

上市公司重整中出资人权益调整的检视与完善

——基于 51 家上市公司破产重整案件的实证分析

曹文兵*

摘 要 出资人权益调整是破产重整程序的内在要求及制度设计的必然结果,具有法理上的正当性、必要性及现实上的可行性。通过对 51 家上市公司重整案件的检视,发现其在运行过程中存在着出资人权益调整的适用情形如何具体界定、各重整参与人利益如何平衡、出资人权益调整方案公平与公正标准如何界定、出资人组表决程序及表决规则如何规范、被设定质押及被冻结股权如何进行调整等诸多问题,这些问题急需在《企业破产法》修改时进一步完善。

关键词 上市公司 重整 出资人权益调整 重整计划

在深入推进供给侧结构性改革和处置“僵尸企业”的背景下,困境企业的重整再生有益于促进市场经济健康发展、优化资源合理配置、实现困境企业涅槃重生、完善市场主体救治与退出机制、最大限度地提高债权清偿比例、避免职工失业、维护社会整体利益。重整程序是一个多方利益主体相互博弈、相互妥协、谅解与合作的司法程序。重整计划是重整程序中最为核心的法律文件,重整计划草案的拟定与设计主要围绕各方主体利益的调整展开,其主要内容通常包括债务人的经营方案、债权调整与受偿方案、出资人^[1]权益调整方案。出资人及债权人均可被视为企业财产的享有者,二者作为重整参与人利益应当受到同样的保护,因此,出资人权益调整与债权调整一并成为重整计划的重要内容。2007 年《企业破产法》第 85 条及第 87 条也对出资人权益调整作了粗线条的规定,^[2]但远不能满足现实的法律需求,亟待进一步完善。

* 曹文兵,武汉大学法学院博士研究生,湖北省武汉市中级人民法院法官。

[1] 本文中出资人与股东系指同一概念。

[2] 《企业破产法》第 85 条规定:“债务人的出资人代表可以列席讨论重整计划草案的债权人会议。重整计划草案涉及出资人权益调整事项的,应当设出资人组,对该事项进行表决。”第 87 条规定:“……未通过重整计划草案的表决组拒绝再次表决或者再次表决仍未通过重整计划草案,但重整计划草案符合下列条件的,债务人或者管理人可以申请人民法院批准重整计划草案:……(四)重整计划草案对出资人权益的调整公平、公正,或者出资人组已经通过重整计划草案……”



一、出资人权益调整正当性、必要性的法理逻辑

出资人权益调整是重整程序中极其重要的重整措施,是重整能否获得实质性成功的关键。出资人是重整程序的重要利害关系人。“出资人也可能成为企业拯救的积极参与者,他们可能对重整计划提出建设性意见,并可能以向企业借款、追加投资或者向新加入的投资者转让股权等方式,对企业复兴提供支持。另一方面,当重整计划草案中涉及出资人权利的调整时,出资人即成为重整计划的直接利益关系人。”^[3] 出资人权益调整主要是指在破产重整程序中,对公司的现有股权结构如总股本、持股人、持股份额、持股比例进行相应调整,以清偿公司债务,优化公司治理结构,使公司获得重生,避免破产清算的措施。^[4] 出资人权益调整具有法理上的正当性与必要性。

