

论上市公司破产重整中的 中小投资者保护*

林蔚然**

摘要:目前,我国资本市场上市公司破产重整实践逐渐增多。与传统破产法特别强调保护债权人不同的是,我国上市公司破产重整实践中对于中小投资者的利益也有一定的倾斜保护。这是由我国上市公司重整不退市、上市公司的公众性等特殊情况决定的,需要对壳价值与重整价值关系、股东权益强制调整等问题有正确的认识。应当从强化信息披露、加强重整价值识别以及加强重整中资金占用、违规担保解决的监管入手,进一步完善我国上市公司重整监管制度。

关键词:上市公司 破产重整 中小投资者
壳价值 信息披露

近年来,上市公司破产重整案例逐渐增多,仅 2020 年、2021 年,实施破产重整的上市公司就达 32 家之多,破产重整制度在挽救危困企业、促进企业重生方面的作用逐渐为各界重视。我国上市公司

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 现任职于深圳证券交易所。

破产重整制度的主要规则依据最高人民法院于2012年发布的《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《上市公司重整案件审判纪要》),就上市公司破产重整作了细化规定。但随着制度环境的变化与实践的日益增多,《上市公司重整案件审判纪要》已经逐渐体现出来一定的不适应。

为此,《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》(国发〔2020〕14号,以下简称国发14号文)明确指出,要完善上市公司破产重整制度。全国人大常委会执法检查组《关于检查〈中华人民共和国企业破产法〉实施情况的报告》亦明确指出,上市公司破产情况复杂,《企业破产法》对上市公司重整的特殊要求导致实践中的问题缺乏制度回应。^{〔1〕} 学界与实务界也对是否应当对上市公司破产重整作特殊规定、上市公司重整中保护中小股东权益有否必要、中小投资者利益保护从何处着手等问题存在一定的争议。

一、上市公司重整中小投资者权益保护的必要性

传统的破产法理论往往强调公司在资不抵债情况下对于债权人利益的保护,认为公司既然归于破产则股东权益当然归零,无股东利益保护的必要。^{〔2〕} 事实上,上市公司重整计划中也有学者往往持此论,在重整计划中称股东权益已然清零,但该理论一方面否认了上市公司破产重整的特殊性以及特别规制的必要性,另一方面也与实践中上市公司破产重整实践相去甚远。^{〔3〕} 事实上,境外法域也较少对上市公司重

〔1〕 参见王东明:《全国人民代表大会常务委员会执法检查组关于检查〈中华人民共和国企业破产法〉实施情况的报告——2021年8月18日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议上》,载中国人大网,<http://www.npc.gov.cn/npc/kgfb/202108/0cf4f41b72fe4ddeb3d536dfe3103eb3.shtml>。

〔2〕 转引自唐旭超:《论上市公司重整中的股东权益》,载《政治与法律》2014年第6期。该理论也是诸多重整计划论述权益调整方案合理性的支撑。

〔3〕 根据《上市公司重整案件审判纪要》,上市公司破产重整制度的主要目的之一就是保护中小投资者。实践中,我国证监会在上市公司破产重整中介入程度亦较深,关注事项也多为中小股东权益保护。

整进行特殊的制度安排。^[4]那么,我国上市公司破产重整的特殊性究竟体现在何处?为何实践中上市公司破产重整中的中小投资者权益保护是立法者、司法者以及监管者均较为关注的事项之一?原因如下:

一是我国上市公司重整不退市的特性。境外交易所在公司进入破产程序时往往会因投资价值的缺乏而让公司退市。比如,我国台湾地区“证券交易所股份有限公司营业细则”(2013年2月21日修正)第50-1条规定,“上市公司有下列情事之一者,本公司对其上市之有价证券,应依‘证券交易法’第一百四十四条规定终止其上市,并报请主管机关备查:……四、经法院裁定准予重整确定或依‘公司法’第二百八十五条之一第三项第二款规定驳回重整之申请确定者”。东京交易所《证券上市规则》第601.1(3)条,公司的进入破产(bankruptcy)或重整程序(reorganization)后,股票会相应退市。略有差异的是,纽交所与纳斯达克的规则中仅规定上市公司进入破产程序后,除非触及了持续挂牌标准,交易所将采用自由裁量权决定公司是否退市,并未明确破产重整公司一定要退市。但实践中,在证券交易所上市的重整公司一般均会被交易所退市。^[5]与此不同的是,根据沪深交易所股票上市规则,我国上市公司在重整申请受理后,会被实施退市风险警示,既不停

