

Study on the Bankruptcy Reorganization Model and Performance
of Distressed Listed Companies

by

Xiang Fang

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2022 by the
Graduate Supervisory Committee:

Benjamin Shao, Co-Chair
Zhan Jiang, Co-Chair
Fei Wu

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2022

困境上市公司破产重整模式和绩效的研究
方项

全球金融工商管理博士学位论文

研究生管理委员会
于二零二二年三月批准：

邵保民，联席主席
蒋展，联席主席
吴飞

亚利桑那州立大学

二零二二年五月

ABSTRACT

Facing the fluctuation of global economic cycle, the adjustment of China's economic structure, the long-term trend of persistent Sino-US trade conflict, and the impact of the worldwide public health emergencies caused by COVID-19, the condition of China's economic climate has become increasingly grim. According to the latest statistical data as of April 30, 2021, the number of listed companies under the special treatment (ST) in China's stock exchange market has exceeded 250 and continued to rise.

Listed companies make up an important component of the economic system in China, and if falling into trouble, they will not only affect the owners but also the hundreds of thousands of employees, in turn impacting the local economy, the stability of the supply chains of upstream and downstream industries, huge debt holders such as financial institution investors, and a multitude of small and medium-sized stock investors in the market. Therefore, how to help these distressed listed companies get out of their difficulties and achieve a revival has become a practically important and urgent issue for us to address.

As many distressed listed companies have been re-listed and revitalized through bankruptcy reorganization, it has become an important approach for us to study distressed listed companies and an effective means to achieve their rejuvenation.

摘要

随着全球经济周期的波动，我国经济结构的调整，中美贸易冲突的长期趋势不变，加之新冠疫情导致的全球公共卫生紧急事件的影响，我国的经济环境形势日益严峻。根据最新统计数据显示，截止到 2021 年 4 月 30 日，我国证券交易市场被 ST 制度处理的 ST 公司已经超过 250 家之多，并且还在持续增加。

上市公司是我国经济体系的重要组成部分，上市公司陷入困境不仅仅会影响上市公司的所有者，更会影响千千万万的雇佣员工，影响地方经济，影响行业上下游供应链的稳定，影响巨额债券持有者的金融机构投资者和公开交易市场上的大量中小股票投资者。

因此，如何帮助困境上市公司走出困境，实现再复兴就成为了我们迫切需要解决的问题。

随着不少困境上市公司通过破产重整的方式实现了再上市，再复兴，破产重整成为了我们研究困境上市公司实现复兴的重要有效方式。

目录

	页码
表格目录	vii
图表目录	viii
章节	
第一章 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1、研究背景	1
1.1.2、研究意义	1
1.2 2019 年、2020 年上市公司破产重整的实效对比分析	2
1.2.1、2019 年 14 家上市公司申请重整 6 家获得批准重整计划	2
1.2.2、2020 年获得法院裁定批准重整计划的有 17 家上市公司	2
1.3 国内外文献综述	10
1.3.1 国内文献综述	10
1.3.2 国外文献综述	14
1.4 研究思路和方法	16
1.4.1 研究思路	16
1.4.2 研究方法	17
1.5 文章结构安排	18
第二章 我国上市公司困境成因与复兴方式分析	20

章节	页码
2.1 上市公司陷入困境的成因分析	20
2.1.1 外部因素和内部因素	21
2.1.2 财务因素和非财务因素	23
2.2 我国困境上市公司复兴方式对比分析	25
2.2.1 债务重组	25
2.2.2 资产重组	26
2.2.3 破产清算	27
2.2.4 破产重整	27
第三章 我国上市公司破产重整制度的分析研究	29
3.1 破产重整制度的基本性问题概述	29
3.1.1 破产重整制度的概念和破产重整的理论基础	29
3.1.2 破产重整制度的特征分析	30
3.1.3 破产重整制度的价值分析	31
3.2 我国困境上市公司债务重整制度探讨	33
3.2.1 上市公司破产重整的特殊性	33
3.2.2 上市公司破产重组的法律政策体系分析	33
3.2.3 上市公司破产重组的程序分析	34
第四章 我国上市公司破产重整模式与实践研究	37
4.1 我国上市公司资产重组债务重整的模式	37

章节	页码
4.1.1 经营保留模式.....	37
4.1.2 借壳上市模式	38
4.2 我国上市公司经营保留模式实践研究	39
4.3 我国上市公司借壳上市模式实践研究	45
第五章 上市公司破产重整模式绩效实证分析	47
5.1 企业绩效评价的概念与 EVA 指标绩效评价法	48
5.1.1 企业绩效评价的概念.....	48
5.1.2 EVA 指标绩效评价法	48
5.2 EVA 指标值的统计与分析	48
5.2.1 EVA 指标计算过程.....	48
5.2.2 经营重整类 EVA 指标值与分析	49
5.2.3 借壳上市类公司 EVA 指标值与分析	55
5.2.4 EVA 指标对比传统绩效评价指标的异同	60
5.3 EVA 理论在我国绩效评价中的局限性	63
第六章 退市新规对困境上市公司债务重整的影响	65
6.1 新的退市规则与老规定有哪些变化?	65
6.2 退市新规影响上市公司的资产重组和债务重整	66
6.3 新老划断规定为期间重整企业预留时间	68
第七章 我国困境上市公司破产重整经验总结	69

章节	页码
7.1 行政机关、司法机关的支持与市场化手段相结合	69
7.2 资产重组，剥离低效率资产，回收现金	69
7.3 调整经营方案，聚焦主营业务，加强核心技术研发	70
7.4 重整计划需要实现多方利益共赢，创造合力	70
第八章 研究结论及建议	72
8.1 研究结论	72
8.2 启示与建议	73
参考文献	74

表格目录

表	页码
1 无法表示意见的审计报告财务困境成因分类表.....	20
2 财务困境内外部原因	21
3 采用经营保留模式重整的公司	39
4 采用借壳上市模式重组的公司	45
5 2012-2018 年 经营保留模式破产重组上市公司	50
6 经营保留模式公司重组 5 年内 NOPAT（单位：万元）	51
7 经营保留模式公司重组 5 年内资本总额（单位：万元）	52
8 经营保留模式公司重组 5 年内 WACC	53
9 经营保留模式公司重组 5 年内 EVA（单位：万元）	54
10 2010-2019 年完成借壳上市模式破产重组上市公司	55
11 借壳上市模式公司重组 5 年内 NOPAT（单位：万元）	56
12 借壳上市模式公司重组 5 年内资本总额（单位：万元）	57
13 借壳上市模式公司重组 5 年内 WACC.....	58
14 借壳上市模式公司重组 5 年内 EVA（单位：万元）	59
15 经营保留公司 5 年内 EVA 值与净利润指标对比（单位：万元）	60
16 借壳上市公司 5 年内 EVA 值与净利润指标对比（单位：万元）	62

图表目录

图	页码
1 2019-2020 年度上市公司申请（被申请）重整情况.....	3
2 2019-2020 年度法院受理上市公司重整情况	4
3 2019-2020 年度上市公司重整计划被法院裁定批准情况.....	4
4 2020 年我国申请破产重整的上市公司具体概况	5
5 2020 年被批准的 13 家资产负债统计	7
6 2020 年度上市公司预重整情况概览.....	9
7 相关公司破产重整流程.....	29
8 破产申请程序流程图	35

第一章 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1、研究背景

随着中国经济结构的调整，同时受新冠疫情的影响，以及中美贸易冲突的长期趋势冲击，我国的上市公司经营状况持续不佳，截止到 2021 年 4 月份统计数据，2020 年，有 258 只上市公司的股票被实施了 ST 制度，创下历史新高。这一数据表明，随着中国经济的发展和结构形态的多样化，陷入困境经营的上市公司的数量越来越多。

而我国的上市公司作为股票在公开证券交易市场上交易的公众公司，其具有经济规模大，员工人数多，涉及利益范围广的特点。一家上市公司的困境可能会给证券市场的中小投资者利益、上市公司所在地的地方经济、社会就业岗位、产业上下游供应链企业、大量金融机构债权人的巨额债权本息利益等造成巨大影响。

正是从这一背景出发，本文希望研究我国困境上市公司的复兴方式，对挽救困境上市公司的方式手段进行比较分析，深入研究破产重整对于困境上市公司复兴的影响，进而找到帮助我国困境上市公司复兴的有效方式。

1.1.2、研究意义

通过对 2012 年-2018 年已经完成破产重整方案的 30 家困境上市公司进行财务数据和企业内部价值的深度实证分析，同时分析了其中 18 家的重整方案的实践重组内容研究，本文主要具有理论和实践两个方面的意义，并在启发读者设计困境上市公司破产重整方案上具有一定的应用价值。

从理论意义分析，本文通过对 2012 年-2018 年完成破产重整计划的 30 家困境上市公司进行实证分析，对比追踪其在破产重整计划完成前与完成后的企业内部增加价值与财务数据的变化，论证我国困境上市公司破产重整模式和绩效的研究。

从实践意义分析，一方面，对于企业重整价值的分析思路，有助于帮助实践中破产重整利益相关方思考企业选择破产重整的应用价值；另一方面，本文通过对困境上市公司陷入困境的原因、实施破产重整计划的重组经营方案的研究与经验总结，有助于启发实践中的相关应用者们进行破产重整方案的设计。

1.2 2019 年、2020 年上市公司破产重整的实效对比分析

1.2.1、2019 年 14 家上市公司申请重整 6 家获得批准重整计划

2019 年法院裁定受理的有 7 家上市公司，包括坚瑞沃能(300116)、*ST 厦工(600815)、*ST 沈机(000410)、*ST 庞大(601258)、*ST 莲花(600186)、*ST 盐湖(000792)、*ST 中绒(000982)。6 家上市公司顺利被法院裁定批准重整计划，包括：坚瑞沃能(300116)、*ST 厦工(600815)、*ST 沈机(000410)、*ST 庞大(601258)、*ST 莲花(600186)、*ST 中绒(000982)。

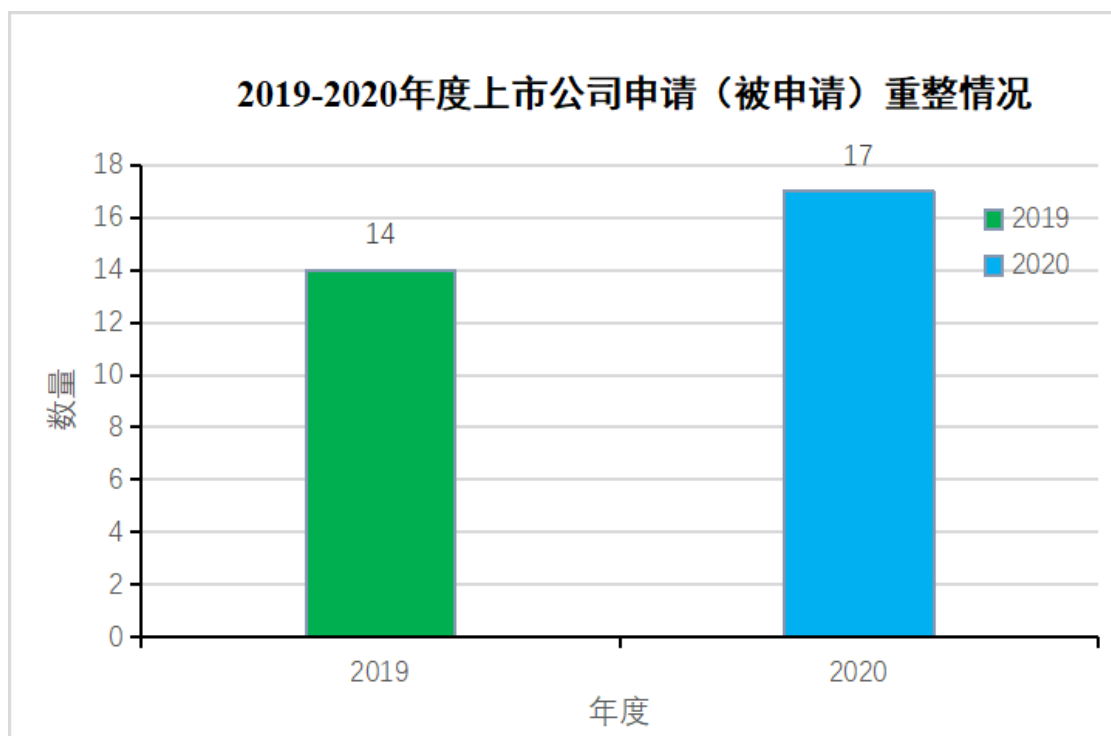
1.2.2、2020 年获得法院裁定批准重整计划的有 17 家上市公司

2020 年申请（被申请）破产重整的上市公司已达 17 家，分别是*ST 安通(600179)、*ST 华讯(000687)、*ST 天娱(0002354)、天宝退(002220)、*ST 力帆(601777)、永泰能源(600157)、*ST 中孚(600595)、ST 索菱(002766)、*ST 刚泰(600687)[4]、*ST 众泰(000980)、*ST 中南(002072)、ST 凯瑞(002072)、天茂退(002509)、*ST

宝实（000595）、*ST 安通（600179）、*ST 雅博（000232）、*ST 贵人（603555）、*ST 恒康（002219）。

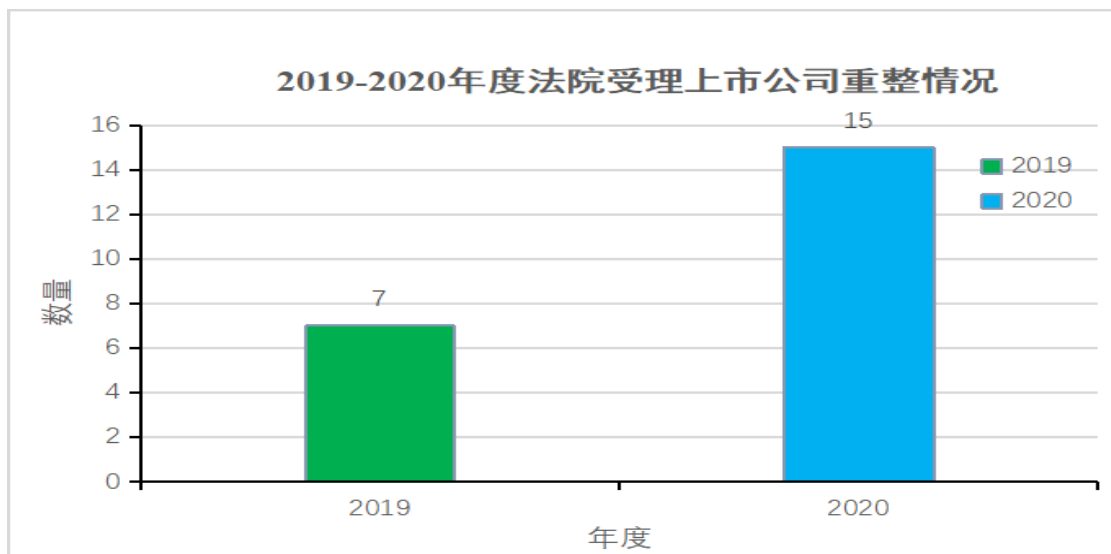
2019 年获得法院裁定批准重整的上市公司 14 家。重整数量方面，2020 年度相比 2019 年度略有上升。

