

大规模国企违约后，中国提高处置效率

2021 年 7 月 18 日

要点速览

- 北大方正集团 2,500 亿元人民币债务违约的相对快速处置，表明中国致力于高效率、市场化的债务重整。
- 方正集团的重整最大限度的保留最具活力资产的回收价值，该部分资产目前由资金充足的企业持有。
- 尽管该重组颇具建设性，但持有该集团境外债券的投资者可能处于相对劣势。

北大方正集团有限公司（方正集团）加速重整，凸显中国政府高效率市场化处置违约的决心。标普全球评级认为该重整的速度和较高的清偿率将提升市场对于破产重整的接受程度，但与境内债权人相比，境外债券持有人可能处于不利地位。

重整应能保留方正集团的大部分价值，该多元化企业集团是 20 年来中国最大的美元债券违约方。该计划将其业务的最有活力部分成立“新公司”（新方正集团），剩余的非可持续部分将被放入信托。法院于 2021 年 6 月 28 日批准了重整计划。

通过将新方正集团股权和其他保留资产出售给战略投资者、或通过信托清算，债权人能获得部分偿付（见图 1）。

中国企业信用研究分析师

李畅

北京
(86) 10 6569 2705
chang.li
@spglobal.com

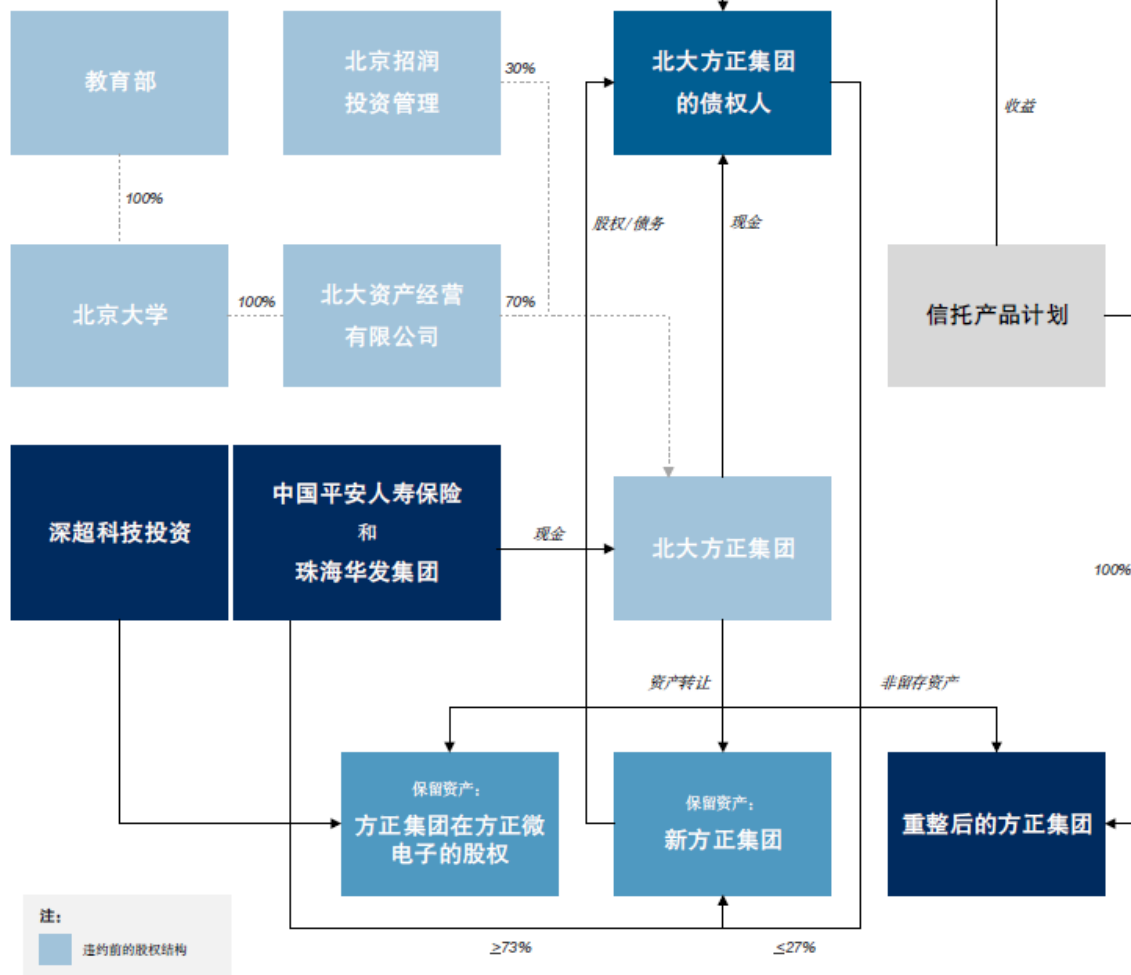
其他联系人

高博扬

北京
(86) 10 6569 2725
boyang.gao
@spglobal.com

图 1

方正集团重整将调整股权结构



注：重整后，原北大方正集团及其股权结构将不存在。资料来源：标普全球评级、国内新闻。
 版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

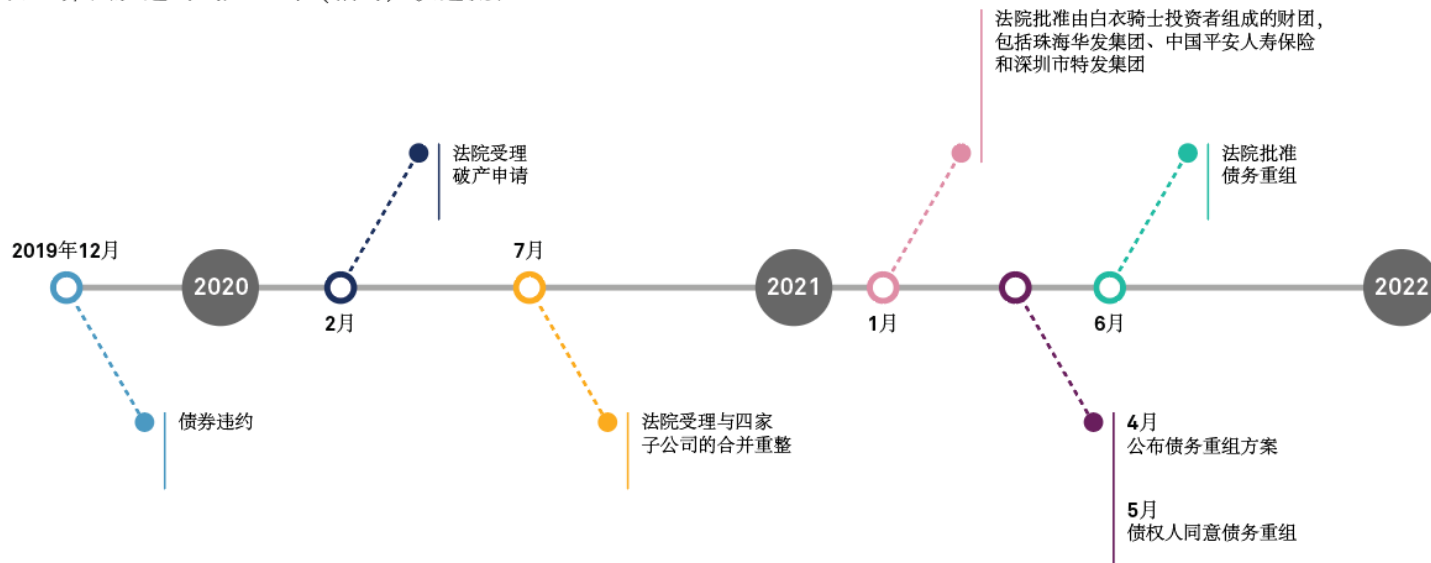
重整拟对有抵押债权人进行全额偿付。无抵押债权人也有可能获得全额偿付，每笔偿付最高金额 100 万元人民币。超出 100 万元人民币的无抵押债务，有三个方案可供选择：一次性现金支付、现金支付加股权、现金支付加新债务（见表 1）。方正集团的债务约为 2,500 亿元人民币。