(一) 对出资人权益进行调整是重整制度的应有之义

重整制度通过拯救困境企业,避免企业破产、社会动荡、资源浪费等现象的发生,在兼顾社会利益的同时,也侧重维护债权人、出资人、战略投资人等个体权益之保护,实现了权利本位与社会本位的有机统一。重整制度的终极目标是整合各方力量积极拯救困境企业,维持与提升公司营运价值,促使企业早日摆脱财务困境尽可能恢复生产经营,走向复兴,而并非简单通过清算公司财产达到公平清偿债权之目的。它在自身价值构造上必然重新分配利害关系人的利益结构,加强公权对私权的限制和干预。^[5] 破产重整牵涉到多方主体之间利益的协调与博弈,其中,债权人与出资人在重整计划草案的制定与表决过程中表现出的冲突与对抗尤为甚。重整制度固有的债权人利益优先原则、公平对待原则要求管理人或债务人在制定重整计划时,对所涉债权和股权调整事宜,应当优先保护债权人利益,对出资人权益进行必要的调整,力促债权人和出资人在讨价还价、相互谈判过程中实现相互妥协让步与利益平衡。若债权人和出资人之间、出资人之间无法通过谈判达成一致,法院可以在符合公平、公正标准的前提下直接强制裁定通过重整计划草案,防止重整谈判无限期拖延,从而实现重整的效率与公平价值目标。法院裁定强制调整股东权益的理论基石在于:重整是对参与重整各方的一种利益分配方式,各方通过谈判来确定获取利益的多少,由于股东“敲竹杠”等不利于重整行为的存在,产生了法院介入的必要性;同时,重整维护社会整体利益的制度目的,为法院这一司法权力的介入提供了理论基础。^[6]

(二) 出资人权益调整是落实利益平衡原则、实现利益最大化原则的必然要求

重整制度的分配规则,就是将债务人企业的重整价值(包括清算价值以及未来的增值价值)在债权人与出资人(包括新的投资者)之间合理分配的规则,以达到各方的利益平衡。^[7] 在上市公司破产重整程序中对股东权益进行调整以兼顾各方当事人利益之平衡是重整制度的立法宗旨本身使然。^[8] 换言之,对出资人权益进行公平、公正的调整能够促进重整取得实质性成功,确保债权人、出资人、战略投资人等利害关系人之间实现利益的平衡。理由在于:首先,从出资人角度来看,

[3] 王卫国:《破产法精义》,法律出版社2007年版,第253页。

[4] 丁燕:《上市公司破产重整计划法律问题研究理念、规则与实证》,法律出版社2014年版,第75页。

[5] 刘健、栗保东:“上市公司重整程序中出资人权益调整问题初探”,载《破产法论坛》(第2辑),法律出版社2009年版,第11页。

[6] 白月:“上市公司重整中法院裁定股东让渡股票之理论分析”,载《破产法论坛》(第2辑),法律出版社2009年版,第57页。

[7] 郑志斌:“中国公司重整实证研究”,载《公司重整法律评论》(第1卷),法律出版社2011年版,第91页。

[8] 闻长智、李力:“对上市公司破产重整程序中股东权益调整的思考”,载《中国审判》2010年第6期。

公司达到破产界限时,股东的股权价值面临减少甚至完全归零的风险,若直接进入破产清算程序,股权价值归零,股东权益得不到任何保障;若出资人权益得到合理调整、重整取得成功,股东权益不仅不会受到侵害,反而还能够实现股权的保值和增值。其次,从战略投资人角度来看,战略投资人向债务企业投资的根本目的在于希冀以较低的成本取得企业的控制权,往往关注企业稀有的特许资质、品牌、商誉、市场占有率等无形资产,这些无形资产存在着可交易利益。假若不对出资人权益进行必要的调整,现有股东不作出一定的让步,那么战略投资人就无法进入企业,也就根本不会进行任何投资。战略投资人对债务企业进行投资必须以企业原股东对其股东权益做出一定的妥协或让步为代价。若不能顺利引入战略投资人对困境企业注入资金或优质资产,重整也就难以取得实质性成功,那么在接踵而来的破产清算程序中,股东难以逃脱股权被强制清零的厄运。“破产程序中的股权价值以实然接近归零的面目出现,仍不能排除在最后一刻投资人如救世主般地出现挽救公司和众多股东的命运,对此,股东应当付出代价。”^[9]只有通过成功引入战略投资人进行注资才有可能盘活困境企业,促使股权重新获得价值。最后,从债权人视角来看,战略投资人通过受让股票等方式成为上市公司的新股东,通常会对上市公司注入资金或优质资产,提升上市公司重整成功的机率,债权人也可以获得更高的清偿额。