图 1 2019-2020 年度上市公司申请（被申请）重整情况



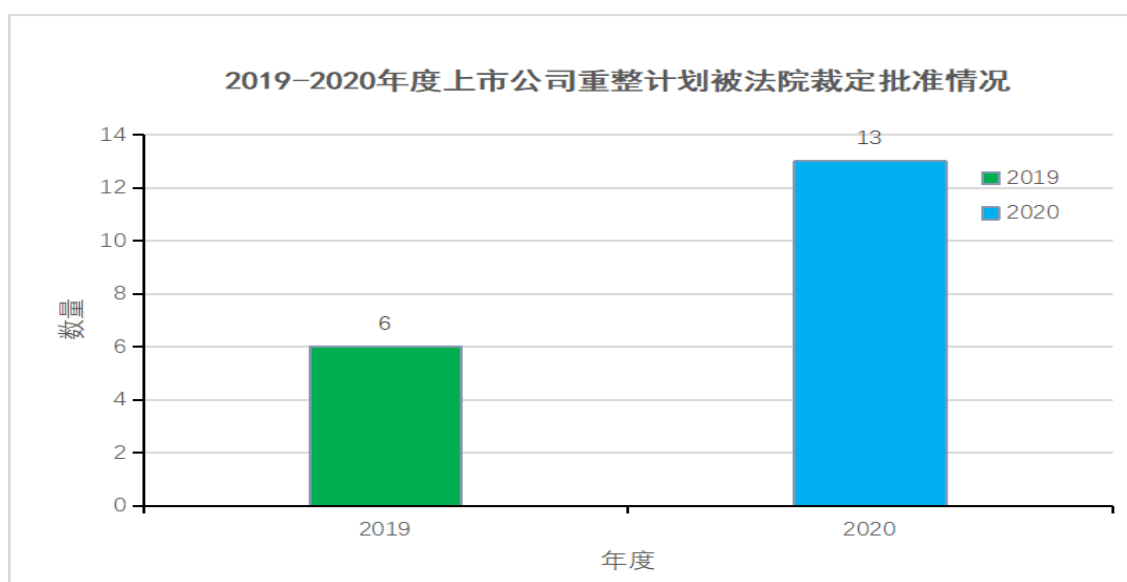
2020 年度我国共有 15 家上市公司的破产重整申请被法院裁定受理，包括天海防务（300008）、*ST 德奥（002260）、*ST 银亿（000981）、*ST 宝实（000595）、*ST 天娱（002354）、*ST 力帆（601777）、*ST 安通（600179）、*ST 飞马（002210）、*ST 永泰（600157）、*ST 利源（002501）、*ST 中南（002445）、*ST 金贵（002716）、天翔环境（300362）、*ST 贵人（603555）、*ST 中孚（600595）。

图 2 2019-2020 年度法院受理上市公司重整情况



2020 年获得法院裁定批准重整的上市公司有 13 家，分别是*ST 盐湖（000792）[5]、*ST 德奥（002260）、天海防务（300008）、*ST 安通（600179）、*ST 天娱（002354）、*ST 宝实（000595）、*ST 飞马（002210）、*ST 银亿（000981）、*ST 金贵（002716）、*ST 力帆（601777）、*ST 永泰（600157）、*ST 利源（002501）、*ST 中南（002445）。

图 3 2019-2020 年度上市公司重整计划被法院裁定批准情况



2020 年我国上述申请破产重整的上市公司的具体概况如下表：

图 4 2020 年我国申请破产重整的上市公司具体概况

序号	上市公司简称	证券代码	公司全称	重整申请时间	法院裁定受理公司重整时间	重整计划批准时间	重整管理人	行业分类	注册地
1	*ST 盐湖	000792	青海盐湖工业股份有限公司	2019/8/15	2019/9/30	2020/1/20	青海盐湖工业股份有限公司清算组	化学原料和化学制品制造业	青海省格尔木市
2	天茂退	002509	天广中茂股份有限公司	2020/2/18	——	——	——	制造业-专用设备制造业	福建省南安市
3	*ST 宝实	000595	宝塔实业股份有限公司	2020/3/20	2020/7/21	2020/11/13	宁夏回族自治区人民政府推荐的有关部门、机构人员组成清算组	通用设备制造业	宁夏银川市
4	*ST 安通	600179	安通控股股份有限公司	2020/3/25	2020/9/11	2020/11/4	安通控股清算组	装卸搬运和运输代理业	黑龙江省齐齐哈尔市
5	*ST 华讯	000687	华讯方舟股份有限公司	2020/3/26	——	——	——	计算机、通信和其他电子设备制造业	河北省保定市
6	*ST 德奥	002260	德奥通用航空股份有限公司	2019/7/23	2020/4/23	2020/5/28	北京市中伦(深圳)律师事务所、广东源浩律师事务所	制造业-电气机械和器材制造业	广东省佛山市
7	*ST 天娱	002354	大连天神娱乐股份有限公司	2020/4/26	2020/7/31	2020/11/6	辽宁恒信律师事务所和辽宁法大律师事务所	互联网和相关服务	辽宁省大连市
8	天宝退	002220	大连天宝绿色食品股份有限公司	2020/5/14	——	——	——	制造业-农副食品加工业	辽宁省大连市
9	*ST 雅博	002323	山东雅博科技股份有限公司	2020/6/18	——	——	——	建筑材料-其他建材	山东省枣庄市
10	*ST 力帆	601777	力帆实业(集团)股份有限公司	2020/6/29	2020/8/21	2020/11/30	力帆系企业清算组	汽车—汽车整车	重庆市两江新区
11	*ST 永泰	600157	永泰能源股份有限公司	2020/8/6	2020/9/25	2020/12/16	清算组	电力、热力生产和供应业	山西省晋中市
12	*ST 贵人	603555	贵人鸟股份有限公司	2020/8/12	2020/12/10	——	贵人鸟股份有限公司清算组	纺织服装、服饰业	福建省晋江市

图 4 2020 年我国申请破产重整的上市公司具体概况（续）

20	天海防务	300008	天海融合防务装备技术股份有限公司	2019/3/21	2020/2/14	2020/9/9	上海市方达律师事务所	专业技术服务业	上海市
21	*ST 银亿	000981	银亿股份有限公司	2019/10/10	2020/6/23	2020/12/15	银亿系企业清算组	制造业-汽车制造业	甘肃省兰州市
22	*ST 飞马	002210	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	2019/9/3	2020/9/17	2020/12/18	北京中伦(深圳)律师事务所	商务服务业	深圳市福田区
23	*ST 利源	002501	吉林利源精制股份有限公司	2019/9/6	2020/11/5	2020/12/11	利源精制清算组	有色金属冶炼和压延加工业	吉林省辽源市
24	*ST 金贵	002716	郴州市金贵银业股份有限公司	2019/12/18	2020/11/5	2020/12/16	北京市金杜律师事务所	制造业-有色金属冶炼和压延加工业	湖南省郴州市
25	天翔环境	300362	成都天翔环境股份有限公司	2018/12/26	2020/12/15	——	北京德恒律师事务所、信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）成都分所	制造业-通用设备制造业	四川省成都市

2020 年，法院批准 13 家上市公司的破产重整计划(草案)，分别是*ST 盐湖(000792)、*ST 德奥(002260)、天海防务(300008)、*ST 安通(600179)、*ST 天娱(002354)、*ST 飞马(002210)、*ST 银亿(000981)、*ST 力帆(601777)、*ST 永泰(600157)、*ST 利源(002501)、*ST 金贵(002716)、*ST 中南(002445)。

2020 年被批准的 13 家资产负债如下表：

图 5 2020 年被批准的 13 家资产负债统计

序号	上市公司简称	资产情况（万元）	负债情况 ¹ （万元）
1	*ST 盐湖	评估总值：4,261,369.11	4,827,260.12
2	*ST 德奥	账面价值：58,163.63 变现价值：38,528.69	56,151.15
3	天海防务	账面价值：148,359.50 清算价值：91,220.41	104,110.42
4	*ST 安通	账面价值：77,774.41 清算价值：44,085.62	9,21,921.6,82
5	*ST 天娱	账面价值：556,351.09 清算价值：98,881.65	751,102.39
6	*ST 宝实	清算价值：60,600	90,310.05
7	*ST 银亿	账面价值：1,437,406.39 清算价值：427,601.86	1,021,577.25
8	*ST 力帆	资产评估总值：384,003.17	1,135,959.77
9	*ST 永泰	账面价值：6,631,917.29 清算价值：2,792,272.44	5,011,493.79
10	*ST 利源	账面价值：273,300.31 评估价值：108,646.61	1,071,087.39
11	*ST 金贵	账面价值：870,684.61 清算价值：259,928.68	1,180,548.73
12	*ST 飞马	账面价值：265,164.17 资产变现价值：116,298.57	1,365,561.38
13	*ST 中南	资产评估值：76,466.79	246,196.14 万元

注：具体数字见公司破产重整计划（草案）。

1.2.3、2020 年度上市公司预重整情况概览

2020 年，南京市、苏州市、厦门市中级人民法院等十余个地方法院先后出台关于预重整的工作指引，对预重整制度予以细化规定。

从实践层面，2020 年上市公司申请（被申请）预重整、法院决定启动预重整、披露重整计划预案等的情况如下：

图 6 2020 年度上市公司预重整情况概览

序号	股票简称	股票代码	申请破产重整的法院	预重整申请人	预重整申请时间	法院决定启动预重整时间	预重整管理人	重整计划预案披露时间	重整申请人	重整申请时间	法院受理申请时间	重整管理人	重整计划批准时间
1	*ST德奥	002260	广东省佛山市中级人民法院	公司自行申请	2019/7/22	2019/9/2	北京市中伦（深圳）律师事务所（联合方广东源浩律师事务所）	2020/4/8	债权人-张小东	2019/7/23	2020/4/23	北京市中伦（深圳）律师事务所、广东源浩律师事务所	2020/5/28
2	*ST利源	002501	吉林省辽源市中级人民法院	--	--	2019/9/9	吉林省启明破产清算有限公司公司担任临时管理人，后由公司清算组担任临时管理人	--	刘明英、李春霖	2019/9/6	2020/11/5	公司清算组	2020/12/11
3	*ST飞马	002210	深圳市中级人民法院	公司自行申请	重整申请后，未披露具体时间	2020/1/23	北京市中伦（深圳）律师事务所	未披露	债权人-深圳宝安桂银村镇银行股份有限公司	2019/9/3	2020/9/17		2020/12/18
4	*ST中南	002445	江苏省无锡市中级人民法院	公司自行申请	2020/5/25	2020/5/25	江苏方德律师事务所	2020/9/17	公司自行申请	2020/5/25	2020/11/24	江苏神阙律师事务所、江苏正卓恒新会计师事务所有限公司	2020/12/25
5	*ST安通	600179	福建省泉州市中级人民法院	公司自行申请	2020/7/31	2020/8/3	安通控股股份有限公司清算组	未披露	债权人-中航信托股份有限公司	2020/3/26	2020/9/11		2020/11/4
6	ST索菱	002766	广东省深圳市中级人民法院	公司自行申请	2020/8/21	2020/12/16	北京市金杜（深圳）律师事务	--	建华建材（中国）有限公司	2020/8/21			
7	*ST贵人	603555	泉州市中级人民法院	泉州市奇皇星五金制品有限公司	--	2020/9/4	公司清算组	--	泉州市奇皇星五金制品有限公司	2020/8/12	--		
8	*ST众泰	000980	浙江省永康市人民法院	浙江永康农村商业银行股份有限公司	2020/9/16	2020/9/21	浙江京衡律师事务所	--	浙江永康农村商业银行股份有限公司	2020/10/10	--		
9	*ST中新	603996	浙江省台州市中级人民法院	中国工商银行股份有限公司台州分行	2020/11/20	2020/11/20	浙江天册律师事务所、中汇会计师事务所（特殊普通合伙）、北京中银（台州）律师事务所	--	--		--		

上表 9 家上市公司的预重整计划得到法院批准，法院批准了 5 家的重整计划。分别为 *ST 德奥、*ST 利源、*ST 飞马、*ST 中南、*ST 安通。需说明的是，*ST 利源的预重整申请及法院决定启动均发生在 2019 年，但*ST 利源重整被受理系发生在 2020 年，因此一并统计。相比 2019 年仅有*ST 利源、*ST 德奥共计 2 家上市公司被法院决定启动预重整，2020 年上市公司启动预重整的数量大幅增加，这一方面与经济下行大环境下企业破产重整数量大幅增加有关。上市公司破产重整出需要提交《破产法》规定的资料外，还需有《重整预案暨重整可行性报告》、证券监管部门的指导意见、住所地政府出具的维稳预案、职工安置方案等在内的申请材料；从程序上上市公司所在地政府须将申请材料层报至省级政府，由省级政府商请证券监督管理部门同意，再由证券监管部门同意并函至最高院审查。

从预重整的申请人来说，债务人申请破产重整毋庸置疑。在 2020 年的上市公司预重整，多是由债务人自行申请。目前法律对于预重整制度并未有明确细化的规定，目前仅可参见各地法院公布的关于预重整的工作指引，如浙江省高院 2019 年 12 月发布的《破产案件管理人指定工作规程》第 27 条明确规定，是在重整申请前申请预重整，如*ST 众泰、*ST 中新；有的是在重整申请后提出预重整申请，如*ST 安通。预重整如火如荼发展的同时，也有许多问题涌现，比如预重整概念的界定、预重整申请人范围的界定、预重整管理人的工作内容界定、预重整期限的统一等等，尚需全国统一制度能够及早落地，从而可以更好指导预重整实践。

1.3 国内外文献综述

1.3.1 国内文献综述

国内读者对于上市公司破产重整的相关研究主要可以归纳为三个主题方向：分别对破产重整制度的法律问题研究、从破产重整相关方利益保护视角进行研究、针对困境上市公司的破产重整绩效分析与研究。

一）中国破产重整的探讨和法律制度研究

王欣新（2007）主要从破产重整立法的角度，对于债务人的出资人权利以及债务人执行重整计划的监督问题进行分析研究。

邹海林（2007）主要对我国再生企业制度方式进行分析和研究，其分别对破产清算、破产重整和破产和解三大制度进行深入分析，介绍其理论观点，实践挑战和各自的优劣利弊。

胡燕（2013）主要从上市公司破产重整阶段控制权的问题就行分析，其提出，破产重整阶段，困境上市公司的控制权呈现双层结构的特征，但是在实践中，往往债权人的控制权可能被地方政府和法院等公权力机构侵占，并以此提出相关建议。

王洲（2012）以咸阳偏转为个案研究，分析其在深圳交易所的公告文件等相关破产重整过程，从而总结出个案在破产重整中出现的债权人表决权分组机制僵化的问题，重整制度被工具化的现象等问题，并给出破产重整和资产重组完成无缝对接的制度、上市公司退市制度等意见。

周陈，薛智胜（2019）则是从破产重整制度是化解不良资产的良好手段视角出发，对破产重整制度中，债转股方式进行了深入介绍和研究，并提出了预重整方案能够帮助困境

企业最大程度的通过重整计划。

二）从破产重整相关方利益保护视角进行研究

汪世虎（2007）主要从保护破产重整程序中，债权人的合法利益平衡出发来进行研究。其全文深入分析了债权人表决的相关程序和存在的问题，并指出，从经济学视角分析，法院的强制批准重整计划有助于提升破产重整的效率问题，且避免债权人“钳制问题”和“搭便车现象”损害整体破产重整计划的价值。

齐明（2009）主要从破产重整阶段，困境公司治理的视角进行分析研究。其指出，在破产重整阶段，由于公司内部治理存在异常状态，因此，其借鉴美国破产法的相关规定进行分析，并给出公司治理的建议。

赵泓任（2010）主要对破产重整计划的可行性进行分析研究，其指出，一个良好的破产重整计划应当具有科学性、公平性和程序性。重整计划要完成债务的清偿和困境企业的复兴两大任务。其分别从实体要求可行的角度和程序保障的视角提出建议。

乔博娟（2014）从税收优惠的角度对企业破产重整的问题进行研究，其提出困境企业进行破产重整方案的资产重组、债务重组以及股权转移等处置方案不应该像正常企业一样的标准被征收税收。其分别从一般性税收优惠政策和特殊性税收优惠政策对破产重整企业给出应用建议。

赵菁（2018）以重庆钢铁破产重整案中对于金融债权人的成功实践为视角进行分析，介绍重庆钢铁案中，金融债权人实现的“银、府、院”协同合作，最终取得良好重整效果的

方式。并给出债权人也应当参与重整计划的制定以及构建债权二级交易市场的构想。

董新义（2020）年针对债转股重整方案下，实施法院强制批准制度对相关债权人造成的损害分析。其提出法院在适用强制批准之前，应当分事前、事中、事后对债转股的债权人进行保护，并建议实施听证制度，给予充分救济途径。

