光华管理学院 Guanghua School of Management
北京大学 管理案例研究中心

FIN-2-20241017-329
版本日期 2024-10-17

涅槃重生：无锡尚德的破产重整之路（B）

李波、李劢、林黛西

3 月的无锡阴雨绵绵，无锡高新区的尚德总部大楼戒备森严，近 1 万平方米的光电幕墙泛着蓝光，仿佛正在等待着命运的审判。

光伏行业，方生方死

2012 年，光伏行业站在了历史的转折点上，全球光伏累积装机量首次跨越了 100GW 的里程碑，这一数字足以与 16 座燃煤电站或 1GW 的核反应堆相媲美。然而，在这光鲜的数字背后，行业却遭遇了前所未有的挑战和困境。根据 IMS Research 的报告，2012 年第一季度光伏硅片的平均价格遭遇了超过 70%的断崖式下跌。[1]

在供需严重失衡的大环境下，企业接连面临倒闭和破产的命运。经济的下行压力，加上各国政府对光伏补贴政策的取消和下调，使得整个行业的前景显得扑朔迷离。美国和欧盟对中国光伏产品发起的“双反”调查，更是让市场急剧萎缩，带来致命打击。

在这场危机中，中国光伏产业经历了“生死劫难”，从曾经的“城市名片”到如今的命悬一线，贸易制裁、巨额债务、持续亏损以及高管离职，让这个行业步入了“极寒”时代。领军企业纷纷展开自救，在步履蹒跚中艰难求生...

本案例由北京大学光华管理学院李波教授、李劢教授、案例研究员林黛西根据公开二手资料整理编写。案例仅用于课堂讨论，而非管理决策或活动是否有效的证明。

Copyright©2023 北京大学光华管理学院。如申请使用本案例请联系：casecenter@gsm.pku.edu.cn。未经学院授权许可，禁止以任何方式复制、保存、传播、使用本案例或者案例正文中的任何部分。

INSPECTION COPY NOT FOR REPRODUCTION

重整？清算？救助？

被申请执行破产仅仅是个开始，下一步，各方能否与无锡尚德找到利益平衡点还是个未知数。“如果和解，企业就可以进入重整程序，如果谈不拢，只好破产清算，可能满盘皆输。”一位熟悉情况的律师说到。

进退两难的无锡市政府

自 2012 年下半年起，市政府会议室频繁举办以尚德为主题的会议，具体次数已难以计数。在市政府副秘书长纽素芬的电脑里，各种会议形成的记录文本就有五、六份。[2]激烈辩论在会议上是司空见惯的现象：一方坚决主张‘政府救助’，另一方则坚持‘企业破产’，双方各持己见，争论激烈时甚至情绪激动。

“无锡尚德的迅猛成长与政府的培育和支持密切相关，目前面临困境时，政府应当及时介入提供帮助。而且，周边一些省市已经开始对本地区遭遇困境的光伏企业提供资金支持和援助，鉴于无锡强大的经济实力，更应当向这些企业提供必要的帮助。”[2]支持市场干预的观点，听起来很有说服力，似乎确实有其合理性

与市场干预的主张截然不同，存在一种主张破产的看法：面对如此庞大的企业所遇到的困境，政府是否有能力全面接管？尚德所面临的困境，既是由于光伏行业整体低迷造成的，也与公司管理不善有关，如果政府持续过度干预，只会加重企业的困境。接近无锡市政府的人士透露，无锡不会采取江西地方政府拯救赛维的方式去援助尚德，无锡市政府将仅扮演监管者的角色，而不是参与者。**错误!未定义书签。**

政府决策两难，但终归是希望无锡尚德能够起死回生。时任无锡市委常委、常务副市长黄钦也表示，政府希望保留无锡尚德品牌，[3]同时也做好了立即对无锡尚德实施破产重整、保全资产的准备。同时对于母公司尚德控股，则希望尽可能保住其在美上市的“壳”。