(三) 出资人权益调整是风险共担、利益共享原则的内在要求

为实现各方利益的最大化及利益共享,需要各重整参与人的妥协、谅解、让步、共担风险、共付成本。当公司出现重整原因时,公司的股东和债权人等利害关系人处于共同危险境地,在公司依法进入重整程序后,理应由各利益相关方共同分担损失,使公司摆脱困境,恢复正常经营。^[10]重整实践中,债权人通常以减免债务、变更清偿方式等形式,减轻债务企业的偿债压力,为实现困境企业重生做出巨大的牺牲。企业陷入破产境地,作为出资人的股东尤其是控制股东往往难辞其咎,他们利用关联交易、违规对外提供担保等方式肆意侵犯企业财产权,造成企业财产巨大亏空,对企业陷入困境负有不可推卸的责任。从某种意义上讲,出资人权益调整是股东承担企业经营失败责任的一种重要方式。若不对出资人的股份作出一定的削减,放纵出资人专享重整收益,仅由债权人承担重整的巨额成本,有违实质公平原则。股东调整的那部分权益既可以认为是出资人所承担的公司损失,也可以认为是公司重整所需要的一部分成本,更可以认为是股东为了自身利益最大化而做的自主决定。^[11]因此,为分担重整成本,实现债权人与出资人权益保护的实质性公平,需要通过对出资人的权益进行调整的方式让出资人承担部分重整成本,实现债权人与出资人共担重整成本,共享重整收益。^[12]

二、出资人权益调整的样本分析

(一) 数据来源与研究方法

为确保上市公司重整信息采集的客观性、真实性及科学性,本文关于出资人权益调整的样本

[9] 齐明:《中国破产法原理与适用》,法律出版社2017年版,第161页。

[10] 丁燕:“上市公司重整中股东权益调整的法律分析”,载《东方论坛》2014年第3期。

[11] 李曙光、张咸通:“上市公司重整中股东权益调整的界限”,载《公司重整法律评论》(第3卷),法律出版社2013年版,第63页。

[12] 刘延岭、赵坤成:《上市公司重整案例解析》,法律出版社2017年版,第51页。



数据主要来源于上市公司在其指定信息披露媒体或媒介上发布的各项公告,包括重整期间的各项公告、上市公司定期报告、股权分置改革方案、重大资产重组方案等。自2007年《企业破产法》首次引入重整制度截至2017年,全国范围内共有51家^[13]上市公司进行了重整,且全部重整成功,实现了法律效果和社会效果的有机统一。通过对上述51家上市公司重整案例进行描述、统计与分析,竭力获得对样本整体情况的认知,全方面审视和深度挖掘上市公司重整中出资人权益调整的概况、存在的问题,为出资人权益调整机制的完善提供实践样本。

(二) 样本的描述统计

1. 出资人权益是否进行调整情况

通过对上述51家上市公司重整计划的认真梳理,我们发现其中有44家上市公司进行了出资人权益调整,另外7家^[14]上市公司并未对出资人权益进行调整。出资人权益进行调整的案件占比86%,出资人权益未进行调整的案件占比14%。

2. 出资人权益调整方式

重整实践中,上市公司出资人权益调整方式主要包括以下四种(此四种调整方式在重整实践中既有单一使用,也有合并使用):

第一种方式是对出资人所持股票进行无偿让渡,有31家^[15]上市公司采取无偿让渡方式,占44家的70.45%,其中单独使用这种方式的上市公司有21家,占44家的48%。让渡股份的股东范围不尽相同,有的是全体股东让渡股份,比如宝硕股份,有的是特定股东让渡股份,例如,星美联合要求对全部非流通股股东的权益作出调整。第二种方式是使用上市公司资本公积转增股票,有18家,^[16]占44家的41%,其中,单独使用该种方式的上市公司有11家,占44家的25%。第三种方式是对出资人股票进行缩股,有3家,占44家的6.8%,该种方式均未单独使用。第四种方式是出资人所持股票需按指定价格转让,有2家,占44家的4.5%,该种方式在天颐科技重整案中单独使用。由此可见,让渡股份(存量股份调减)已发展为出资人权益调整的主要方式,而资本公积转增、缩股等调整方式适用范围较为狭窄。

