

*ST德奥破产预重整的案例分析及启示

梁甫贵 屈静蓉

摘要：预重整制度是一种救助困境企业的新型机制，兼具目前《中华人民共和国企业破产法》中规定的破产重整和庭外重组两种机制的优点，同时可以解决破产重整时间成本过高，以及庭外重组中大债权人侵害中小债权人利益、执行力低等问题。本文以*ST德奥重整事件为例，分析其陷入财务困境、选择预重整的原因以及重整的过程及特点，揭示其能够顺利通过预重整制度成功上市的因素，提出上市公司财务困境脱困中的预重整制度与重整制度有机结合等观点。

关键词：困境企业；预重整制度；*ST德奥

中图分类号：F275.1 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2021)19-0048-04

一、案例背景

预重整是在破产重整的基础上，将对于尚有挽救价值的企业进行拯救的时间放宽到进入司法程序前，在法院受理破产重整申请前，就预选管理人进入困境企业清理债权债务，协助债务人、投资人等各方利害关系人进行协商讨论、展开谈判，探讨恢复生产、辅助企业推进破产重整进行的一种拯救程序。*ST德奥是我国第一个启动预重整并最终重整成功的上市公司，在预重整期间开展了债务清算、资产评估和重组方案协商等工作，为重整方案的快速表决奠定了基础，后续进入司法程序的重整过程仅持续了36天。而2020年度我国被法院裁

定批准重整计划的13家上市公司从法院受理到批准重整计划平均时长约为92天，耗时最长的甚至花费了209天。*ST德奥案例充分展现了预重整制度可有效缩短企业进入重整程序后的审判时间、提高重整成功率、降低重整成本的优势。

二、*ST德奥重整过程及内容

(一) 重整缘由

*ST德奥是一家以小家电和通用航空为主营业务的上市公司。最初公司主营小家电业务，产品包括电饭煲、多用途锅、电烤箱、餐饮服务智能设备和商业电磁烹饪设备，90%以上的产品出口海外。随着小家电业务步入成熟稳定的发展阶段，2013年*ST德奥决定开辟通

用航空业务（以下简称通航业务）作为第二主业，随后*ST德奥不断对外收购，促使2014~2016年期间资产规模持续增长，而由于收购标的资质平庸，收购后经营状况也未见好转，资金主要来源于对外融资。近年来市场融资环境收紧，通航业务仅能通过债务融资解决资金问题。从2017年开始，通航业务部分债务违约，陷入债务危机，资金链断裂导致通航业务生产运营全面停滞，同年由于投资标的失去可持续经营能力而中止投入，财务报表对通航业务按照不可持续经营处理，相关资产计提了大额减值，导致当期公司出现大幅亏损、资不抵债的情况。

(二) 重整过程

基金项目：国家社科基金一般项目“重大突发公共事件对企业持续经营能力冲击的评价与应对研究”（2021年度项目）

作者简介：梁甫贵，首都经济贸易大学会计学院教授，博士生导师；

屈静蓉，首都经济贸易大学会计学院硕士研究生。

*ST德奥重整经历了三个阶段。第一阶段为预重整阶段。自债权人申请对债务人企业进行破产重整起至法院裁定受理重整申请前。在此期间,法院通过听证程序初步判断*ST德奥具有重整价值和希望,并且鉴于*ST德奥若不能在2020年6月30日前完成重整程序将面临被强制退市,法院同意*ST德奥启动预重整程序并指定预选管理人。随后管理人协助债务人企业预先与债权人沟通、引入重整投资方并制定重整计划预案。第二阶段为重整期间阶段。自法院裁定受理重整申请起至法院裁定批准重整计划止。此阶段的重点为将预重整阶段的重要成果——重整计划预案转化为破产重整草案。第三阶段为重整计划执行阶段。法院裁定*ST德奥重整计划执行完毕,破产重整程序终结。

(三) 重整主要内容

1. 出资人权益调整方案。以*ST德奥现有总股本为基数,按每10股转增11股的比例实施资本公积金转增股份,共计转增约29172万股。全体股东无偿让渡29172万股转增股份,由重整投资人——深圳市迅图教育科技有限公司(以下简称迅图教育)及其指定的财务投资人以合计735134400元的现金对价有条件受让。

