

摘要

近年来，我国经济结构不断转型升级，对各行业从制度和政策上的监管和规范也在逐渐趋紧。上市公司若对外部政策和行业环境的变化感知不明显，极容易出现经营管理上的失误，可能造成资金链的断裂进而引发财务危机，甚至因无力清偿债务从激烈的市场竞争中惨淡退出。破产重整制度的引入则为其中仍存在重整价值的企业提供了重生的新思路。随着我国资本市场逐渐成熟，对于上市公司破产重整的认知也在趋于理解和认同，破产重整已经成为了解决困境上市公司问题的重要途径。但在实践中依然不乏申请破产重整成功后的上市公司，由于各种因素重整失败，未能免于退市的命运。因此，有必要继续丰富上市公司破产重整的案例库，为企业顺利度过危机提供经验借鉴。

本文选择了中南文化这一破产重整的成功案例进行研究。首先回顾了关于破产重整的动因、利益相关方保护和效果评价的相关文献和理论，对案例公司的发展概况及破产重整方案、过程做简要介绍；其次在重整动因分析方面，分别从中南文化所处的行业背景变化情况和公司自身原因出发，梳理出公司高额的债务成因和选择破产重整的动因；紧接着，在重整效果分析方面，综合使用了事件研究法和财务指标分析法，通过股价的波动反映中南文化重整的市场绩效并选取一系列财务指标反映公司在重整前后的财务状况变化，最后使用熵权法计算出公司的财务绩效得分，进行补充评价。在结论与启示部分，结合中南文化的重整效果总结其成功的经验，提出了关注企业自身优势、探索更多元化的重整方案、注产重整后的经营管理以及破产重整中充分发挥政府功能等针对上市公司的重整意见和发展意见。

在中南文化的破产重整中，率先使用了重整引导人这一制度来拟定重整预案，并采取由重整投资人引入财务投资人的方式降低公司股权结构风险，促成了这一全国审理时间最短、速度最快的上市公司重整案例，并且从计划执行完毕的两年后来看取得了较好的重整效果。预重整与正式重整有效结合的模式，给予了债务双方充分的时间和空间共同协商重整方案，既避免了重整期间公司长期的股票停牌和停工停产，又节省了大量的重整资源和司法资源。通过对本案例的研究，可以对已有的破产重整理论框架进行补充。此外，在效果分析中找出一些破产重整模式与方案选择的优秀经验，可以为其他面临破产有望重整的企业提供参考，期望能够使破产重整制度真正地发挥其保市场主体、保就

业的功能。

关键词：破产重整；重整动因；重整效果

目 录

摘 要	I
ABSTRACT.....	III
第 1 章 绪论.....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 国外文献综述.....	2
1.2.2 国内文献综述.....	4
1.2.3 文献述评.....	8
1.3 研究内容与方法.....	9
1.3.1 研究内容.....	9
1.3.2 研究方法.....	9
1.4 研究创新与不足.....	10
1.4.1 研究创新.....	10
1.4.2 研究不足.....	10
1.4.3 研究技术路线图.....	11
第 2 章 相关概念及理论基础.....	13
2.1 相关概念.....	13
2.1.1 破产重整概念界定.....	13
2.1.2 破产重整程序.....	13
2.1.3 破产重整与其他破产制度的划分.....	14
2.2 破产重整理论基础.....	15
2.2.1 营运价值论.....	15
2.2.2 利益与共论.....	15
2.2.3 社会政策论.....	16

第 3 章 中南文化破产重整概况	17
3.1 公司概况.....	17
3.2 重整前财务状况.....	18
3.3 破产重整过程及方案.....	20
3.3.1 破产重整过程概述.....	20
3.3.2 出资人权益调整方案.....	21
3.3.3 债权分类及受偿方案.....	22
3.3.4 经营调整方案.....	23
3.3.5 方案执行后股权变动情况.....	23
3.4 本章小结.....	24
第 4 章 中南文化破产重整动因分析	25
4.1 外部动因.....	25
4.1.1 影视行业环境恶化.....	25
4.1.2 债权人支持.....	27
4.1.3 政府支持.....	28
4.2 内部动因.....	29
4.2.1 保留上市资格.....	29
4.2.2 发展核心产业.....	30
4.2.3 降低公司股东损失.....	31
4.3 本章小结.....	32
第 5 章 中南文化破产重整效果分析	33
5.1 市场反应情况.....	33
5.1.1 短期股价波动分析.....	33
5.1.2 长期股价波动分析.....	36
5.2 财务指标分析.....	37
5.2.1 偿债能力分析.....	37
5.2.2 盈利能力分析.....	38
5.2.3 营运能力分析.....	39
5.2.4 发展能力分析.....	39

