

中国上市公司破产重整白皮书(2022)——暨 2018 年至 2021
年中国上市公司破产重整案例研究 (摘要)

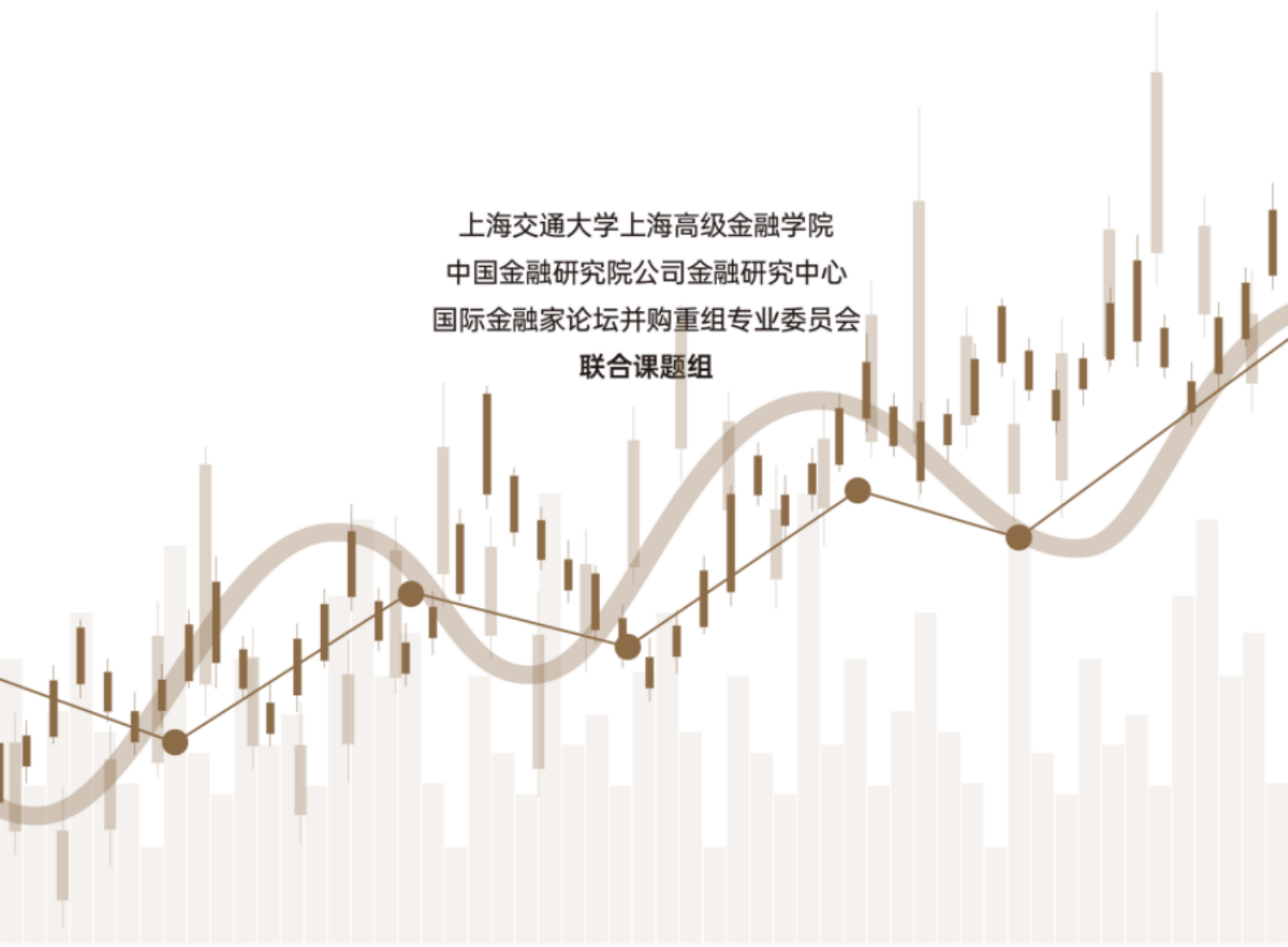
来源网址: <https://www.saif.sjtu.edu.cn/uploads/allfiles/202301/17/1673945732126307.pdf>

中国上市公司破产重整白皮书 (2022)

——暨2018年至2021年中国上市公司破产重整案例研究

摘要

上海交通大学上海高级金融学院
中国金融研究院公司金融研究中心
国际金融家论坛并购重组专业委员会
联合课题组



中国上市公司破产重整白皮书 (2022)

编委会名单

主任编委：王建郡

泽海集团创始人、董事长
国际金融家论坛并购重组专业委员会理事长
上海交通大学上海高级金融学院校友总会执行会长

蒋 展

上海交通大学上海高级金融学院教授
EED 项目学术主任及执行主任
中国金融研究院公司金融研究中心执行负责人

副主任编委：李 凯

方达律师事务所合伙人
国际金融家论坛并购重组专业委员会联席秘书长
上海市律师协会破产与不良资产业务研究委员会主任

学术顾问：张 春

上海交通大学上海高级金融学院金融学教授
中国金融研究院公司金融研究中心主任、汇付天下讲席教授
2010年-2021年任上海交通大学上海高级金融学院执行院长

编写组成员：官功肖、黄祯、赵子仪、廖燕飞、刘昱峒、叶耐德

导 语

自 2018 年以来，我国上市公司破产重整数量明显上升，资本市场对于上市公司破产重整的认知正在趋于理解和认同，政府、监管机构、法院及相关各方对推进困境上市公司进入破产重整程序所持的态度也越来越积极，上市公司破产重整正在趋于常态化、市场化，**并已成为解决困境上市公司问题的重要途径之一。**

我国现有破产重整案例中有很多是政府主导或者是债务人、债权人的自救行为，同时，由于我国上市公司破产重整的前置程序复杂、参与门槛高、市场教育不充分、专业人才缺乏等原因，导致投资机构主动参与度较低。因此，本白皮书系针对我国上市公司近年破产重整历史案例进行全面梳理和研究，通过总结案例的规律和历史经验，发现问题并针对性地提出解决方案，以达到教育市场、推动更多样化的市场主体参与上市公司破产重整之目的。

本白皮书共约 5.5 万字，主要由六部分内容组成：

- 一. 针对一般企业的破产重整程序及上市公司破产重整的特殊程序进行概述。
- 二. 根据 2018 至 2021 年上市公司破产重整相关数据的梳理，呈现上市公司破产重整的现状及近年的发展趋势。
- 三. 针对未获受理的破产重整申请相关案例进行专项研究，探究其原因。
- 四. 通过实证数据分析，挖掘出对上市公司破产重整效果的重要影响因素。
- 五. 通过研究上市公司破产重整计划的兑现情况，特别针对经营计划未有效实施情况进行分类及判断机制的探讨。
- 六. 通过总结案例的规律和历史经验，提出相关建议。

本白皮书研究范围包括 2018 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日期间正式申请（或被申请）破产重整或破产重整申请获得受理的上市公司，数据时效性截止至 2022 年 6 月 30 日。

以下为白皮书部分内容摘要

(相关名词释义及完整内容详见白皮书)

目 录

导 语	1
一、上市公司破产重整的特别程序	4
二、2018-2021 年上市公司破产重整案例数据分析及其变化趋势	7
三、上市公司破产重整未获受理原因研究	31
四、上市公司破产重整效果影响因素实证研究	32
五、上市公司破产重整计划兑现及其原因研究	33
六、相关建议	35
结 语	38
联合课题组免责声明	39

一、上市公司破产重整的特别程序

上市公司破产重整与一般企业不同，基于其特殊性，最高人民法院（以下简称“最高院”）于2012年发布《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（以下简称“《座谈会纪要》”）针对上市公司破产重整的审理原则进行了申明：上市公司破产重整案件事关资本市场的健康发展、事关广大投资者的利益保护、事关职工权益保障和社会稳定，人民法院应当高度重视此类案件，并在审理中注意坚持以下原则：

（一）依法公正审理原则。上市公司破产重整案件参与主体众多，涉及利益关系复杂，人民法院审理上市公司破产重整案件，既要有利于化解上市公司的债务和经营危机，提高上市公司质量，保护债权人和投资者的合法权益，维护证券市场和社会的稳定，又要防止没有再生希望的上市公司利用破产重整程序逃废债务，滥用司法资源和社会资源；既要保护债权人利益，又要兼顾职工利益、出资人利益和社会利益，妥善处理好各方利益的冲突。上市公司重整计划草案未获批准或重整计划执行不能的，人民法院应当及时宣告债务人破产清算。

（二）挽救危困企业原则。充分发挥上市公司破产重整制度的作用，为尚有挽救希望的危困企业提供获得新生的机会，有利于上市公司、债权人、出资人、关联企业等各方主体实现共赢，有利于社会资源的有效利用。对于具有重整可能的企业，努力推动重整成功，可以促进就业，优化资源配置，促进产业结构的调整和升级换代，减少上市公司破产清算对社会带来的不利影响。

（三）维护社会稳定原则。上市公司进入破产重整程序后，因涉及债权人、上市公司、出资人、企业职工等相关当事人的利益，各方矛盾比较集中和突出，如果处理不当，极易引发群体性、突发性事件，影响社会稳定。人民法院审理上市公司破产重整案件，要充分发挥地方政府的风险预警、部门联动、资金保障等协调机制的作用，积极配合政府做好上市公司重整中的维稳工作，并根据上市公司的特点，加强与证券监管机构的沟通协调。

根据《座谈会纪要》，上市公司破产重整案件一般由其所在地中级人民法院管辖。在申请资料方面，除提交《企业破产法》第八条规定的材料外，申请上市公司破产重整还应当提交关于上市公司具有重整可行性的报告、上市公司住所地省级人民政府向证券监督管理部门的通报情况材料以及证券监督管理部门的意见、上市公司住所地人民政府出具的维稳预案等。上市公司自行申请破产重整的，还应当提交切实可行的职工安置方案。在受理流程中，与一般企业破产重整不同，上市公司的破产重整受理流程相对复杂，需经过所在地中级人民法院、高级法院、最高院、上市公司所在地政府及其上级政府（至省级政府）、中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）的审查。

主要流程包括：

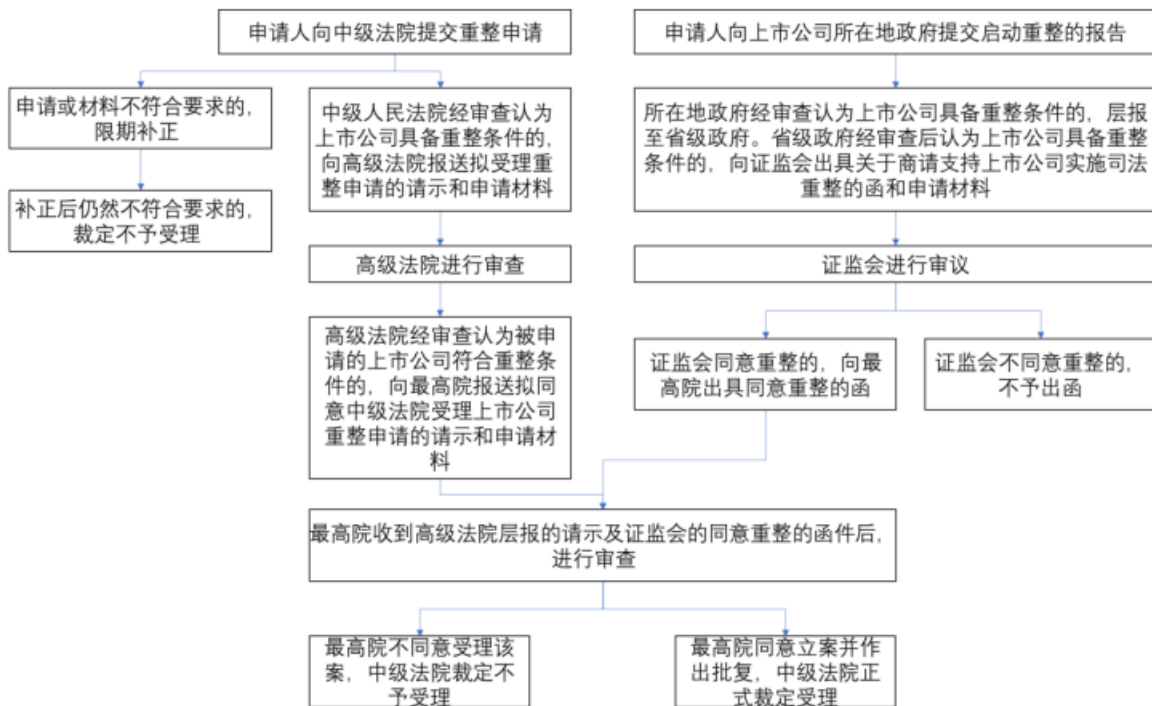
法院条线：申请人需向上市公司所在地中级法院提交重整申请，中级人民法院如审查发现申请或

材料不符合要求的，需限期补正，如补正后仍不符合要求的，则中级人民法院将裁定不予受理。如中级人民法院经审查认为上市公司具备重整条件的，则将向高级法院报送拟受理重整申请的请示和申请材料。高级法院在收到请示后，将进一步进行审查，如审查认为被申请的上市公司符合重整条件的，则向最高院报送拟同意中级法院受理上市公司重整申请的请示和申请材料。

政府、证监会条线：申请人需向上市公司所在地政府提交启动重整的报告，所在地政府经审查认为上市公司具备重整条件的，层报至省级政府。省级政府经审查后认为上市公司具备重整条件的，向证监会出具关于商请支持上市公司实施司法重整的函和申请材料。证监会收到省级政府的上述商请后进行审议，如审议后证监会不同意重整的，则不予出函；如证监会同意重整的，其将向最高院出具同意重整的函。

最高院收到高级法院层报的请示及证监会的同意重整的函件后，进行审查。如最高院审查后决定不同意受理该案的，指示中级法院裁定不予受理；如最高院审查后同意受理的，则作出同意立案的批复，由中级法院正式裁定受理。

上市公司破产重整申请阶段的主要流程图如下：



《座谈会纪要》还对重整草案涉及证券监管机构许可事项的情况规定了会商机制，即**重整计划草案涉及证券监管机构行政许可事项的，受理案件的人民法院应当通过最高院启动与证监会的会商机制。**即由最高院将有关材料函送证监会，证监会安排并购重组专家咨询委员会对会商案件进行研究。并购重组专家咨询委员会应当按照与并购重组审核委员会相同的审核标准，对提起会商的行政许可事项进

行研究并出具专家咨询意见。人民法院应当参考专家咨询意见，作出是否批准重整计划草案的裁定。

关于上市公司破产重整中的信息披露，《座谈会纪要》第五条关于对破产重整上市公司的信息保密和披露进行规定：“对于股票仍在正常交易的上市公司，在上市公司破产重整申请相关信息披露前，上市公司及其债权人、出资人等利害关系人应当按照法律、行政法规、证券监管机构的部门规章及证券交易所上市规则做好信息保密工作。上市公司的债权人提出破产重整申请的，人民法院应当要求债权人提供其已就此告知上市公司的有关证据。上市公司应当按照相关规则及时履行信息披露义务。上市公司进入破产重整程序后，由管理人履行相关法律、行政法规、部门规章和公司章程规定的原上市公司董事会、董事和高级管理人员承担的职责和义务，上市公司自行管理财产和营业事务的除外。管理人在上市公司破产重整程序中存在信息披露违法违规行为的，应当依法承担相应的责任。”

