

# 从“新疆屯河”到“中粮屯河”

## ——财务危机公司重整与重生的经典案例

戴娟萍(教授)

(浙江财经学院会计学院 杭州 310018)

**【摘要】** 本文以中粮集团成功重组财务危机重重的新疆屯河为例,从财务危机公司的出路、重整路径、重整公司的关键三个方面具体分析、探讨了公司重组整合的有效路径与方法。

**【关键词】** 财务危机 公司重整 价值创造

在市场经济中,公司会因激烈的市场竞争而导致经营失败,或因大股东的“隧道掏空行为”而陷于财务危机。那么,对于一家深陷财务危机的公司来说,如何才能走出困境呢?本文以新疆屯河为例,阐述它在财务危机重重的情况下是如何经过中粮集团成功重组,变成了面貌一新的中粮屯河的。

### 一、新疆屯河简况

新疆屯河的前身为新疆昌吉州头屯河水泥厂,成立于1983年,1993年7月以定向募集方式进行股份制改组,并更名为新疆屯河股份有限公司。1996年7月,公司以每股5.78元的价格向社会公开发行1750万股,并在上海证券交易所上市交易。1998年德隆集团控股新疆屯河的母公司新疆屯河工贸集团有限公司,成为公司的控制人。在德隆集团的操盘下,新疆屯河由一家从事水泥及水泥产品生产、开发和销售的公司,转型为立足于新疆特色农业资源、以生产番茄制品和甜菜糖为主业的知名上市公司。

2004年受“德隆危机”的牵连,新疆屯河陷于财务危机。在各级政府和中國华融资产管理公司的支持下,中粮集团成功重组了新疆屯河,使之走出财务危机,免于退市。新疆屯河的成功重整,不仅为中粮集团、原股东、客户、供应商和职工等相关利益者创造了价值,还成就了今天这家知名的番茄酱、杏酱和甜菜糖生产企业。下面,本文追踪新疆屯河重整路径,剖析重整的经济社会意义,挖掘其经验与启示。

### 二、“德隆危机”中的新疆屯河

2004年初,德隆集团因资金链断裂而崩溃,旗下的新疆屯河的偿债信誉和外部经营环境受到极大的冲击,陷于财务危机之中。作为母公司的德隆集团,其危机必然会影响到新疆屯河,其影响主要体现在以下几个方面:

1. 资金链濒临断裂。受“德隆危机”影响,各债权银行对新疆屯河采取了只收不贷的信贷政策,导致公司资金匮乏,无法偿还到期债务,部分借款逾期,生产经营也因此受到严重影响,许多生产线处于停产边缘。截至2004年12月31日,该公司共有11.68亿元贷款逾期,16.94亿元资产被抵押。

2. 诉讼官司缠身。德隆集团在对新疆屯河成功实施产业

转型的同时,也要求新疆屯河为其关联公司的银行借款提供担保或股权质押。截至2004年12月31日,新疆屯河担保金额合计86.32亿元,占其净资产的241.82%,其中为控股股东及公司持股50%以下的其他关联方提供担保金额6.16万元,占净资产的172.91%。随着“德隆系”的崩溃,新疆屯河为其关联公司所作的担保大多引起诉讼。

3. 公司亏损严重。受“德隆事件”影响,新疆屯河计提了1.77亿元坏账准备,管理费用直线攀升;投资的“德隆系”关联企业因“德隆事件”影响,或停业整顿,或经营业绩下降,投资收益由上年的0.62亿元下降至-3.78亿元;债务沉重,财务费用高达1.58亿元。在这诸多因素的影响下,2004年新疆屯河归属于母公司股东的净利润为-6.66亿元,年末未分配利润为-5.57亿元,每股经营活动现金流量为-0.43,每股收益为-0.82元,每股净资产仅为0.45元。2005年,因其他应收款坏账准备和长期投资等资产减值准备计提等诸多原因,归属于母公司股东的净利润为-7.21亿元。在用10.02亿元资本公积和0.84亿元盈余公积弥补亏损后,年末未分配利润才没有继续跌落,回升至-1.87亿元。因连续两年亏损,自2006年4月19日起,上海证券交易所对新疆屯河股票实施退市风险警示特别处理,公司股票简称变更为“\*ST屯河”。

### 三、中粮集团重整新疆屯河的路径与方法

为解决新疆屯河生产经营中资金短缺困难,摆脱危机状态,在托管人中国华融资产管理公司和各级政府的全力支持与促进下,中粮集团及时出借资金,使其日常生产经营得以正常进行。随后,中粮集团与中国华融资产管理公司及公司原股东签署了《股权转让协议》,并成为管理过渡期公司实际控制人,成功进行重组,将其从破产的边缘拉回来。