如何在仅574天后达成处置方案

方正集团的重整进展顺利。从违约日（2019 年 12 月）计算，法院在 574 天后批准重整方案。根据我们的统计，这低于中国破产重整的 679 天平均水平（详见 2020 年 7 月 27 日发布的《中国逐步完善违约处置体系》“China Paves Way For Better Default Resolution Systems”）。该重整堪称高效，尤其考虑到 2020 年的疫情，以及这是涉及四家主要子公司的合并重整。

图 2

方正集团从违约到处置的（相对）快速流程



资料来源：标普全球评级、媒体报道。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

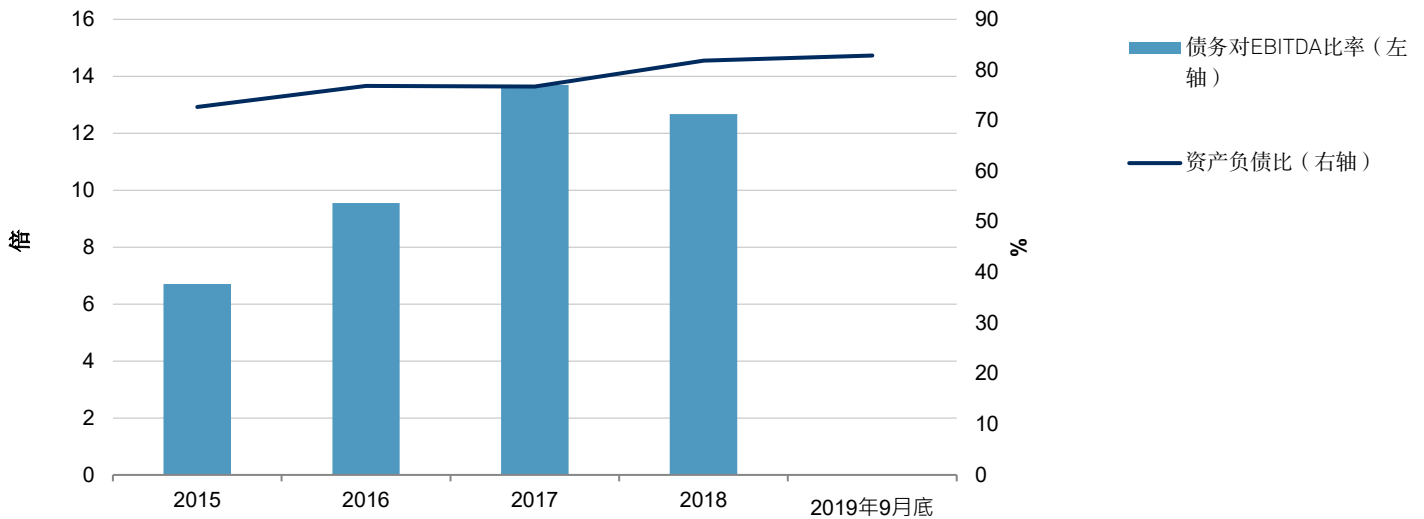
其他广受关注的国企违约后的重组过程并非如此透明和高效。例如，保定天威集团于 2015 年 4 月违约，而法院直到 2020 年 4 月才批准其重组方案。青海省投资集团于 2020 年 1 月违约，直到 2021 年 6 月 19 日大约一年半后才提交重组计划。

方正集团的高效重整在很大程度上归功于强有力的破产重整管理人。重整管理人包括中国人民银行、教育部、中国银行保险监督管理委员会以及北京市政府有关部门。管理人有能力协调各方的利益，并让债权人迅速支持复杂的重整过程。

由珠海华发集团有限公司、中国平安人寿保险股份有限公司和深圳市特发集团有限公司组成的财团将维持新方正集团的持续经营。该财团有望投资 537-733 亿元人民币（合 83-110 亿美元），用于偿付方正集团的债务。财团收购了新方正集团的 73%-100% 股权以及其他资产，并将接管五大可持续业务。相比耗时的将业务分拆出售，此方案可能是更佳的选择。