3. 出资人组会议表决情况

《企业破产法》未对出资人组的组成人员、表决方式、表决通过标准等事项作出明确规定,这些立法漏洞无法为重整程序中出资人权益调整提供科学、统一、具体、规范的操作指引,直接导

[13] 进行重整的51家上市公司包括:宝硕股份、沧州化工、兰宝信息、天发石油、天颐科技、浙江海纳、朝华科技、长岭股份、北亚实业、华龙集团、星美联合、鑫安科技、华源股份、九发股份、帝贤股份、北生药业、新太药业、丹化股份、秦岭水泥、夏新电子、光明家具、深信泰丰、咸阳偏转、锦化氯碱、辽源得亨、盛润股份、创智科技、华源发展、银广夏、方向光电、四川金顶、科健股份、宏盛科技、中核钛白、石岘纸业、山东海龙、金城股份、深中华、新中基、锌业股份、中达股份、贤成股份、长航凤凰、超日股份、霞客环保、新都酒店、新亿股份、舜天船舶、川化股份、云维股份、重庆钢铁。

[14] 未进行出资人权益调整的7家上市公司包括:兰宝信息、天发石油、浙江海纳、朝华科技、华龙集团、帝贤股份、咸阳偏转。

[15] 采取让渡方式的31家上市公司分别为:宝硕股份、沧州化工、长岭股份、北亚实业、星美联合、鑫安科技、华源股份、九发股份、新太科技、丹化股份、秦岭水泥、夏新电子、光明家具、深信泰丰、辽源得亨、盛润股份、创智科技、华源发展、银广夏、方向光电、四川金顶、科健股份、中核钛白、石岘纸业、山东海龙、金城股份、深中华、锌业股份、贤成股份、霞客环保、新都酒店。

[16] 采取资本公积转增方式的18家上市公司分别为:北生药业、丹化股份、锦化氯碱、科健股份、宏盛科技、石岘纸业、新中基、锌业股份、中达股份、长航凤凰、超日股份、霞客环保、新都酒店、新亿股份、舜天船舶、川化股份、云维股份、重庆钢铁。

致重整实践中表决程序和规则不统一。譬如,宝硕股份重整案中,出资人组表决采用的是人数与股权额的双重标准,其他上市公司均采用股权表决权单一标准。除宝硕股份采用的“1/2以上”表决标准外,其他上市公司绝大多数采用的是“2/3以上”表决标准,其中,银广夏、金城股份、新亿股份等3家因未达到“2/3以上”标准,出资人组未表决通过。

4. 出资人权益调整方案执行过程中存在的问题

作为重整计划重要组成部分的出资人权益调整方案,在经人民法院裁定批准之后,通常由债务人负责具体执行。在重整计划的执行过程中,由于出资人持有的债务人股权被设定质押或被冻结,质权人或冻结申请人基于自身利益的考虑往往不愿配合债务人就出资人需让渡的股权向股权登记机构解除质押登记手续或向有关机构申请解除冻结措施,存在执行障碍,严重阻却了已获批准重整计划的顺利执行。例如,在方向光电、华源股份等案件中,大股东股权被质押和冻结,重整计划中所涉及的出资人权益调整方案虽然对被质押和冻结的股权作出了相应的调整,但实践中却因为有关债权人和法院的极力不配合面临重整计划难以执行的障碍。

5. 债权人被削减的债权幅度远远大于股东被调减的股权幅度

从上述51家上市公司破产重整案例来看,基于对中小股东权益保护及社会维稳的政治考量,原股东被调减的股权幅度远远小于债权人被削减的债权幅度。例如,沧州化工重整案中,普通债权的削减幅度高达85.72%,而股权调减幅度仅为11%。

(三) 小结

实践证明对出资人权益进行合理调整有力地促成重整取得实质性成功。但是出资人权益调整过程中,也存在以下问题亟待解决:1. 出资人权益调整的适用情形如何具体界定;2. 出资人利益与债务人、债权人、战略投资人之间的利益如何衡平;3. 出资人权益调整方案公平与公正标准如何界定;4. 出资人组的表决程序及表决规则如何规范;5. 被设定质押及被冻结股权如何进行调整。