1. 提供资金:公司的生产经营得以持续,避免了停产停业。生产经营能否正常进行,对于财务危机公司的重整与重生,影响深远。要使新疆屯河不因“德隆危机”而停业,关键是要解决其生产经营所需的资金。

在维系新疆屯河资金链正常、确保其正常经营所融资金上,中粮集团作了以下努力:一方面,相关各方促成德隆集团

债权人委员会成员同意:在公司正常支付利息、违约利息挂账的情况下,不追偿本金,对新疆屯河逾期贷款不收取罚息,债权银行同意对到期贷款办理展期或以新还旧;另一方面,中粮集团通过委托贷款的方式向新疆屯河提供最高不超过4亿元人民币的资金支持,专项用于收购番茄以及番茄酱的生产销售。2004年11月,中国华融资产管理公司又提供了2亿元委托(过桥)贷款,专项用于收购甜菜。2005年7月,中粮集团提供5亿元委托贷款。有了资金的支持,新疆屯河生产经营得以持续,没有停产停业。

**2. 出售(处置)非核心资产和不良资产:**获得资金,优化经营资产的质量。在保留核心优质资产的前提下,出售及处置一些非核心及不良资产,是解决财务危机公司资金紧缺和优化资产质量的重要途径之一。

新疆屯河除依靠中粮集团和中国华融公司提供的委托(过桥)贷款外,还出售了一些非核心资产以筹集资金。2004年6月,其与中国非金属材料总公司签署协议,将持有的新疆天山水泥股份有限公司5100万股(占总股本29.42%),以26010万元价格转让给后者。2005年6月30日,以净资产1255万元为作价基础,将持有的张家港屯河制罐有限公司91.2%股权作价转让给中粮(BVI)第86有限公司。此外,还对因“德隆危机”而产生的一些不良资产,出售或计提坏账准备(减值准备),使公司经营资产得以优化。

**3. 债务和解:**减轻债务负担,降低破产风险。债务问题能否得以顺利解决,是财务危机公司成功重整的关键一环。借助贷款债务和解的方式,新疆屯河成功地完成了债务重组。

2005年,新疆屯河公司债务人(新疆屯河及所属相关公司)、中粮集团和债权人(中国银行、工商银行、建设银行、农业银行、交通银行、乌鲁木齐市商业银行等)签署了《新疆屯河债务重组协议》,三方商定:截至2005年5月31日(债权债务核实日)的227163万元直接债务,债权人同意削减40%,并由债务人于2005年12月13日(协议生效日)起的6个月分3期偿还总偿付额,即:生效日起1个月内偿还总偿付额的30%、生效日起的3个月内偿还总偿付额的30%、生效日起的6个月内偿还总偿付额的40%。

这一债务重组方案,削减了新疆屯河贷款本金90613.27万元,免除了2005年1~5月份的罚息1187.35万元和2005年6~12月利息9578.99万元。这大大减轻了新疆屯河的债务负担,降低了其破产风险。

**4. 股权转让与控制权转移:**摆脱德隆阴影,重塑公司信用。“德隆事件”对新疆屯河的生产经营外部环境和信誉造成了极大的负面影响。控股股东的变更和控制权的转移,使公司彻底摆脱了“德隆阴影”。

2005年6月,中粮集团与中国华融资产管理公司及新疆屯河原股东签署了《股权转让协议》,以1.54亿元价格受让原“德隆系”新疆屯河集团、新疆三维投资、新疆德隆(集团)和上海创基投资所持新疆屯河37.2%的社会法人股。2006年11月22日,这几家公司所持的社会法人股经司法程序划转给中粮集团。

股权过户后,中粮集团成为新疆屯河的第一大股东和实际控制人。2007年1月,中粮集团以其所持有的中粮新疆四方糖业有限责任公司100%的股权和朔州中粮糖业有限公司100%的股权赠送给公司作为股权分置改革的对价安排,以获得其所持有非流通股的流通权,完成股权分置改革。2007年2月27日,公司名称由“新疆屯河投资股份有限公司”变更为“中粮新疆屯河股份有限公司”。

**5. 债转股:**摆脱历史包袱,优化资本结构。虽然债权人同意减债40%,但新疆屯河仍有不少的债务需要偿还。为偿付这些债务,在中粮集团的担保下,新疆屯河分别于2005年12月30日、2006年3月27日、2006年6月13日分3期中粮集团财务公司借款44450万元、40500万元和54000万元,用于债务的偿还。