“各怀心事”的国内外债权人

尚德的违约债务主要包括两部分：海外投资者持有的 5.41 亿美元可转债；以及国开行等 8 家国内银行的逾期贷款。

对于海外债权人持有的巨额可转债，母公司尚德控股曾多次游说，先是延期到 5 月 15 日，后又延期至 6 月 28 日，最后在试图延期至 8 月 30 日时被债权人驳回。一次次延期后，让部分债权人如坐针毡。此前曾将尚德控股告上法庭的两位债权人共同起诉，要求尚德控股强制破产[a]。但据美国法律，2 名原告所持有的可转债比例没有达到总数的 0.1%，因此未能立案。[4]10 月 14 日，又有 4 名共持有约 160 万美元

[a] 即强制破产清算

INSPECTION COPY NOT FOR REPRODUCTION

可转债的债权人联合向法院呈交了“寻求尚德控股进入强制破产程序”的诉讼。依照法院规定，尚德控股必须在 11 月 6 日前进行应诉和抗辩，否则将在美国进入强制破产程序。11 月 6 日，为避免被美国法院强制破产，尚德控股董事长 MichaelNacson 主动向注册地开曼群岛大法庭提交了临时清算申请，通过管辖权争议来拖延美国方面的破产进程和退市步伐；[b]并且将申请破产保护[c]，以阻止债权人扣押其美国资产。

对于华尔街资产管理机构和对冲基金，则一直希望通过子公司无锡尚德的清算和出卖优质资产来解决 5.41 亿美元可转债违约。“逼迫无锡市政府成为接盘人，无疑是海外投资机构的最佳选择。” 此时，最让五百余个国内债权人担心的便是，尚德控股会掏空无锡尚德的核心资产，随后逼迫无锡尚德进行破产清算。错误!未定义书签。“破产清算就是分家当，而破产重整意味着债权、债务双方依然试图挽救公司，资产和品牌都予以保留，让公司在一段时间内恢复造血能力。”无锡工商银行一位工作人员说道，“我们更加希望无锡尚德通过重组摆脱困境。”[5]

前途未卜的员工和供应商

下午 4 点半，十几辆班车聚在无锡尚德的东大门。时间一到，员工从大门鱼贯而出，登上各自线路的班车回家。这一切稀松平常，就像过去七年的每天一样。但这一次，下班的人心中都有些不安，公司可能破产的消息大家或多或少有所了解。他们从来没有想过，这家名片级的公司会落到如此下场。

“有本事的早走了，剩下的也有不少开始找工作了。”因为业务的不饱和，员工小刘的不少同事开始轮岗，有些忍受不了自己主动离职了。而在去年 8 月，无锡尚德关闭了 P2 工厂，一次性裁员 1500 人。“钱都去哪里了？”工人们想不明白，他们每天都在生产，怎么可能倒欠银行几十亿。就在几年之前，在尚德上班还是一件很荣耀的事情。“效益好的时候，公司鼓励员工买车，还提供金融支持方案，是个小领导都不坐尚德的班车。”时过境迁，现在的尚德已经积重难返。[5]

尚德一家债权银行的负责人表示，尚德约有 400 家供应商，涉及 20 万人就业，本身也有数千名员工前途未卜，用他的话来说就是“看不到出路”。[6] 曾与尚德签订过上千万美元合同的无锡先导、泓意宝等供应商，由于追债无门，一度聚集到尚德门口拉横幅讨债。“我们连员工工资都发不出了。”泓意宝的股东无奈说道。[6]

一锤定音，进入重整程序

[b] 根据美国破产法第 15 章的规定，如果一家公司在海外某地进入了另一个清算程序，可暂停该公司在美国的破产程序，https://www.chinanews.com.cn/ny/2014/02-25/5879405.shtml
[c] 即破产重组

INSPECTION COPY NOT FOR REPRODUCTION