图 3

方正集团在违约前已债台高筑



注：比率为报表比率，未经调整。资料来源：Wind，标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

实现更高的清偿率

按照重整计划，方正集团无抵押债务的现金清偿率至少为 31.43%。这高于破产重整的 23.7% 平均清偿率，此数据基于我们对近 50 家破产重整违约企业的研究。

受多方面因素影响，清偿率差别很大，包括资产质量、集团架构和股权的复杂程度、战略投资者的财务实力以及扭亏为盈的能力。

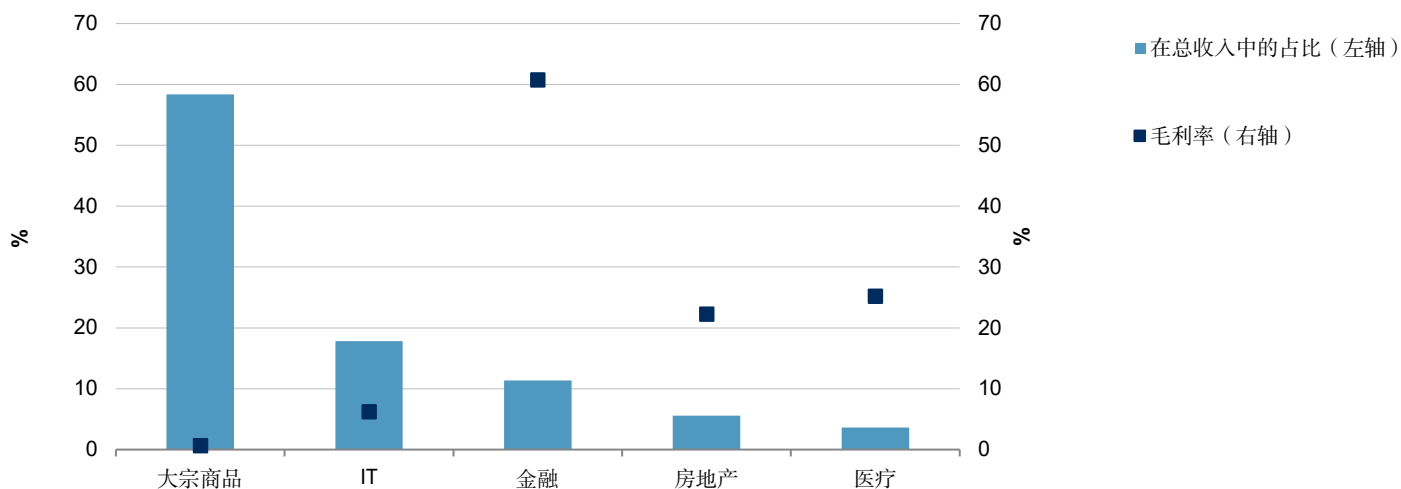
监管机构和法院坚持“一企一策”的处置政策。这意味着每种方案都是根据重整问题而量身定制，且难以全面复制。

过去 30 年以来，方正集团拥有五大主营业务，包括 IT、医疗、房地产、金融和大宗商品。主营业务仍具有活力，有利于集团吸引战略投资者。

方正集团的金融、房地产等传统业务拥有良好利润，或易于出售的高价值土地。IT、医疗等其他业务符合政府的经济规划目标，因此具有较高的增长潜力（见图 4）。

图 4

方正集团的主营业务仍具有活力



资料来源：当地新闻、标普全球评级。

版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

境外债券投资者或处于劣势

方正集团的境外债券投资者却在此次重整方案中碰壁。最沉重的打击是管理人拒绝了其对方正集团提供维好协议的债权主张。

维好协议是境内母公司为支持境外发行实体做出的承诺声明。按照大部分维好协议，母公司承诺将确保发债的境外子公司保持偿付能力，并拥有充足流动性以兑付债券本息（详见 2020 年 9 月 2 日发布的《方正破产案裁定将推高 930 亿美元维好协议债之再融资风险》"Peking University Ruling Raises Refinancing Risk On US\$93 Billion Of Keepwell Bonds"）。