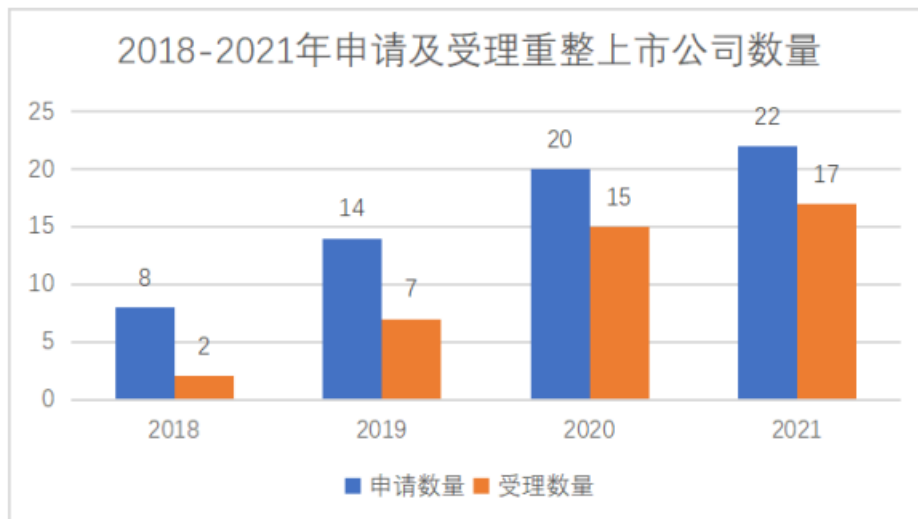
2022年3月31日，沪深两地证券交易所在证监会统筹指导下，分别发布了《**上海证券交易所上市公司自律监管指引第13号——破产重整等事项**》和《**深圳证券交易所上市公司自律监管指引第14号——破产重整等事项**》(以下统称《**破产重整信息披露指引**》)，《**破产重整信息披露指引**》重点规范上市公司及控股股东等相关方的重整、和解及破产清算事项，保障破产事项秩序，实现制度效果。具体规范方面，重点强化信息披露要求，确保破产事项全流程透明，有助于中小投资者和市场各方及时获取信息；明确权益调整和引入重整投资人的有关要求，为出资人组会议表决提供便利，充分保护中小投资者利益；发挥中介机构作用，要求财务顾问以及律师事务所等对相关定价、除权、有关会议程序等发表意见，提高合规性和透明度；另外，也对内幕交易防范、停复牌管理、破产事项的实施等提出了要求。

二、2018-2021 年上市公司破产重整案例数据分析及其变化趋势

1.2018-2021 年上市公司破产申请及受理数据

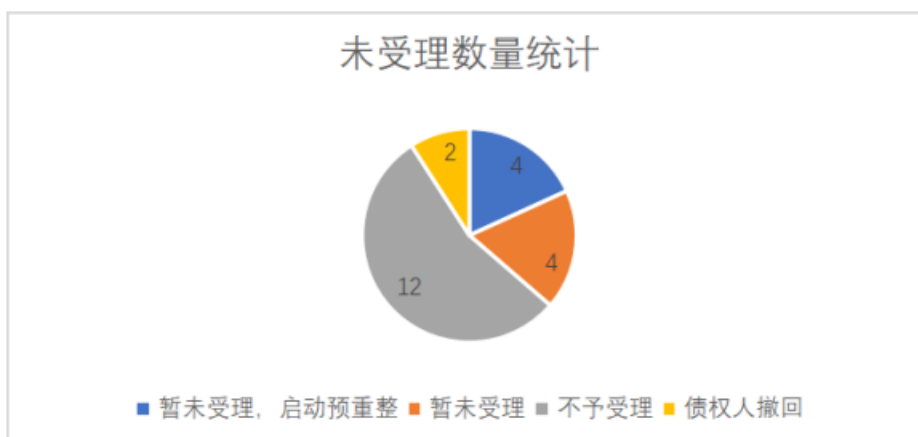
(1).申请及受理重整上市公司数量

在 2018-2021 年期间,共有 63 家上市公司申请或受理破产重整(其中 1 家为 2017 年申请、2018 年受理),申请和受理数量呈逐年上升趋势,具体数量参见下图:



(2).上市公司重整申请未获受理情况

在 2018-2021 年期间,共有 22 家上市公司正式申请破产重整但未被受理,其中包括:暂未受理的 4 家上市公司,暂未受理但已启动预重整的 4 家上市公司,债权人撤回申请的 2 家上市公司,法院明确不予受理或上市公司已退市的共 12 家上市公司。



(3).申请主体及申请原因

在 2018-2021 年期间申请破产重整的 62 家上市公司中，有 60 家上市公司的重整申请主体为债权人、占比 96.8%，有 2 家上市公司的重整申请主体为债务人。

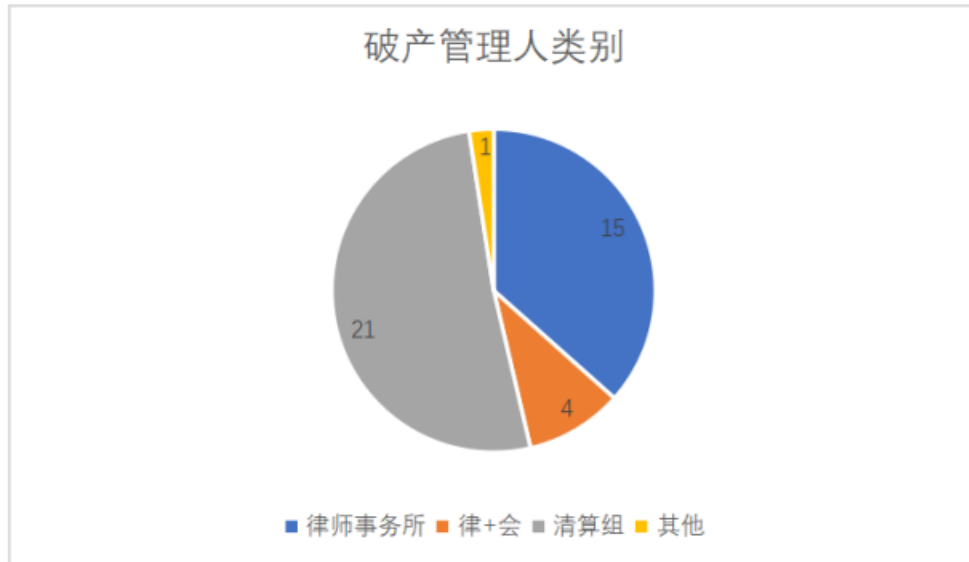


在 2018-2021 年期间申请破产重整的 62 家上市公司中，有 44 家上市公司的申请原因为“不能清偿到期债务，并且明显缺乏清偿能力”，占比 71.0%；有 13 家上市公司的申请原因为“不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务”，占比 21.0%；此外，另有 2 家上市公司的申请原因为“不能清偿到期债务，但具有重整价值”，有 1 家上市公司的申请原因为“企业法人有明显丧失清偿能力可能”，有 2 家上市公司未披露申请原因。

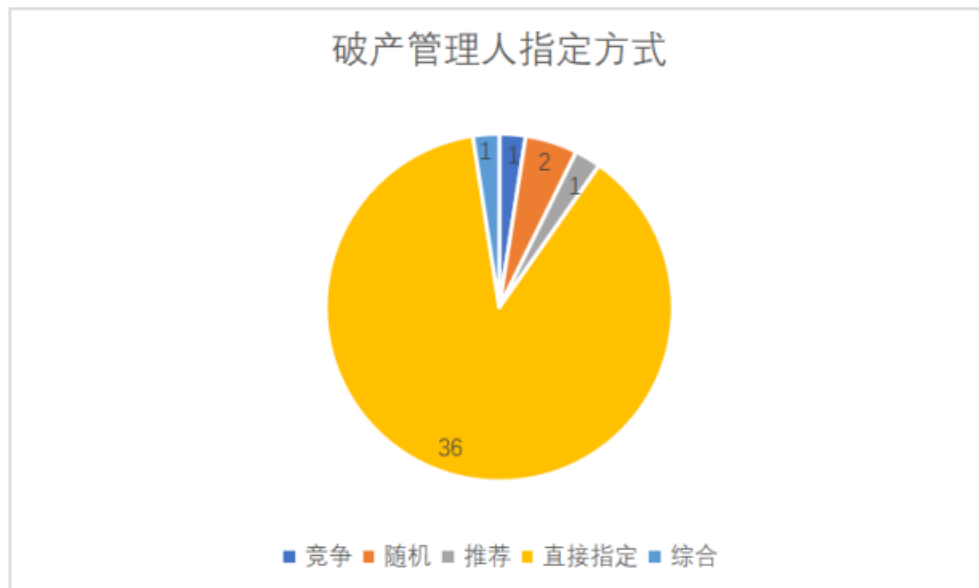


(4).破产管理人类别及指定方式

在 2018-2021 年期间已获得受理破产重整的 41 家上市公司中，清算组作为管理人为 21 家上市公司，占比 61.0%；律师事务所作为管理人的为 15 家上市公司，律师事务所和会计师事务所联合作为管理人为 4 家上市公司，清算机构作为管理人为 1 家上市公司。

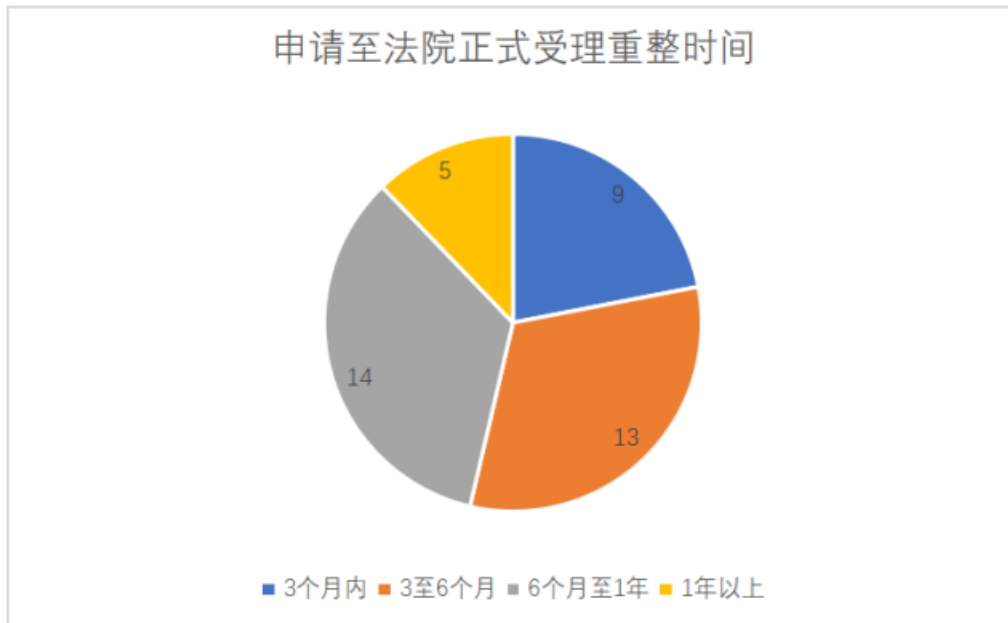


破产管理人由法院指定，常见指定方式包括直接指定、竞争方式、随机方式和推荐方式等。在上述已受理司法重整的 41 家上市公司中，有 36 家上市公司是由法院直接指定管理人，占比达 87.8%，为当前主要的破产管理人的指定方式。



(5).法院受理时间

在 2018-2021 年期间法院受理破产重整的 41 家上市公司中，自申请至法院受理的平均受理时间为 206 天，其中最短为 12 天，最长为 719 天。其中 9 家上市公司受理时间小于 3 个月，13 家上市公司受理时间为 3 至 6 个月，14 家上市公司受理时间为 6 个月至 1 年，有 5 家上市公司的受理时间超过 1 年。



(6).法院批准重整计划及执行周期

在 2018-2021 年期间法院受理破产重整的 41 家上市公司中，法院批准重整计划距离受理日的平均时间为 4 个月，最短时间为 1 个月，最长时间为 11.2 个月，中位数为 3.3 个月。

从法院批准的重整计划执行周期来看，平均执行周期为 4.8 个月，最短执行周期为 0.5 个月，最长执行周期为 41 个月，中位数为 4 个月。从执行结果来看，实际平均执行时间为 2.4 个月，最长执行时间为 12.7 个月，最短执行时间为 2 天。

2.2018-2021 上市公司重整计划相关数据分析

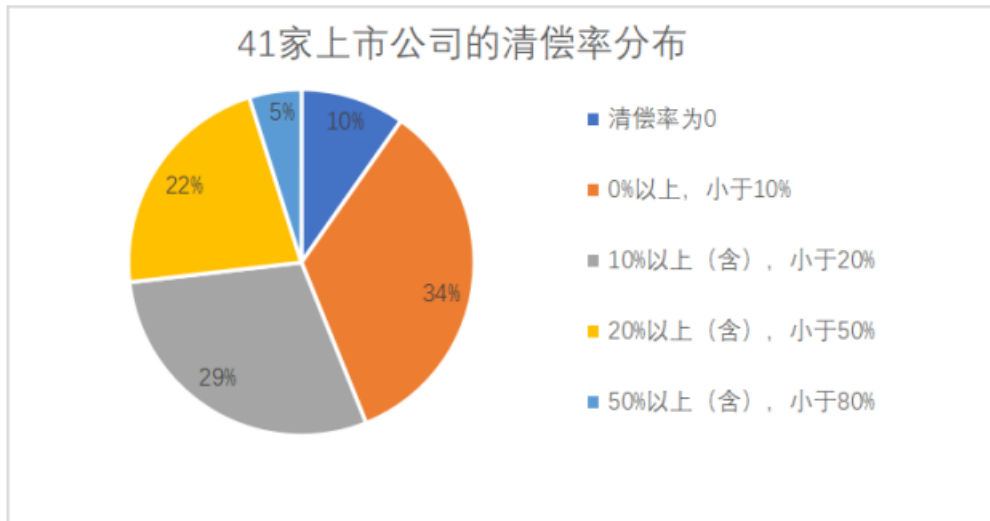
(1).重整计划中上市公司资产、负债及清算状态的清偿率

2018-2021 年期间法院受理破产重整的 41 家上市公司中已全部披露重整计划,根据上述 41 家上市公司披露的重整计划内容,这 41 上市公司重整时的经审计账面资产、评估价值、快速变现(清算)价值、债权总额、普通债权额以及清算状态下普通债权的清偿率平均值如下:

单位: 万元

账面价值	评估价值	清算价值	债权总额	普通债权	清偿率
1,394,132	852,240	490,249	1,123,769	810,281	15.75%

假定重整失败,41 家上市公司在清算状态下的普通债权平均清偿率仅约为 16%,接近一半(占比 43.9%) 的上市公司普通债权清偿率不足 10%,具体详见下图:



(2).债权分类及清偿方式

①.担保债权或优先债权

2018-2021 年期间法院受理破产重整的 41 家上市公司中,除 4 家上市公司不存在担保或优先债权外,剩余均有担保或优先债权。担保或优先债权主要的清偿方式为担保财产(或在建工程)处置或估值范围内优先清偿及分期全额清偿,共有 32 家上市公司,占比 78.0%。

②.普通债权

2018-2021 年期间法院受理破产重整的 41 家上市公司中,普通债权的清偿方式主要以混合方式清偿为主,其中主要包括现金清偿(含留债清偿)和股票清偿(股票折抵),在已受理的上市公司中,大多数重整方案中的普通债权清偿方式中包含上述两种清偿方式,具体如下表所示。

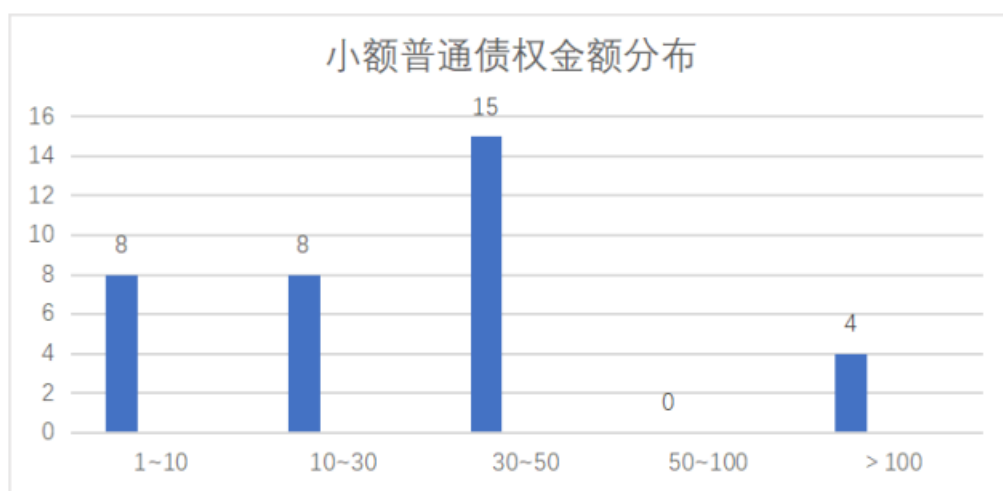
清偿方式	数量
股票折抵	5
现金清偿	4
现金清偿+股票折抵	29
现金清偿+股票折抵+应收债权	1
现金清偿+股票折抵+信托受益权	1
现金清偿+股票折抵+关联方代为清偿	1

③.职工债权和税款债权

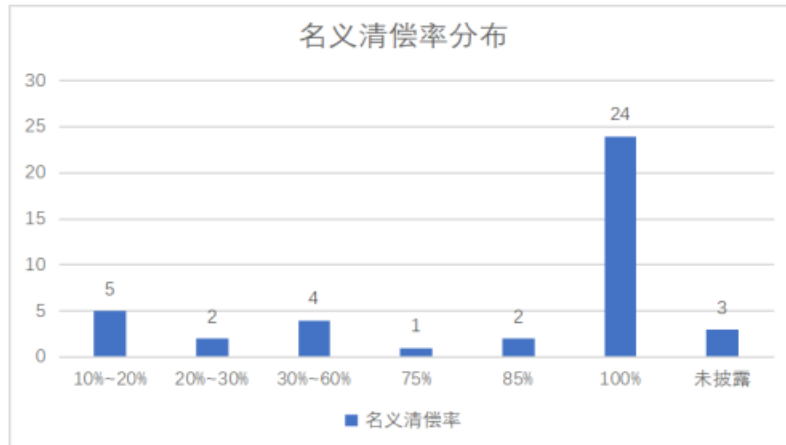
2018-2021年期间法院受理破产重整的41家上市公司中，有36家上市公司存在职工债权，有26家上市公司存在税款债权，存在职工债权或税款债权的上市公司重整方案中，两种债权均不做调整，以现金全额清偿。

④.重整状态下普通债权的清偿率

根据重整计划，若上市公司重整成功，则普通债权的清偿率会显著提高。2018-2021年法院受理司法重整的41家上市公司的债权清偿方案中，有35家上市公司采用阶段式清偿的方式，即在一定限额的小额债权部分以现金方式全额清偿，超出的部分采用比例现金清偿、留债清偿、股票清偿、应收债权清偿等其他方式清偿的阶段式清偿方案。以现金全额清偿的小额普通债权平均值为194万元，中位数为42.5万，最高的为5,000万元，最低的仅有1万元。有31家上市公司的全额清偿限额在50万元以下，50万元以上（含）的仅有4家上市公司。



对比2018-2021年期间法院受理破产重整的41家上市公司的重整计划，其普通债权部分在扣除限额全额清偿金额后的剩余部分，名义清偿率显著高于模拟清算状态下的清偿率。该部分债权的名义清偿率全部超过10%，名义清偿率具体分布如下图所示。



(3). 偿债资金及股票来源

2018-2021 年期间法院受理破产重整的 41 家上市公司中，重整所需的偿债资金主要来源系通过资本公积转增股本的方式引入重整投资人及对外处置转增股份变现的方式获得大部分偿债资金，部分重整投资人除了支付受让股票对价外，还向上市公司提供偿债或流动性资金支持。

其中，有 20 家上市公司涉及原股东无偿让渡股份；有 5 家上市公司涉及减资缩股、存量股份调减，有 36 家上市公司涉及债转股，其中有 15 家上市公司的转股价格涉及除权（息）。

在转增股本所用资本公积的来源方面，41 家上市公司中，有 32 家上市公司的资本公积来源于上市公司原有资本公积，3 家上市公司的资本公积来源为股东关联方及重整产业投资人关联方通过赠予、豁免债务等方式形成，其余 2 家为上市公司原有资本公积及重整投资人豁免债务共同形成。

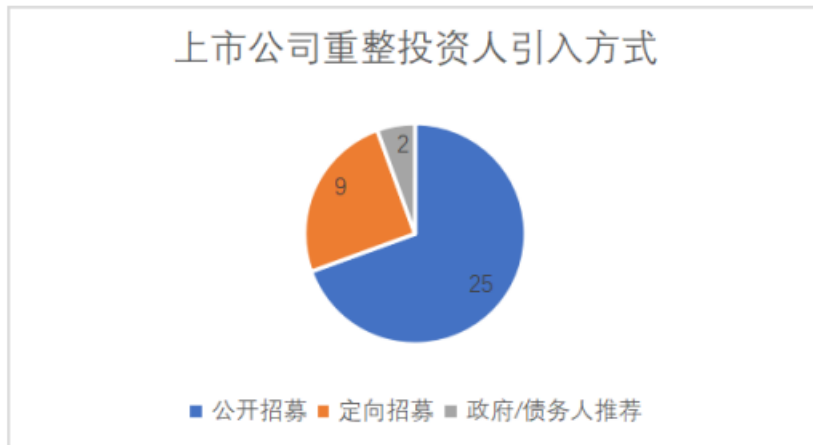
(4). 重整投资人引入情况

在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，有 36 家上市公司引入或拟引入重整投资人，5 家上市公司未引入，引入重整投资人的占比 87.8%，说明重整投资人的引入对重整计划的重要性。36 家引入重整投资人的破产上市公司中，有 3 家上市公司是原控股股东或大股东作为重整投资人进行投资，另外 33 家上市公司则是引入第三方作为重整投资人。



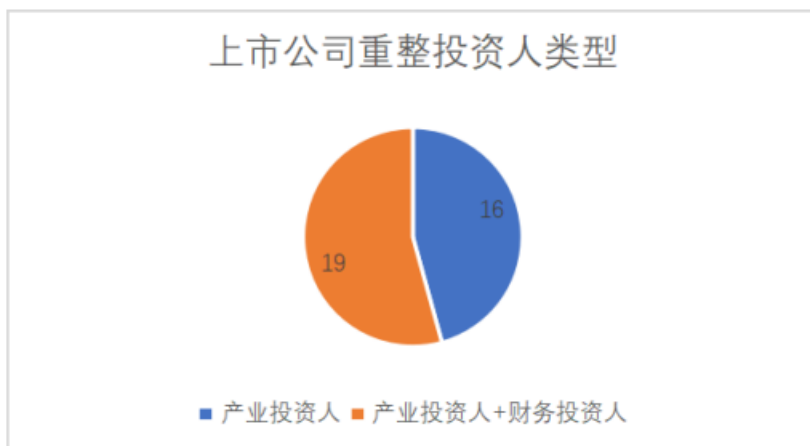
(5).重整投资人引入方式

现行法律中未限制遴选投资人的方式和程序，在实操中往往是通过公开招募或定向谈判、相关方推荐的方式。在 2018-2021 年成功引入投资人的 35 家上市公司中，有 25 家上市公司通过公开招募的方式，占比 69.4%。9 家上市公司通过定向招募，另外有 2 家上市公司通过政府推荐和债务人推荐的方式。

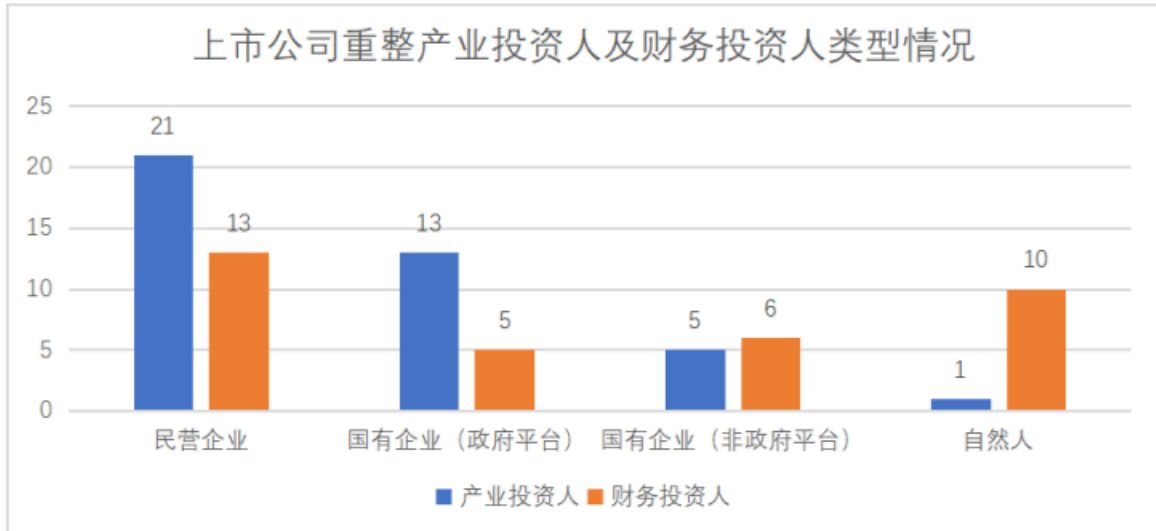


(6).重整投资人类型

重整投资人的类型包括产业投资人和财务投资人，近年来越来越多重整计划是由产业投资人和财务投资人共同组成重整投资人。在 2018-2021 年成功引入投资人的 35 家上市公司中，有 16 家上市公司引入了产业投资人，有 19 家上市公司则是既有产业投资人也有财务投资人。



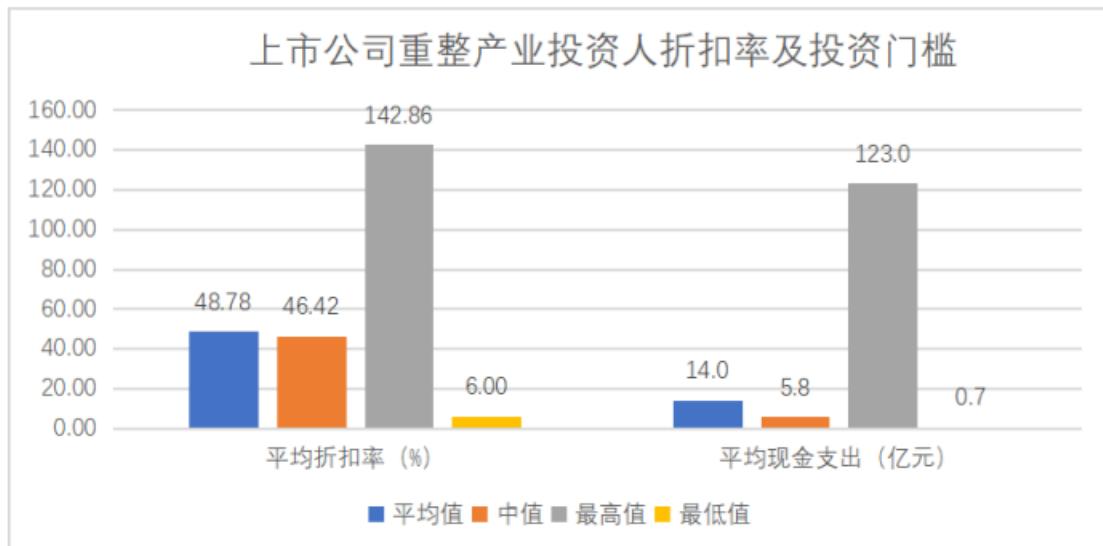
以下为产业投资人及财务投资人分别的类型情况：



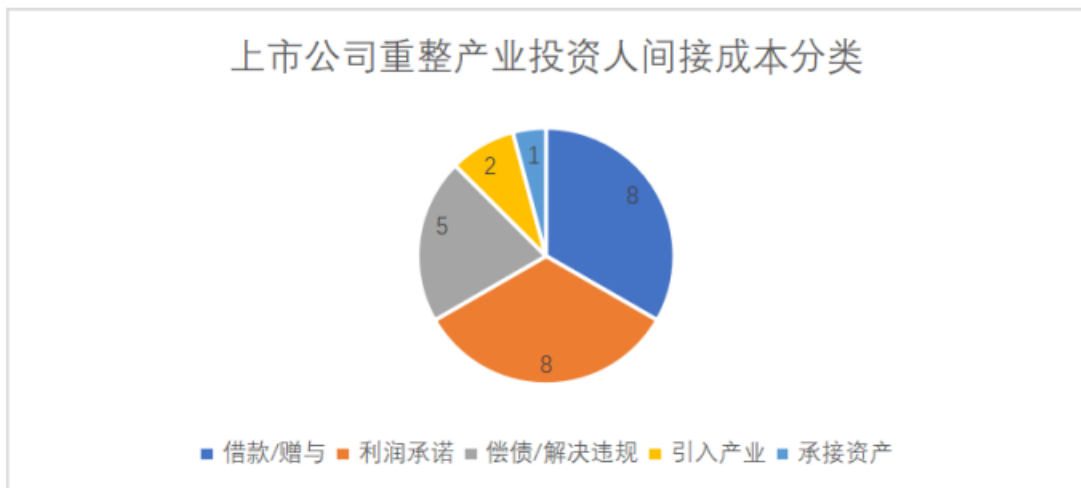
(7).产业投资人投资成本

产业投资人获取股票的成本一般包括两个部分：直接成本和间接成本。直接成本是产业投资人通过现金直接购买上市公司通过资本公积转增股本等方式转增的股票；间接成本则包括产业投资人帮助上市公司偿债、对未来业绩进行承诺等。