于春露（2021）从银行债权保护的视角出发，提出了现有破产重整实践中，对于金融债权人所面临的问题；比如债转股价格明显高于破产重整投资人的价格，面临亏损的情况；担保债权减损严重的问题。并给出了细化相关重整计划股权、信托计划的退出方案建议；维护担保债权的价值以及严格避免上市公司为恢复业绩指标而转移债务承担的行为。

郭静怡（2021）以困境上市公司莲花健康重整案为案例出发，对如何提供上市公司的重整效率以及相关利益参与主体的保护问题进行分析，并给出要减少地方政府对破产重整的行政干预，以及认为重整投资人的资金只能解决一时之急，从根本上实现企业复兴需要复兴企业主营业务。

（3）困境上市公司的破产重整绩效分析与研究

尹秀超，周洪荣（2012）研究上市公司不同管理人模式参与破产重整的管理对上市公司股价市场效应的影响，发现由政府等相关行政机构部门组成的清算组作为管理人对于市场的信心反应最为良好，其累计超额收益率最高。这是文章对 2007 年-2012 年近 30 家沪深两地的上市公司进行分析研究得出的结论。

万良永，朱武祥（2013）以宝硕股份案例做出的研究，指出落后的执法欢迎可能会导致破产重整后执行效率的低下，从而影响整个破产重整复兴计划的效果。并从市场化博弈；

有效监督和管理重组方的时候行为；提升执法环境的效率三个层面给出建议。

王治政（2015）主要对困境上市公司选择破产重整还是债务重组方式化解债务危机进行分析 and 研究，进而总结困境上市公司在选择债务重组和破产重整方式的不同条件和环境。

颜子（2015）以中核钛白的摘帽之路作为文章展开分析的主线，通过对中核钛白公司成功的破产重整模式进行分析研究，让读者对“托管+重整+重组”的创新重整模式的应用获得启发。

1.3.2 国外文献综述

Lubomir L, (2002)认为导致正常经营的企业陷入困境的原因大体分为三类：第一类原因是资产结构的不合理，即企业内部外部资源要素的建构模式不科学，没有经济效率（因此需要通过破产重整引入重组方来使资源要素得到合理运营）；第二类原因是资本结构的不合理，即企业的资产负债结构不科学，长期负债与短期负债比例不科学（如由于盲目扩张导致的过高财务杠杆比率）；第三类原因是管理层的经营管理不善（需要重新规范内部控制和管理的机制制度，提升经营管理效率）。

Wruck. (1990)统计研究了导致公司陷入困境的外部原因和内部原因，其中从外部视角分析，经济不景气、行业进入衰退期是外部环境造成困境的原因；从内部视角分析，企业管理层的经营不善是导致公司陷入困境的内部原因，其中内部原因管理问题是导致企业陷入困境的主要原因。

Dahiya. (2003)对 1988 年-1997 年申请重整的 538 家困境上市公司进行实证分析和研究，发现规模和经济体量越大的公司，就越有可能选择破产重组的方式进行复兴，原

因是因为企业运营历史越久远，规模越大，其所具备的营运价值和品牌影响力也就越大，因此更加具有重整价值。其还指出，并且在破产重整过程中，执行债务人能否通过 DIP 的模式进行有效筹资是导致公司能否通过破产重整复兴的主要原因。

第五节 国外债务重整制度及对中国市场的借鉴摘要

一、国外上市公司债务重整的制度发展

1、美国、加拿大企业破产制度和体制的情况

1)破产立法情况

美国破产立法：美国破产法律主要有 1978 年颁布的《美国破产法》和 2005 年的《防止破产滥用及消费者保护法》。

美国破产案件分为六种类型：

（1）破产清算案件、（2）市政机构破产案件、（3）个人或企业重整案件、（4）农户、渔户等农场主的债务整理案件、（5）有固定收入之自然人的债务整理案件、（6）跨境破产案件。

加拿大有两部破产法律，《加拿大破产法》和《加拿大企业重整法》。

2)政府在破产工作中起到主导重要作用。

3)法院的依法审判是统一规则和依法治理的有力条件。

4)管理人制度是破产重整的重要基础。

5)确保真实有效的破产重整是实施重整计划的保障。

破产制度要建立在真实有效的基础上，根据美国、加拿大等世界各国的法律都规定了，债务人如实陈述义务，对债权债务、财产等都要真实、充分的信息披露。

美国纽约南区破产法院 2018 年以来，有不低于 2%的个人债务人和 1%的企业债务人因为欺诈被追究责任。

6)破产重整是新型的债务重整，已经作为全球金融竞争手段

二、美国对困境企业债务重整的做法以对我国债务重整的借鉴

1、中美两国债务重整的政策法律的差异

中国是大陆法系，美国是案例法国家。美国《破产法》第 11 章是企业破产重整的内容，中国有独立的《破产法》。

中国困境企业主要债权人是商业银行，大多涉及债转股。美联储准则 5.36 规定，符合《美国法典》第十二卷第二十四章的规定和法规，允许开展多种股权投资。

2、中美两国在债务重组的税收政策上存在较大的区别

1) 美国联邦税法规定，债务解除这部分收入将不会被包括在总收入中。中国的《企业债务重组业务所得税处理办法》(国家税务总局令[2003]6 号) 规定，债务人的债务重组所得，计入企业当期的应纳税所得额中；债权人的债务重组损失，冲减当期应纳税所得额。

2) 美国联邦税法第 382 节规定，债转股情况下导致债务人所有权变更后，其原税务亏损可以得到税法上的支持，并可以在未来 2-20 年进行税前抵扣。

中美两国的《破产法》有许多接近的地方。美国《破产法》第十一章是帮助困境企业通过重组实现复兴。

中国破产企业的重整是管理人管理企业，美国是由债务人继续对企业进行管理。

1.4 研究思路和方法

1.4.1 研究思路

本文的论题是从破产重整角度出发来研究复兴我国困境上市公司的有效方式，因此，本文首先从我国上市公司陷入困境的原因入手，分析总结导致我国上市公司陷入困境的外部因素和内部因素，财务因素和非财务因素。

针对这些导致的上市公司陷入困境的原因，本文又分别总结对比分析了帮助困境上市公司走出困境的路径方式，从对债务重组、资产重组、破产清算和破产重整方式进行比较分析后，总结发现，破产重整是我国困境上市公司实现复兴最有效的方式。

随后对破产重整的定义、特征和价值进行深入分析，又对我国上市公司实行破产重整的相关法律制度规范进行梳理，总结了我国困境上市公司进行破产重整的特殊性程序和原因。接下来对沪深交易所 2012-2018 年进行破产重整的困境上市公司进行案例重组方案的研究和财务数据、企业内部经济增加值的实证分析，又将采用经营保留、借壳上市两种不同破产重整模式的困境上市公司分类对比，用数据论证了破产重整是实现我国困境上市公司复兴的有效方式。

我们总结了相关成功的破产重整操作经验和对破产重整执行、设计过程中的思考建议。从而启发读者更好地运用破产重整方式来实现我国困境上市公司复兴。

1.4.2 研究方法

一）案例分析法

本文通过对沪深交易所 2012-2018 年已经完成的困境上市公司破产重整经营方案的深入分析，从重组方选择，重整资金的来源渠道和经营调整方案的成功宝贵经验中做出了总结。通过案例研究分析方法，能够深入了解每一个成功破产重整公司案例背后的外部条件，内部参与主体，以及动态合作与博弈的过程。

二) 实证分析法

本文通过采用 EVA 值统计方法,对 2012-2018 年沪深交易所 30 家完成破产重整计划的困境上市公司进行实证研究,并与净利润经营指标进行对比,论证了破产重整对于困境上市公司走出困境,实现复兴的有效性。

三) 文献研究法

本文采取文献分析方法,分析了 30 家沪深困境上市公司的相关公告、破产重整计划、并运用国泰安、Wind、上海交通大学和 ASU 图书馆的数据库下载了超过百篇文献,分别对上市公司陷入困境的原因主题、困境公司复兴的有效方式主题、破产重整的法律制度分析、破产重整过程中的相关人利益保护主题、破产重整案例及绩效分析主题等文献进行全面综合的分析和总结。

1.5 文章结构安排

全文为八个部分,主要内容有以下:

第一章 绪论 全文研究的背景和意义,相关文献进行综合分析和思考。

第二章 理论基础和文献综述 分析我国上市公司陷入困境的成因,从内部与外部,财务与非财务不同视角展开。并对比分析了债务重组、资产重组、破产清算和破产重整复兴方式的异同优劣,总结得出破产重整是实现我国困境上市公司的有效复兴方式。

第三章 分析我国破产重整制度的概念界定与理论基础。对我国困境上市公司破产重整程序的分析。

第四章 对我国沪深交易所 18 家运用不同破产重整模式的困境上市公司的重整经营方案进行实践研究,总结和分析其成功的经验和模式。

第五章 运用 EVA 经济增加值、净利润指标分析方法，对我国 2012-2018 年沪深两市完成破产重整的 30 家困境上市公司进行实证分析，进而论证了破产重整对于困境上市公司复兴的有效性。

第六章 退市新规对上市公司重整的影响。

第七章 对我国困境上市公司进行破产重整的成功经验做出总结。

第八章 对困境上市公司采用破产重整模式实现复兴给出建议。

第二章 我国上市公司困境成因与复兴方式分析

2.1 上市公司陷入困境的成因分析

中国注册会计师协会公布的资料显示：截止 2021 年 4 月 30 日，2020 年年报审计报告，共有 4299 家上市公司公布了审计报告。4156 家上市公司的报告类型是无保留意见的审计报告，110 家上市公司是保留意见的审计报告，33 家是无法表示意见的审计报告。对其中 30 家无法表示意见的上市公司的财务报告进行了统计，分析上市公司财务困境的成因。

表 1 无法表示意见的审计报告财务困境成因分类表

序号	困境成因影响	家数
1	经营能力持续变弱	15
2	违规担保、负债过重、诉讼未决	19
3	证监会立案调查中	10
4	内部控制失效	7
5	关联交易与股东资金占用	16
6	其他	6

数据来源：2020 年度上市公司财务报告

通过对 30 家财务审计报告无法表示意见的上市公司的财务报告进行分析，我们发现五大类原因导致审计机构对上市公司出具了无法表示意见的审计报告。

他们分别是经营能力持续变弱；违规担保、负债过重、诉讼未决；证监会立案调查；内部控制失效；关联交易与股东资金占用。

表 2 财务困境内外部原因

	内部原因	外部原因
财务原因	1、资产状况差，资产组成不合理 2、重大项目投资失败 3、盲目扩张，杠杆融资 4、负债比例过高 5、主营业务缺乏竞争力、收益质量差 6、关联交易，股东占用资金，违规担保	1、宏观经济环境对业务发展的影响 2、政策法规因素的影响
非财务原因	1、治理结构不科学，内部控制失灵 2、经营计划不合理 3、关联交易，股东占用资金，违规担保 4、盲目扩张，杠杆融资	1、行业与技术因素的影响 2、宏观经济环境对业务发展的影响 3、政策法规因素的影响

出现五大类财务困境成因有许多因素，有外部因素也有内部因素，按照财务要素作为标准，又可以分为财务因素和非财务因素两个因素。内部原因、外部原因、财务因素、非财务因素四个不同的角度，分析导致这五大类财务困境成因，内涵和外延既有交叉又有区别，因此，多视角的分析理解，有助于我们更发现造成上市公司陷入困境的原因。

2.1.1 外部因素和内部因素

一）外部因素

1、宏观经济环境对上市公司业务发展的影响

货币政策，利率汇率的走向，国际关系以及公共卫生突发事件都可能严重影响公司的主营业务发展计划。因此，企业在制定经营发展战略时，要首先考虑国家宏观的经济运行情况，

判断企业的发展规划与宏观经济发展变化是否相适应，否则企业将很容易陷入财务困境，尤其是周期性行业、对外进出口行业表现尤为突出。

2、产业政策和法律法规因素的影响

上市公司所在行业的国家产业政策、法律法规、税收政策、监管规则、会计准则、证券交易所的相关规定等等，都会是影响上市公司财务困境的重要因素。

3、行业与技术因素的影响

技术革新，产业升级会导致所处行业的公司利润、市场份额占比发生变化，若上市公司不能根据行业的客户新需求及时灵活调整产品服务，无法在技术革新的趋势中快速升级产品服务，将可能导致利润下降，市场份额降低，最终陷入财务困境。

二）内部因素

1、治理结构不合理，内部控制制度不落实

上市公司流通股股东较为分散，公众股东对于上市公司的内部治理无法形成良好的监督和控制，上市公司的控制权常常由大股东控制，内部控制失灵风险大。且重要的大多数董事会席位往往由大股东控制，公众股东缺乏对公司经营决策的话语权。

2、经营计划不合理

我国上市公司的经营管理层可能由于经营理念不够科学，方法经验不够成熟，常常出现盲目追求利润，扩大企业生产规模而来不及根据市场变化调整经营计划的现象，从而陷入财务危机。

3、大股东占用资金、关联交易、违规担保

控股股东在上市公司经营决策中一股独霸；此外，股东占用大量上市公司的资金也是造成上市公司陷入财务困境的重要原因，在上述 30 家无法出具意见的财务困境上市公司中，有超过一半的公司困境原因之一是由于关联交易和股东资金占用。

4、盲目扩张，杠杆融资

上市公司陷入财务困境的又一重要原因是因为负债过重，长期入不敷出、盲目进行扩张、杠杆并购等。中国公司并购最大的特点是非相关性产业并购，盲目求大求全，没有相关产业知识结构的积累往往容易导致高溢价收购，低效率经营，从而产生巨大亏损。

2.1.2 财务因素和非财务因素

1、财务因素

财务指标是反映上市公司经营状况和陷入困境最直观的体现。通过对我国困境上市公司的财务报告进行分析，总结出以下财务指标异常的因素：

第一类因素：资产状况差，且结构不合理

资产状况的好坏直接反映了一家公司的未来的盈利前景、资产变现能力和组织要素生产的运用效率。有助于对一家公司的价值、偿债能力和发展前景的做出判断。

第二类因素：负债比例过高

过度负债将导致公司利润的大部分用于偿还债务，一方面不利于企业的稳定灵活发展，另一方面降低了企业应对经营危机和市场波动的能力，容易引发支付危机，从而导致财务危机，陷入困境。

第三类因素：主营缺乏核心竞争力

主营业务是上市公司持续健康发展的经营保障，也是上市公司的根本核心竞争力。但一些上市公司在上市融资后获得了大量资金，盲目进入其他行业，导致主业竞争力下降，主营业务竞争力的下降将影响上市公司的可持续经营与发展，企业在面临市场波动和经营危机时很容易陷入困境。

第四类因素：重大项目投资失败

采取非产业相关性的多元化投资并购战略和盲目追风扩大企业规模是上市公司出现重大项目投资失败的原因。重大投资项目往往聚集了上市公司大量人力、资金要素，一旦项目失败，将会导致上市公司现金流紧张，容易引发债务兑付危机，陷入困境。

2、非财务因素

财务因素是上市公司陷入困境的直接原因，但是非财务因素在很多时候才是导致上市公司陷入困境的深层次原因，正是在非财务因素的影响下，才使企业的财务审计报告出现相关财务会计科目的异常。

阿根提在其著作《企业破产：原因与征兆》之中，总结了企业失败的八大原因。这八大原因分别为（1）企业内部的管理制度有缺陷（2）财务与会计管理制度存在问题（3）公司对外部经营环境的变化反应速度过慢（4）公司的创新与应变能力不足（5）过度经营管理（6）盲目投资项目（7）不合理的杠杆经营（8）一般性经营风险。

正如阿根提在其著名中总结的八大导致企业破产的原因，这也是使得上市公司陷入困境的非财务因素，深层次因素。企业内部管理制度的不科学企业组织和生产提供产品服务效率低下；财务制度漏洞则使得企业实现有效的内部控制；创新能力和应变能力不足使得企业满足不了市场的需求，产品和服务的竞争力下降，企业很容易陷入困境。