新疆屯河因债务重组而形成的对中粮财务的13.895亿元巨额负债,其中的7.8亿元通过中粮集团、中粮财务和新疆屯河三方签订《债权转让协议》由中粮财务转让给中粮集团。加上中粮集团委托中粮财务公司向新疆屯河提供的3.6亿元贷款,中粮集团合计直接持有新疆屯河债权12.4亿元。中粮集团以其持有的债权,以6.14元/股的价格,认购了新疆屯河非公开增发的2亿股股份,完成债转股。这使得新疆屯河的债务减轻,资产负债率降至51.56%,财务状况回归常态。定向增发完成后,新疆屯河的股本总额为100560.42万股,中粮集团持有59931.92万股,占公司总股本的59.60%。

#### 四、新疆屯河成功重整的几点思索

经过以上一系列的财务运作,笼罩在新疆屯河的财务危机阴影基本散去。债务重组方案实施后,新疆屯河的资产负债率下降至76.04%,自2007年3月7日起,上海证券交易所撤销了对新疆屯河股票交易实行退市风险警示,公司股票简称由“\*ST屯河”变更为“中粮屯河”。新疆屯河的重整与重生,不仅为相关利益人创造了价值,而且对于社会的和谐安定和其自身的持续发展也具有极为重要的意义。

由以上一系列的重整过程来看,新疆屯河的成功重整离不开各级政府和中国华融资产管理公司的全力支持,更有赖于中粮集团在重整路径上的创新与成功操盘。中粮集团对新疆屯河的重整,并没有沿着“股权转让——资产重组——债务重组”的常规轨迹操作,而是在未持有公司股份的情况下,先后投入公司约20亿元资金维系资金链,这需要极大的勇气和魄力。也正是这一重要举措,使得中粮集团在公司股权转让时赢过其他竞争对手,获得银行大幅减债,并与新疆维吾尔自治区政府建立了良好的关系。

**1. 财务危机公司的出路:**清算和重整。公司清算是一个代价昂贵的过程,股东、债权人、供应商、客户、员工等相关利益者的利益均会受到损害,甚至可能影响到地区经济的平稳运行和社会安定。因此,一般情况下,在没有其他更好方式时公司会选择清算的方式渡过难关。但对财务危机公司来说,究竟是通过清算来解散公司,还是通过重整继续生存下去?关键取决于重整主导者的意愿和债权人的支持。对重组主导者而言,这是一个经济利益与非经济利益、当期收益与跨期收益权

衡的结果。当然,若没有债权人对债务的减免,重整几乎不可能成功。因此,公司重整的关键还在于公司重整后的价值能否高于清算价值。

在我国资本市场上,不少财务危机公司的价值主要体现在上市这个“壳”上,但新疆屯河的情况却另当别论。其之所以深陷财务危机泥潭,并非缘于自身经营或管理失败,而是原实际控制人德隆集团惹的“祸”。2004年和2005年新疆屯河虽然巨亏,但主业仍然盈利,与番茄制品和甜菜糖生产经营相关的经营资产质地优良。中粮集团重组屯河的主要目的不是为了谋取600737这个“壳”,而是期望通过这个平台立足新疆丰富的农业资源优势,不断拓展番茄制品生产与经营,扩大甜菜糖生产规模,整合新疆乃至整个西部地区的农副产品加工业。

也正因为如此,维持正常生产经营,保护新疆屯河的经营资产不陷于被查封或占有,对中粮集团来说至关重要。为此,重组者中粮集团在尚未持有新疆屯河公司股权的情况下,通过委托贷款方式向新疆屯河公司提供资金,使其生产经营得以正常进行,稳住了几年来建立起的市场,维护了公司信誉,保护了广大中小投资者的利益,也为“红色”产业的继续发展奠定了基础。

**2. 重整的路径:司法重整和非司法重整。**公司重整有司法重整和非司法重整两种选择。司法重整是指通过向法院申请破产的方式,对公司进行重整;非司法重整是指不进入法律程序,通过债务公司、股东与债权人等相关利益人的协商,完成利益调整,对公司进行重整。