5.3 基于熵权法的财务绩效分析.....	40
5.3.1 建立指标矩阵.....	40
5.3.2 标准化处理后确定指标权重.....	41
5.3.3 综合绩效分析.....	46
5.4 对利益相关者的影响.....	47
5.5 本章小结.....	48
第6章 研究结论与启示.....	49
6.1 研究结论.....	51
6.2 启示.....	52
6.2.1 关注企业自身优势、合理布局.....	52
6.2.2 探索更多元化的重整方案.....	53
6.2.3 注重重整后的经营管理.....	54
6.2.4 充分发挥政府功能.....	54
6.3 研究展望.....	55
参考文献.....	57
致 谢.....	61

第 1 章 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

改革开放以来，我国经济市场在现代化进程上取得了长足的进步，尤其是当前处于转型的关键时期，整体的发展态势在持续向好。截至 2022 年末，我国 A 股市场的上市公司数量突破 5000 家，市场价值合计达到 80 万亿元。但逐渐激烈的市场竞争伴随着各行各业监管政策的持续趋紧，企业因经营不善破产倒闭的情况时有发生。这时，能够兼顾多方利益的破产重整制度为这些在激烈的市场竞争中陷入经营困难，被迫破产清算的企业提供了重生的机会。在破产重整制度正式引入之后，我国在立法方面也在对其不断完善，于 2012 年颁布的《上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》中，首次明确了我国上市公司重整的实操规则。经过 10 年时间的发展，破产重整作为上市公司债务风险化解的方式之一，受到的关注度越来越高，实践案例越来越丰富，逾百家上市公司实施了重整，相关制度指引也不断完善。企业经历破产重整成功后，一方面保留了经营主体、使企业得以持续经营，同时企业债权人及大小股东也得到了远高于破产清算状态的债务清偿率；另一方面，避免了因企业破产带来的高失业率和可能产生的社会危机。

本文选择的案例公司中南文化作为民营企业中的“跨界转型样板”，在经历由传统制造业向文化娱乐行业的快速转型后，自 2017 年，企业经营状况开始走下坡路，2018 和 2019 年连续经历巨额亏损后面临退市，2020 年公司申请重整后，在各方的共同努力下，于次年 3 月宣布重整程序执行完毕，至此中南文化得以顺利摆脱退市危机。而在中南文化破产重整的同一年，如天翔环境、利源精制、ST 银亿等上市公司虽申请重整成功，仍免不了退市的厄运。在我国的经济市场上，诸如此类选择破产重整的上市公司中由于重整周期过长或企业决策失误重整失败的并不在少数。中南文化的破产重整作为一个成功案例，在近年来通过破产重整实现企业存续的上市公司中比较有代表意义，因此本文选择中南文化这一重整效果明显的案例公司来进行深度剖析，研究其破产重整的动因、效果以及在模式选择和方案设计方面的优秀经验。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

我国破产重整制度的引入时间相比于国外更晚，因此制度的完善和多元化程度仍有待提高，具体实施中，上市公司的破产重整方案通常也缺乏实质上的创新，并且在实践中发现众多经历破产重整的上市公司中，实现优异重整效果的仍在少数。本文在对中南文化重整动因和效果的分析中，将破产重整理论与实际重整案例相结合，找出其重整模式选择和方案设计中的优秀经验，探讨公司实现正面重整效果的原因，有助于丰富我国上市公司中关于破产重整成功案例的相关研究。

(2) 实践意义

本文选择的案例公司中南文化的重整方案中有着较新颖的做法，深入研究其重整动因、方案和效果一方面能够为日后选择破产重整的上市公司提供方案设计上的新思路，引起资本市场对于探索预重整与庭内重整结合方案的思考；另一方面，对本案例重整前财务困境成因和重整后发展状况的分析，可以中南文化未来的战略规划及发展方向提供思路。