2. 债权调整与受偿方案。*ST德奥重整偿债资产为现金,为转让转增股份所支付的对价。有财产担保债权在担保财产评估价值范围内以现金方式优先受偿;超出担保财产评估价值的部分作为普通债权受偿。普通债权以债权人为单位,每家债权人50万元(含)以下的债权部分以现金全额受偿;超过50万元的部分以现金受偿85%。剩余未受偿部分不再清偿。已确认债权在重整计划执行期限内受偿完毕。对于待确认的债权,管理人将根据受偿比例预留相应受偿资金,待确认后按同类债权的清偿条件受偿。

3. 经营方案。*ST德奥首先借助重整投资人化解公司危机,消除债务负担。然后逐步调整业务结构,实现业务转型、升级,增强小家电业务,剥离亏损通航业务。剥离亏损通航业务有助于降低其对公司资产结构的影响,集中资源优化主营业务经营,防止企业资源在亏损业务上的持续耗费。

此外,*ST德奥将开拓新的业务领域,结合重整投资人讯图教育的股东中幼国际(幼教信息化综合内容服务提供商)打造智慧幼教的企业宗旨,将尝试生产儿童智能玩具、机器人产品和电子信息化产品等幼教类产品,进一步提升公司营业收入和利润水平。

三、*ST德奥重整的案例分析

(一) 陷入财务困境的原因分析

1. 产业方面原因。*ST德奥在持续发展过程中存在战略定位错误。2013年随着小家电业务步入成熟稳定的发展阶段,*ST德奥决定开辟第二主业,管理层选择跨界当时市场大热但具有高风险的通航产业,存在管理者过度自信问题。*ST德奥对于通航业务采取了过于激进的发展战略,布局全产业链并不断进行收购,存在管理者过度投资问题。而近年来通航产业市场并不景气,无论是航空企业数量、通用航空器数量,还是航空企业的生产作业飞行时间、机场建设,均处于缓慢增长中。此外,*ST德奥通航业务连年亏损,却没有及时有效地挽救或剥离亏损产业,存在对市场变化反应不及时、对公司战略调整不及时的问题。

小家电行业看似竞争激烈,但由于行业内的产品系列众多,容易细分市场而获利。*ST德奥原有小家电业务营业收入基本稳定,电饭煲业务作为公司主营收入和利润来源是其核心业务,出口量连续多年位居全国前三位,销售收入占总收入的40%以上且增长稳定。小家电

领域毛利率虽然较低,但*ST德奥可以通过扩展市场、开发产品等提高盈利能力。但*ST德奥对于小家电产业存在一定低估、集中财力发展通航业务的问题。而航空企业前期投资大、风险高、回报周期长,造成的资金缺口使得*ST德奥必然会在一定程度上放弃小家电产业的发展机会。

2. 财务风险较高。*ST德奥在长时间持续发展过程中过度投资引发过度融资,导致出现高财务风险。在财务指标出现预警后,*ST德奥也未能及时采取有效的补救措施,在无法挽回亏损局面后,也没有及时剥离亏损产业、盘活资产,最终导致企业发展无力,陷入财务困境,面临破产。

此外,通过对*ST德奥各项财务指标的分析,可以发现其偿债能力较差。在2013年进入通航产业后发展过程中,*ST德奥资产和业务规模大幅扩张,由于扩张资金缺口较大,而经营无法提供充裕资金支持,只能不断加大融资规模,进而造成公司财务杠杆率升高,偿债能力持续减弱,筹资风险持续提升,最终导致资不抵债。

*ST德奥的各项财务指标反映出的另一主要问题是盈利能力较差。2014~2018年中仅有两年是盈利的,其余三年均为净亏损,而2017年由于大额资产减值损失,更是导致*ST德奥出现巨额亏损。尽管*ST德奥在这五年期间业务规模整体保持稳定,但由于投资导致管理费用增长、融资成本增加,再加上减值损失提升,公司经营持续下行。此外,由于*ST德奥发展持续性明显滞后,与供应商、客户之间以及与银行等融资机构之间的信用度都将受到负面影响,存在潜在的信用风险。

(二) 选择预重整原因

1. 时间因素限制。如果2020年6月30日前不能执行完毕重整计划,*ST德奥将被深圳证券交易所强制退市。时间

紧迫,*ST德奥为保住上市资格、避免退市,需尽快完成破产重整程序。在重整审查难度加大的背景下,预重整能够利用法院受理重整申请前的时间,预先与各方利害关系人进行谈判,研究重整方案,相比传统破产重整能节省大量时间成本。

2.地方法院支持。该案是广东省佛山市中级人民法院(以下简称佛山中院)受理的第一宗上市公司重整案,且*ST德奥是当地较为知名的地方企业。通过*ST德奥与佛山中院的积极沟通和协商,佛山中院同意公司进行预重整。