在直接成本方面，在 2018-2021 年成功引入产业投资人的 35 家上市公司中，除两家上市公司产业投资人为带条件受让而未直接支付现金外，剩余 33 家上市公司均通过现金受让股份。以下为产业投资人受让股份的折扣率及投资门槛情况：

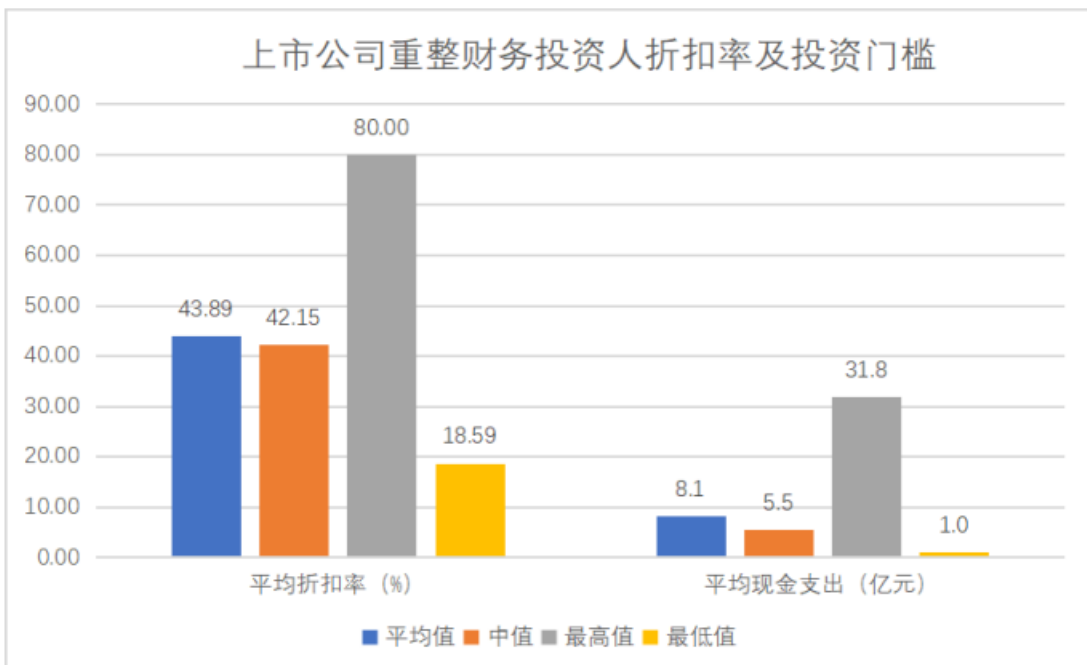


在间接成本方面，在 2018-2021 年成功引入产业投资人的 35 家上市公司中，有 24 家上市公司的产业投资人需付出间接成本，其中 8 家上市公司的产业投资人通过提供借款或赠与资金方式，8 家上市公司的产业投资人需承诺上市公司后续利润并予以差额补足，5 家上市公司的产业投资人需替上市公司清偿债务或解决违规担保等问题，2 家上市公司的产业投资人需承诺引入特定产业或导入资产，1 家上市公司的产业投资人需承接上市公司处置资产。



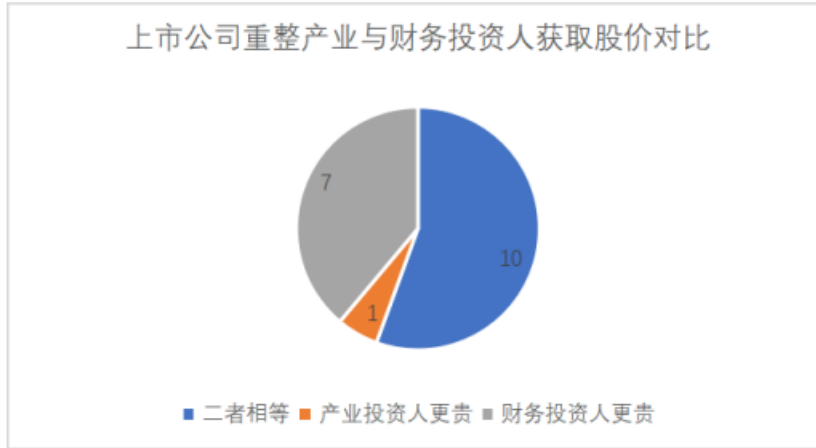
(8).财务投资人投资成本

财务投资人的投资成本一般即为获取股票的直接成本，经统计，在 2018-2021 年有 19 家上市公司的财务投资人已实施通过现金受让股份，以下为财务投资人受让股份的折扣率及投资门槛情况：



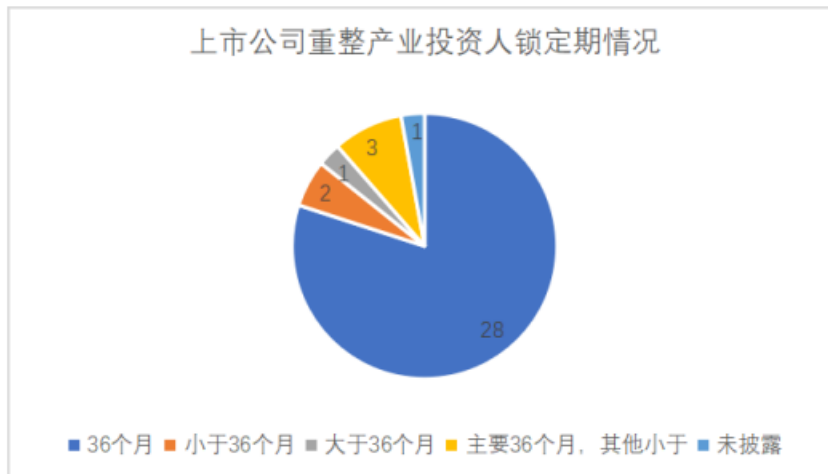
(9).产业投资人与财务投资人直接成本的差异

在同一重整方案中，产业投资人和财务投资人获取股票的直接成本不一定相同，以下为产业投资人与财务投资人获取股价的对比情况：

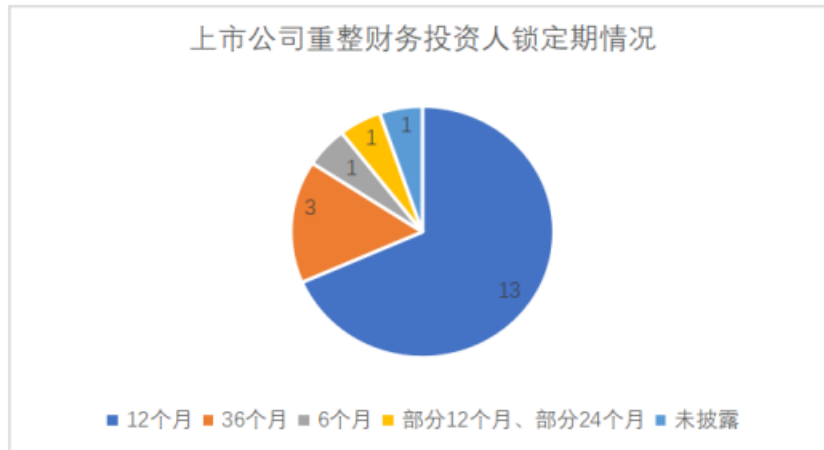


(10).重整投资人投资锁定期

对产业投资人而言，在 2018-2021 年成功引入产业投资人的 35 家上市公司中，有 28 家上市公司的产业投资人明确锁定期为 36 个月，有 3 家上市公司的主要产业投资人为 36 个月、联合产业投资人小于 36 个月，有 1 家上市公司的产业投资人锁定期大于 36 个月，有 2 家上市公司的产业投资人锁定期小于 36 个月，有 1 家上市公司的产业投资人锁定期未披露。



对财务投资人而言，在 2018-2021 年成功引入财务投资人的 19 家上市公司中，有 13 家上市公司的财务投资人明确锁定期为 12 个月，有 3 家上市公司的财务投资人明确锁定期为 36 个月，有 1 家上市公司的财务投资人明确锁定期为 6 个月，有 1 家上市公司的财务投资人的锁定期为部分 12 个月、部分 24 个月，有 1 家上市公司的财务投资人锁定期未披露。

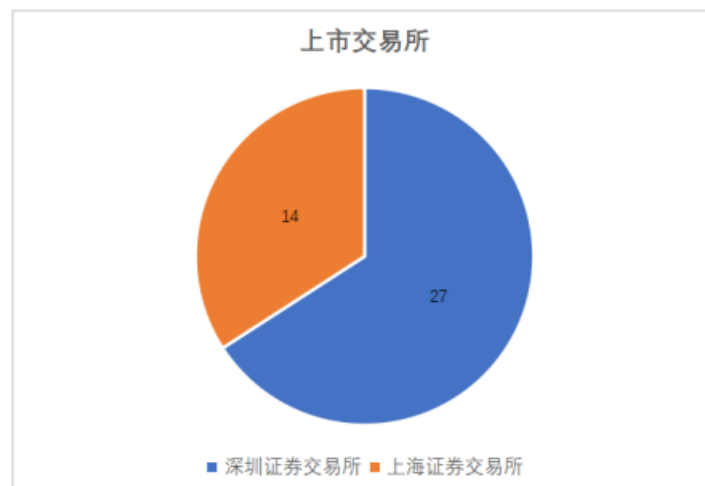


值得说明的是，在2022年3月上海证券交易所制定的《上海证券交易所上市公司自律监管指引第13号——破产重整等事项》第四十六条、以及深圳证券交易所制定的《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第14号——破产重整等事项》第四十六条中均要求：重整投资人取得上市公司股份后成为控股股东、实际控制人的（或当重整计划执行完毕时，上市公司披露无控股股东、实际控制人的，重整投资人成为上市公司第一大股东及其最终控制人的），应当承诺在取得股份之日起36个月内不转让或者委托他人管理其直接和间接持有的上市公司股份。其他重整投资人应当承诺在取得股份之日起12个月内不转让或者委托他人管理其直接和间接持有的上市公司股份。基于上述文件，上市公司重组产业投资人若取得控股股东或第一大股东地位，则锁定期需严格限制在36个月以上；而其他财务投资人则严格限制在12个月以上。

3.2018-2021 受理重整上市公司相关数据分析

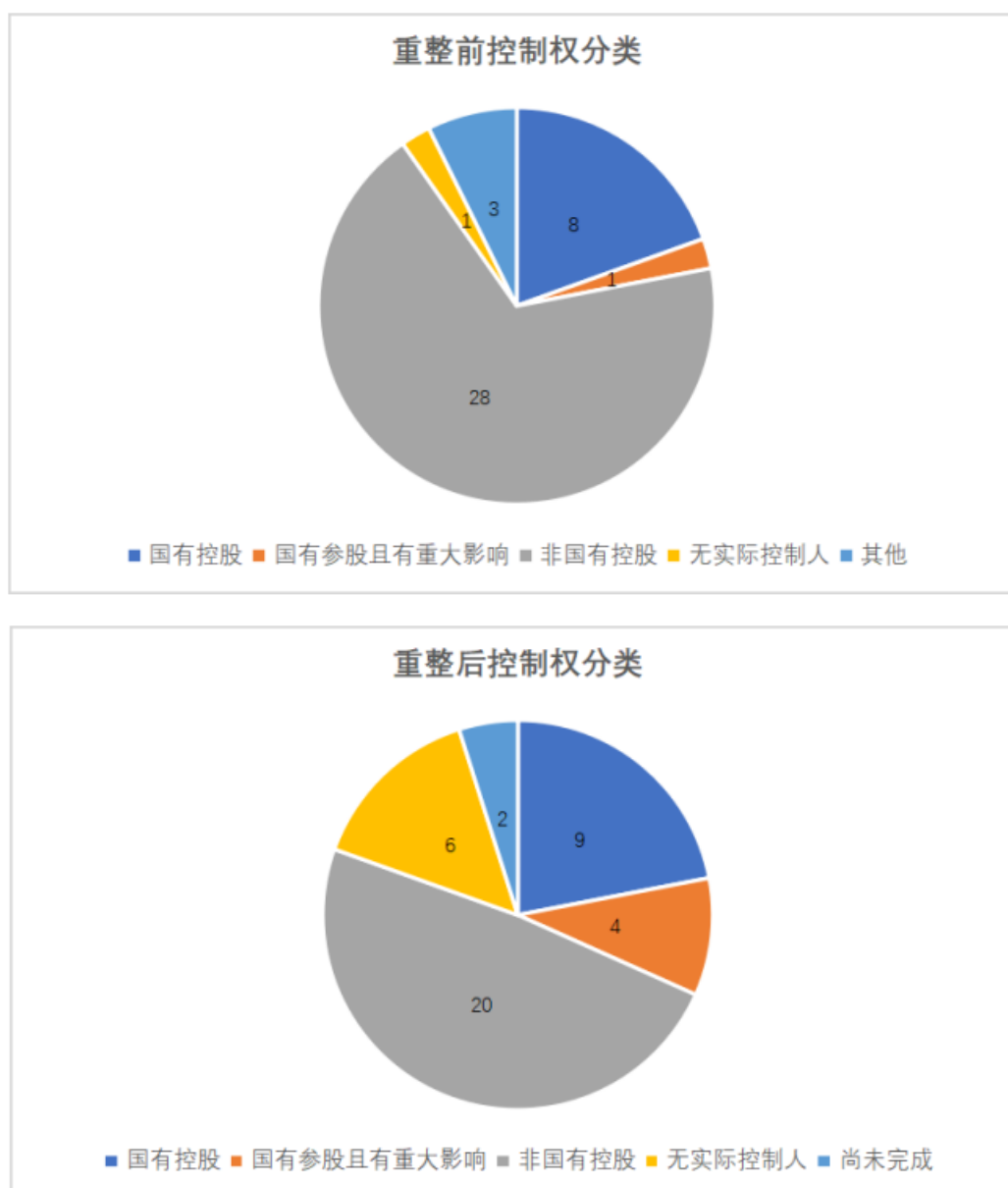
(1).重整上市公司所在的证券交易所

在2018-2021年期间获得法院受理破产重整的41家上市公司中，有27家上市公司在深圳证券交易所上市，14家上市公司在上海证券交易所上市。



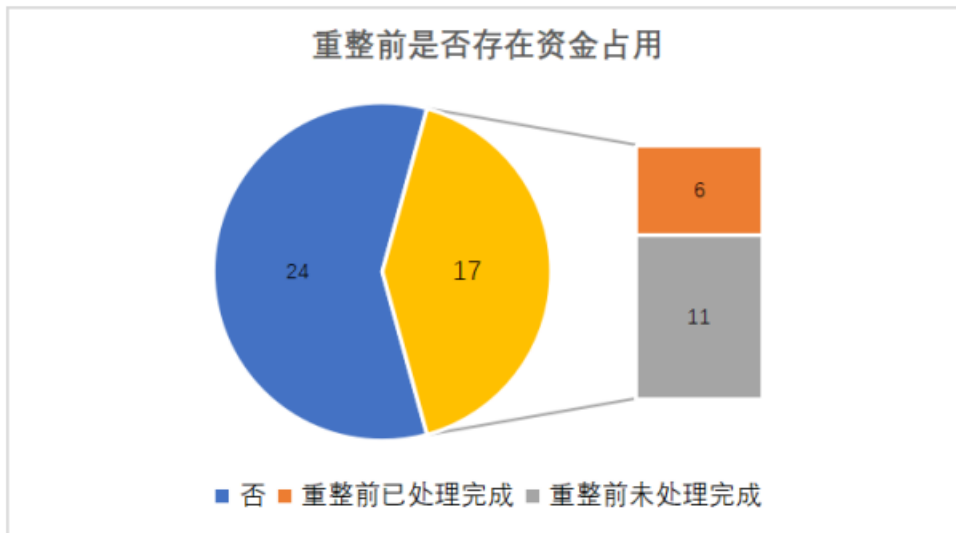
(2).重整上市公司控制权及重整前后变化情况

在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中, 去除尚未完成的 2 家上市公司, 共有 13 家上市公司的控股权性质在重整前后发生了变化, 以下为重整前后分别的控制权分类情况:



(3).重整上市公司资金占用其处理情况

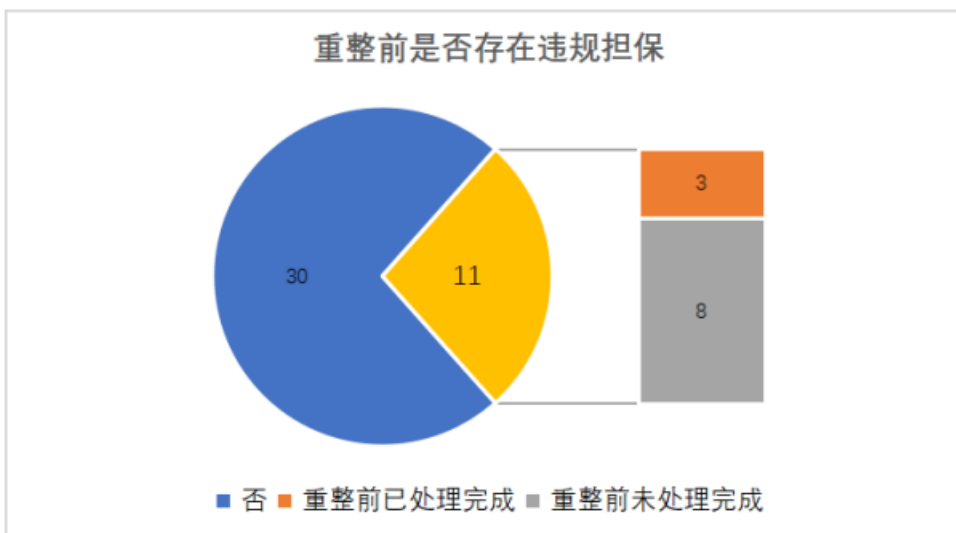
在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中, 有 17 家上市公司在重整前存在资金占用。存在资金占用的这些上市公司中, 有 6 家上市公司在重整前完成了处理, 其余未在重整前完成处理的也均在重整过程中进行了处理。



处理方案包括：①占用方在限定期限内归还（包括现金归还，处置资产归还以及通过重整中获得的资本公积转增股票归还）；②债权人债务豁免用于抵偿资金占用；③重整投资人代为归还（用重整投资人认购股票的资金归还，重整投资人债务豁免，或者重整投资人另外拿钱出来代为偿还）；④通过上市公司其他债务转移给关联方负责偿付，用于抵偿关联方占款。

(4).重整上市公司违规担保及其处理情况

在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，有 11 家上市公司在重整前存在违规担保。存在违规担保的这些上市公司中，有 3 家上市公司在重整前完成了处理，其余未在重整前完成处理的，除 1 家以外，都在重整过程中进行了处理。

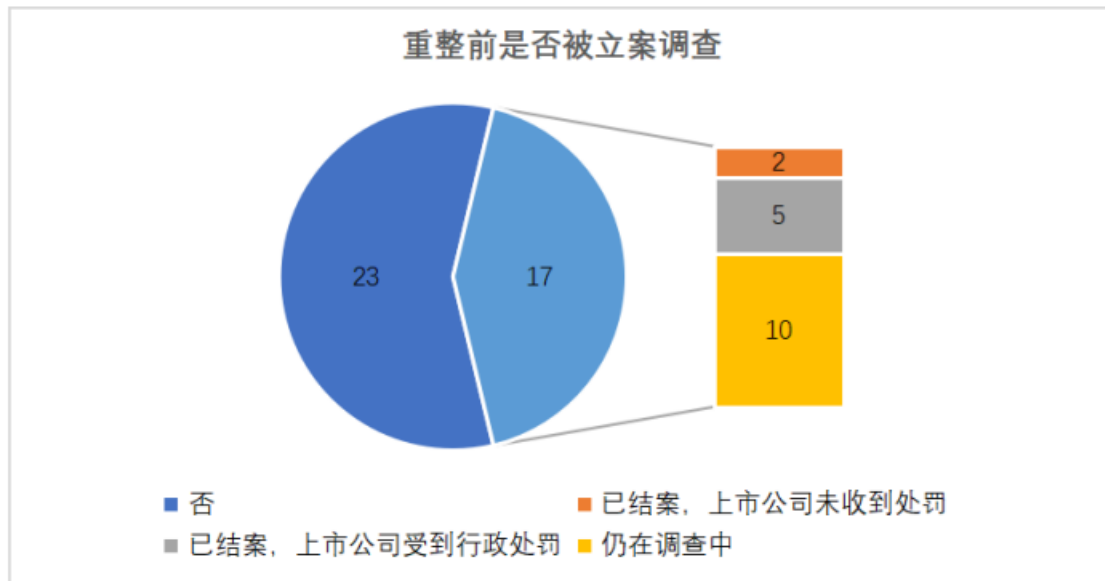


处理方案包括：①重整投资人代为偿还（股票或现金）；②根据法院判决情况，上市公司需承担的部分作为普通债权，按重整计划约定的清偿方案清偿。

注：有一家上市公司在重整完成后才发现违规担保事项，目前已进入退市整理期。

(5).重整上市公司立案调查及进展情况

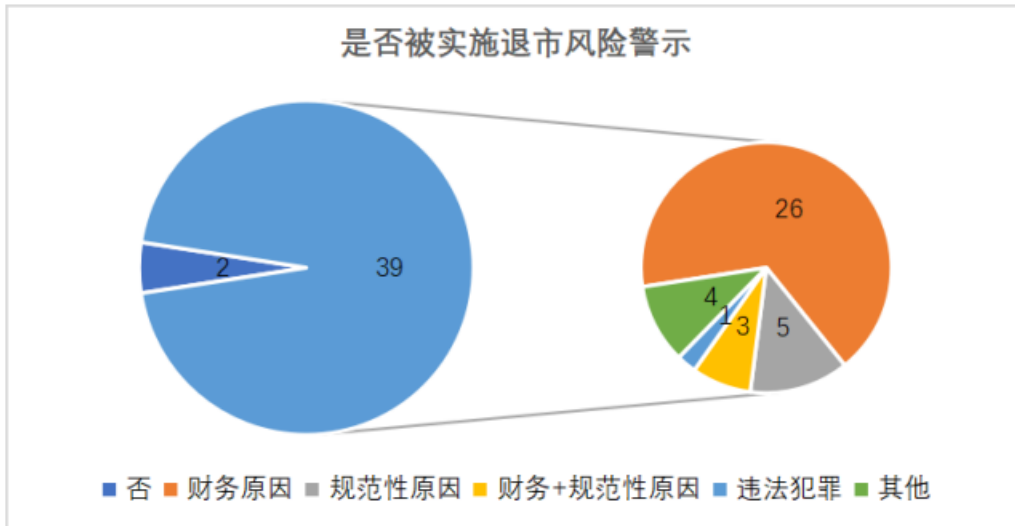
在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，有 17 家上市公司在重整前（指受理重整前三年中）因证券违法被立案调查，立案调查原因中，有 16 家上市公司涉嫌信息披露违法违规，1 家上市公司涉嫌违反证券法律法规。截至 2022 年 6 月末，有 10 家上市公司案件仍在调查中，2 家上市公司案件结案、上市公司未收到处罚，5 家上市公司受到责令改正、警告、罚款等行政处罚或市场禁入。



在上市公司受理重整或重整完成后，有 6 家上市公司因证券违法被立案调查。

(6).重整上市公司退市风险警示及其原因

在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，有 39 家上市公司被实施了退市风险警示。退市风险警示原因方面，有 4 家上市公司仅因为法院依法受理公司重整而被实施退市风险警示。除此以外，有 26 家上市公司因财务原因导致退市风险，5 家上市公司因自身规范性原因导致退市风险（被会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告），3 家上市公司同时涉及财务及规范性原因，1 家上市公司因涉嫌犯罪被实施退市风险警示。



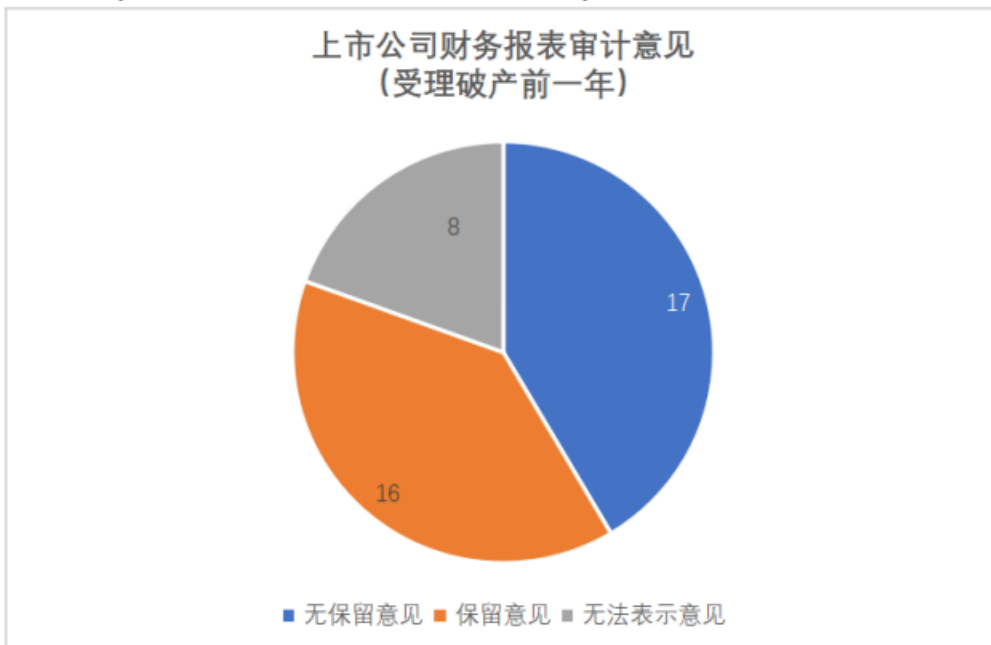
(7).重整上市公司暂停上市及后续退市等相关信息

在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，有 5 家存在暂停上市。有 2 家上市公司在暂停上市后，不符合恢复上市的条件，被交易所决定终止上市。

(8).重整上市公司重整前后财务报告情况

①.法院受理重整前一年审计意见、法院裁定重整计划执行完毕当年的审计意见对比

在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，在受理破产重整前一年度的审计报告中，有 17 家上市公司被审计机构出具无保留意见（包括带强调字段的无保留意见等）、16 家上市公司被出具保留意见、8 家上市公司被出具无法表示意见。



在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，有 36 家上市公司在 2021 年及以前完成重整。重整执行完成当年的审计及报告中，有 34 家上市公司为无保留意见（包括带强调字段及带解释说明字段的无保留意见等），有 2 家上市公司为保留意见，没有否定意见或无法表示意见情形。



对比重整受理前一年的审计意见，其中，有 14 家上市公司从保留意见变为无保留意见，6 家上市公司从无法表示意见变为无保留意见，1 家上市公司从无法表示意见变为保留意见，1 家上市公司两年都是保留意见。没有从无保留意见变为保留意见或无法表示意见的情况。

②.法院裁定重整计划执行完毕后历年部分财务数据

营业收入：

重整完成当年，对比重整受理前一年数据，有 25% 的公司营业收入实现增长；

重整完成第二年，与前一年相比，有 75% 的公司营业收入实现增长；

重整完成第三年，与前一年相比，有 83.33% 的公司营业收入实现增长。

营业利润：

重整完成当年，对比重整受理前一年数据，有 91.67% 的公司营业利润实现上涨；

重整完成第二年，与前一年相比，有 50% 的公司营业利润实现增长；

重整完成第三年，与前一年相比，有 66.67% 的公司营业利润实现增长。

净利润：

重整完成当年，对比重整受理前一年数据，有 91.67% 的公司净利润实现上涨；

重整完成第二年，与前一年相比，有 56.25% 的公司净利润实现增长；

重整完成第三年，与前一年相比，有 66.67% 的公司净利润实现增长。

资产负债率：

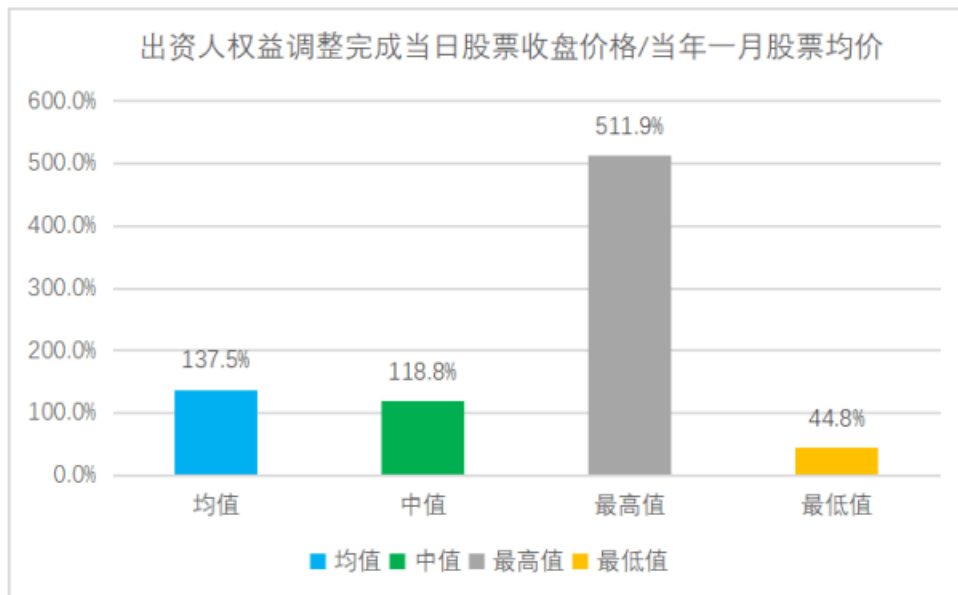
重整完成当年，最高为 104.24%，最低为 12.94%，中位数为 47.88%，平均数为 52.49%。除 1 家公司之外外，资产负债率均呈现下降趋势，而该公司为特殊情况（重整前资产负债率低于 50%、重整完成后资产负债率增加至 50%以上）；