1.2 文献综述

1.2.1 国外文献综述

(1) 关于破产重整模式的研究

国外针对破产重整有较长的研究历史。James Routledge 和 David Gadenne (2000) 认为企业选择破产重整得到的收益会明显高于破产清算，并创建分析模型以直观的数据加以验证，最终得出了选择破产重整的企业一般都会获得优于重整前经营状况的结论^[1]。也有学者认为重整模式的选择不仅与企业状况相关，White M.J (2002) 在对上市公司的破产模式综合分析后，提出了企业主要会考虑目前的债务状况、未来可能创造价值的能力和各利益相关方的诉求等方面，来决定是否选择破产重整^[2]。Nirosh Kviruppu (2019) 从营运价值论的角度分析了破产重整模式的最大优势，认为企业选择破产重整模式的主要因素在于其收益是否会显著高于破产清算状态^[3]。国外在重整模式的研究中对预重整的概念提出较早，Henri Servaes (2012) 认为预重整是一种正式重整前的过渡方式，结合了庭外重组参与人的自治性和庭内重整具备的法律效力，协商出的企业重整方案更能充分体现各利益相关方的意愿^[4]。Cepec J 和 Grajzl P (2020) 在对比了破产重整案件中经历预重整和直接选择重整的企业后，发现了预重整能够降低企业重整成本、缩短法院

审批时间的优势。此外，预重整模式避免了破产重整期间上市公司股票的长期停牌，显著降低了社会面对于企业破产的负面影响，有助于困境企业日后的经营和持续发展^[5]。

(2) 关于破产重整动因的研究

Donald 和 Ramachandran (2009) 研究发现，当债务企业管理层经过对债务状况和清算价值的对比后，发现能从破产重整中得到较高的预期收益时，往往会倾向于选择破产重整^[6]。而有些学者认为企业主要专注于重整中经营方案的调整，Monteiro G F A, Caleman S M D Q 和 Pongeluppe L S (2019) 在研究了众多上市公司的重整计划，并进行对比后发现相比缓解债务压力，企业选择破产重整的原因还包括经营方案的调整，通过破产重整提高本企业的竞争力，从根本上改善企业日后的盈利能力和发展状况^[7]。Levitin (2010) 认为企业之所以选择破产重整的根本原因在于如何通过制定计划，高比例清偿企业债务，保障相关方的利益，推动这个复杂的动态过程的关键因素实际上是债权交易^[8]。Benjamin P.Foster (2013) 认为破产重整需要从企业自身的债务状况和重整价值出发，从公司治理的角度提出了给企业创造破产重整有利条件，避免重整期间发生价值外流的必要性^[9]。

(3) 关于破产重整效果的研究

Hart (1999) 把对破产重整效果的研究分成了两个层次，包括债权人的利益是否得到有效保护以及企业执行破产重整程序后的持续发展和运营能力^[10]。James Routledge (2000) 更关注于上市公司重整后的长远发展，认为仅仅关注重整后的短期效益是远远不够的，要从更深层次分析导致企业破产的因素经过重整后是否得到了解决，债务问题能否化解并且在复牌运营后能否持续创造利润^[11]。Buttwill, Klas M 和 Wihlborg (2007) 对重整效果的分析也有着相似的意见，他通过实证分析提出了只有关注企业重整成功后的整体运营情况，并观察企业三年或更长时间的长期效益才能对重整效果做出正确的判断^[12]。但也有学者对破产重整的效果提出了不同意见，Alan Schwartz (2018) 认为破产重整可能会给企业带来融资方面的不利影响，因为在破产重整程序执行期间，企业股票的长期停牌势必会阻碍公司的正常生产运营，并且企业股权结构的显著改变也不一定会给重整成功后的上市公司带来长期效益，仍需要从多方面考虑破产重整可能给企业带来的实际效益^[13]。

(4) 关于利益相关方的研究

Alan Schwartz (2005) 认为重整方案的制定必须要兼顾政府、债权人、投资者和企

业各方的利益，要充分发挥债权人会议的协调作用，共同制定出适合本企业实际债务状况和发展前景的重整模式，因为在破产重整中各方有着相同的理想情况，各利益相关方利益其实并不冲突^[14]。Lynn M.Lopucki（2010）认为债权人在破产重整中发挥的作用亦是不容忽视的，债权人需要加入到重整的各个环节之中，在方案拟定、执行期间充分参与，切实维护自身利益的同时也能为债务人提出不同角度的意见，有利于重整计划的执行^[15]。Laitinen（2011）则认为企业本身需要发挥出更大的作用来保护中小股东权益，对中小股东的维护能够避免重整期间损害企业信用，有利于长远发展，并且出于各相关者利益的整体考量，维护好股东权益能切实增强破产重整实际效果^[16]。Dr V.S.Kaveri（2016）认为企业破产重整需要着重考虑的是债权人利益，通过明确计算企业破产清算债权偿还率和重整偿还率可以增强债权人的参与重整的信心，也能够给债权人充分的权力对企业破产重整计划进行整体的权衡和考量^[17]。