三、出资人权益调整机制的完善路径

(一) 出资人权益调整的具体适用情形

《企业破产法》第85条仅规定重整计划草案涉及出资人权益调整事项的,应当设出资人组进行表决,但对于何种情形下需要调整出资人权益以及何种情形下无需调整出资人权益未作出明确规定,容易导致实际操作混乱和随意性,因此,立法或相关司法解释应当对此问题作出明确的规定。从比较法的视域来看,多数国家和地区的立法对出资人权益调整作出了规定。例如,韩国重整法规定当公司资不抵债时,股东的一半股份将强制予以注销。我国台湾地区“公司法”第302条规定公司无资本净值时,股东组不得行使表决权。在一些英美国家中,有时会给原股东象征性地保留少量的如5%的股份,或给其一定的认股期权,使其在今后公司价值回升时可以回购一定股份。^[17]在上市公司重整程序中,当公司资产大于负债时,股东尚有一定的权益,在拟定重整计划草案时,应当在优先保护债权人利益的基础上,基于对各重整参与人利益平衡的考虑,可以对出资人权益进行适当的调整,而此种情形下的调整必须充分尊重股东与其他重整参与人的意思自治和合意,不得进行强制性调整。当公司资不抵债时,股东的所有者权益为零或负,但是

[17] 王欣新:《破产法(第3版)》,中国人民大学出版社2011年版,第277页。



股份的市值并不当然为零或负,上市公司价值不仅体现在财务数据中的资产负债情况,更重要的是其股票具有高度流动性及完善的退出机制,其公司价值以及股东所持公司股票的价值并非与上市公司资产负债呈绝对的正相关关系。^[18]此外,上市公司的“壳资源”属于一项特殊财产,是一种极其重要的市场资源,它专属于公司的原股东。基于引进战略投资人、保全上市公司“壳资源”等重要市场资源、确保重整取得实质性成功的需要,在公司资不抵债的情况下,必须对出资人权益进行必要的调整,若在此情形下,不对股东权益进行调整,引入的战略投资人就沦为替人还债的角色,重整制度应有的功能与作用也就会被异化和消解。与此同时,“如果对资不抵债的上市公司的股东权益不进行强制性的调整,那么无异于鼓励了对‘ST’股进行热炒的市场投机行为。这种投机对于挽救上市公司摆脱困境而利益受到极大影响的债权人等利害关系人应该说是极不公平的。”^[19]当然,上市公司出资人权益调整方案的制定应当综合考虑公司的负债情况、股本情况、股权分布情况等多种因素,实现各重整参与人利益的最大化。

(二) 出资人利益与债务人、债权人、战略投资人利益的衡平

上市公司重整程序中,出资人权益调整方案的合理设计能够实现多样化的重整目标:债务人通过出资人权益调整方式取得重整成功,获得重生,维系了营运价值,实现了各重整参与人利益和社会利益的平衡;原股东既可以直接向债权人分配并用作债务清偿的支付手段,也可以变现后用于解决偿债资金的来源问题;债权人可以通过债转股的方式成为公司股东并分享公司重整成功后未来的收益;战略投资人可以通过注入资金或提供优质资产的方式有条件受让原股东的股权成为新股东,借以实现对公司的控制。出资人权益调整实质上体现着债权人、债务人、出资人以及战略投资人等各重整参与人的利益博弈,债权人、出资人以及战略投资人之间的利益冲突在重整程序中贯穿始终。出资人权益调整方案是一种市场化商业利益的调整与安排,它的设计与拟定无不考验着管理人、上市公司、法院的智慧。出资人权益调整方案的制定应当遵循意思自治原则,充分体现各方当事人的真实意思表示,要求各方当事人对多种冲突的利益选择作出相互妥协和让步,注重出资人与债务人、债权人、战略投资人之间的利益平衡,以实现各自利益最大化为目标,司法权不宜过多干预。进而言之,在制定重整计划草案过程中,平衡与化解债权人、债务人、出资人以及战略投资人之间的利益冲突,应当竭力做到以下几个方面:其一,在调整债权与股权时,必须坚持债权人利益优先保护、股东利益劣后于债权人的原则,确保债权削减比例尽量低于股权削减比例,避免将公司经营失败的所有风险变相转嫁给债权人,实现债权人与出资人利益保护的实质公平。其二,战略投资人以提供资金或优质资产作为对价,通过有条件受让股权方式加入公司,一方面有益于债权人利益的实现,另一方面,原股东也可以避免因破产清算其股权价值被彻底归零的厄运,股东既然通过重整获得了利益,那么其以让渡部分股权给战略投资人的方式作出一定的妥协和让步,也就成为理所当然之事。其三,重整实践中,出资人与债务人、债权人、战略投资人等各重整参与人的利益诉求存在差异性,再完美再缜密的重整计划草案也不可能顾及到