佛山中院的支持在*ST德奥后续预重整过程中起到了关键的推动作用。从案件受理阶段的形式审查、实质审查,到指定管理人后各个环节,佛山中院均严格把关和监督,并在重大事项上给予直接指导。

(三)重整的实施结果评价

1.提升了重整效率,降低了破产成本。*ST德奥重整案是上市公司中首例经由预重整程序成功转入重整程序的案例。在法院收到债权人重整申请、正式受理重整申请前,法院主导*ST德奥进入预重整,预选重整管理人协助*ST德奥先行开展了债务清算、资产评估和重整方案协商等工作。在重整计划预案中规定了重整计划预案与重整计划草案的衔接,承诺将根据重整预案的主要内容制作重整计划草案,重整计划草案对债权人和出资人权益的调整不超过重整预案的限度。法院主导*ST德奥进入预重整,*ST德奥通过预重整将庭内重整工作内容提前,并以重整预案事先征求债权人意见,节省了后续庭内重整时间。

待证监会和最高人民法院核准后,法院受理重整申请,*ST德奥正式进入破产重整,在管理人监督下自行管理财产和营业事务并制作重整计划草案。此前预重整工作已为法院受理重整申请后快速转化生成重整草案及重整草案的

快速表决打下坚实的基础。管理人能够在前期预重整工作的基础上开展后续工作,从而为后续的重整工作赢得更多时间,加快整体的工作进度,有效增加重整成功几率。最终*ST德奥的重整过程从受理申请到终止程序,仅持续了36天,最大程度压缩了重整案件的办理周期,降低了破产成本。

2.产生了良好的经济效果。一是债务人企业脱困。重整后债务人企业*ST德奥财务状况得到改善,近5亿元债务得到清偿,资产负债结构显著优化,生产经营有序恢复,避免了退市的危机。二是债权人受偿比例提高。债权人同意债务重组,实行破产重整方案后受偿比例高于85%。三是股东免于重大损失。虽然*ST德奥的出资人无偿让渡转增股份并由重整投资人受让,资本公积金转增股本会使股东持股比例下降,但对于*ST德奥逾2.43万名中小股东来说,破产重整成功后,公司恢复正常的经营状态,股东就有可能通过公司的良性发展而获取收益,未来公司复牌后,股东也有可能通过重整利好带来的股价上涨获取资本溢价。四是维护了地方经济和社会稳定。*ST德奥成功重整,地方民营上市公司得以保留,1100多名职工得到了妥善安置。

(四)预重整成功因素分析

1.重整希望和价值较高。*ST德奥的重整希望和价值较高,不仅具有壳资源,在小家电行业研发能力、获利能力均属行业上游。预期重整后,能凭借其在小家电产业较强的研发能力和客户资源恢复市场活力。

2.重整难度较低。*ST德奥破产原因明确且较为简单,是其进军通航产业并进行一系列大举收购的错误决策导致。作为一家民营上市公司,*ST德奥对当地经济发展影响较大,受当地政府重视,有利于其获得地方法院支持。此外,*ST德奥2018年年报显示,重整前主要

参控股公司仅有7家,相对较少的参控股公司也意味着重整难度较低。*ST德奥债权分类方案中显示:涉及有财产担保债权中已确认的债权为2家,待确认的债权为2家;普通债权中已确认的债权为48家,待确认的债权为6家。债权结构比较简单,有利于*ST德奥通过预重整与债权人先行进行沟通。

3.重整方案较为合理。*ST德奥重整方案较为合理,其中尤为成功的是引入适合企业的重整投资人。重整投资人迅图教育的股东中幼国际虽有借壳上市之意,但成功将其幼教产业融入*ST德奥的小家电产业。幼教类电子产品更适合作为小家电企业的第二产业,都属于小型电器,行业相差较小,研发资源可以共享,企业在小家电领域的优势和经验可以转化,并可保住相关研发人员的工作岗位。合适的重整投资人既保证了*ST德奥重整的顺利完成,也有利于公司未来的长期发展。

4.重整过程中信息披露及时且充分。保证充分的信息披露也是*ST德奥预重整的成功因素之一。由于*ST德奥是上市公司,信息披露标准较为严格,对重整进展信息的披露不仅可确保利害关系人获得充分的信息,还能引起行业的共同关注和监督,确保利益相关者能够做出合理决策。