当上市公司陷入困境后，我们可以通过何种方式来拯救复兴陷入困境的上市公司呢？

对复兴上市公司主要有资产重组、债务重整、破产清算等方式和手段，下面对几种复兴方式的优劣势进行分析和比较。

2.2 我国困境上市公司复兴方式对比分析

2.2.1 债务重组

债务重组是债权人与债务人重新达成和解协议，对债务进行重新安排，以期达到解决债务人财务危机，实现按期还本付息的条件。

债务重组的常见方式主要包括，以资抵债；债务转化为债务人的股权，比如修改利率，免除利息，减少本金等。

从债务重组的内外部参与主体角度划分，债务重组还可以分为外部重组和内部重组，外部重组是通过政府与相关利益方的参与来拯救陷入困境的企业。

以中国长城资产参与主导困境公司中国铁物的债务重组项目为例，中国铁物是一家具有较高科学技术水平的专业化铁路生产性综合公司，2016 年由于大宗商品市场价格的波动和主营产品市场需求的下降，中国铁物面临巨额债务违约。中国长城通过与中国铁物协商签订《合作框架协议》将债务进行重组。为了避免中国铁物资金链断裂，维持和发展经营业务，中国长城为中国铁物提供 100 亿元的流动资金。经过债务重组后，2017 年，中国铁物的利润达到 9.9 亿元，负债率显著降低。

债务重组方式本质只是对企业债务问题的缓解，但并不能从根本上帮助企业恢复活力和经营增长。该种方式是债权人牺牲其预期收益来对企业的债务压力进行缓解，对于债务

人来说风险巨大，若困境企业无法从经营上恢复活力，债权人及利益相关方可能面临亏损扩大的风险，因此，债务重组的效果取决于企业自身能否恢复经营增长。

2.2.2 资产重组

资产重组的内涵是企业资产的持有者、所有权人与企业外部主体之间进行的，对企业资产要素资源进行重新组合、配置的过程，本质是对存量资产要素资源进行再配置，通过改变资产要素在不同所有制之间，不同产业之间，地区之间，企业之间的配置建构，来实现产业结构的优化和资源效率的提升。

资产重组的方式主要有四种：

收购兼并类：上市公司通过定向增发扩股、收购其他公司的股权或资产等方式，达到改善上市公司财务报表和拓宽经营业务的方式。

股权转让类：通过引入新的战略投资者来帮助公司达到经营管理和业务的升级。

资产剥离类：资产剥离分通过资产剥离或出售股权等方式，帮助公司获得收益，减轻公司经营业务上的债务负担。

资产置换类：上市公司资产与外部公司资产或者股权的互换方式。

除此之外，股份回购、拆分公司组织、租赁等也是资产重组的表现形式。

以宁波富达资产重组为例，出售了其旗下房地产业务，成为一家以城市商业地产和水泥等建材制造为主营业务的上市公司。

其资产重组的动因主要是以下几点，房地产行业利润收窄；行业集中度高，中小区域房企竞争劣势明显；产业结构升级与转型需求，房地产业务的亏损成为公司利润的主要拖

累。其资产重组方式帮助企业重新获得了资金，减轻负债，聚焦主业，增强了经营能力与企业竞争力。

但资产重组的作用发挥也受到相关条件的制约，一方面企业要有可重组的优质资产，另一方面企业的债务结构不能过于复杂。对于没有良好资产持有与债务问题复杂的公司，就无法吸引外部优质资产的重组。

2.2.3 破产清算

破产清算的内涵一般定义公司债务人丧失清偿能力时，由法院采取强制执行的方式清算其资产，按照法定清偿顺序公平清偿全体债权人的法律制度。

因此，破产清算方式会导致困境上市公司主体法人资格的消灭，其仅仅能通过清算价值来偿还债权人的少部分债权，无法实现困境上市公司的复兴。

2.2.4 破产重整

我国破产重整的直接法律内涵来自 2007 年 6 月颁布的《企业破产法》，对重整的申请制度、重整期间、重整计划的制定与批准规则进行了规定。

破产重整是在公司无法清偿到期债务后，债务人或者债权人可以向法院申请重整，并提交重整计划。经过重整程序，实现公司债务的调整和企业内部经营管理的调整，并最终在法律保护效力的形式来保证破产重整计划的执行，从而达到使困境公司恢复正常经营的目的。

破产重整与前面几种复兴方式相比，最大的优势在于法律的强制执行力与多种重组方式势集一身的特点。无论是资产重组，债务重组都可以在破产重整阶段写入破产重整计划，

然后以法院裁定的方式保证其执行力，此外，其还有力地保证了重整投资人的债权优先清偿，有助于吸引更多重整投资人的加入。

债务重组是债权人与债务人之间达成的合意契约，其通过修改债务履行的条件来帮助债务人缓解支付清偿危机，但无法从根本上帮助债务人完成“造血”功能，而且债权人可能面临损失加剧的风险；

资产重组需要对于债务人有一定的要求，一方面要求其有良好的经营管理能力，另一方面要求其持有有价值的资产，而当上市公司陷入深层次债务困境时，其往往内部管理混乱，生产经营停滞不前，价值资产较少，战略投资者投入的资金也很难得到优先清偿，因而资产重组实施的难度较大；

破产清算清偿率极低，上市公司法人资格消灭后，无法实现复兴。

只有破产重整能够同时实现重整投资人的重整投资优先清偿的法律效力，且重整计划得到法律强制力的保障，且在重整计划中，可以实现债务重组和资产重组多种方式或者混合方式的运用，从而帮助困境上市公司减轻债务压力，实现内部经营管理的调整。因此，破产重整是实现我国困境上市公司复兴的有效方式，接下来全文将对我国的破产重整制度，困境上市公司通过破产重整走向复兴的重整模式进行分析，对其重整财务数据表现进行实证分析。

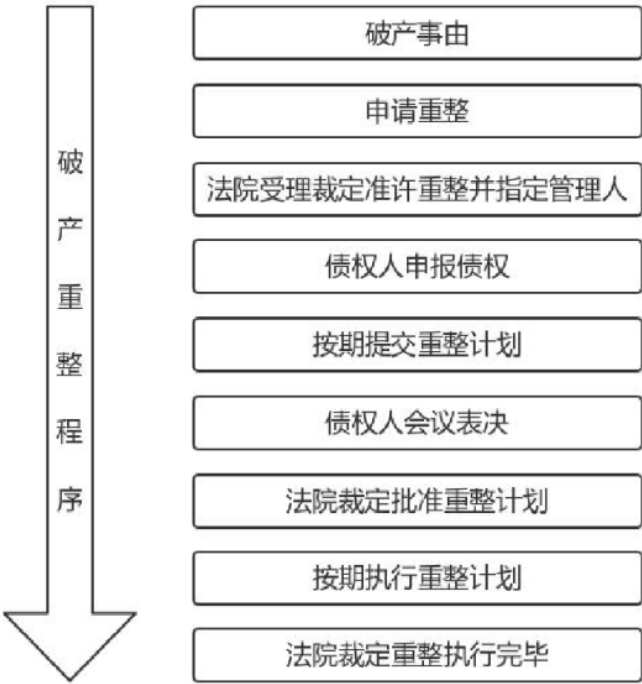
第三章 我国上市公司破产重整制度的分析研究

3.1 破产重整制度的基本性问题概述

3.1.1 破产重整制度的概念和破产重整的理论基础

破产重整的直接法律规定来自我国《企业破产法》第八章，其启动对象通常是专门针对一些可能或者已经具备破产原因，但又仍然具有维持企业运营价值和恢复再生可能的公司。

图 7 相关公司破产重整流程



支持企业进行破产重整的理论基础主要有三大学说观点：

营运价值论：现代企业是各种资源要素配置的结合体，营运价值则是结合体配置成本与历史经营发展的累积价值。当困境企业面临破产清算时，企业资产的组合价值大于资产清算的价值时，进行破产重整有助于保护营运价值，待经济周期恢复，则有助于企业真实

价值的实现；而当企业资产组合价值小于资产清算的价值时，说明企业已经失去了恢复正常经营的能力，此时就不再具备营运价值，也就不具有破产重整价值的基础。

利益共同体论：困境企业的破产重整涉及到多方利益主体的参与，各方的价值追求也各不一样。如果通过破产重整只能使得债权人提升清偿比率，那企业可能会选择破产清算。只有当重整计划能够满足债权人、重整投资人、债务企业出资人、债务人企业和政府等多方利益时，才有可能被通过和支持，实现困境公司的复兴。因此，破产重整也被看作是利益平衡方案的成功实践。

社会政策论：政府帮助困境公司实现复兴的主要目标是为了维护社会稳定，保护社会的公共利益。而社会的公共利益可能涉及到员工的就业岗位、环境保护、地方税收、经济发展的带动、技术进步等多个维度。因此，实现破产重整计划的复兴目标，要想得到政府的支持，需要从维护社会稳定，提升社会公共价值的目标去思考。

3.1.2 破产重整制度的特征分析

多元化的破产重整目的

从政府角度出发，困境公司进行破产重整有助于社会资源的优化配置，提供就业岗位、增加政府的财政税收、稳定社会就业率等。

从债务困境公司的角度出发，破产重整是为了帮助企业缓解减轻债务压力，恢复企业的正常经营和发展；甚至引入战略投资者与重整方来拓展公司的业务模式。

从债权人的角度出发，债务重整计划的实施有助于帮助债权人收回债权，提高清偿的比例收回更多资金。

从法院的角度出发，破产重整计划有助于实现法的社会教育价值目的，实现法律对合法债权的保护与促进重整计划的实施。

综合而言，破产重整事件可能涉及多种不同目的主体的参与，多方利益数量主体的参与，因此涉及多元目的的实现与平衡。

特定化的适用范围

按照我国《企业破产法》的规定，破产重整仅仅适用于企业法人，其他主体并未规定适用范围内。而美国的法律规定范畴更加多元合广泛，本文认为应该适用 非企业法人之外的其他组织。

特定化的申请主体

向法院申请破产重整的主体人资格是有限制的，根据我国《企业破产法》的规定，债权人、债务人可以作为申请陷入困境企业的破产重整，持有困境公司股权超过十分之一的出资人也可以申请企业破产重整，包括银行及非银行金融监管机构等债权人都可以向人民法院提交破产申请。

优先效力的重整程序

破产重整计划得到法院裁定批准后，可以解除以前的诉讼冻结、查封和资产保全等措施，这是鼓励帮助困境企业走出困境，恢复正常的生产经营；重整投资人的重整融资还具有相比于其他普通债权的优先清偿效力。

3.1.3 破产重整制度的价值分析

破产重整制度从维护社会利益的本质出发，不仅注重破产公司的“起死回生”，更加强调在破产重整过程中所产生的正向社会价值和影响。

破产重整的过程是一项系统工作，复杂社会关系、法律关系、经济关系，相关主体的利益诉求纷繁交织，在化解问题过程中难免产生价值冲突，而破产重整正是通过法律的强制执行力和各方协商建构的重整计划来有效解决各主体利益价值的冲突，实现困境企业的恢复。

破产重整制度平衡利益主体的价值冲突。当公司陷入困境，面临破产危机，各方主体由于权利利益的不一致性，产生的冲突纠纷可能非常尖锐。而困境公司的剩余资产却是有限的，有限的资产导致了各方利益主体的竞争。但当困境公司进入破产重整之后，企业的复兴目标将各方的利益诉求统一为一个整体，重整融资人带来新的资金缓解利益冲突，此时更有助于形成一个友好协商，通力合作的对话平台，共同为挽救困境公司努力。

困境公司如果选择破产清算，将造成原有要素资源的构建结构消灭，职工失去工作岗位，社会资源闲置的问题，而通过破产重整的方式使得困境企业复兴能够避免增加失业人口，稳定社会，增加政府财政税收，因此其能够维护社会的整体利益。

破产重整制度有助于效率价值实现。效率价值的实现可以分为社会层面和微观主体层面，破产重整是对困境企业的复兴方式，困境公司在过去的经营过程中积累了大量市场、行业、政策知识结构，重整存续有助于让这些知识要素发挥效率价值，且能够帮助重组方更低成本的进入一个行业。而对于社会，则有利于提供工作岗位，增加政府财政收入和提高债权人的清偿比率，维护社会的整体利益。

3.2 我国困境上市公司债务重整制度探讨

3.2.1 上市公司破产重整的特殊性

我国的《破产法》没有规定特殊的制度将上市公司破产重整作为专门适用的对象，但随着证券市场的不断成熟，投资者保护制度的日益完善，上市公司的破产重整不仅涉及到企业的破产问题，还将涉及到公众投资者的保护问题，上市公司及时的信息披露问题，破产重整计划表决通过的特殊程序要求以及上市公司所在地方政府对重整的支持态度问题等。

因此，困境上市公司进行破产重整不仅仅需要考虑破产法对于企业重整制度的相关要求，还需要考虑证券交易所的特殊规定，中小投资者的保护问题，注册地所在的当地政府企业经营发展和金融环境的政策等。

3.2.2 上市公司破产重组的法律政策体系分析

2007 年颁布的《企业破产法》是破产重整制度的法律基础。

由于我国上市公司的股票涉及证券资本市场的公开交易，其相应的破产重整规则因此还受到《公司法》、《民事诉讼法》、《证券法》、《担保法》等相关法律文件的规范。

在实践中，上市公司注册所在地的各级地方政府及相关部门也通常会出台关于上市公司破产重整的相关政策和指导性文件。

总结而言，我国上市公司破产重整的法律法规体系可以梳理为以下几个层面：

第一个层面，由《破产法》、《公司法》、《证券法》等核心基本法律文件构成的破产重整制度的基础性法律。

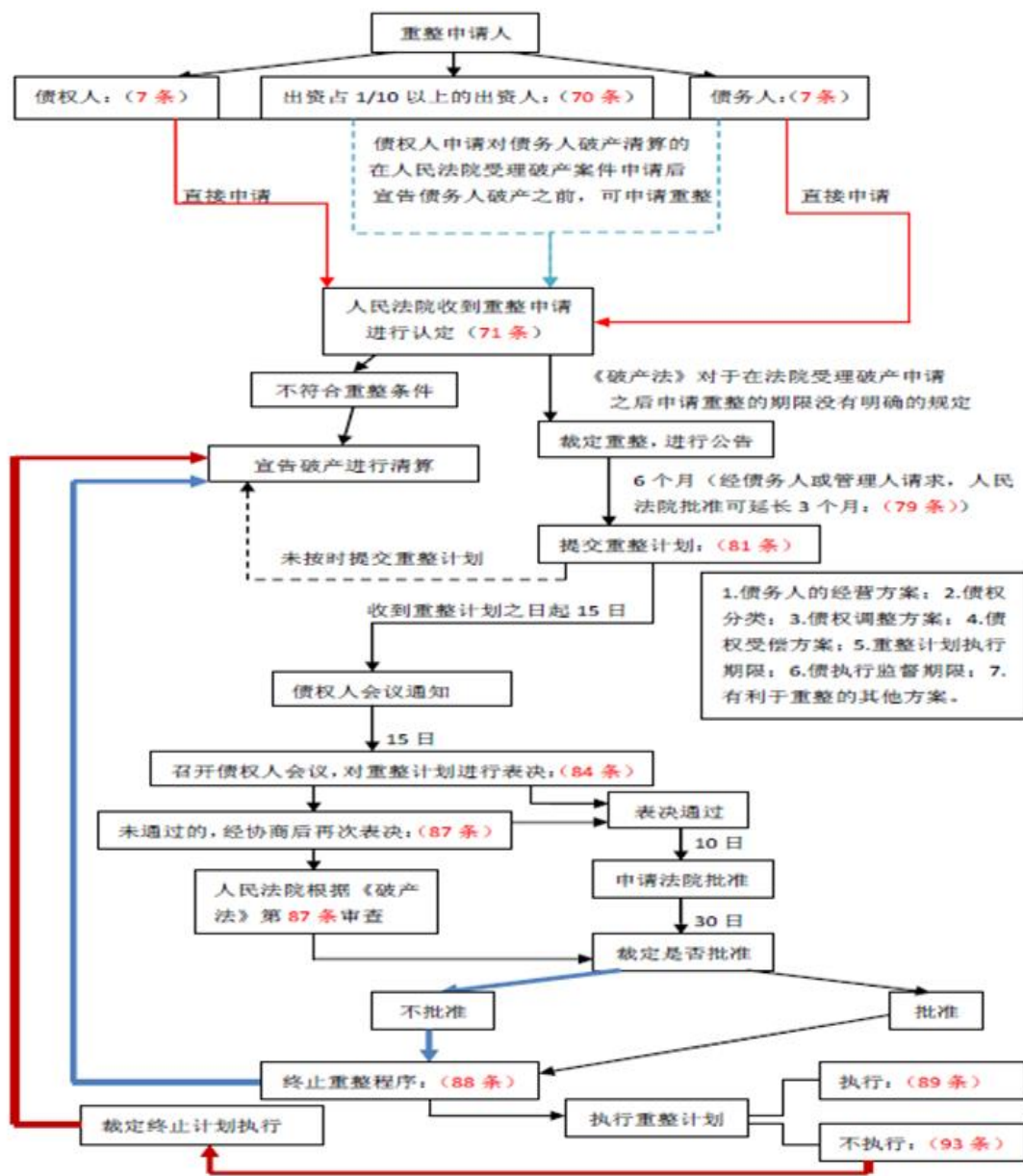
第二个层面，由最高人民法院发布的一系列关于涉及企业破产重整内容的司法解释、会议纪要文件。