[4] 在重整制度起源地的美国,美国证监会(SEC)往往也会以债券持有人利益保护者的角色介入公众公司重整,SEC自身关注点主要是信息披露、证券欺诈等传统证券领域。对于美国证监会在重整过程中关注的事项,SEC公司执法部的破产小组负责人曾有过系统论述。See Bambach A. *The SEC in Bankruptcy: Past and Present*, Am. Bankr. Inst. L. Rev., 2010(18), p. 607. 与我国重整制度安排较为类似的是日本。此外,我国台湾地区“公司法”第284条第1款规定,“法院对于重整之申请,除依前条之规定裁定驳回者外,应即将声请书状副本,检送主管机关、目的事业‘中央’主管机关、‘中央’金融主管机关及证券管理机关,并征询其关于应否重整之具体意见。”根据我国台湾地区的“公司法”第282条的规定,只有公开发行股份或债券的公司可以申请重整,所以受理法院系例行征求台湾地区“证监会”的意见。但是根据我国台湾地区学者的研究,台湾地区“证监会”在实践中较少提出意见。参见林群弼:《由比较法之观点论我国现行公司重整之规定》,载《台大法学论丛》2005年第34期。

[5] 根据部分学者的统计,美国重整公司的退市比例达90%。See Dawkins, M., Bhattacharya, N., Bamber, L., *Systematic Share Price Fluctuations after Bankruptcy Filings and the Investors Who Drive Them*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2007(42), p. 399-420. 值得注意的是,该类公司退市后仍可以在场外市场交易,除非被SEC取消注册,则仍需遵守美国证监会的披露要求。

牌也并不退市,所以重整期间公司的股票仍处于持续交易状态,因此对于该类公司进行针对性的制度安排也有一定的合理性。

二是上市公司公众性的一般特性。与普通公司不同的是,上市公司涉众性较强,尤其是较多的中小股东。以公司申请重整的最近一个报告期的股东户数为依据,2019~2020年35家重整上市公司的人均股东数达10万户,股东人数最多的*ST海航达43.39万户。加之我国上市公司重整不停牌、不退市的现状,公司重整期间仍在市场上活跃交易,大量中小股东参与到股票的买卖中,必然要对中小股东的权益进行一定的保护。此外,由于我国上市公司股权较为集中,控股股东对于公司经营失败责任较大,甚至部分公司陷入困境的主要原因是控股股东、实际控制人盲目扩张甚至占用上市公司资金或者操纵上市公司违规为自己及关联企业提供担保,如*ST海航,其陷入困境的主要原因就是控股股东对上市公司的资金占用行为,导致公司陷入债务困境。在此情况下,认为进入重整程序后,中小股东的权益归零,因此不存在对其保护的基础,显然有违法律的公平正义一般原则。

二、上市公司破产重整制度中的三个理论问题

我国上市公司重整不停市的特性以及公众属性,为上市公司重整作出特殊制度安排提供了一定的合理性和必要性。但实践中,如何看待上市公司的重整价值?壳价值是否就等同于重整价值?股东权益调整的理论基础究竟为何?如何认识占用担保解决方案与重整的关系?以上问题一直困扰着理论及实务界。

(一) 如何处理壳价值与重整价值的关系

我国上市公司重整不停牌、不退市的事实决定了重整上市公司的壳价值依旧,而“保壳”也就成为公司重整的主要目的之一。尽管自科创板设立并试点注册制以来,我国上市公司数量已经出现较大增长、上市周期也相对缩短,上市公司壳价值较之以往有所“缩水”。但与境外不同的是,尽管在注册制下对上市条件的判断已经简化,但对信息披露

质量、会计规范基础等依旧存在较高的要求,^[6]上市公司的壳价值依然客观存在。由于上市公司对于所在地的纳税、就业以及经济发展作用较大,多数地方政府在公司出现债务困境后仍倾向于“保壳”,实际控制人以及投资人的“买壳”“卖壳”需求也存在,壳价值会成为“保壳”的影响因素之一甚至是唯一因素。^[7]同时,因为净资产连续两年为负属于强制退市条件之一,^[8]而破产重整可以在司法途径下合法地实现净资产转负为正,该制度已经成为上市公司“保壳”的主要手段之一。2019~2021年的35家重整公司中,26家处于被实施退市风险警示或暂停上市状态,足以看出破产重整对“保壳”的作用。已重整的公司中,天翔环境的重整投资人即在重整投资协议中约定,重整投资款的支付前提是公司能够恢复上市。^[9]*ST德奥在重整后被交易所退市,其重整投资人即向公司发函,要求公司返还重整投资款并单方面终止协议。