1.2.2 国内文献综述

（1）关于破产重整模式的研究

2007年，破产重整制度正式引入后，国内关于破产重整的理论研究日渐丰富，针对性的政策也在趋于完善。郭子瑜（2017）认为企业在面临破产时，应该在对不同破产重整模式的利与弊有充分了解后，根据宏观政策背景、本企业财务困境状况以及未来发展方向与各利益相关方共同探索最合适的重整方案。慎重选择重整模式一方面有利于企业迅速摆脱财务困境，另一方面也能更好地发挥破产重整的效用，使企业尽快提振发展实力为市场经济的蓬勃发展添砖加瓦^[18]。封雨欣和何盛蓝（2022）认为企业是否适合破产重整主要取决于现有的资产变现能力和现金流量状况，对自身的偿债能力有清醒的认知。为了尽快减轻财务压力、改善经营状况，也需要考虑到大额债务的金额和还款期限，才能决定是否能够通过破产重整程序拯救企业^[19]。牛丽飞（2021）建议企业在选择破产重整时首先要明确财务管理的战略意义，由于重整计划执行过程中公司是无法正常运营的，为了最大限度节省重整资源并维护各方权益，需要财务管理团队多措并举，重视计划执行前的资源盘点、计划执行中的管理和监督以及资源分配、资金管理，从而保证重整计划的顺利执行^[20]。贾丽丽和夏蕊（2020）在对三种债转股的测算方式综合分析后，得出了在选择重整模式时，发挥好债转股在重整中的作用能够极大地缓解企业财务困境的结论^[21]。

随着破产重整中预重整模式近年来在国内的广泛应用，也有学者提出了预重整与重

整结合的模式有着显著节省重整成本，提高重整效率的作用。王欣新（2021）认为当企业的债务结构比较明确、简单，并且企业自身有着优质的营运资产和重整资源时，合理利用预重整能够显著提升企业的重整效果。而现实情况是，大多数破产重整企业并不具备预重整的必需条件，在庭外重组中债权人与债务人的谈判时间、谈判空间十分有限^[22]。曾宗（2022）提出政府与法院应更重视预重整的独立性与多元性，并及时赋予预重整计划法律效力以更好的规范、引导预重整模式在我国的发展。预重整给企业带来的实际经济效益是可观的，面临财务困境有望重整的上市公司也要破除关于预重整的观念障碍，更多地考虑本企业的现实需求和经济效益来合理利用预重整，实现重整模式上的创新^[23]。

政府在企业不同的破产重整模式中体现的作用也不尽相同。政府如何更好地发挥其效用方面，丁燕（2016）认为政府与企业在破产重整中做出决策的角度迥异，可能会出现政府对重整企业过度干预、越界行使行政权，而企业则更重视从自身存续、发展的角度做决策的矛盾现象^[24]。饶静（2017）认为政府利用好市场化途径对重整企业适当的干预有助于重整计划的执行，通过对实际重整案例超日太阳的综合分析，提醒企业在破产重整过程中要重视政府的作用^[25]。李冬和张盼（2018）也以上市公司为例，分析了新都公司在重整中的创新性举措，包括企业债权清偿、业务引入与剥离、股权调整以及企业员工处置方式等等，均能够体现政府在企业重整中的助推作用^[26]。陆云霞和孔祥雪（2020）对在疫情期间突发财务困境的企业做实证分析后，得出了发挥政府和法院在破产重整中“府院联动”功能能够从政策上有效保障破产工作推进的结论。支持政府与法院搭上信息化时代快车，共同构建资源信息共享平台，为破产重整企业保驾护航同时也能对有意借助破产重整非法牟利的不良现象予以监管^[27]。

（2）关于破产重整动因的研究

徐文舸（2018）在研究中发现企业破产重整的原因主要是为了通过债务重组缓解财务困境，通过债转股、引入投资方的方式将以往积压的债务降低至一般水平，避免破产清算给中小股东的利益带来的严重损害，同时也能够避免由于企业倒闭给宏观经济市场带来的系列不良影响^[28]。徐斯旸（2019）认为破产重整不但可以帮助失去盈利能力的僵尸企业淘汰过剩产能，还有助于优化产业结构从而大幅降低社会成本。在对一些僵尸企业的不同处置路径综合对比分析后，得出了破产重整制度在用来处置僵尸企业时，比其他方式更稳妥、更有效的结论^[29]。翁升阳（2021）认为利用好破产重整不仅能使债务企

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/228076042040007006>