安排,



这样容易导致债务重组流产。然而,“一步走”新的问题出来了。由于破产重整是由法院主导,法院的传统职能是解决“历史问题”,对上市公司今后的发展仍要由行业监管部门来负责规范。偏偏债务重组可能涉及债转股以及股东权益调整等安排,但对这些安排的落实都需要倚赖资产重组完成后的财务结果。问题是,法院的一纸裁决若涉及股权调整的比例超过一定限度,最终还需要监管部门审批通过。

业内人士认为,司法与行政可以辩证统一。法院的裁定可以视作是给出了一个执行的“标准”,而执行过程中是否符合“批准”则需要行业监管部门来判断,这并不是什么新问题。”

\*ST 夏新此次重整草案,同时安排了债务重组与资产重组。但业内人士用“一步半”来形容此次重组——所谓“一步半”,即虽然安排了重组,但“附条件”确定了重组方的责任和义务,以为后续监管开了一个“口子”。据悉,“附条件”有两个含义:一是规定了以什么样的资产和业绩来完成重组,二是对该计划如果不能获得监管部门的批准将如何保证重组能够保质保量地继续。

### 价格博弈

债务重组和资产重组在本质上是一次交易,交易就会涉及定价。重组博弈,经常集中在定价上,参与博弈的,利益各方无所不包。

10 月 28 日以来,S\*ST 光明股价连续涨停,一度从 9 元涨至超过 15 元,短短 15 个交易日,涨幅 67%。

股价暴涨的背后,可能缘于 10 月 21 日的

在暂停上市 7 个月后,\*ST 夏新重组渐渐浮出水面——通过破产重整削减绝大多数债务,拍卖现有全部资产,同时置入厦门当地龙头企业之一象屿集团的优质资产。在这个过程中,\*ST 夏新接近 4000 个债权人将通过一定比例的债务豁免,换取相应的债权。

自 2007 年 6 月 1 日起实施的新《破产法》引入破产重整制度以来,已有 S\*ST 海纳(现更名众合机电)、\*ST 宝硕、S\*ST 长岭、S\*ST 光明、\*ST 丹化等十几家 ST 公司宣布完成破产重整或进入破产重整。破产重整为何在 ST 公司如此盛行?



两件事。10 月 21 日,公司的债权人以 S\*ST 光明严重资不抵债,不能清偿到期债务为由,向法院提出重整的申请。当天,S\*ST 光明控股股东将其持有 S\*ST 光明 5961 股中的 1500 万股股份(占总股本的 8.077%)转让给上海鸿扬投资管理有限公司,后者成为公司第四大股东。

由于股权转让与破产重整申请发生在同一天,投资者猜测,上海鸿扬投资管理有限公司或是作为重组方,被提前安排进入 S\*ST 光明。11 月 10 日,公司公告,公司股票被实行退市风险警示。许多流通股股东猜测,该股距离退市可能只剩下 20 个交易日,于是上演了抢筹、拉抬股价大戏。

相关人士指出,按《上市公司资产重组管理办法》,资产重组定价为停牌前 20 天的均价,而上市公司申请停牌是有条件的,比如一次停牌不能超过多长时间。但是,一旦 ST 股票被热钱盯上,问题就来了。只要某段时间出现连续 3 天涨停,上市公司就得依惯例声明“没有应披露未披露的事,在未来 15 天也没有重组计划”云云。但是,15 天还没满,又可能出现连续 3 天涨停……于是,由于成本抬升,本有希望的重组可能就这样被无休止地搅和了。

一个本来很普通的监管规则却就这样被“主力”肆意利用了。然而,上市公司的沉没成本越高,重组成本就越高重组难度就越大。所以,股价水平经常成为制约重组推进的桎梏。

当重组成本不符合重组方预期时,各种终止重组的理由也就都出来了:比如出台很极端的重组方案故意让股东大会否掉,甚至上会的目的是为了不让重组委否决……

为了避开不合理的 20 日均价,有时,重组方就通过取得上市公司母公司控股权的方式,

间接控制上市公司。

而在制度建设上,监管部门正在逐步完善。2008 年证监会下发文件指出,上市公司破产重整涉及公司重大资产重组拟发行股份购买资产的,其发行股份价格可由相关各方协商确定。