四、*ST德奥重整的启示

(一)关注和优化预重整流程

*ST德奥通过预重整提升了重整效率,降低了破产成本,取得了良好的经济效果,为上市公司建立预重整制度提供了参考借鉴。预重整是正式重整前的“预热”及“铺垫”,预重整的成功有助于促进正式重整的成功,提高正式重整的效率。而预重整过程中需要法院、债权人、投资人等各方的积极、有效参与,对此应关注以下问题:一是规范听证程序。通过听证会,使得债权人、法院深入了



图 / 杨曼

解和判断债务人企业的财务状况、拯救价值。二是有效选择重整管理人。根据债务人企业财务状况、债权债务复杂程度、重整措施的复杂程度等因素,选择胜任的重整管理人。三是有效选择重整投资人。针对债务人企业的实际情况,引入各方可以接受且具有行动力的重整投资人,保证后续正式重整的顺利进行。四是优化重整计划预案。针对债务人企业的业务性质、债权债务关系、资产质量、债务结构、战略目标、技术能力、管理能力、营运能力、发展潜力等因素,制定相关债权调整、债务重组、业务调整、技术升级、管理优化甚至战略调整等方案,形成切实可行、促进债权人利益最大化的重整计划预案。五是加强相关各方的沟通协调。在预重整过程中,债务人企业、债权人、管理人、重整投资人、法院、政府部门、员工等相关各方之间的联系紧密甚至存在利益冲突,如何协调相互关系、降低甚至消除摩擦,是保证预重整顺利实施的重要前提。

(二) 重视与法院的沟通以及信息披露

尝试预重整的债务人企业应及时完整掌握政策动态,了解当地是否有预重整制度的相关规定及前例,同时与当地政府及法院积极沟通。*ST德奥预重整期间,以管理人为桥梁积极与法院沟

通,得到法院的监督和指示,为后续进入重整程序打下良好基础。此外,在预重整期间,*ST德奥每月将关于重整及恢复上市的进展情况进行公告,良好的信息披露有助于债权人等利益相关方在预重整期间谨慎判断债务人企业是否具备重整价值,增强利益相关方对*ST德奥顺利重整及后续可持续发展的信心。同时,债务人企业重视信息披露,增强债权人信心,避免债权人提起诉讼,对于预重整的顺利进行也具有较为重要的意义。

(三) 注重预重整制度与正式重整程序的有机衔接

*ST德奥重整案中,由公司自行在重整计划预案中规定了重整预案与重整计划草案的衔接,承诺重整计划草案对债权人和出资人权益的调整不超过重整预案的限度,不足之处是缺乏法律的有效保护。基于此,未来对于预重整中达成的预重整计划、重整计划预案或重整计划草案,法院应在对其确立过程中信息披露是否充分和表决程序是否公平等进行审查后,认可其法律效力。这样预重整程序中的谈判成果,才能够通过重整程序得到固化,也能够避免债权人违背在预重整程序中所做出的承诺,侵害其他利害关系人的合法权益,保证预重整的公平,确保预重整发挥加快上市公

司财务脱困的效力。

(四) 政府应适度参与上市公司的预重整工作

*ST德奥前期预重整过程中虽得到了法院的指导,但还是以债务人和债权人自行协商、谈判为主,政府干涉程度较低。*ST德奥重整案成功利用了预重整制度,促进了债务人与债权人自发地谈判协商,为困境企业寻找出路、更好地保护债权人利益提供了有益借鉴。笔者认为,对于有潜力而暂时处于低谷的产业政府应给予政策扶持,帮助企业与重整投资人和银行之间搭建沟通桥梁。在预重整制度缺位的情况下,可由政府协调法院参与引导企业预重整程序的进行。■

责任编辑 刘黎静

主要参考文献

- [1] 陈义华.比较与借鉴:中国破产预重整的本土化建构初探[J].法制与社会,2020,(5):70-72.
- [2] 池伟宏.论重整计划的制定[J].交大法学,2017,(3):122-136.
- [3] 丁岩,沈鸿,罗欣.预重整案例分析与制度构建初探[J].国际金融,2019,(3):6-9.
- [4] 杜军,全先银.公司预重整制度的实践意义[N].人民法院报,2017-9-13(7).
- [5] 潘光林,方飞潮,叶飞.预重整制度的价值分析及温州实践——以温州吉尔达鞋业有限公司预重整案为视角[J].法律适用,2019,(12):37-43.
- [6] 王佐发.预重整制度的法律经济分析[J].政法论坛,2009,27(2):100-112.
- [7] 吴在存.美国破产重整及管理人制度的考察与启示[J].人民司法(应用),2018,(28):97-104.