第三个层面，由证券监管机构、证券交易所发布的交易规则、相关重大重组信息披露制度及相关操作规定管理办法。

第四个层面，上市公司注册所在地的地方政府公布的相关上市公司破产重整的要求和政策指导。

3.2.3 上市公司破产重组的程序分析

图 8 破产申请程序流程图



以上流程图为我国破产法关于重整程序的规定，适用于上市公司的破产重整。

但在实践中，我国的上市公司破产重整还涉及到一些特殊的核查批准程序。

包括：法院拟受理函件；注册地政府的支持函、维稳预案及向证监会的支持函；证监会支持函；最高人民法院的意见；最高人民法院的函件；最高人民法院同意立案的批复。

参与重整计划讨论的债权人分类为 4 大类，第一类是对债务人特定财产享有担保权的特殊权利的债权人；第二类是普通债权人，第三类是所欠税款的债权人；第四类是职工薪酬的债权人。受理法院自收到重整计划草案后就需要在 30 日内召开债权人会议，对重整计划的事项进行表决。根据破产法有关规定：需要超过一半的债权人同意，并且代表债权份额三分之二以上人组通过才能生效。

当然，法律也赋予了法院在投票表决达到一定条件的情况下，强制裁定通过重整计划的规定。

破产重整计划进入到执行阶段后，重整计划对于全体债务人债权人都具有强制约束力，债务人不能执行或者不执行重整计划的，破产管理人或相关利害关系人可以申请法院中止重整计划的执行，中止执行后，企业随后被宣告破产。

第四章 我国上市公司破产重整模式与实践研究

4.1 我国上市公司资产重组债务重整的模式

目前按照学术界的主要观点，将我国上市公司破产重整的模式分为两大类，一类是保留和维持主营经营业务的“经营保留”模式；另一类是由于我国上市公司壳资源稀缺价值，很多公司采取资产重组的方式实现“借壳上市”的模式，其核心区别在于改变了原困境上市公司的主营业务模式。

4.1.1 经营保留模式

经营保留模式强调对困境上市公司主营业务的维持和恢复，困境上市公司采取多种方式的手段筹集资金、向困境上市公司注入优质资产，从而改善企业财务报表指标，恢复生产经营，走出困境，达到所在交易所持续上市交易的各项指标。

经营保留模式并不排除第三方注入优质资产，拓展公司的新业务和领域，但是强调对原有上市公司主营业务的提升，恢复，并在组织结构和人员上能够保留雇佣原业务的相关人员。

比如 ST 沧化公司在破产重整的过程中，外部重组方首先是提供资金帮助困境上市公司恢复原主营产品的生产，然后再注入重组方所掌握的其他优质资产和业务模式。

在经营保留模式中，困境上市公司的经营性资产往往能够在缓解危机后及时恢复并健康发展，其经营性资产的价值往往会是重组方所重视的。此外，在此种模式下的上市公司能够持续在原生产经营地缴纳税收、雇佣员工，因而更加容易得到地方政府的帮助与支持。

4.1.2 借壳上市模式

该种模式源于我国针对上市公司采取的核准制和严格的上市标准要求，虽然目前我国的注册制改革稳步推进，但上市企业的数量在短时间内依然有限，且较长的审核时间成本与其他合规条件对于非上市企业来说依然挑战很大。

上市公司的壳资源价值的最大优势主要体现在其融资能力上，其能够在证券交易市场上通过增发或者发债的方式筹集大规模资金，且银行贷款成本也会大幅度降低。因此作为重组方，并不非常看重困境上市公司的主营经营业务，一般采用剥离困境上市公司不良资产，采用定向增发的方式向困境公司注入优质资产，改变主营业务，从而实现“保壳”的商业目标。

这种方式的破产重整可能会产生一系列负面效应。首先是违背了企业破产法破产重整的立法目标；其次是重组并没有使得困境上市公司走向实质复兴，主营业务可能被放弃，大量雇佣职工被迫失业。因此，其并没有实现真正意义上的资源要素的重构提升。

但是，从债务人、债权人和重组方的角度来看，这种模式依然能够财务报表上公司取得财务利润指标的经营向好，债权人得到更高比例清偿，债务人的出资人也获得相应的收益，这是另一种意义上的困境上市公司复兴。***ST 朝华**就采取借壳上市的方式，注入矿业公司优质资产来实现财务收入恢复，从而最终实现困境重生。

无论是经营保留模式还是借壳上市模式，其在破产重整过程中实现的最核心的目标还是将困境上市公司的内部资源要素与外部资源要素进行重构，从而剥离冗余低效率的资源要素，提升上市公司整体的经营效率，实现财务利润指标的恢复和生产经营的开展。

因此，经营重组方案是困境上市公司摆脱困境，实现复兴的核心。本文在下文将分别每种模式各选取 10 家具有典型代表意义的困境上市公司破产重整实践案例，对经营重组方案进行深入分析，以启发读者对经营重组方案的设计思路。

4.2 我国上市公司经营保留模式实践研究

本文选取了 2012-2018 年采用经营保留模式完成破产重整的上市公司共 12 家，公司名单及破产重整的经营方案分析如下分析：

表 3 采用经营保留模式重整的公司

序 号	公司 简称	股票代码	经营重整方案分析
1	中核 钛白	002145	（1）对象选择方面： 吸引优质的同行业重组方，钛白公司采用向同行业的并购重组，金星公司通过托管、生产业务线的改良帮助困境公司提升经营竞争力。 （2）资金方案方面： 重组方金星钛白公司通过子公司以借款、垫付加工费、代付排污费等形式提供流动经营资金，确保正常生产。 （3）生产经营方面： 提供技术改造、扩建公司的产能生产线，增强企业的生产能力。 （4）财务结构方面： 通过定向增发方式注入符合监管部门要求的优质资产，提升困境上市公司的盈利能力。并变卖非目标业务资产，回收资金，专注核心业务。
2	*ST 节能	000820	（1）对象选择方面： 以房地产销售为主营业务但同时拥有困境公司造纸业务的宝地集团通过收购第一大股东的股权，完成对困境上市公司的间接控股 （2）资金方案方面：无拆借补充

序 号	公司 简称	股票代码	经营重整方案分析
			(3) 生产经营方面： 重组方宝地集团将旗下与困境公司相同业务的造纸子公司 100% 无偿赠予给困境公司；完成造纸技术的技术改造项目；扩宽困境公司的业务范围 (4) 财务结构方面： 重组方实控人赠予困境公司矿业公司 10% 股权，并承诺矿业公司矿藏价值，否则支付补偿金 5000 万；并同时做出未来 2 年的净利润与分红承诺，三个月内以现金其补足；实控人承诺其（或其关联方及一致行动人）注入资产评估值不低于一定量的监管部门许可的资产。
3	ST 九 有	600462	(1) 对象选择方面： 拥有资金实力的金融资产管理公司作为重组方 (2) 资金方案方面： 重组方按照管理人要求的实践支付给困境上市公司 2.7 亿元资金用于重整计划的清偿。并根据困境上市公司的发展需要提供 1 亿元的融资支持。 (3) 生产经营方面： 调整业务经营的结构，实现业务转型，即推出亏损的造纸业务；做大做强核心业务，深度开发相关技术。 (4) 财务结构方面： 重组方在合适时机注入资产；获得本次重整计划的股份，成为第一大股东。
4	恒天 海龙	000677	(1) 对象选择方面： 由行业上下游的国资背景集团作为重组方，困境公司所在地方政府提供相关帮助。 (2) 资金方案方面： 重组方提供 5 亿元以上的资金，承诺在困境上市公司正常经营期间，5 年内不单独抽回贷款。 (3) 生产经营方面：

序 号	公司 简称	股票代码	经营重整方案分析
			利用重组方的资源和优势提升困境公司的经营盈利能力；专注主营核心业务发展；进行技术改造，提升产品的竞争力。 （4）财务结构方面： 剥离和出售与主营业务无关的股权投资和相应应收款，瘦身经营。
5	*ST 中基	000972	（1）对象选择方面：未披露 （2）资金方案方面： 重整方为番茄整合业务提供所需资金。 （3）生产经营方面： 针对番茄产业的周期性变化，合理调整自身生产规模，提升盈利能力；针对业务单一的情况，制定有效的多元化战略。 （4）财务结构方面： 重组方根据实际情况注入优质资产。
6	锌业 股份	000751	（1）资金方案方面： 资金主要来源于以下几种渠道，控股股东提供、管理人处置资本公积金转增股票和原出资人让渡股票所筹集的资金。 （2）生产经营方面： 降低成本，提高营销，加大品牌战略，完善内控体系，技术创新 （3）财务结构方面： 剥离抵消资产，回收资金；重整后，困境上市公司利用融资平台自筹资金。
7	长航 凤凰	000520	（1）对象选择方面： 重整计划草案批准时尚未找到，后由同主营业务同行业的航运公司协助参与。 （2）生产经营方面： 主要保留营运的船舶运输资产维持运营；优化组织结构和围绕沿海经营运输产业开展多元化盈利 （3）财务结构方面： 寻找合适时机引入重组方注入优质资产。

序 号	公司 简称	股票代码	经营重整方案分析
8	协鑫 集成	002506	(1) 对象选择方面： 江苏协鑫为产业链上下游的能源集团公司，有助于帮助超日太阳发展经营。 (2) 资金方案方面： 处置低效资产变现资金；资本公积转增股份，对处置资产变现未达目标金额的差额予以无息借款形式补偿相关债权人。 (3) 生产经营方面： 提高管理水平，增加经营收益；注入高新技术，提升产品力；控制生产成本；对人财物进行优化配置，提升困境公司的资源利用率。 (4) 财务结构方面： 注入盈利能力强的优质资产，增强上市公司的持续经营能力。由重组方对重整后两年的净利润进行承诺，对未达到净利润预测的部分进行补偿。
9	新都 退	000033	(1) 对象选择方面： 一家投资公司，主营业务为互联网行业投资管理。 (2) 资金方案方面： 重整投资人购买困境上市公司的酒店资产与配套设施，并租赁三年以上给困境公司管理；处置资产所回收的资金。 (3) 生产经营方面： 优化管理，丰富业务，调整产业结构； (4) 财务结构方面： 剥离低质量资产，改善资产结构，注入优质资产；承诺二年的净利润补偿债权人，不足部分重组方用现金补偿。
10	重庆 钢铁	601005	(1) 对象选择方面： 由重庆地方政府设立的投资基金与钢铁行业巨头宝钢集团联合中美绿色基金等设立的中国钢铁产业结构调整基金共同作为重组方。 (2) 资金方案方面：

序 号	公司 简称	股票代码	经营重整方案分析
			重庆钢铁资产处置所回收资金；国家开发银行对重整方和困境上市公司分别提供的并购贷款和流动资金贷款；资本公积转增股份提供资金。 （3）生产经营方面： 制定了提升产量的“实力重钢”、环境友好发展的“美丽重钢”和智能化水平的“美丽重钢”战略计划。 （4）财务结构方面： 重庆钢铁剥离的资产给控股股东和产业重整投资人，出资人调整权益，有条件出让股份。
11	泸天 化	000912	（1）对象选择方面： 由上市公司所在地的地方国资委组建的泸州工业投资集团和困境上市公司共同参与。 （2）资金方案方面： 困境上市公司自有资金、转增股票所获得的资金、对资产处置所获得的资金以及未来持续经营的收入构成，其中转增股票筹集的一部分资金还用于化解全资子公司的债务问题。 （3）生产经营方面： 提升管理效率；完善股权激励的制度；优化治理机制；做强做大主业 （4）财务结构方面： 管理人委托西南产权交易所或网络平台进行公开处置低质量的资产；
12	抚顺 特钢	600399	（1）对象选择方面： 地区性同行业龙头公司东北特钢集团 （2）资金方案方面： 公积转增股本的形式筹集取得；困境上市公司自有资金和未来预期的经营现金收入。 （3）生产经营方面： 提升资产的盈利能力和持续经营能力，优化产品定位；完善公司

序 号	公司 简称	股票代码	经营重整方案分析
			内部的法人治理结构；提升人才队伍水平。 （4）财务结构方面： 重组方东北特钢集团赠予资金用于补充困境公司的资本公积金。转增股票不分配给原股东，而是用于抵偿金融债权、普通债权和处置变现后补充流动资金，但困境公司的负债结构得到了改善，有助于恢复困境公司的经营而同时保护出资人的权益。

通过对以上十二家具有典型代表意义的破产重整案经营重组方案进行梳理和分析，本文对成功的破产重整方案做出了以下三个方面的经验总结：

（1）从重整投资的主体来看，参与破产重整的投资人主要有困境上市公司产业链上下游的具有资金实力的集团公司；同行业的龙头公司；困境上市公司所在地的地方政府；金融资产管理公司以及有资金实力的财务投资者。

而一次成功的破产重整拯救，最佳是能够得到产业上下游或者同行业龙头公司的参与支持，因为他们更加了解行业发展，具有更加科学的管理模式和先进的管理经验；辅助加上金融资产管理公司的资金支持和地方政府的政策条件之策将会更加效果明显。

（2）从重整计划执行的资金来源看，重整资金来源主要困境上市公司的自有资金、通过处置低质量资产所获得的资金、未来经营发展的预期资金、资本公积转股本、重组方转增所支付的资金、重组方通过借款、无偿赠予、购买资产等形式所获得的资金、地方政府通过产业基金投资所获得的资金、银行为重组方提供的并购贷款以及为困境公司重整后提供的流动贷款支持所获得的资金、金融债权人将本次重整清偿的贷款金额在相同担保方式下，重整完成后，重新放贷给困境上市公司用于生产经营，并设立较长的还款期限。

（3）从关于生产经营的计划看，调整方案主要有以下几个方面：

聚焦主营核心业务的发展，或者围绕主营业务主线开展相关多元化经营；优化管理体制，引进技术，提升产品服务竞争力；完善内部的控制制度，提升效率和风险控制水平；借助重组方的资源和优势发展经营。