非司法重整的主要优点在于:一是可以避免履行正式法律手续所需发生的大量费用;二是可以减少重整所需时间,使公司在较短的时间内重新进入正常经营的状态,避免因漫长的法律程序使公司正常经营遭受影响而造成资产闲置和资产回收推迟等问题;三是非司法重整的谈判更加灵活,有时更易达成协议。当然,非司法重整也存在以下一些弊端:一是债务人仍然控制着公司,可能产生债务人经营资产不断受到侵蚀而引起各种问题;二是当债权人人数很多时,在协议上可能很难达成一致;三是由于没有法院的正式参与,协议的执行缺乏必要的法律保障。

“德隆危机”发生后,新疆屯河已由中国华融资产管理公司托管。2005年6月《股权转让协议》签署后,中粮集团成为新疆屯河的实际控制人,着手进行债务、股权和资产的重组。一方面,中粮集团作为国务院国资委旗下世界500强企业,有着良好的经济和社会信誉,没有因债务人仍然控制公司而使公司资产遭受侵蚀的风险。另一方面,与新疆屯河债务危机相关的债权人多为金融机构,且数量有限,不太可能出现因债权人人数太多很难协商一致的场面。由此看来,就新疆屯河财务危机的具体情况而言,选择非破产重整,对公司、重整者、债权人等相关各方来说,是更为有利的。

**3. 重整公司的关键:债务重组、股权重组和资产重组。**公司重整的基本思路是通过债务、资产或股权等方面的重整,改善财务状况。当公司陷入财务危机时,首先想到的是能否通过债务展期、债务和解或债转股等这些债务重组方式来摆脱

危机。不过,即使是与债权人达成债务展期或债务和解协议,公司仍然需要以一定数量的资产来偿付债务。况且,公司重整的目的在于恢复财务正常运行,维持正常的经营活动。因此,在重整过程中,能否获得新的融资,往往事关重整的成败。由于财务危机公司的信誉较低,很难通过发行证券或向银行借款募集到所需的资金。因此,在重整的过程中通常会通过出售一些不良资产或非核心资产、引入新的投资者或与其他公司合并等方式来获取重整所需资金。因此,公司重整实质上是一项包括资产、负债和股权的综合性的重组工程。

通过艰辛的谈判,各债权人纷纷释放善意,使得新疆屯河、中粮集团和公司金融债权人达成债务和解,减债40%,近10亿元债务得以免除。正是在减债的承诺下,中粮集团以溢价15%受让“德隆系”公司持有的公司股权,成为新疆屯河第一大股东。虽然新疆屯河与债权人达成债务和解,但仍然有60%债务的需要偿付。在中粮集团担保下,新疆屯河向中粮财务再度举借138950万元资金用于偿债。这一举措只是将债务由原金融债权人转至中粮集团,并没有减轻公司的债务负担。为此,新疆屯河于2008年通过向中粮集团发行股份购买中粮集团持有公司债权,完成债转股,使公司的财务状况得以改善。与此同时,新疆屯河也对资产进行了重组:在保留番茄制品和甜菜糖等核心业务经营资产前提下,对非核心资产进行剥离,对不良资产进行处置,除获得部分维持生产经营资金外,还在一定程度上提升了公司资产质量。

**4. 重整的价值创造:重整过程和后续经营。**重整的成功并不代表公司的经营管理必会上持续增长和盈利的轨道,价值的创造更有赖于成功重整后的管理与经营创新。

成功重整后,大股东中粮集团和公司管理层对中粮屯河的内外环境进行了分析,明确其核心竞争力在于凭借建立在对原料资源有效控制基础上的低成本、高品质的非粮农产品加工供应能力。并以此为基础,明确中粮屯河发展战略为:以高质量的番茄酱产品、杏产品与新疆特色的林果资源为基础,发展番茄调味品、果蔬汁饮料、干鲜果业务,促进果蔬原料转化为国内知名品牌消费品,推动产业升级,提升产业效益。

正是本着奉献绿色营养食品,使客户、股东、员工价值最大化的使命和诚信、团队、专业、创新的企业精神,中粮屯河不断扩大以番茄制品和食糖为主业的农产品加工与贸易,向农产品深加工发展,做食品果蔬行业的领导者。在中粮集团、公司管理层和全体员工努力下,中粮屯河的经营业绩不断提升,股东财富持续增长。

#### 主要参考文献

1. 何旭强,周业案.上市公司破产和重整的选择机制、经济效率及法律基础.管理世界,2006;7
2. 竺素娥,诸耀琼.中国首届MBA管理案例评选百优案例集第4辑:浙江海纳的财务危机.北京:科学出版社,2011
3. 李秉成,李梦.席梦思的重组之谜及启示.财务与会计,2010;11
4. 高升.浙江海纳的财务失败与重整.中国乡镇企业会计,2010;12