重整完成第二年：资产负债率整体继续下降，仅 1 家大于 90%，9 家小于 50%。平均资产负债率相比前一年减少 8.74%。

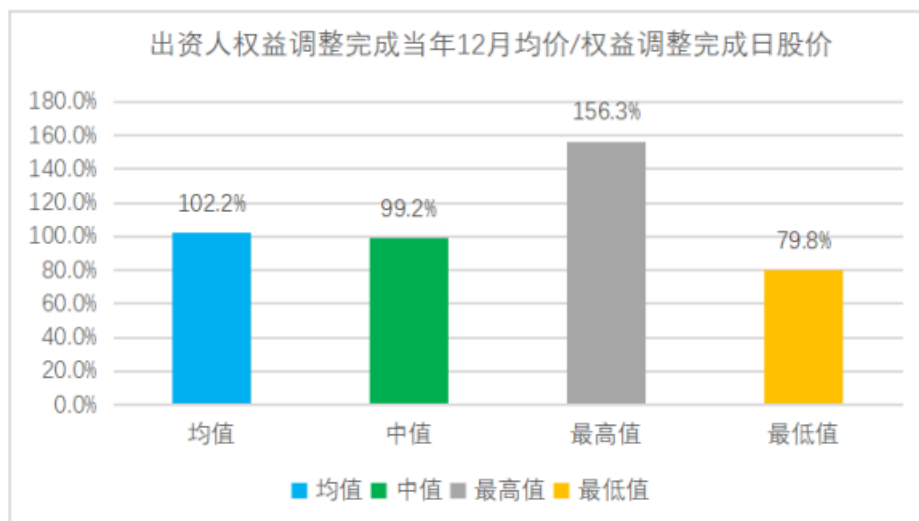
从法院裁定重整计划执行完毕后的上市公司财务数据变化情况可以看到，上市公司通过破产重整化解债务风险、优化股权结构从而摆脱困境，恢复持续经营能力和盈利能力。但也有部分上市公司，虽然通过破产重整程序暂时解决了债务危机，但司法程序完成后并未能彻底恢复持续经营和盈利能力，该部分上市公司的质量未能得到切实改善。

③.重整上市公司重组前后股票价格情况

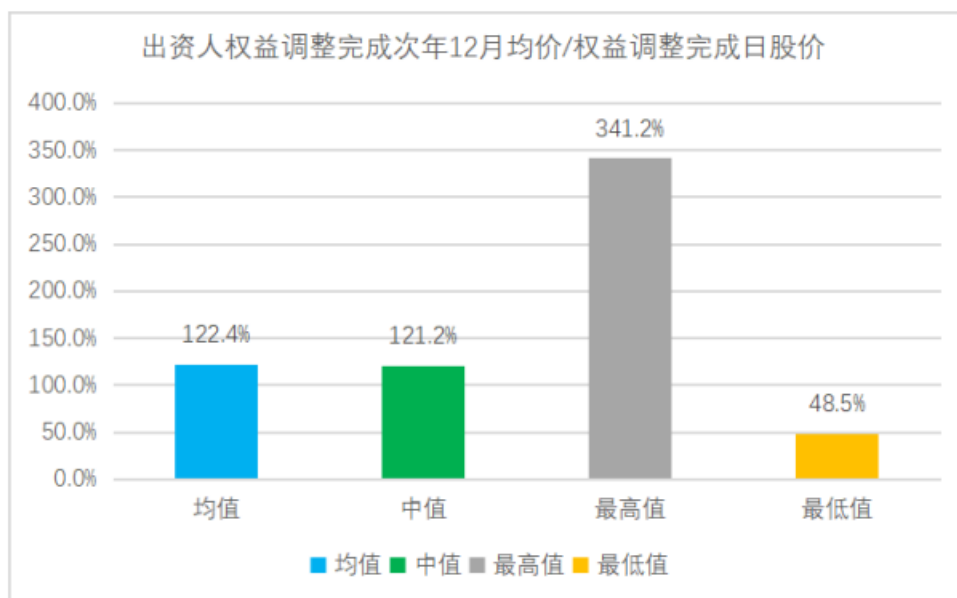
在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整、并已成功完成重整的 37 家上市公司中，出资人权益调整完成日股价/权益调整完成日当年 1 月股票均价相比较，比值均值为 137.5%、中值 118.8%、最高比值 511.9%、最低比值 44.8%。



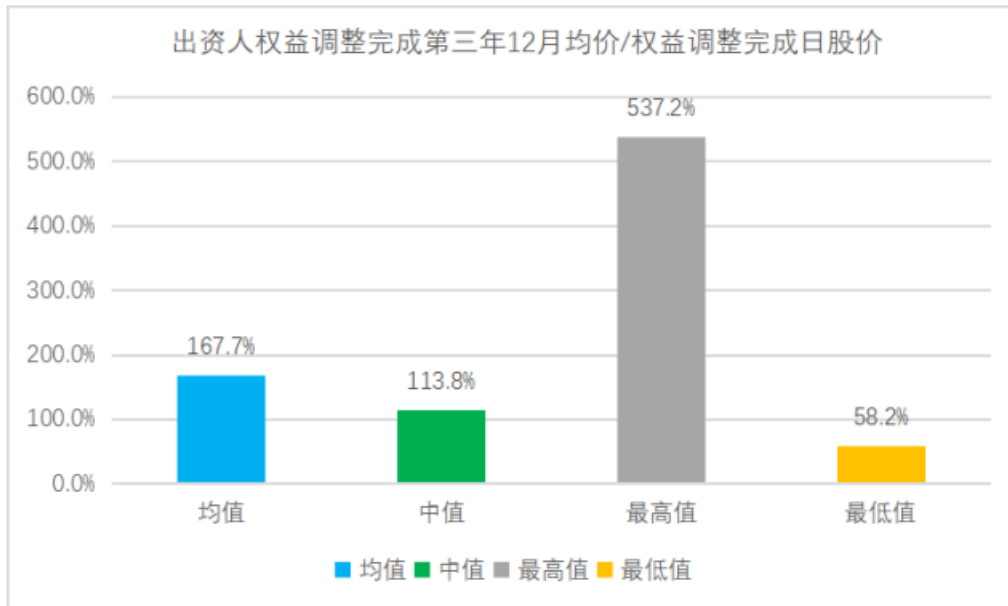
出资人权益调整完成当年 12 月平均股价与权益调整完成日的股价相比，比值均值为 102.2%，中值 99.2%，最高比值 156.3%，最低比值 79.8%。



出资人权益调整完成次年12月平均股价与权益调整完成日的股价相比, 比值均值为122.4%, 中值121.2%, 最高比值341.2%, 最低比值48.5%。

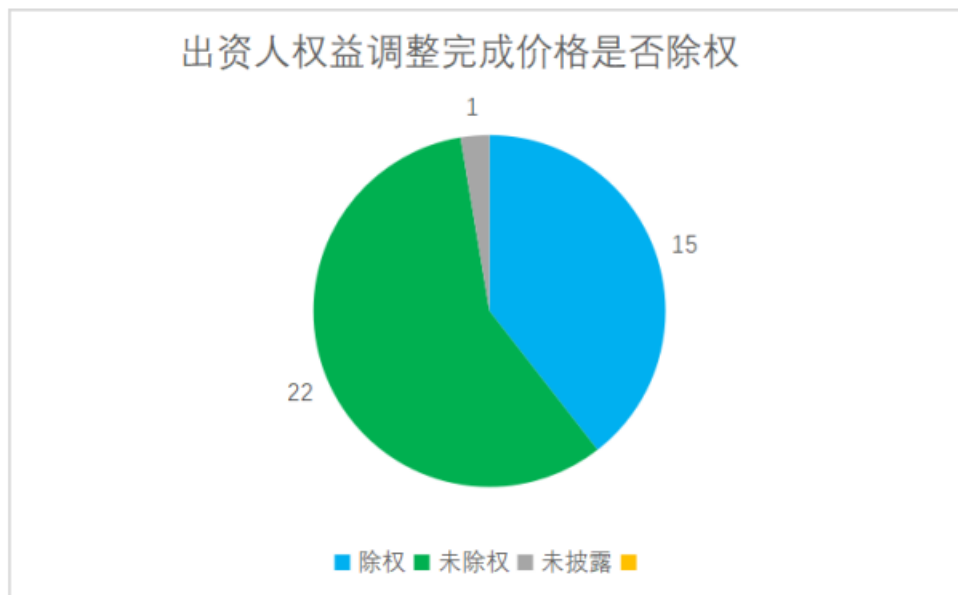


出资人权益调整完成第三年12月平均股价与权益调整完成日的股价相比, 比值均值为167.7%, 中值113.8%, 最高比值537.2%, 最低比值58.2%。

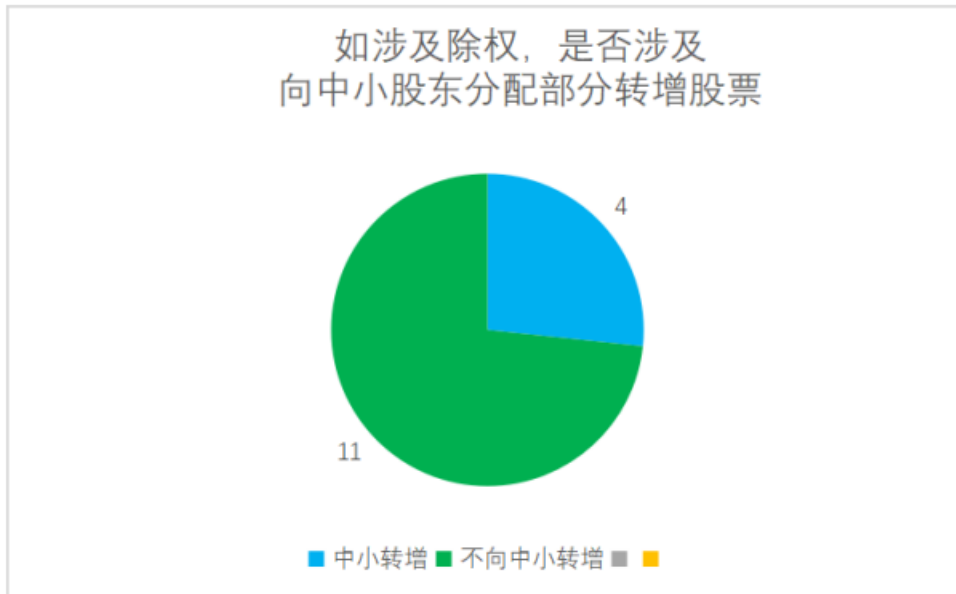


(9). 出资人权益调整完成后除权及向转增股票分配情况

在 2018-2021 年期间进行破产重整并已进行权益调整 38 家上市公司中，涉及除权的有 15 家上市公司，22 家上市公司未除权，1 家上市公司未披露。

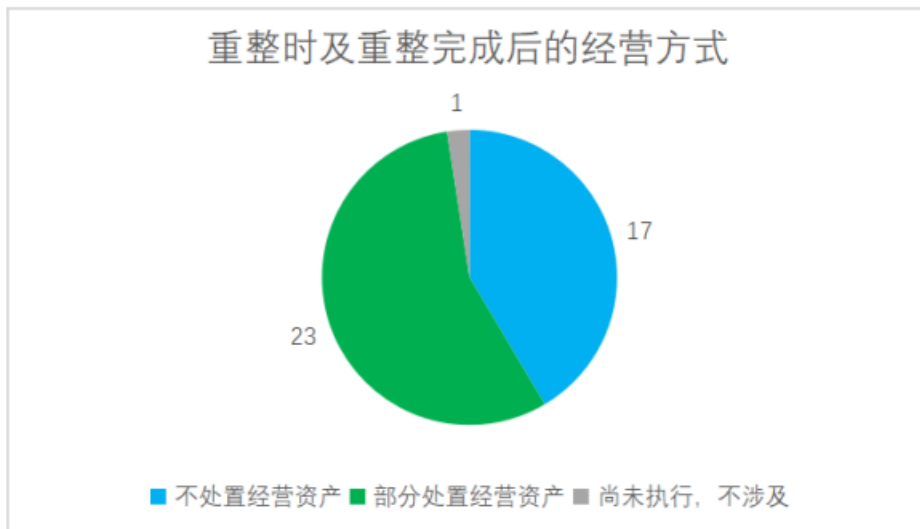


在 2018-2021 年期间进行破产重整并已进行权益调整、并涉及除权的 15 家上市公司中，向中小股东分配部分转增股票 4 家上市公司，其余 11 家上市公司不涉及。



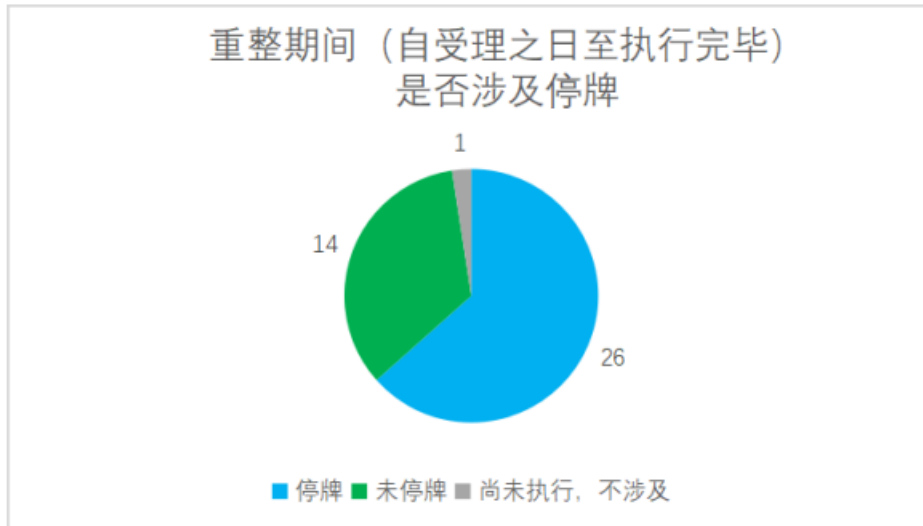
(10).重整时及重整完成后的经营方式

在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，除 1 家尚未完成外，其余 40 家上市公司中，有 17 家上市公司不处置经营资产，占比 42.5%；23 家上市公司涉及处置经营资产，占比 57.5%。