第三节 我国上市公司借壳上市模式实践研究

本文选取了 2012-2018 年采用借壳上市模式完成破产重组的上市公司共 6 家，公司名单及破产重组的经营方案分析如下分析：

表 4 采用借壳上市模式重组的公司

序号	公司简称	股票代码	经营重整方案分析
1	厦门象屿	600057	由于困境上市公司的资产整体质量差，盈利能力薄弱。 公开拍卖资产回收了部分现金。 引入新的投资人注入优质资产，提升资产的盈利能力和持续发展能力。
2	*ST 中华 A	000017	(1) 资产处置变卖，保留经营性资产维持公司运营。大部分资产由管理人处置。 (2) 设置引入重组方的条件：净资产评估值和净利润值分别不得低于 20 亿和 2 亿 (3) 大股东提供现金并保留核心股权和商标资产及日常运营设备。
3	鞍合成 1	400031	(1) 由于困境公司已经停产十多年，已经不存在营运价值，因此剥离困境公司的全部资产，回收资金。 (2) 制定一家生态农业公司及其指定的第三方为重整人，由其提供资金。 (3) 重整投资人通过定向增发、资本公积金转增等方式形式注入优质资产，恢复经营和盈利达到恢复上市的条件。
4	金田 A5	400016	(1) 重整前的过渡期内，不裁员，保留现有的员工的劳动关系。 (2) 重组方注入优质资产，并在优质资产的评估价值和之后三

序 号	公司 简称	股票代码	经营重整方案分析
			个会计年度的净利润做出相应的承诺保证。
5	华圣 5	400039	(1) 由于困境公司已经停止经营业务，不存在营运价值，因此将原公司所有资产进行处置。 (2) 资本公积转增、原股东转让股票，引入新的投资人，重组上市公司，有价值的优质资产，确保困境上市公司恢复盈利和经营能力。
6	北科 5	400030	(1) 由于困境公司目前已经停止经营业务，重整投资人将分为两大类注入优质资产；一类是资产注入方，另一类是现金注入方；现金主要用于支付债务和购买股权，优质资产则主要是让公司恢复经营和盈利能力。 (2) 重整投资人是一家从事投资管理和投资咨询的公司，其行为目的主要是未来以困境上市公司为资本运作平台，未来从事兼并收购和投资管理的服务。

通过对借壳上市模式的破产重整方案进行分析，本文发现以下特征：

(1) 采取借壳上市模式进行重整的困境上市公司一般都已经停止经营，已经不存在营运价值。

(2) 借壳上市的重整投资人的目的通常是获得上市公司优质的融资平台，其业务模式往往难以满足上市审核的条件。

(3) 借壳上市的重整模式主要是让债权人和困境公司的出资人的权益得到保护，提供其资金的清偿比率。

本章内容主要是对困境上市公司采取破产重整实现复兴的重组方案模式进行实践分析，通过分别对采取经营保留和借壳上市两种不同模式的困境上市公司破产重整方案的实践案例研究，来启发读者关于困境上市公司利用破产重整方式复兴的方案设计。

下一章将采用实证分析的方法对采用两种不同破产重整模式的困境上市公司进行实证分析，通过分析企业经济增加值的变化，来了解困境上市公司通过破产重整方式实现复兴的量化指标，从而进一步论证破产重整是我国困境上市公司实现复兴的有效方式。

第五章 上市公司破产重整模式绩效实证分析

5.1 企业绩效评价的概念与 EVA 指标绩效评价法

5.1.1 企业绩效评价的概念

企业绩效评价是以一定的指标评价体系和统一的衡量标准为基础，在定量分析的基础上，能够直接、有效、准确地评价不同企业在一定时期内的经营绩效和业绩。企业绩效评价的根本目的是真实、全面地反映企业的经营状况，并相应地对自身的经营管理模式进行一定的调整和改进，从而进一步提高企业的绩效。对于准备实施破产重整的企业而言，企业绩效评价可以为重整公司的利益相关者提供科学合理的决策依据，也可以直接反映重组前后的业绩比较，反映重组效果，为公司及时调整重组方案提供决策依据。重组完成后，公司还可以通过绩效考核来验证重组的可靠性和有效性。考虑到传统业绩评价方法的片面性，本文选择采用更先进的 EVA 指标来评价上市公司的业绩。

5.1.2 EVA 指标绩效评价法

EVA 指标评价体系几乎适用于所有行业的所有企业。与 EVA 指标相比，传统的企业绩效评价方法的评价结果可能不能充分反映企业绩效，或者可靠性较低。综上所述，EVA 指标相对于传统指标具有诸多优势，能够真实反映企业的绩效水平，因此本文选择 EVA 指标来评价企业绩效。

5.2 EVA 指标值的统计与分析

5.2.1 EVA 指标计算过程

本文选取采用经营保留和借壳上市模式进行破产重整公司共 30 家，其中有 6 家公司破产重整失败或未完成破产重整计划。本文将计算重整企业 EVA 的值主要分为四个步骤：

第一步，NOPAT（税后净营业利润的计算）

$$\text{NOPAT（税后净营业利润的计算）} = \text{营业利润} + \text{利息支出} + \text{研发支出调整} + \text{资产减值损失} - \text{所得税费用} + \text{递延所得税费用} + \text{递延所得税负债增加额} - \text{递延所得税增加额}$$

第二步，TC（计算资本总额）

$$\text{资本总额} = \text{权益资本投入额} + \text{债务资本投入额}$$

第三步，WACC（计算加权平均资本成本）

$$\text{WACC（加权平均资本成本）} = \text{权益资本成本} * (\text{权益资本} / \text{总资产}) + \text{债务资本成本} * (1 - \text{企业所得税率}) * (\text{债务资本} / \text{总资本})$$

第四步，EVA（计算经济增加值）

$$\text{EVA（计算经济增加值）} = \text{NOPAT} - \text{TC} * \text{WACC}$$

由于每家公司实际开始破产重整和完成破产重整时间不同，为了便于观察公司在破产重整完成前后一定时间内的业绩改善情况，均选择每家公司在破产重整完成前 2 年、破产重整完成当年和破产重整完成后 2 年共 5 年的财务数据计算 EVA。

5.2.2 经营重整类 EVA 指标值与分析

本文选取了 12-18 年采用经营保留模式完成破产重组的上市公司共 14 家，公司名单及破产重组完成时间如下表。

表 5 2012-2018 年 经营保留模式破产重组上市公司

公司简称	股票代码	破产重整完成时间	EVA 计算选取时间范围
中核钛白	002145	2012/11/15	2010-2014
*ST 节能	000820	2012/11/23	2010-2014
ST 九有	600462	2012/12/13	2010-2014
恒天海龙	000677	2013/3/30	2011-2015
*ST 中基	000972	2013/4/8	2011-2015
锌业股份	000751	2013/12/7	2011-2015
长航凤凰	000520	2014/3/24	2011-2015
协鑫集成	002506	2014/12/27	2012-2016
国晟 1	400012	2015/2/17	2013-2017
协鑫能科	002015	2015/11/7	2013-2017
新都退	000033	2015/12/29	2013-2017
重庆钢铁	601005	2017/12/28	2015-2019
泸天化	000912	2018/12/17	2016-2020
抚顺特钢	600399	2018/12/26	2016-2020
数据来源: Wind			

EVA 指标体系首先需要计算出 NOPAT。根据 NOPAT 的计算公式并根据实际情况进行相应的会计调整, 计算得到 14 家公司在破产完成前后共 5 年的 NOPAT, 详细情况如下表所示。

表 6 经营保留模式公司重组 5 年内 NOPAT（单位：万元）

公司简称	完成前 2 年	完成前 1 年	完成当年	完成后第 1 年	完成后第 2 年
中核钛白	-7570.15	-9168.56	-7062.34	6949.42	12652.06
*ST 节能	-10053.23	-9962.30	-5697.42	129.34	-409.54
ST 九有	-6580.74	-10421.41	-10551.07	-14874.92	-1397.90
恒天海龙	-51229.14	19588.88	-21956.14	-25124.81	-14352.88
*ST 中基	-30319.30	-18478.74	-23239.06	-5055.31	-7273.61
锌业股份	-24562.31	-62482.28	17896.89	14511.10	21711.30
长航凤凰	-77695.64	-64310.95	23359.42	2167.38	5046.77
协鑫集成	-78646.72	-30743.12	63290.89	56542.91	76842.09
国晟 1	4123.05	-2870.97	1870.76	2202.74	1344.11
协鑫能科	-25722.61	-2762.07	1071.03	-3251.11	1017.34
新都退	711.27	-1872.26	2454.88	332.42	-1317.41
重庆钢铁	-370848.80	-363272.10	-595611.80	205408.10	107464.20
泸天化	-40558.92	2253.31	42287.90	27048.29	45693.53
抚顺特钢	31932.40	21620.36	52042.19	60771.76	101917.63

EVA 指标体系的另一个重要组成指标为资本总额。根据资本总额的计算公式并根据实际情况进行相应的会计调整，计算得到 14 家公司在破产完成前后共 5 年的资本总额，详细情况如下表所示。

表 7 经营保留模式公司重组 5 年内资本总额（单位：万元）

公司简称	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
中核钛白	53292.40	36963.49	28981.20	205231.48	258771.98
*ST 节能	-35923.80	-43357.38	28549.18	34322.23	19135.62
ST 九有	8793.38	-62227.03	33964.78	32972.74	30811.02
恒天海龙	331783.34	218548.95	151050.58	166599.38	70288.04
*ST 中基	312416.68	147387.57	83641.07	115751.94	175743.93
锌业股份	351748.59	80196.25	209538.43	207970.96	276904.34
长航凤凰	424861.14	-265967.58	12807.79	25727.64	26674.65
协鑫集成	527342.07	398210.81	3425.58	760842.72	1161624.65
国晟 1	-432252.18	11609.51	30686.36	34734.27	33747.83
协鑫能科	181848.60	-9676.97	33053.40	29644.05	31485.00
新都退	50817.31	2224.22	1103.13	2273.42	192.64
重庆钢铁	2155022.50	1826533.50	1822949.90	1971635.90	2065892.10
泸天化	500135.41	374395.17	602734.47	601370.69	596999.20
抚顺特钢	457654.72	446985.67	604881.58	702529.72	765457.01

WACC 也是计算最终 EVA 指标的重要指标之一。根据 WACC 的计算公式并根据实际情况进行相应的会计调整，计算得到 14 家公司在破产完成前后共 5 年的 WACC，其中长航凤凰、*ST 节能、协鑫能科等公司由于资产重组部分年份停牌导致 β 值缺失，使用其他年份 β 值均值替代。各公司 WACC 结果如下表所示。

表 8 经营保留模式公司重组 5 年内 WACC

公司简称	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
中核钛白	4.93%	3.88%	5.20%	6.17%	5.33%
*ST 节能	0.60%	0.95%	4.22%	4.36%	4.68%
ST 九有	3.50%	-2.94%	5.91%	6.06%	4.02%
恒天海龙	2.73%	4.49%	3.96%	4.44%	7.46%
*ST 中基	3.39%	3.73%	2.83%	4.56%	4.88%
锌业股份	3.44%	-5.47%	6.17%	5.50%	7.22%
长航凤凰	2.47%	-22.03%	4.92%	7.50%	7.14%
协鑫集成	5.30%	3.53%	3.59%	3.56%	4.87%
国晟 1	2142168.02%	4.52%	4.57%	15.90%	2.52%
协鑫能科	4.09%	-3.23%	7.52%	6.60%	7.75%
新都退	5.45%	1.51%	3.37%	3.54%	3.28%
重庆钢铁	3.68%	8.28%	8.44%	6.68%	5.68%
泸天化	3.76%	2.52%	6.88%	7.22%	6.64%
抚顺特钢	3.88%	3.29%	4.99%	4.98%	4.85%

根据前几步计算的指标进一步计算，得出各个公司每一年的 EVA，具体数值如下表所示。

表 9 经营保留模式公司重组 5 年内 EVA（单位：万元）

公司简称	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
中核钛白	-10197.55	-10601.86	-8570.50	-5712.84	-1130.10
*ST 节能	-9836.63	-9549.01	-6903.61	-1367.23	-1305.68
ST 九有	-6888.95	-12249.11	-12558.71	-16874.18	-2635.47
恒天海龙	-60285.74	9784.41	-27935.02	-32521.05	-19593.51
*ST 中基	-40904.89	-23982.68	-25608.76	-10330.19	-15850.00
锌业股份	-36649.84	-58095.59	4971.24	3066.45	1715.82
长航凤凰	-88191.39	-122905.44	22729.88	238.88	3143.23
协鑫集成	-106596.63	-44794.71	63167.77	29484.59	20309.67
国晟 1	9259572181.16	-3395.81	467.09	-3318.28	494.37
协鑫能科	-33152.54	-3075.08	-1413.33	-5208.44	-1421.99
新都退	-2058.27	-1905.78	2417.74	251.85	-1323.74
重庆钢铁	-450127.11	-514503.12	-749402.25	73696.09	-9833.63
泸天化	-59347.93	-7179.88	818.69	-16352.26	6036.95
抚顺特钢	14197.33	6926.99	21888.37	25783.26	64791.47

从上述计算结果中可以观察到，在公司完成破产重组前，大部分公司的 EVA 为负值，仅有少部分公司 EVA 为正，但是其现金流表现较差，偿债能力较弱。而经过破产重整之后，有 11 家公司的 EVA 有明显改善。在破产重整完成当年有 9 家公司的 EVA 有明显改善，分别为中核钛白、*ST 节能、锌业股份、长航凤凰、协鑫集成、国晟 1、新都、泸天化和抚顺特钢，其中有 6 家公司扭亏为盈。在破产重整完成后的第一年，剩余 5 家公司中的重庆钢铁和*ST 中基的 EVA 出现了明显改善，其中重庆钢铁实现了扭亏为盈。

5.2.3 借壳上市类公司 EVA 指标值与分析

本文选取了 16 家 2010-2019 年采用经营保留模式完成破产重组的上市公司,其中有 6 家公司破产重整失败或未完成破产重整, 公司名单及破产重组完成时间如下表。

表 10 2010-2019 年完成借壳上市模式破产重组上市公司

公司简称	股票代码	破产重整完成时间	EVA 计算选取时间范围
厦门象屿	600057	2010/4/20	2008-2012
生态 5	400027	2013/10/21	2011-2015
*ST 中华 A	000017	2013/12/31	2011-2015
天创 5	400036	2015/6/1	2013-2017
华夏 3	400021	2015/9/15	2013-2017
鞍合成 1	400031	2015/12/2	2013-2017
金马 5	400028	2015/12/28	2013-2017
金田 A5	400016	2016/2/23	2014-2018
华圣 5	400039	2016/4/14	2014-2018
大通 1	400029	2016/8/2	2014-2018
北科 5	400030	2019/4/4	2016-2020
五环 1	400020	未完成	
中侨 1	400026	未完成	
*ST 新亿	600145	未完成	
达尔曼 3	400037	未完成	
金马 5	400028	未完成	

数据来源: Wind

EVA 指标体系首先需要计算出 NOPAT。根据 NOPAT 的计算公式并根据实际情况进行相应的会计调整, 计算得到 10 家公司在破产完成前后共 5 年的 NOPAT, 详细情况如下表。

表 11 借壳上市模式公司重组 5 年内 NOPAT（单位：万元）

公司简称	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
厦门象屿	-53865.94	-5223.21	-1347.09	36502.00	31867.95
生态 5	-10018.24	-11790.73	-13566.55	-20846.91	558.60
*ST 中华 A	74828.48	71926.46	941.14	1524.53	1537.06
天创 5	-43987.18	-44183.06	20168.25	25255.38	35048.52
华夏 3	-35772.38	-226665.50	1655.79	3845.89	2353.61
鞍合成 1	0.00	-65899.77	18724.83	-83.53	-80.53
金马 5	-13566.55	-20846.91	558.60	1195.13	1401.75
金田 A5	-182298.84	-178318.93	7370.23	7571.67	8041.45
华圣 5	27417.56	33525.95	28414.03	25797.61	24670.60
大通 1	-167880.06	32642.78	21705.33	39640.23	40995.68
北科 5	3539.33	3095.81	26654.05	31144.64	30526.60

EVA 指标体系的另一个重要组成指标为资本总额。根据资本总额的计算公式并根据实际情况进行相应的会计调整，计算得到 14 家公司在破产完成前后共 5 年的资本总额，详细情况如下表所示。