[18] 同注[12],第50页。

[19] 赵柯:“上市公司重整中的股东权益调整问题研究”,载《民商事审判指导》(2009年第2辑),人民法院出版社2009年版,第118页。

方方面面,这就极有可能招致重整计划草案无法通过分组表决。“重整制度所体现的社会本位精神追求的是社会整体利益,而要求其他个人利益或群体利益应当服从社会整体利益。”^[20]因此,重整程序所独有的私权保护与社会整体利益保护并重的特质以及强制批准权固有的平衡权属性决定了人民法院在意思自治机制失灵的条件下应当依法审慎适用强制批准制度,通过公权力的适度干预,以强制批准取代当事人协商,对各重整参与人的利益进行强制平衡,契合重整效率最大化原则,确保重整计划的公平、公正、合理,保障重整程序顺利推进,实现企业重整法律效果和社会效果的有机统一。

(三) 出资人权益调整方案是否公平、公正标准之界定

当出资人组未通过重整计划草案时,经管理人或债务人申请,人民法院经审查认为出资人权益调整方案符合公平、公正的标准时,可以强制裁定批准重整计划。出资人权益调整方案是否公平、公正,可以从以下几个方面进行综合评判:

1. 出资人权益调整方案的制定应当体现股权平等原则

股权平等原则是指所有股东均按其所持股份的性质、内容和数额享受平等待遇,并且免受不合理的平等待遇。^[21]《企业破产法》所称“公平对待”所有的出资人,不是一个简单地按相同比例调整的问题,而是一个寻求真实的出资人权益按照相同的比例和条件予以调整的问题。^[22]股权平等原则并非要求所有出资人按照同样的比例接受调整,如果大股东和中小股东以相同比例调整其权益范围,无疑是将本不应当由中小股东承担的公司经营失败的责任强加到它们身上,这不利于保护中小股东的合法权益。^[23]股权平等原则是要求管理人或债务人在制定出资人权益调整方案时,应当对同种类别的股东或者持股股份相当的股东一视同仁、公平对待,提供平等的无差别待遇,进行权益调整的标准要尽可能统一,原则上不能对他们所持有的股权采取不同比例的不公平调减。而对于不同性质、不同内容、不同持股数量的股东应当设计有差别的股东权益调整方案,可以视个案情况采取不同的股权调整方式或者不同的股权调整比例。譬如,可以针对控制股东与中小股东制定不同比例的调整比例,对控制股东进行较大比例调整,对中小股东进行较小比例的调整;可以对流通股股东与非流通股股东分别采取资本公积金转增股份、直接调减的不同调整方式,也可以对流通股与非流通股、普通股与优先股采取不同的股权调整比例。重整计划的出资人权益调整的比例尽管不同,但其调整的方法和条件能够平衡所有的出资人利益。^[24]

2. 出资人权益调整方案的制定应当体现过错责任原则

过错责任原则要求出资人权益调整方案的制定必须充分考虑各股东对公司经营陷入困境所存在的过错程度或应担负责任的大小。若有股东存在违法占用公司资金、违规利用公司对外提供担保、利用不正当的关联交易转移资产等侵害公司利益行为,并导致公司经营陷入困境,则管理人或债