(11).重整期间（自受理之日起至执行完毕）停牌情况

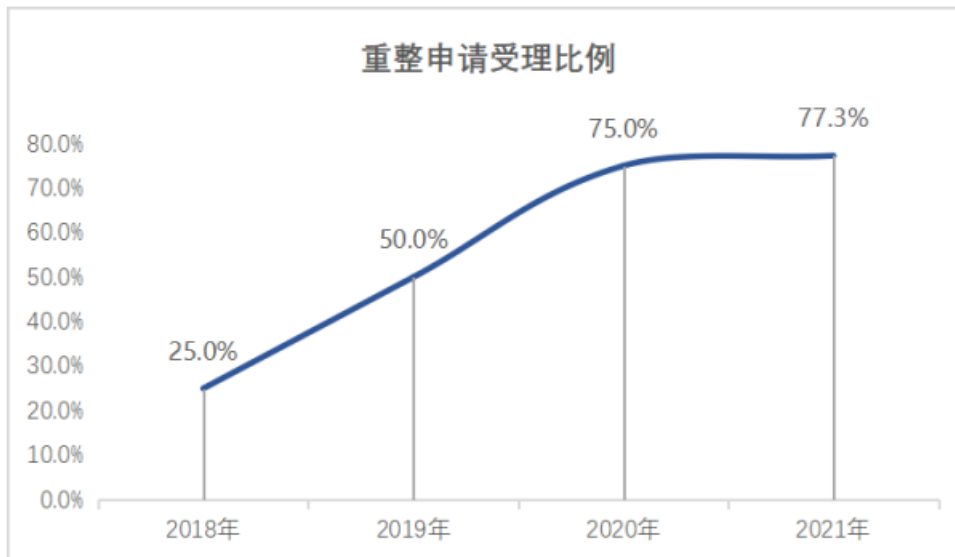
在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，除 1 家上市公司尚未完成，在其余 40 家上市公司中，26 家上市公司曾由于不同原因停牌，占 65%；14 家上市公司未曾停牌，占 35%。



4.2018-2021 上市公司破产重整数据变化趋势

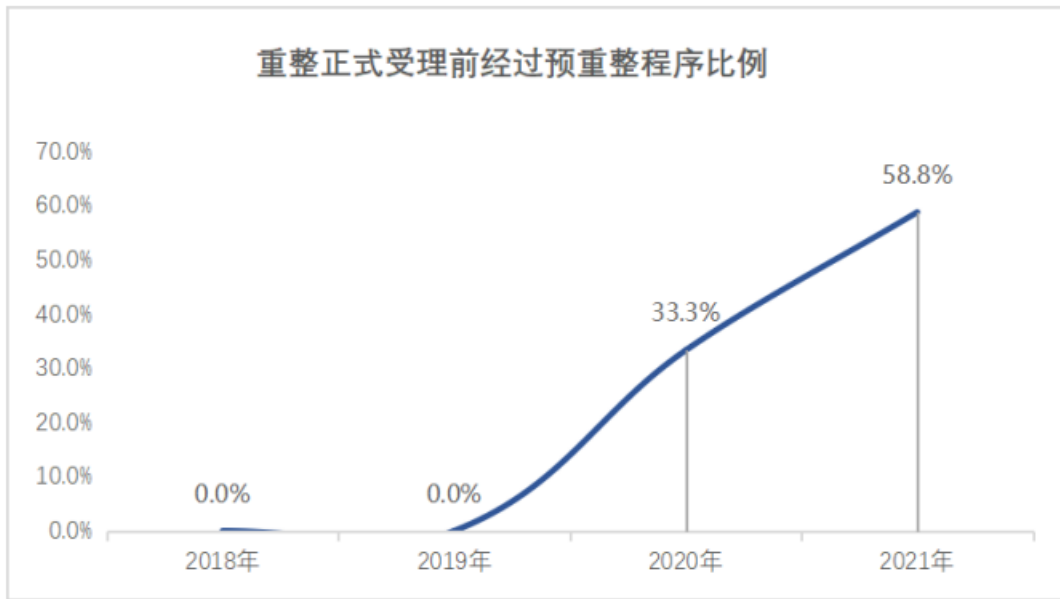
(1). 申请重整上市公司被受理比例

在 2018-2021 年期间共有 63 家上市公司申请或受理破产重整(其中有 1 家为 2017 年申请、2018 年受理)。在 62 家申请司法重整的上市公司中,已获得法院受理并完成司法重整的有 40 家,2018-2021 年这 4 年中,申请被受理的比例呈逐年上升趋势。



(2). 上市公司重整正式受理前经过预重整程序比例

2018-2021 年期间获得重整受理的企业中, 15 家进行了预重整, 其中 2020 年 5 家, 占受理企业的 33.3%; 2021 年 10 家, 占受理企业的 58.8%。



(3).普通债权人实际清偿率

在 2018-2021 年已完成重整的 40 家公司中，普通债权人实际清偿率的最高值为 239%、最低值为 0，普通债权人平均实际清偿率为 44.6%，中位数为 40.3%。



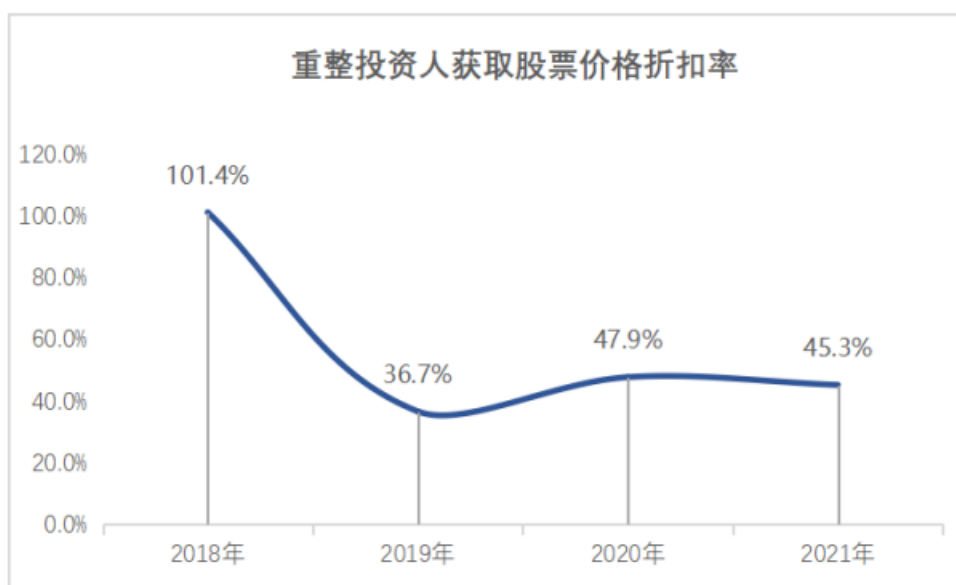
(4).产业投资人里国有背景投资人所占比例

在 2018-2021 年成功引入产业投资人的 35 家上市公司中，16 家引入国资产业投资人、占比 45.7%。



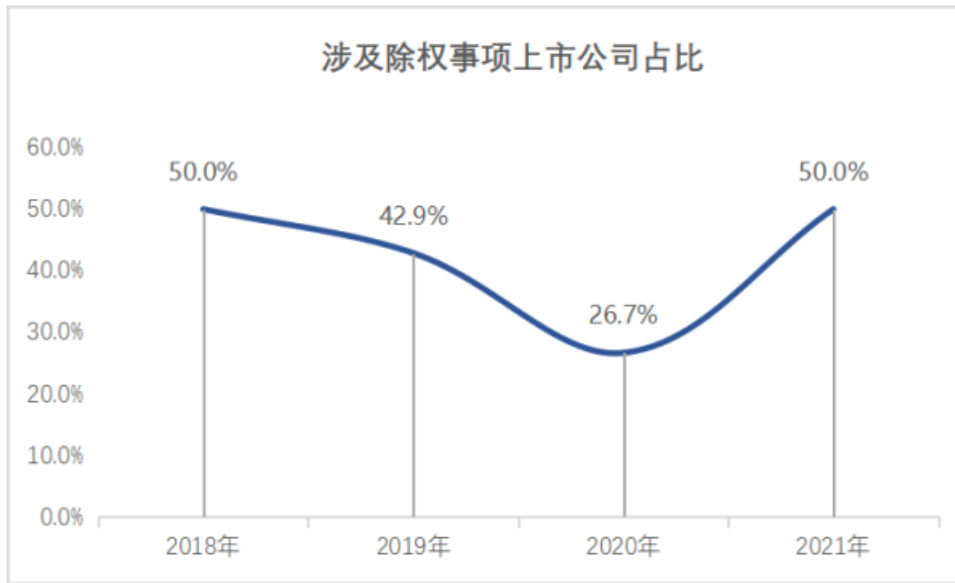
(5).重整投资人获取股票价格折扣率

在直接成本方面，在 2018-2021 年成功引入产业投资人的 35 家上市公司中，除两家上市公司产业投资人为带条件受让而未直接支付现金外，剩余 32 家上市公司均通过现金受让股份。



(6).涉及除权的比例

在 2018-2021 年期间进行破产重整且已进行权益调整的上市公司中,各年度涉及除权的上市公司比例如下图。



三、上市公司破产重整未获受理原因研究

结合针对上市公司破产重整申请未获受理公司的情况分析, **上市公司重整未获受理的原因大多是由于涉及违规担保、关联方非经营性资金占用等因素**,且前述因素未能在重整前或者重整方案中予以有效化解,因此重整事项未获得证监会同意、无法获得法院受理。

由于上市公司破产重整程序的特殊性,法院受理上市公司重整需征求证监会的同意。证监会在审核上市公司破产重整方案可行性阶段,侧重于关注其被立案调查、涉嫌违规担保、涉及关联方非经营性资金占用等因素,同时基于退市规则,证监会亦会充分考虑上市公司是否能满足保留上市地位的条件。就资金占用、违规担保因素,《**国务院关于进一步提高上市公司质量的意见**》(国发〔2020〕14号)明确提出:**上市公司实施破产重整的,应当提出解决资金占用、违规担保问题的切实可行方案。**

在法院裁定以及公开披露的重整失败原因的背后,往往也存在上市公司自身拟定的重整方案难以达到监管机构和相关法律法规要求的原因:如部分上市公司由于未能如期取得审计机构无保留意见的审计报告,从而触发退市条件;部分上市公司涉及违规担保及资金占用问题,且无法在重整受理前或通过拟定的重整方案进行有效解决;部分上市公司在预重整阶段或者重整受理前未能落实有意向的重整投资人,从而被监管机构认为重整计划不具备可行性;部分上市公司拟定的重整计划中出资人权益调整方案无法充分保障中小股东的权益等。

随着退市新规的出台，退市常态化加速落地，对上市公司摘星及保壳的要求则更加严格，留给上市公司申请、受理和完成重整方案的时间有限，**上市公司破产重整的顺利实施更需要各相关方的通力协作、谈判妥协，以及操盘团队对于证监会、法院关注的重点事项的精准把握和有效解决，同时需兼顾中小股东的利益。**

四、上市公司破产重整效果影响因素实证研究

2007年《企业破产法》实施后，已有近百家上市公司通过该程序实现重生。对于破产重整程序中的不同利益相关方而言，破产重整后其利益是否得到提升是对破产重整效果的重要判断标准。而在破产重整环节中，又有哪些要素对上述破产重整效果有影响呢？

本白皮书选取2018年1月1日至2021年12月31日期间所有被受理重整的上市公司作为研究样本，将**普通债权清偿率的提升、产业投资人投资回报率、执行完成当年较上年股价的涨幅**作为被解释变量，从重整前破产企业的**普通债权人、产业投资人、上市公司自身**三个角度衡量上市公司重整执行完成后的效果。从**宏观、企业、重整方案**三个维度选取了**21个解释变量**，探究重整效果可能会受哪些因素影响？相关实证研究结果大致如下：

1. 大多数公司重整后股价和净利润的涨幅并无明显的相关性。同时，在股票市场中我们观察到，部分上市公司在破产重整期间股价频现涨停和跌停，受到消息面的影响较大。因此我们推测，市场很可能是无效的，无法全面反映企业经营效益情况，存在一定程度的炒作和资本套利。

我们注意到，某些上市公司虽然通过破产重整程序暂时解决了债务危机，但司法程序完成后并未能真正恢复持续经营和盈利能力，此类为了“重整”而“重整”的“保壳式重整”并不能真正改善上市公司质量，相反使得上市公司“壳化”，成为漂浮在资本市场的“僵尸企业”。更有甚者以“炒壳、套利”为目的实施“忽悠式重整”，抛出各种不切实际的“方案”，暗中利用重整中各种虚虚实实的内幕信息进行炒作“套利”。“忽悠式重整”加上炒作，通常伴随着二级市场股价的剧烈震荡，往往会令市场趋之若鹜，反而导致以真正改善上市公司质量并实现可持续性发展为目的的“实质性重整”的企业价值得不到合理体现和认可，形成劣币驱逐良币的效应，此类“忽悠式重整”显然既损害了中小投资者的权益，亦对我国资本市场的健康发展造成了危害。

2. 大多数普通债权的清偿率提升与重整投资人回报率之间无明显的相关性。

由此可见，普通债权人清偿率的提升和重整投资人回报率并非此消彼长的关系，通过合理的重整方案设计、激发重整上市公司的经营效益，“做大蛋糕”而非“抢蛋糕”，才能让多方共赢。

3. 上市公司重整被受理前的企业性质(国有控股)、重整投资人有产业背景、重整被受理前一个年度主营业务收益能力、重整受理当季度的M2同比增速及GDP同比增长率均显著且与普通债权实际清偿率呈正向相关，而重整被受理前一个年度被出具无法表示意见的审计报告显著且与普通债权实际

清偿率呈负向相关。

具备丰富的产业整合及管理经验的产业投资人、尤其是具有国有背景支持的企业是当前困境上市公司脱胎换骨的核心；其次，受理前一个年度仍有较好收益能力的也有助于提升企业重整后的清偿能力；若受理前一个年度被出具无法表示意见的审计报告，往往说明审计范围受限、影响重大且广泛，此时对重整后提升普通债权实际清偿率有负面影响。

4. 上市公司进行预重整、前一个年度的总资产规模、受理重整当季度的企业景气指数均显著且与产业投资人投资回报率呈正向相关，而上市公司被退市警示、重整被受理前一个年度被出具无法表示意见的审计报告显著且与产业投资人投资回报率呈负向相关。

在预重整阶段，债权人实际上已经参与到重整方案的制定过程中，将争议提前化解，重整计划草案的执行将更加具备可操作性，有助于提升产业投资人投资回报率；此外，企业景气指数是经济周期波动的重要检测指标，说明经济周期对产业投资人的投资回报率呈正相关。而被出具退市警示、审计报告无法表示意见等负面因素，往往需要较长的时间消除其影响，因此与产业投资人投资回报率呈负向的相关关系。

5. 上市公司重整被受理前一个年度经审计的资产负债率、被出具保留意见的审计报告及主营业务收益能力均显著且与股价的涨幅呈正向相关，而上市公司引入产业投资人显著且与股价的涨幅呈负向相关。

企业的资产负债率越高，说明企业的债务负担越重，而破产重整则是对债务进行了有效的削减，对于负担越重的企业起到的提振作用越强。若受理前一个年度被出具保留意见的审计报告，往往说明错报重大但不具有广泛性，不至于出具无法表示意见的审计报告，上市公司积极消除影响错报的事件后，可能将有助于后续股价涨幅。在实践中，短期股价的起伏受信息面因素的影响较大，产业投资人引入的影响未必都会产生正向影响：如果产业投资人本身实力不足，或其设计的重整经营方案本身不具备可行性，均可能成为新的危险因素。实证结果也说明，市场中存在一定比例的“忽悠式重整”。