表 12 借壳上市模式公司重组 5 年内资本总额（单位：万元）

公司简称	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
厦门象屿	47717.50	-33102.67	984.78	409375.70	340636.94
生态 5	-10018.24	-11790.73	-13566.55	-20846.91	558.60
*ST 中华 A	74828.48	71926.46	941.14	1524.53	1537.06
天创 5	-43987.18	-44183.06	20168.25	25255.38	35048.52
华夏 3	-35772.38	-226665.50	1655.79	3845.89	2353.61
鞍合成 1	0.00	-65899.77	18724.83	-83.53	-80.53
金马 5	-13566.55	-20846.91	558.60	1195.13	1401.75
金田 A5	-182298.84	-178318.93	7370.23	7571.67	8041.45
华圣 5	27417.56	33525.95	28414.03	25797.61	24670.60
大通 1	-167880.06	32642.78	21705.33	39640.23	40995.68
北科 5	3539.33	3095.81	26654.05	31144.64	30526.60

WACC 也是计算最终 EVA 指标的重要指标之一。根据 WACC 的计算公式并根据实际情况进行相应的会计调整，计算得到 14 家公司在破产完成前后共 5 年的 WACC，其中厦门象屿、华圣 5、华夏 3、天创 5、鞍合成 1、金田 A5、大通 1、北科 5 等公司由于资产重组停牌导致 β 值缺失，使用其他年份 β 值均值替代。各公司 WACC 结果如下表所示。

*ST 中华 A、生态 5、天创 5、鞍合成 1、金马 5 等公司出现 WACC 过大或过小的情况是因为在破产重组前负债过高，债务资本占比过高，进而导致了 WACC 过大或过小，出现了异常情况。

表 13 借壳上市模式公司重组 5 年内 WACC

公司简称	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
厦门象屿	1.25%	1.25%	3.31%	3.83%	5.52%
生态 5	-6841.18%	-3676.58%	-1066.66%	3589.72%	1.80%
*ST 中华 A	-71.15%	-51.52%	3.53%	3.43%	5.14%
天创 5	1163.57%	254.87%	1.81%	-7.32%	2.13%
华夏 3	-23.28%	-271.49%	3.71%	4.65%	2.96%
鞍合成 1	-	106.97%	3.43%	4.40%	18.18%
金马 5	-1066.66%	3589.72%	-0.93%	0.09%	-1.74%
金田 A5	207.27%	-191.43%	3.90%	4.00%	4.07%
华圣 5	5.00%	2.05%	3.24%	3.24%	3.14%
大通 1	-211.28%	6.12%	5.03%	4.88%	5.08%
北科 5	-0.05%	2.29%	2.83%	3.19%	3.92%

根据前几步计算的指标进一步计算，得出各个公司每一年的 EVA，具体数值如下表所示。

表 14 借壳上市模式公司重组 5 年内 EVA（单位：万元）

公司简称	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
厦门象屿	-54461.82	-4808.93	-1379.71	20814.94	13053.02
生态 5	-685426.39	-433641.68	-144869.67	748374.98	214.23
*ST 中华 A	57015.39	36388.95	-8549.73	-935.92	-103.45
天创 5	511820.12	112633.80	2391.78	6554.15	3001.62
华夏 3	-10303.64	-624838.78	1564.93	2098.55	-540.09
鞍合成 1	0.00	67541.70	-3831.66	8.63	17.64
金马 5	-144869.67	748374.98	229.53	891.23	179.29
金田 A5	377377.23	-342597.54	-1146.66	66.80	58.28
华圣 5	-382.68	2858.44	3810.08	2393.24	1592.19
大通 1	-355015.70	2127.81	4912.27	2594.69	2193.17
北科 5	-1265.66	-479.62	2754.49	1146.28	-624.07

从上述计算结果中可以观察到，在公司完成破产重组前，大部分公司的 EVA 为负值，仅有少部分公司 EVA 为正，但是其现金流表现较差，偿债能力较弱。而经过破产重整之后，有 7 家公司的 EVA 有明显改善。在破产重整完成当年有 6 家公司的 EVA 有明显改善，分别为厦门象屿、华夏 3、金田 A5、华圣 5、大通 1、北科 5，其中有 2 家公司扭亏为盈。在破产重整完成后的第一年，剩余 4 家公司中的生态 5 的 EVA 出现了明显改善。其余 4 家 EVA 并未明显改善的公司，*ST 中华 A、天创 5、鞍合成 1、金马 5 均出现了 WACC 异常的情况，因而并不能单独用 EVA 指标判断是否实现了业绩改善的情况，需要通过其他指标辅助判断。

5.2.4 EVA 指标对比传统绩效评价指标的异同

净利润是反映公司本年度业绩的重要指标之一，因此采用净利润指标评价公司业绩是可行的。在查阅公司年报后，我们进一步整理了公司五年来净利润和 EVA 价值数据的详细对比。经营保留模式破产重组公司的 EVA 和净利润对比情况如下表所示：

表 15 经营保留公司 5 年内 EVA 值与净利润指标对比（单位：万元）

公司	指标	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
中核钛白	净利润	1097	-19772	491	1741	3455
	EVA	-10198	-10602	-8571	-5713	-1130
*ST 节能	净利润	-71498	3143	60481	1592	224
	EVA	-9837	-9549	-6904	-1367	-1306
ST 九有	净利润	740	-76023	60349	720	220
	EVA	-6889	-12249	-12559	-16874	-2635
恒天海龙	净利润	-113894	101315	-30154	-42961	5880
	EVA	-60286	9784	-27935	-32521	-19594
*ST 中基	净利润	-133611	592	-46884	10817	-5916
	EVA	-40905	-23983	-25609	-10330	-15850
锌业股份	净利润	-108512	-339250	414549	8887	9077
	EVA	-36650	-58096	4971	3066	1716
长航凤凰	净利润	-189538	-462854	433906	12311	972
	EVA	-88191	-122905	22730	239	3143
协鑫集成	净利润	-174496	-493175	268225	63890	-3334
	EVA	-106597	-44795	63168	29485	20310
国晟 1	净利润	4123	426038	1761	2700	1066
	EVA	9259572181	-3396	467	-3318	

公司	指标	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
协鑫能科	净利润	-39992	-120428	10874	-4124	865
	EVA	-33153	-3075	-1413	-5208	-1422
新都退	净利润	349	-44953	6971	559	-2089
	EVA	-2058	-1906	2418	252	-1324
重庆钢铁	净利润	-468568	31981	178803	92572	63848
	EVA	-450127	-514503	-749402	73696	-9834
泸天化	净利润	-63795	-148865	35024	28078	38193
	EVA	-59348	-7180	819	-16352	6037
抚顺特钢	净利润	-4410	-133759	260731	30203	55161
	EVA	14197	6927	21888	25783	64791

由上表可知，从绝对数值大小来看，公司 EVA 值和净利润的整体波动方向较为一致，而重整完成当年或重整完成一年后，净利润和 EVA 开始呈现上升状态，一定程度上可以证明 EVA 指标与传统财务指标对经营保留上市公司经营绩效的平价结果总体趋于一致。从净利润角度来看，通过破产重组实现经营业绩改善的公司共有 12 家占公司总数的 85%+；从 EVA 角度来看，通过破产重组实现经营业绩改善的公司共有 11 家，占公司总数的 79%，表明通过经营保留模式破产重组对于改善上市公司的业绩是确实有效的。

借壳上市模式破产重组公司的 EVA 和净利润对比情况如下表所示：

表 16 借壳上市公司 5 年内 EVA 值与净利润指标对比（单位：万元）

公司	指标	重组前 2 年	重组前 1 年	重组当年	重组后第 1 年	重组后第 2 年
厦门象屿	净利润	-77583	67524	3018	17879	12631
	EVA	-54462	-4809	-1380	20815	13053
生态 5	净利润	-8409	-1774	-1694	146	79439
	EVA	-685426	-433642	-144870	748375	214
*ST 中华 A	净利润	3972	-5213	157586	578	-11
	EVA	57015	36389	-8550	-936	-103
天创 5	净利润	26	26	2871	3888	3350
	EVA	511820	112634	2392	6554	3002
华夏 3	净利润	-10729	-14581	260361	2157	-2092
	EVA	-10304	-624839	1565	2099	-540
鞍合成 1	净利润	0	-7072	163586	6	3
	EVA	0	67542	-3832	9	18
金马 5	净利润	-1694	146	79439	893	207
	EVA	-144870	748375	230	891	179
金田 A5	净利润	-1296	81613	161702	243	435
	EVA	377377	-342598	-1147	67	58
华圣 5	净利润	612	2505	3252	1351	1324
	EVA	-383	2858	3810	2393	1592
大通 1	净利润	-11374	107855	5454	5023	3333
	EVA	-355016	2128	4912	2595	2193
北科 5	净利润	96323	-434	3272	1881	198
	EVA	-1266	-480	2754	1146	-624

对于通过借壳上市公司实现破产重组的公司，从 EVA 角度来看，通过破产重组实现经营业绩改善的公司共有 7 家，占公司总数的 64%，剩余 4 家公司因为 WACC 异常，难以

仅依靠 EVA 指标判断公司经营业绩，在考虑净利润指标后可以发现这三家公司实际实现了经营业绩的改善。这表明通过借壳上市模式破产重组对于改善上市公司的业绩是确实有效的。

综上所述，不论是以经营保留模式还是以借壳上市模式进行破产重组，对于改善上市公司经营业绩均有一定的效果。

此外，还应当关注到，部分公司在破产重组改善公司业绩的 2 年后，EVA 和净利润又出现了恶化的趋势，主要是因为公司并没有真正从经营和管理上对公司进行改革，没有真正解决公司经营中存在的问题。破产重组只能缓解短时间的困境危机，只有依靠科学合理的管理经营改革，解决公司经营中的问题才能切实实现上市公司的复兴。

5.3 EVA 理论在我国绩效评价中的局限性

一、缺乏行业属性，很难准确取得 WACC

WACC 是指全部债务资本成本和权益资本成本的加权本成本。由于上市公司的行业不同，资本成本的行业标准不同，难以有合理的量化标准。其次我国的股票市场市场信息不对称，不是公司经营业绩的真实反映，如何计算上市公司的资本成本值得探讨。

二、债务资金成本难以确定

三、加权重数不太合理

四、EVA 项目变数过多，难以精确 EVA 的值

会计利润大规模的调整 EVA 涉及到 160 多项，很难保证调整后的结果就是精确的。

五、EVA 的考核方式和方案，没有足够的科学性和权威性。

在计算 EVA 时，如果不按照 EVA 的规则，用财务数据或行业数据代替，EVA 就失去

真正的业绩评价意义。比如用 NOPAT 代替净利润，TC 代替净资产，WACC 代替行业平均净资产收益率等。

第六章 退市新规对困境上市公司债务重整的影响

上海证券交易所和深圳证券交易所在 2020 年 12 月份，分别发布了《上海证券交易所股票上市规则（2020 年 12 月修订）》和《深圳证券交易所股票上市规则（2020 年修订）》，明确了上市公司退市的新的标准，俗称“退市新规”，对于困境上市公司希望通过债务重整摆脱面临的危机，新的退市规则对困境上市公司债务重整有哪些影响呢？

6.1 新的退市规则与老规定有哪些变化？

一）财务类退市：原来 3-4 年，新规缩短为 2 年。原来是净利润或者营业收入一项，新规变更为扣非前后净利润为负同时营业收入低于人民币 1 亿元的组合指标。

二）交易类退市：连续 20 个交易日面值低于 1 元退市，新规增加了市值低于 3 亿元退市。

三）规范类退市：新规规定信披或规范运作存在重大缺陷、半数以上董事对年报、半年报否定意见或者弃权的。

四）重大违法退市：财务造假或者一切违法行为直接退市，没有暂停上市和恢复上市的过程。

类别	旧规定		新规定	
财务类强制退市标准	连续三年净利润为负值的被暂停上市	暂停上市后首个会计年度出现	净利润(以扣除非经常性损益前后孰低者为	被实施退市风险警示后首个会计年度出现净利润(以扣除非经常性损益前后孰低者为)为负值且营业收入低于1亿元、期末净资产为负值、财务会计报告被出具保留意见、无法表示意见或否定意见的审计报告、未在法定期限内披露过半数董事保证真实、准确、完整的年度报告、未在规定时间内向交易所申请撤销退市风险警示或审核未通过以上任一情形的被终止上市
	连续两年营业收入低于一千万的被暂停上市	公司净利润或者扣除非经常性损益后的净利润为负值、期末净	准)为负值且营业收入低于1亿元的被实施退市风险警示	
	连续两年期末净资产为负值的被暂停上市	资产为负值、营业收入低于一千	期末净资产为负值的被实施退市风险警示	
	连续两年被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告的被暂停上市	万元、财务会计报告被出具保留意见、无法表示意见或否定意见的审计报告、未及时提出上市恢复申请以上任一情形的被终止上市	被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告的被实施退市风险警示	
交易类强制退市标准	连续二十个交易日的每日股票收盘价均低于股票面值的被终止上市		连续二十个交易日的每日股票收盘价均低于1元的被终止上市	
退市标准	—		连续二十个交易日在本所的股票收盘市值均低于3亿元的被终止上市	
规范类强制退市	—		半数以上董事无法保证年度报告或者半年度报告真实、准确、完整，且在公司股票停牌两个月内仍有半数以上董事无法保证的被实施退市风险警示	被实施退市风险警示之日起两个月内仍无法保证的被终止上市
	—		因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，被交易所要求改正但未改正被实施退市风险警示	被实施退市风险警示之日起的两个月内仍未改正的被终止上市
违法类强制退市标准	重大信息披露违法等强制退市情形		明确重大违法强制退市的财务造假判定标准：若公司披露的营业收入(或净利润、利润总额、资产负债表)连续两年均存在虚假记载，虚假记载的金额合计达到5亿元以上，且超过该两年披露的相应年度营业收入(或年度净利润、年度利润总额、期末净资产)合计金额的50%	

6.2 退市新规影响上市公司的资产重组和债务重整

2020年12月14日，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布了“史上最严退市新规”，“最严”主要体现在完善退市指标、缩短退市流程这两个方面。按照新的退市新规，A股共有85家上市企业扣非前后净利润孰低值为负且营业收入小于一亿元，面临着退市的风险。另一方面，截至12月20日，两市有488家公司的大股东累计质押股份数量占持股数的比例在70%以上，有290家公司的大股东累计质押股份数量占持股数的比例在90%以上，有104股大股东处于满仓质押的状态，随时面临着股票质押爆仓的风险。

在“退市新规”及股票质押危机的背景下，与这些上市公司相关的违约债权的化解已经成为各家金融机构的当务之急。而这类上市公司违约债权的处置往往非常困难，上市公司不像房地产有价值稳定的资产来处置变现，核心全靠上市公司股价的支撑，一旦上市公司爆仓或者面临退市，股价会瞬间崩塌，比如 2020 年大连圣亚、*ST 同洲、*ST 济堂、*ST 贵人等十多只股的股价直接腰斩。这种情况下，通过传统的转让债权、催收、诉讼、拍卖等方式往往存在很大的局限性，股票拍卖可能远远无法收回本金，更多的是无人接盘，债务人等利益方设置障碍等等，很难实质化解债权问题。现在困境资产的处置方式已经逐渐升级到通过重整、重组的方式，嫁接“重整投资人+产业投资人+债权投资+并购重组+投行服务+...”的手段，一次性解决困境上市公司所有债务问题，帮助上市公司获得新生。其中包括国厚资产参与的“莲花健康”，方达律所成功参与的“天海防务”，厚有安资产合伙人兰总亲身参与的“亿阳信通”，以及厚有安资产成功参与以及正在参与的“PD 汽车”、“HXFZ”等案例。上市公司重获新生的同时，股价往往也会大幅上涨，大大提高了债权收回的比率。