据媒体报道，方正集团境外子公司的清算人宣称方正集团违反了维好协议安排并应按要求执行维好协议。但这一主张是否会得到香港法院的支持，以及维好协议如何被执行仍存在不确定性。

表 1

中国企业债务重组情况复杂，无法轻易标准化

公司	首次债券违约时间 (包括境内债和境外债)	法庭批准 重组方案日期	境内债券重整细节
保定天威集团	2015年4月21日	2020年4月10日	重组细节尚未公布。公司表示重组的无抵押债务的追偿率预计为15.02%。
天物集团	2019年12月12日	2020年12月23日	不超过500,000元人民币的无抵押债务的债权人获得全额赔付。持有500000元以上债务的债权人，索赔额的68%将被展期10年分期偿还；年利率为3.15%。剩余的32%将被放入信托产品计划，以天物集团的部分资产为支持，并由专业机构管理。
方正集团	2019年12月2日	2021年6月28日	持有不超过100万元人民币无抵押债务的债权人获得全额赔付。超过100万元的部分，每100元债券投资者可获得20.32元赔偿，以及1.11股价值12.88元的股票。债权人亦可选择一次性接受31.43元现金（每100元债务），或12.88元现金外加12.88元新方正集团债务立即退出。
青海省投	2020年1月10日	暂无	暂无
紫光集团	2020年11月6日	暂无	暂无

“暂无”意味着公司尚未提交重整方案，或法院尚未批准重整方案。青海省投--青海省投资集团有限公司。
资料来源：标普全球，国内新闻。

方正集团破产管理人已经确认的境外债券也将面临复杂的情况。尽管管理人给予了债权人多种重组方案以供选择，但相关监管要求却使境外投资者的实际选择受限。这其中包括：需在国家外汇管理局登记备案以向境外债券持有人支付现金的要求，境外投资者需获得监管机构批准以持有境内实体股份的要求，以及新方正集团需获得外债额度等审批。

据媒体报道，境内债务重整管理人仅接受受托人针对其受托管理的境外债券的整体索赔。这意味着单个境外投资者或不能选择符合自己需求的重组方案。

这反映出境外投资者在境内破产重整过程中的议价能力较弱。境外投资人实际的选择不多。

境外投资者或许能在庭外债券重组中获得更大的谈判空间。在庭外债务重组中，境内外投资者往往能分别与债务人进行协商。这意味着境外投资人的协商重组方案可以与境内投资者的方案有所不同。

庭外重组常见于美元债的违约处置中。例如，天津物产集团有限公司（天物集团）于2019年12月对其四支美元债券发出置换和收购要约。现金回收率在36%-66.73%之间。而与之形成对照的是，天物集团的境内债务重组直到2020年12月才获得法院批准（见表1）。

市场化机制是未来方向

方正集团重整是政府通过市场机制处置债务违约的结果。在过去两年创纪录的违约后，中国监管机构加速改善违约后的处置机制。债务重组已占到境内已处置债券违约案例的近3/4，且约一半的重组为庭内解决。

发行人、债权人和其他利益相关方在违约处置方面的经验不断增加。我们预计，破产重整的过程将更快、更高效，使投资者能减少面临持续数年悬而不决的法律纠纷和重组进程。

相关研究

- 国企违约管控加码，2021 年 4 月 27 日
- 中国华融推迟发布业绩警示透明度风险和政府支持风险，2021 年 4 月 21 日
- 中国经济复苏过程中，企业违约会越来越多，2020 年 11 月 17 日
- 方正破产案裁定将推高 930 亿美元维好协议债之再融资风险，2020 年 9 月 2 日

本报告不构成评级行动。

（注：中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。）

阅读英文版请点击：

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?ArtObjectId=12037996&ArtRevId=1>

版权©2021，Standard & Poor's Financial Services LLC（以下统称“标普”）。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予、撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com（收费网站），及 www.spcapitaliq.com（收费网站），及并可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。