[20] 刘敏、池伟宏:“法院批准重整计划实务问题研究”,载《法律适用》2011年第10期。

[21] 刘俊海:“论股权平等原则”,载《法学杂志》2008年第3期。

[22] 邹海林:《破产法—程序理论与制度结构解析》,中国社会科学出版社2016年版,第425页。

[23] 同注[11],第66页。

[24] 邹海林:“法院强制批准重整计划的不确定性”,载《法律适用》2012年第11期。



务人在制定出资人权益调整方案时需相应提高对此类股东股权调减幅度,而那些对于公司陷入困境不存在过错或无需担责的股东则应减少股权调减幅度,以体现权责利相统一。通常而言,非流通股股东和控制股东大多属于公司的高级管理人员抑或实际控制人,对公司经营管理活动施加的影响颇多,由此对公司经营失败陷入困境负有不可推脱的责任,进而承担较高比例的股东权益调整。

3. 出资人权益调整方案的制定应当充分保障股东的知情权与异议权

出资人权益调整对于出资人利益影响甚巨,因此,《企业破产法》修订时,应当明确规定出资人权益调整所依据的信息必须向每一名权益可能受到调整的股东进行公开,充分保障股东的知情权,确保股东对出资人权益调整方案作出理性选择与判断。并赋予异议股东在人民法院强制裁定批准前对重整计划草案提出异议的权利,人民法院应当组织股东、债权人、战略投资人等利害关系人参与听证会,充分听取股东、债权人、战略投资人等利害关系人的意见,提升法院强制裁定批准案件的公信力。此外,还需明确重整计划强制批准作出后,异议股东不服强制批准裁定的,可以向上级法院上诉或申请复议的权利。

4. 出资人权益调整方案的制定应当在坚持债权人优先原则基础上适当运用新价值原则

从《企业破产法》第1条及第77条规定的文义来看,该法实质上确立了债权人优先原则,即出资人权益劣后于债权人利益,债权人利益实现之后才能实现出资人利益。出资人权益在重整计划中的调整,属于出资人表决组成员分配债务人财产的一种形式,首先应当保证债权人的绝对优先受偿。^[25]在对债权和股权进行调整的过程中,仅股权让步而债权不让步的重整计划固然可行,但仅债权让步而股权不让步的重整计划则有失公平。^[26]公平对待债权人和出资人的重整计划,应当首先保证涉及债务人财产权益分配的绝对优先原则获得贯彻,^[27]避免债权人与股东利益调整的失衡。基于该原则,出资人权益调减比例通常应高于债权削减比例,而不应低于债权削减比例。在制定出资人权益调整方案时,应当始终不渝地奉行债权人优先原则,但绝非僵化地适用债权人优先原则,而是在强调优先保护债权人利益的基础上,适当借鉴美国破产法的新价值原则兼顾对股东利益的保护。当然,股东提交的新价值应满足以下条件:(1)新价值必须是以现金或现金等价物的方式提出;(2)来自股东或其他次级利益的出资必须是“必要的”;(3)出资必须是真实的,或者有时候作为一种规则,它必须等于或大于公司的存续价值。^[28]

(四) 表决程序及表决规则之完善

出资人组成员的确定应当充分考虑出资人权益调整方案所涉及的对象,即对哪些股东的权益进行了调整,因为立法设置出资人组之目的在于通过召开出资人会议的形式充分地了解股权受到削减的股东的真实想法,为这些股东提供充分表达自己意愿的机会,避免出资人表决流于形式、走过场,最大限度地确保出资人权益调整方案的公平、公正。而那些股权未受到任何削减的股东因出资人权益调整方案根本不涉及自身利益可能对行使表决权表现出极大的随意性,易导致表决