ST 华源是新办法推行以来协商定价的第一股。ST 华源以 2.23 元/股的价格,向名城地产控股股东东福实业及其一致人发行约 10 亿股 A 股。而其停牌前 20 日均价大概在 4 元左右。加上全体股东按照 25% 比例缩股,前 20 天的平均成本为 5.33 元,重组方成本相当于比 20 日均价低了 58%。

国金证券担任本次财务顾问的一位主办人坦言,如果没有协商定价,这次重组的难度非常大。按照此前的定价方式,有些机构或个人在绩差公司停牌前恶意拉抬股价,使重组成本变得非常巨大。

业内人士评价称,ST 华源最终确定 2.23 元/股的定向增发价就属于合理定价。按重组方的承诺,置入资产每股收益将不低于 0.34 元。即使按 25 倍市盈率,也可支撑 8 元以上的股价,这个目标对全体股东来说足以保本,对债权人则算意外惊喜了。但是,与退市相比,能保本已经是天上掉馅饼了,所以股东会能够高票通过”,业内人士如此评价:任何一方在破产重整过程中都不应该有机会获得暴利,它只能是各方利益的一种平衡。”

一位业内人士透露,证监会发布关于破产重整类上市公司在发行股份时可采取协商定价机制的办法,其中至少一部分原因缘自 ST 华源的重组之难。有了制度的规范,ST 公司重组在定价模式方面就走出了一条新路。



### 记者观察

## 假重组扰乱市场

◎记者 阮晓琴 ◎编辑 裴海亮

上市公司重组也有鱼目混珠的。即打着重组旗号,目的在于炒股获利;且称这类为假重组。

### 假重组手法之一 明修栈道,暗度陈仓

这种企业多是为了达到重组之外的目的而高调介入上市公司重组。毕竟重组上市公司意味着一种实力,因此人们会想当然地认为“重组方”是很有实力甚至值得信赖的,比如正值冷淡一笔巨额贷款,或在引进私募,等等;这时候借重组之“利好”就有可能大大提高成功率。一旦目标实现,退出重组的路径就太多了。

### 假重组手法之二 围魏救赵

常见的操作手段是:先在二级市场潜伏,吸纳筹码,如果在低位筹码吸纳得多就高调启动重组谈判,借势既可出货套利也可假戏真做;如果筹码没吸够股价就涨了则更可轻松退场,换个时机或换个壳再继续表演。

### 假重组手法之三 指鹿为马

对于确实没有明确重组预案的目标公司,“主力”也有办法,就是把谣言造出技术含量来,甚至达到自己都坚信不疑的程度。比如 \*ST 夏新的重组过程中,就有诸如“华为借壳”、“中移动奉命拯救”之类的“传闻”频出,甚至有鼻子有眼地描述洽谈“细节”。

### 假重组手法之四 空城计

虽然债务缠身,但并不是每个上市公司的大股东都真心愿意重组,毕竟控制一家上市公司就意味着多了很多财富资源,而维持一个空壳并不需要花多少成本。两年亏损一年盈利,做出这样的财务记录对于很多大股东来说实在是太容易了,更不要说“一分钱(每股收益),混十年”了。但是,打发债权人是件伤脑筋的事,最好的办法就是高调重组,以表示大股东是负责任的,是有作为的。至于重组能不能做成,则一看大股东心情,二看重组方愿意出多高的价。

\*ST 联油被称为资本市场玩偶。自 2006 年以来,其历经 4 次重组。第一次重组,拟置入资产有巨额应收账款无法收回、经营业绩持续亏损;第二次重组待置入资产权属未定,且有利用与大股东的关联交易掏空上市公司之嫌。第三次重组,重组方通过关联交易“吞没”了 \*ST 联油的贷款。第四次重组,拟置入的是一家房产公司,尚无任何营业收入,今年上半年净利润尚属亏损。更令投资者气愤的是,就在 \*ST 联油今年 4、5 月因亚太工贸入主而连续 15 日涨停期间,亚太工贸在 4 月 24 日曾斥资 2961 万元低价购得 \*ST 联油 1035.2 万流通股,此后还携关联公司向其一致行动人兰州太华提供近 4000 万借款,供后者拍得 \*ST 联油 2256 万股股权。今年 6、7 月间,亚太工贸还曾通过自身以及“拖拉机”账户从二级市场购入近 600 万股 \*ST 联油股份。8 月初,亚太工贸意识到违规增持的严重性,将违规增持股票卖出获利。

上述增持事件发生后,\*ST 联油没有及时披露信息,投资者稀里糊涂地看着 \*ST 联油涨停跌停。