五、上市公司破产重整计划兑现及其原因研究

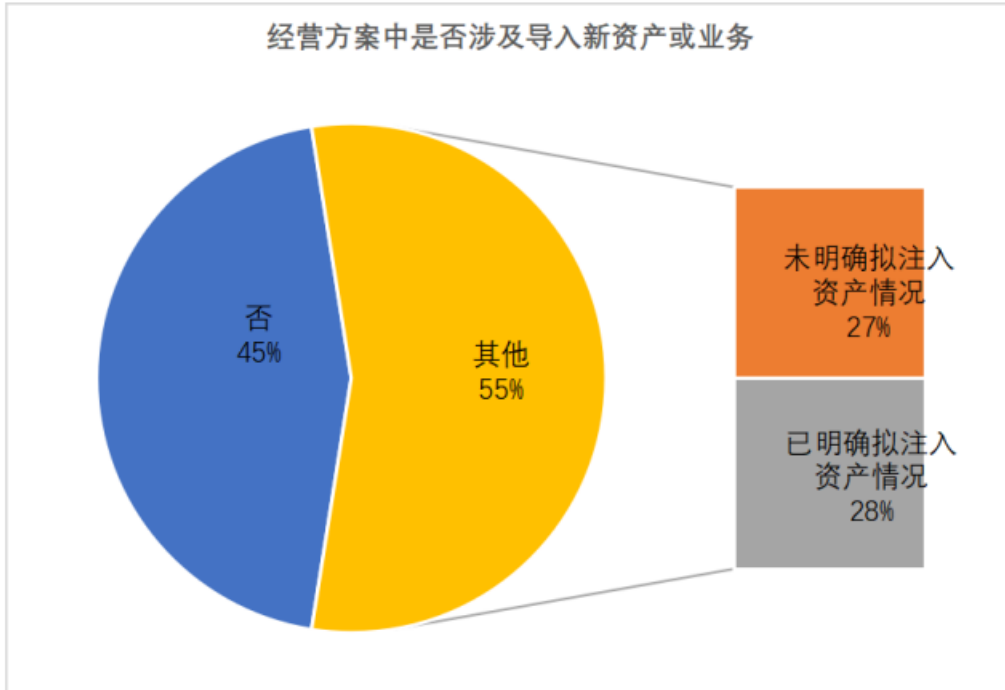
1.2018-2021 年上市公司破产重整计划经营方案实施情况

在 2018-2021 年期间获得法院受理破产重整的 41 家上市公司中，截至 2022 年 6 月 30 日，已有 40 家已完成重整，完成重整的 40 家上市公司，有 36 家引入了第三方重整投资人（其中 3 家为原股东），占比为 90.00%。

已完成重整的 40 家上市公司的重整经营方案均以上市公司原有的主营业务为基础展开，通过剥离低效资产、完善内部治理、提升管理水平、降低成本费用、注入新的资产或业务等方式，改善上市公司的持续经营能力和盈利能力。而对于引入重整投资人的上市公司，部分在重整计划中提到，将依托

投资人的产业背景和资源优势，进一步提升上市公司业务质量。

根据统计，2018-2021年完成重整的40家上市公司中，约55%的上市公司（共22家）在重整计划的经营方案中提到将导入新的资产或业务，但其中有50%（共11家）并未在重整计划中明确拟注入资产的具体情况，涉及表述模糊，如仅提到“未来将凭借自身资源优势，适时为公司注入优质资产”等。



2.上市公司破产重整计划经营方案未有效实施情况分类及判断机制探讨

上市公司通过破产重整消除公司债务负担后，仍需回归经营业务本身，通过主营业务质量的提升，从而在本质上改善上市公司的持续经营能力。在实践中，不少上市公司在重整计划中披露了新的资产或业务的注入计划，上述计划为投资人、债转股的债权人及监管机构、法院和市场所重点关注，影响相关方在重整阶段的决策、重整前后的市场预期和股价走势。因此，**重整计划经营方案的有效性及其可实施性将对上市公司重整效果带来较大的影响**。但从实践结果上看，部分上市公司未能完整履行重整计划中的经营方案和业绩承诺，通过对公开资料的分析，经营方案未能有效实施情况大致可以分为两大类：

第一类情况，在重整受理阶段，上市公司或重整投资人并未对重整后上市公司的业务经营进行充分论证和合理规划，部分甚至可能是以资本套利为重整的主要目的。具体表现为：

(1) 上市公司在拟定重整经营方案时，对于经营方案的描述较为宽泛，没有对未来经营规划进行详尽分析，也没有明确可实施的业务改善方案；

(2) 拟定的经营方案明显无法实施，如拟注入资产存在极大的置入难度或不具备实施条件。

这些都可能导致重整效果不尽如人意，甚至在重整完成后无法摘星摘帽，仍然面临退市的困境。

第二类情况，上市公司虽拟订了较为合理的重整后经营方案及相对明确的资产注入计划，但在重整完成后由于市场变化或其他未能预见的因素，被动导致重整经营方案无法实施。这种情况一方面可能是因为在设计重整经营计划时未能充分考虑各方面因素，另一方面可能是重整经营方案执行过程中出现不可预见的因素。但无论是那种原因，均不能简单认定为系上市公司或重整投资人主动有意为之。

判断机制方面，可以看到，第二类情况往往受到客观因素的制约，各相关方在事前判断难度较大。但针对第一类情况，部分情形是可以提前发现并预判的，如没有明确可实施的业务改善方案、或方案由于政策等原因导致明显不具备实施条件。因此，无论是重整投资人、上市公司债权人、管理人还是监管机构，在评估上市公司重整计划有效性的时候，除了债权调整和受偿方案、以及出资人权益调整方案之外，经营方案的有效性以及可实施性也应当作为重要的判断依据。客观上而言，在破产重整案件中，由于存在资不抵债等因素，会更多地关注债权的清偿，但考虑到上市公司重整涉及中小投资者利益保护以及资本市场的健康发展，经营方案事关上市公司质量，则显得尤为关键。

六、相关建议

从我国 2018 年-2021 年期间上市公司破产重整实践案例可以看到，破产重整已成为解决困境上市公司问题的重要途径之一，在促进存量上市公司风险有序出清、保护中小投资人权益等方面起到了非常积极的作用。但是，实践中也发现部分上市公司虽然通过破产重整程序暂时解决了债务危机，但司法程序完成后并未能真正恢复持续经营和盈利能力。随着上市公司破产重整在实务中的运用逐渐为公众所熟悉，市场上也出现了以“炒壳套利”为目的的“忽悠式重整”、以及以保壳为目的的“保壳式重整”，更有以利用重整内幕消息进行炒作“套利”的违法违规行。

破产重整并非拯救困境上市公司的“万能神药”，如果不能切实改善困境上市质量，“忽悠式重整”和“保壳式重整”往往将会导致上市公司进入新的恶性循环，因此，对于市场参与者而言，还是要真正回归“改善上市公司质量并实现可持续发展”的本源。针对目前之现状，如何切实预防和管控“忽悠式重整”和“保壳式重整”、从而充分发挥破产重整的积极作用是亟待思考和解决的重要课题。通过总结案例的规律和历史经验，我们提出如下建议：

1. 强化重整方案特别是经营方案的审核，防范“保壳式重整”和“忽悠式重整”

重整计划中的经营方案是困境上市公司术后康复和发展的药方，上市公司及相关各方应本着“真正改善上市公司质量并实现可持续性发展”的原则推进和实施重整，并在申请重整时所提交的重整方案中提出明确的、切实可行的经营方案或资产注入方案。

有关部门可在审核上市公司破产方案可行性阶段加强对经营方案的事前确认。由于涉及商业判断，

经营方案的审查和判断确实存在难度，我们建议，针对“没有经营方案的”以及“经营方案或者资产注入方案明显无法实施的”，可考虑不予受理其破产重整申请。一旦受理，则应要求经营方案明确及细化，以便后续监管，并充分信息披露，从而尽可能地避免和预防“保壳式重整”和“忽悠式重整”的发生。

针对此类不予受理破产重整申请的公司，如确实需要破产重整，可以在退市后再行申请，从而既保护债权人利益、又可以避免通过破产重整造“壳”，从而有利于引导资本市场健康发展。

2.严厉打击“忽悠式重整”，加大对相关操纵市场、内幕交易等违法违规行为的处罚力度

“忽悠式重整”往往与操纵市场、内幕交易等违法违规行为如影随形，对资本市场造成了极为恶劣的影响，因此，必须对“忽悠式重整”及相关违法违规行为予以严查重罚，从而提高违法成本，让违法者受到严惩。我们建议：

(1).加强对重整效果的事后确认和监管，对于重整经营方案或资产注入方案没有得到切实执行的，应追究相关方的责任，并根据情节轻重程度予以相对应的处罚；

(2).针对利用各种手段传播重整内幕信息、尤其是制造虚假重整信息误导市场、操纵股价的内幕交易行为，应予以坚决打击、予以重罚。

3.重点关注困境上市公司的重整价值

针对困境上市公司的重整价值，应予以重点关注。对陷入困境但仍具有发展前景和挽救价值的，应支持其推进破产重整程序以走出困境。而对于原资产已无重整价值、主营业务已不具备持续经营能力和盈利能力的上市公司，无论是采取“重整+重组套作模式”还是“先重整、后重组模式”均将涉及证券监管机构行政许可，而在当前退市常态化大背景下，留给困境上市公司解困的时间窗口有限，此类公司往往会在重整过程或者重整后面临退市风险。因此，针对此类情况，应特别慎重，需做好充分的综合评估，确有切实可行的经营方案或资产注入方案的，方可考虑推进破产重整程序。

建议提倡和鼓励重整投资人采取“业务平移方式”支持上市公司开展业务。“业务平移”指的是重整投资人在合法合规的基础上将自身原有业务直接无偿导入上市公司、或者通过与上市公司设立合资公司而直接导入业务，此方式有利于帮助上市公司快速启动业务、恢复正常经营。

同时，针对原有主营业务具备持续经营能力和盈利能力的，对其核心管理层也应给予关注，成为重整后上市公司实际控制人的重整投资人应采取有效措施对核心管理层进行激励，以确保核心管理团队的积极性，从而促进原有主营业务快速恢复并实现可持续的发展。

4.做好“早期诊断”，并加强市场教育，促使各方认识到“早重整、早主动”

针对困境上市公司，应做好“早期诊断”，从而尽可能提前发现上市公司所存在的问题，为拯救公

司、摆脱困境赢得时间。针对陷入困境但尚未完全陷入绝境的上市公司推进破产重整，此时多数为流动性风险，属于主动寻求破局纾困，通过破产重整解决债务问题，更容易取得成功。因此，需要加强市场教育，促使更多的困境上市公司及其实际控制人、相关各方认识到“早重整、早主动”。

在上市公司破产重整实践中，预重整的比例也逐年提升。预重整制度能让各相关方提前介入进行方案设计和沟通，提高重整成功率。

5.引导和挖掘更多具有优质资产、具备丰富的产业整合及管理经验的重整投资人参与上市公司破产重整

重整投资人，尤其是产业投资人，是困境上市公司脱胎换骨的核心。好的产业投资人，再加上切实可行、合理有效的经营方案，才是破产重整企业涅槃重生的真谛所在。但如果产业投资人实力不足，其自身反而会成为新的危险因素，成为“忽悠”的核心，让公司和所有利益相关者继续处于危局之中。因此，如何引导和挖掘更多具有优质资产、具备丰富产业整合及管理经验的重整投资人参与上市公司破产重整是非常重要、也是非常紧迫的课题。我们建议：

(1).加强对重整投资人特别是产业投资人的产业背景和资金实力的综合考量，对意图成为上市公司实控人的产业投资人而言，其自身实力及对上市公司未来操盘愿景、战略规划和执行能力是最重要的因素，这需要对投资人进行有深度的、全面的专业评价。

(2).在注册制改革的大浪潮下，拥有优质资产的企业往往更倾向于选择直接 IPO 的方式登陆资本市场，对参与困境上市公司破产重整的动力不强。因此，针对符合要求的重整投资人，如果其所拟的重整经营方案合理有效且切实可行，建议在制度层面给予一定支持。例如，允许其在破产重整程序中通过市场化磋商以各利益方接受的成本获得上市公司股权和控制权，公权力不宜过多干预；同时在上市公司涉及“资金占用、违规担保”时也应支持其在重整程序中予以解决（而非必须在重整受理前的前置解决），从而降低其参与破产重整的风险和不确定性，充分调动其参与的积极性，但是，应要求其按照《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》（国发〔2020〕14号）的要求事先提出解决资金占用、违规担保问题的切实可行方案。

6.应注重保护中小投资者的利益，加强投资者教育

中小投资者在重整的进程中相对弱势，但重整方案的合理设计、后续经营计划的落实又切实影响到中小投资者的核心利益。监管机构、相关中介机构作为上市公司重整的审核方、推动方，应当落实监管责任，提高中小投资者权益保护的价值排序。此外，上市公司破产重整相关信息的披露往往伴随着股价的巨大波动，各方需加强投资者教育，避免“炒作跟风”、“追涨杀跌”的非理性投资行为。

结 语

虽然破产重整对于拯救困境上市公司并不能做到“包治百病”，但破产重整依然是拯救困境上市公司的重要途径，在化解公司风险、防范公司破产所带来的社会问题等方面具有不可替代的作用。尽管市场上存在“忽悠式重整”和“保壳式重整”的情况，但绝不意味着破产重整作为解决困境上市公司问题重要工具作用的减弱。**资本市场需要真正的实质性重整，切实解决困境上市公司债务危机、维护中小投资者合法权益。**

随着政策法规的完善和各参与方理念的成熟，我们相信，破产重整将更加回归“拯救”本源，破产重整帮助困境上市公司化解风险、“涅槃重生”的作用将得到更加充分的发挥，从而进一步打造中国资本市场良好生态，促进提高上市公司质量。

联合课题组 免责声明

本报告所描述的任何行业现象和/或针对行业现象作出的任何评论,无论是普遍存在的还是个别发生的,无论是积极正面的还是消极负面的,均与本报告所提及的任何主体(包括但不限于本报告所提及的任何个人、企业或组织等)无关,无论上述主体的名称、标识或商标是否出现在该等描述或评论内容的附近或所在页面。

本报告全部信息数据均采集于公开渠道。本报告所涉及的企业、组织或事件介绍均摘录于其官方渠道(包括但不限于上市公司公告等)披露信息。受限于客观条件、专业能力和/或其他因素,本课题组或本课题组的本报告的编委、顾问及编写组成员无法保证本报告内所有描述、信息和数据均是真实的、完整的、及时的和/或准确的,也无法保证本报告内所有评论、观点均为客观中立的。本课题组或本课题组的本报告的编委、顾问及编写组成员对本报告的任何内容(包括但不限于本报告内的任何文字、图片、表格、描述、信息、数据、评论和/或观点等)均不承担任何法律责任。

本报告的任何内容(包括但不限于本报告内的任何文字、图片、表格、描述、信息、数据、评论和/或观点等)均仅供阅览、参考之用,不构成本课题组或本课题组的本报告的编委、顾问及编写组成员对任何个人、企业、或组织的任何意见或建议。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本课题组不承担任何法律责任。

有意获取《白皮书》全文，请与以下联系人联络：

联系人：邢老师

联系方式：021-62934691

邮箱：cafr@saif.sjtu.edu.cn