[25] 同注[24]。

[26] 郑玉波:《公司法论》,三民书局股份有限公司1982年版,第204页。

[27] 同注[24]。

[28] [美]大卫·G·爱泼斯坦等:《美国破产法》,韩长印等译,中国政法大学出版社2003年版,第764页。

结果的不客观。因此,应当借鉴日本和美国破产法的相关规定,^[29]对《企业破产法》第85条作限缩解释,将出资人组成员限于股权受到削减的股东,赋予此类股东表决权。权益未受任何调整的股东则应被排除在出资人组成员之列,亦不应享有表决权。

关于出资人组的表决通过标准,各国(地区)对于股东表决均采用股权额的单一标准,并未对人数作出要求。我国上市公司重整实践中除宝硕股份的出资人组表决采用人数与股权额的双重标准外,其他上市公司均采用股权表决权单一标准。就表决通过比例而言,各主要国家和地区大多采用的表决通过比例为“1/2以上”,例如,日本、韩国、我国台湾地区。《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》(法[2012]261号)出台以后,我国上市公司重整实践采取的表决通过比例明确为“2/3以上”。设立何种表决标准主要在于立法者促成重整成功的愿望有多强烈,很难从理论证明过半数通过就不能代表大多数股东的意愿。^[30]质言之,出资人表决标准的设定应当以便于重整计划高效通过、降低表决通过的难度、提高重整效率、且不损害大多数股东的利益为原则。我国上市公司重整实践所采取的“2/3以上”表决标准一定程度上增加了表决通过难度,从而阻滞重整程序的有力推进。建议《企业破产法》修改时,可以借鉴日本、韩国、我国台湾地区的立法例,明确规定出资人权益调整方案表决机制为:在采用股权表决权单一标准基础上,表决通过比例采用“1/2以上”标准。即:“出资人组对重整计划草案所涉及的出资人权益调整事项的表决,经参与表决的出资人所持表决权的1/2以上通过的,即为该组通过重整计划草案。”

(五)重整计划中出资人权益调整方案执行障碍的排除

《企业破产法》第19条规定:“人民法院受理破产申请后,有关债务人财产的保全措施应当解除,执行程序应当中止。”但该条款的适用对象仅指向债务人财产,而并不指向出资人持有的债务人股权。出资人权益调整方案执行难题的存在既有法律层面的原因,也有实践操作方面的原因。为彻底清除重整障碍,确保重整成功,笔者认为,应当采取以下措施:第一,在现有法律框架下,出资人、质权人、冻结申请人、战略投资人可以通过自行磋商的方式,在不损害债权人利益的前提下,由战略投资人向质权人或冻结申请人支付一定补偿款方式换取他们主动向有关机构申请办理解押解冻手续。当然,此种方法具有较为严苛的条件,适用范围较为狭窄,即仅适用于质押权人较少及冻结轮候次数不多且重整价值较大的重整案件。第二,若出资人、质权人、冻结申请人、战略投资人无法达成协议时,基于重整程序优先于执行程序、调整股权并未损害质权人和冻结申请人的利益及公平原则的考虑,建议《企业破产法》修订时或制定相关司法解释时明确赋予经法院批准的重整计划的司法强制力和执行力,并规定重整案件的受理法院有权直接采取解押解冻等措施,即:质权人以其在出资人持有的债务人股权上设定质权为由,主张重整计划对出资人权益的调整损害其利益的,人民法院不予支持;冻结申请人对出资人持有的债务人股权予以冻结为由,主张重整计划对出资人权益的调整损害其利益的,人民法院亦不予支持。股权登记机构应依照人民法院批准重整计划的裁定协助办理出资人股权的变更登记。有关机关已对上述股权采取冻结措施的,应当依照人民法院批准重整计划的裁定解除冻结措施。

(责任编辑:李国慧)

[29]《日本公司更生法》规定:不因计划而影响其权利者和为获得计划通过而享有法律所规定的变更处理的权利人不享有对计划的表决权。《美国联邦破产法》规定:任何一个权利组如不受重整计划的影响,该权利组内的每一债权人或股东即视为接受此重整计划;任何一权利组如在重整计划下无法获得任何实益时,其即被视为拒绝此重整计划。

[30]齐砺杰:《破产重整制度的比较研究——英美视野与中国图景》,中国社会科学出版社2016年版,第311页。