随着退市力度的加大，重组重整已经成为了不少困境上市公司及控股股东的选择。根据不完全统计，2020 年以来已有超过 10 家上市公司被申请破产重整，其中包括*ST 贵人、*ST 天娱、*ST 银亿、*ST 力帆、天海防务等；*ST 众泰、*ST 围海、*ST 金正等逾 10 家上市公司控股股东也纷纷被申请破产重整，这其中，更是不乏赫赫有名的巨头，比如华晨、方正、*ST 力帆。在资本市场以及不良资产的新形势下，针对上市公司困境资产解困，我们提出应该形成联盟，发挥协同作用，并借助依托多方共同的力量，着力通过司法重整的方式盘活底层企业。整个过程当中需要整合协同各方资源，包括政府、amc、券商、律所、会所、产业基金、投行等等。

6.3 新老划断规定为期间重整企业预留时间

上海证券交易所和深圳证券交易所在 2020 年 12 月份，分别发布了《上海证券交易所股票上市规则（2020 年 12 月修订）》和《深圳证券交易所股票上市规则（2020 年修订）》，根据《关于发布〈上海证券交易所股票上市规则（2020 年 12 月修订）〉的通知》和《关于发布〈深圳证券交易所股票上市规则（2020 年修订）〉的通知》的相关规定，我们可以看到：新的退市规则规定的退市过渡期较为和缓，为适应新的退市规则适应的时间和空间。

过渡期安排 ^[6]	针对的公司类型	产生的影响
第 2 条(7)、第 4 条(8)	某上市公司 2018、2019、2020 年连续三年净利润为负值。	2021 年度无需暂停上市，继续被实施退市风险警示。
		如 2021 年度净利润（扣非前后孰低）为正或营业收入超过一亿元，且不影响其他财务类退市指标，则撤销退市风险警示。
	某上市公司 2019、2020 年连续两年营业收入低于一千万元。	2021 年度无需暂停上市，继续被实施退市风险警示。
		如 2021 年度净利润（扣非前后孰低）为正或营业收入超过一亿元，且不影响其他财务类退市指标，则撤销退市风险警示。
	某上市公司 2019、2020 年连续两年净资产为负值。	2021 年度无需暂停上市，继续被实施退市风险警示。
		如 2021 年度净资产转正，且不影响其他财务类退市指标，则撤销退市风险警示。
第 2 条、第 6 条 ^[9]	某上市公司在新规实施后被发现重大信息披露违法，不影响及财务造假判定标准，但导致 2018、2019、2020 连续三年净利润为负值。	2021 年度无需退市，被实施退市风险警示。
		如 2021 年度净利润（扣非前后孰低）为正或营业收入超过一亿元，且不影响其他财务类退市指标，则撤销退市风险警示。
	某上市公司在新规实施后被发现重大信息披露违法，不影响及财务造假判定标准，但导致 2019、2020 连续两年营业收入低于一千万元。	2021 年度无需退市，被实施退市风险警示。
		如 2021 年度净利润（扣非前后孰低）为正或营业收入超过一亿元，且不影响其他财务类退市指标，则撤销退市风险警示。
	某上市公司在新规实施后被发现重大信息披露违法，不影响及财务造假判定标准，但导致 2019、2020 连续两年净资产为负值。	2021 年度无需退市，被实施退市风险警示。
		如 2021 年度净资产转正，且不影响其他财务类退市指标，则撤销退市风险警示。

第七章 我国困境上市公司破产重整经验总结

通过对困境上市公司破产重整取得成功，恢复上市公司的正常经营的实践案例占绝大多数，但无论是选择经营保留模式还是借壳上市模式的困境上市公司，都有成功或者失败的案例，本文希望通过总结这些成功与失败的案例经验来给予读者借鉴意义。

7.1 行政机关、司法机关的支持与市场化手段相结合

在破产重整的实践过程中，除了通过市场化方式寻找最佳重整投资人，设计最优化的重整计划外，取得当地政府的支持，司法机关的配合是十分重要的。在 **ST 重庆钢铁** 重整案中，正是由于重庆钢铁获得了地方政府的支持，使得其不仅获得了产业投资者宝钢集团的拯救，还获得了地方政府产业投资基金的出资，更获得了国家开发银行的并购贷款和经营补充贷款支持，这就极大地提升了重整后企业经营的资金储备，同时也使得相关债权人获得最大程度的清偿。再比如恒天海龙的重整案，作为潍坊市的上市公司，获得了地方市政府的大力帮助，债权银行承诺，在重整后，重整计划清偿的资金将被以同样担保方式，最低的优惠利率再次足额贷给公司用于恢复生产经营。此外，往往重整工作的协调小组会由人民法院参与主导工作，因此，在破产重整过程中，将行政机关、司法机关和市场化的要素配置结合对于重整的成功十分重要。

7.2 资产重组，剥离低效率资产，回收现金

在困境上市公司的发展过程中，由于很多公司盲目扩张，追求利润，而采取非相关性产业的多元化战略，求大求全，结果由于对陌生行业知识结构的不理解，往往导致溢价收购的业务常年处于亏损状态。

因而，困境上市公司要走出困境，实现复兴，首先就需要进行业务结构的优化，剥离常年亏损的非核心业务，从而收回资金，用于企业主营业务的发展。

7.3 调整经营方案，聚焦主营业务，加强核心技术研发

在采用经营保留模式取得重整成功的案例中，九成以上比例的困境上市公司的重整计划都提出聚焦主营业务，再进行围绕主营业务为核心的相关经营多元化。

产品和服务是企业发展的核心竞争力，只有聚焦主营业务，提升产品服务的竞争力，提升经营管理效率，降低企业运营单位成本，才能够帮助困境的上市公司实现真正的复兴。

7.4 重整计划需要实现多方利益共赢，创造合力

破产重整的本质是在法律制度下，相关利益方对困境企业要素资源的重新配置和重构，其是多方利益主体是在共同受益目标的推动下进行的博弈和平衡的妥协。

债权人由于面临过低的破产清算清偿率，在希望获得更高的清偿率的目标下，同意破产重整计划对困境上市公司实施救助。

困境上市公司的原有股东由于面临破产清算下一无所有的窘境，在希望持有股份在未来仍然保持价值的目标追求下，愿意无偿让渡或者通过转增方式吸引重整投资人来共同挽救困境公司，实现困境上市公司的复兴。

破产重整投资人在基于困境上市公司优质的融资渠道平台价值、原有困境上市公司的营运价值和历史品牌沉淀、渠道建设价值等考虑下，进行重整投资，致力于复兴困境上市公司。

当地地方政府则是基于维护社会价值与地方经济的发展需要、证券监管机关和交易所则是出于维护证券交易市场的市场秩序稳定、受理法院则是为了在法律制度框架下，保护

相关主体的合法利益出发，参与整个困境上市公司的破产重整。

因此，破产重整涉及到多元主体的多样化价值追求目标，只有实现多方共赢，才能最大程度的发挥破产重整的功能，凝聚多方合力，实现困境上市公司的复兴之路。

第八章 研究结论及建议

8.1 研究结论

一、破产重整是困境上市公司复兴的有效方式

2020 年、2021 年受新冠疫情影响，许多企业经营困难。但对于上市公司破产重整领域，依然蓬勃发展，无论是从实践层面上市公司破产重整的数量，还是从制度层面关于重整的司法政策日益健全，抑或是越来越多的专家、学者、实务从业人员关注破产（破产重整）领域，并为之贡献源源不断的智慧思考和实践创新。本文通过对 2012-2020 年间通过破产重整的困境上市公司进行实践重组方案的研究和实证分析论证，发现经过破产重整后，大部分困境上市公司都能够恢复正常的经营业务与盈利能力，特别是选择经营保留方式实现破产重整的困境上市公司，通过发挥与重组方的协同效应，利用重组方的资源和渠道、技术，实现了公司发展历史的新辉煌。

二、困境上市公司在破产重整后的短期内能提升绩效

通过对破产重整的困境上市公司进行实证研究，本文发现，无论是采取经营保留模式还是借壳上市模式走出困境的上市公司，在破产重整后，其 EVA 和企业净利润值都能得到显著的改善和增加。

三、困境上市公司的长久复兴取决于公司产品服务的价值创造

破产重整的本质是相关利益方对困境企业要素资源的重新配置和重构，而要实现困境上市公司的复兴，仅仅依靠资本运作的相关利益安排，改善困境上市公司财务报表的经济指标是不够的。从长期主义视角分析，公司复兴的衡量标准还是在于能否给社会 and 消费者提供和创造有价值的服务和产品，只有获得市场的持续认可才能实现长久的复兴。

8.2 启示与建议

一、产业链上下游或行业龙头是最佳重整方

从困境上市公司陷入困境的源头分析，其本质还是在于困境公司没能在社会效率最优的条件下，提供拥有足够市场竞争力的产品服务。作为产业链的上下游龙头，其更加了解产业链上下游行业的要素价值，更加了解更高效要素建构模式，作为行业龙头，其一定在同行业市场自由竞争下，拥有效率或者产品价值的比较优势。因此，通过他们作为重整方的参与，将帮助困境企业实现要素资源的最优配置以及对行业产品发展方向的把握，更有助于发挥困境上市公司历史积淀的营运价值，从而更好的帮助困境上市公司实现复兴。

二、专注企业核心主营业务，增强企业可持续经营能力

企业的要素资源是有限的，只有集中企业的全部要素资源专注于核心主营业务的经营、发展、研发，才能在市场上获得竞争的比较优势，使企业获得可持续经营的能力。若一味强调多元化战略，则是分散企业的要素资源去竞争市场上自己并不擅长的领域，在无法取得比较优势的情况下，导致资本要素的回报率降低，无法获得最佳价值回报。

三、创新灵活的重整方案有助于实现各方利益的平衡

破产重整的本质是在法律制度下，相关利益方对困境企业要素资源的重新配置和重构，其是多方利益主体是在共同受益目标的推动下进行的博弈和平衡的妥协。

不同利益参与主体的多元化价值追求需要创新的重整方案来进行协调和平衡，只有运用创新模式，充分实现多方参与主体的价值追求，才能更好的实现各方利益的平衡，更好的促进重整计划的实施和帮助困境上市公司实现复兴。

参考文献

Thomas H. Jackson, Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlement, and the Creditors' Bargain, 91 Yale L.J. 857, 1982.

Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives, edited by Jagdeep S. Bhandari and Lawrence Weiss, Cambridge University Press 1996.

Douglas G. Baird, Thomas H. Jackson & Barry E. Adler, Bankruptcy Cases, Problems and Materials, Revised Third Edition, Foundation Press 2001

David G. Epstein, Bankruptcy and Related Law in A Nutshell, Sixth Edition, West Group 2002.

Edward I. Altman, Bankruptcy, Credit Risk, and High Yield Junk Bonds, Blackwell Publisher 2002.

O.M.Brupbacher, Functional Analysis of Corporate Rescue Procedures: A Proposal from an Anglo-Swiss Perspective, JCLS., 2005.

Lynn M. LoPucki, Courting Failure: How Competition for big Cases is Corrupting the Bankruptcy Courts, The University of Michigan 2005.

Mark J. Roe, Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Material, Second Edition, Thomson West, Foundation Press 2007.

Yongqing Ren, The "Control Model" in Chinese Bankruptcy Reorganization Law and Practice, American Bankruptcy Law Journal, 2011.

Wang Xinxin, "Adoption and Confirmation of Draft Plan of Reorganisation for Enterprises in China: Observing the US Lawmaking Experience", International Corporate Rescue, no.1(2017).

Lynn M. LoPucki, Courting Failure: How Competition for big Cases is Corrupting the Bankruptcy Courts, The University of Michigan 2005.

帕特里克·A.高根：《兼并、收购与公司重整》，朱宝宪、吴亚军译，机械工业出版社

李永军.《破产法律制度》，北京：中国法制出版社，2000 年版。

安建. 中华人民共和国企业破产法释义北京：法律出版社. 2006 年版。

张世君.公司重整的法律构造——基于利益平衡的解析北京：人民法院出版社，2006 年版

丁燕.《上市公司破产重整计划法律问题研究——理念、规则与实证》，北京：法律出版社，

贺丹.《上市公司重整：实证分析与理论研究》，北京：北京师范大学出版社，2012 年版

肖金泉，刘红林.《破产重整——中国企业新的再生之路》上海人民出版社，2007 年版

刘延岭，赵坤成主编：《上市公司重整案例解析》，北京：法律出版社，2017 年版。

李曙光、郑志斌著：《公司重整法律评论（第四卷）》，法律出版社 2015 年版。

汤维建著：《破产程序与破产立法研究》，人民法院出版社 2001 年版

郭毅敏，闻长志，汪世虎《破产重整困境上市公司复兴新视野》人民法院出版社

刘宁，张庆公司破产重整法律实务全程解析北京：北京大学出版社，2011 年版。

齐明著：《中国破产法原理与适用》，法律出版社 2017 年版

李成文：《中国上市公司重整的内在逻辑与制度选择》北京：中国法制出版社，2012 年版

霍敏主编：《破产审判前沿问题研究》，北京：人民法院出版社，2012 年版

王卫国.“论重整制度”，《法学研究》，1996 年 第 1 期

王利明. 关于制定我国破产法的若干问题.中国法学，2002 年第 5 期

王利明. 破产立法中的若干疑难问题探讨.法学，2005 年第 3 期

胡利玲.“困境企业拯救的法律机制研究”，中国政法大学博士学位论文，2007 年

马存利. 上市公司破产重整的金融创新手段初探. 中国商法年刊，2008 年

王欣新，宋玉霞，“重整计划强制批准法律问题研究”，《汉江论坛》，2014 年第 10 期

金星均：“韩国公司重整制度立法的研究——与中国《企业破产法》（草案）相关规定比较

赵泓任.“企业破产重整计划可行性的法律分析”，《法学杂志》，2010 年第 6 期

李雨松.“我国上市公司破产重整计划研究”，西南政法大学博士学位论文，2011 年。

邹海林.“法院强制批准重整计划的不确定性”，《法律适用》，2012 年第 11 期。

张海征，王欣新：“论法院强制批准重整计划制度之完善”，《首都师范大学学报》

赵惠妙：“上市公司重整中政府角色的实证研究”，《兰州学刊》，2017 年 12 月。

郑登津、陈运森：《退市新规：怎么看、怎么办》

马广奇、张芹：《企业财务失败与破产重整--以日本航空公司为例》。

山本和彦（日本）《日本倒产处理法入门》，金春等译，法律出版社 2016 年版，第 2 页。

杨勤宇、潘紫宸：《国外经验对于推进国内债务重组的启示》

张岩贵.挖掘企业真实利润的新方法——EVA 研究[M].知识产权出版社，2010

陈晓慧.EVA 业绩评价指标计算问题探讨[J].财会研究，2010（6）

赵钦芳.对 EVA 业绩评价方法的思考[J].中国商贸，2010（52）

李凤英.EVA 经济增加值在企业绩效评价中的应用[J].北方经济，2010（14）

李曙光、郑志斌：《公司重整法律评论（上市公司重整专辑）》法律出版社 2019 年版。

刘延岭，赵坤成：《上市公司重整案例解析》，法律出版社 2017 年版。

贺丹：《上市公司重整：实证分析与理论研究》，北京师范大学出版社 2012 年版。

李永军、邹海林等著：《破产法》（第二版），中国政法大学出版社 2017 年版

申林平，《上市公司破产重整原理与实务》法律出版社、《香港上市实务精要与案例分析》

王燕妮，王安民.上市公司的经济增加值与市场价值[J].统计与决策，2005.12.

孟静怡.新准则下的 EVA 会计事项新调整[J].财会学习，2007.7.

李植煌.刍议基于经济增加值的企业业绩评价[J].企业论坛，2006.12.

《关于发布<深圳证券交易所股票上市规则（2020 年修订）>的通知》

《关于发布<上海证券交易所股票上市规则（2020 年修订）>的通知》

詹姆斯·C·范霍恩，小约翰·M·瓦霍维奇.现 经济科学出版社，2002

Eugene F· Brigham， Michael C· Ehrhardt.中国财政经济出版社，2003

张纯.EVA 业绩评价体系研究[M].北京:中国财政经济出版社，2003

大卫·格拉斯曼.EVA 革命，以价值为核心的企业战略与财务薪酬管理体系[M].北京:社会科学文献出版社，2001

杜阳.经济增加值在中国超前[J].华东经济管理，2003(4