从破产重整制度本身出发,重整制度因需协调各方利益、程序烦琐等原因,制度成本较高,并非适用于所有困境企业。对于产品缺乏市场、技术已被淘汰的“僵尸企业”,实应该通过破产清算制度出清市场,而不应进行重整。我国台湾地区法院在受理公司重整申请前,就需要法院指定专人调查公司的重整价值,还需向各相关部门函询意见,^[10]可见对重整价值识别的重视程度。《全国法院破产审判工作会议纪

[6] 此外,注册制以来,我国证券监管机构始终强调要把好资本市场入口关,并将首次公开发行业企业的现场检查、现场督导等监管方式的常态化、制度化,也客观上起到了一定的筛选作用,为首次公开发行行为设立了一定的门槛。根据部分自媒体统计,如将撤回企业数量纳入考察范围,2021年首次公开募股企业的真实通过率仅为65%。参见《443家企业上会,191家终止审查,2021年IPO真实过会率到底是多少?》,载微信公众号“大象IPO”,<https://mp.weixin.qq.com/s/5nOzhBj5WHlioOoUiqkIBA>,2022年6月5日访问。

[7] 参见王欣新:《〈全国法院破产审判工作会议纪要〉要点解读》,载《法治研究》2019年第5期。

[8] 沪深两交易所对此规定相同,可参见《上海证券交易所股票上市规则》。

[9] 参见成都天翔环境股份有限公司:《关于签订重整投资协议暨确定重整投资人的公告》,载<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?e6cf71ed-00d5-4a05-8591-5395efa00753>,2022年6月11日访问。

[10] 见附注5。

要》(以下简称《破产审判纪要》)也明确提出,人民法院在审查重整申请时,要综合考虑债务人的资产状况、技术工艺、生产销售、行业前景等因素,判断债务人是否具有重整价值。尽管《破产审判纪要》未提及行政许可,但实践中一般认为较为稀缺的行政许可也是重整价值的考量因素之一。据此推论,因为我国大陆上市公司需获得行政许可,所以一般认为上市公司的融资地位即壳价值也属于重整价值之一,部分人甚至持“壳价值等于重整价值”的观点。

事实上,如果公司能够通过重整有效恢复持续经营能力,从而摆脱濒临退市的窘况固无可,但壳价值与一般的行政许可不同:一般行政许可主要是认可某企业有从事某行业的资质,与企业的资产质量、技术人员密切相关,重整中可以通过保留主要资产、承接技术人员的方式实现企业的保留;而上市公司的壳价值则与持续经营能力、公司治理水平、信息披露规范等要求息息相关,空壳公司大多数已经达不到前述要求,而重整程序本身也很难提升公司在前述方面的表现,如通过重整程序将其滞留市场,会对市场产生不良激励,极易滋生内幕交易、财务造假等问题。此外,由于上市资格本身也是一种特殊的融资渠道,如放任空壳公司通过重整“保壳”、滞留市场,将严重干扰资本市场的资金配置效率,与破产重整优化资源配置^[11]的基本制度定位也不相符。

(二) 如何认识股东权益调整制度

上市公司重整过程中,权益调整方案是保证公司获得足够偿债资源的手段之一。上市公司权益调整的方式主要有存量股份让渡以及资本公积金转增股份让渡两种。2015年前,上市公司权益调整方案主要是存量股份让渡^[12]。随着融资环境收紧、减持监管的加强,控股股东纷纷开始通过股票质押融资,而在公司进入重整程序后,因控股股东的股份多被质权人申请保全而冻结甚至轮候冻结,客观上其权益无法在重整程序中得到调整,于是通过资本公积金转增股本的方式调整股东权益以获得偿债资源逐渐成为主流。据统计,2015~2021年实施破产

[11] 参见贺小荣、王富博、杜军:《破产管理人与重整制度的探索与完善——〈全国法院破产审判工作会议纪要〉的理解与适用(上)》,载《人民司法》2018年第13期。

[12] 参见李曙光、郑志斌主编:《公司重整法律评论》(第2卷),法律出版社2012年版,第142~170页。

重整的 48 家上市公司,均通过资本公积金转增股本的方式进行了股东权益调整,其中仅 3 家还存在部分的通过存量股份让渡的方式调整股东权益的情况。

传统理论认为,股东所持股份代表对公司的剩余索取权,而破产状态下公司处于资不抵债或流动性枯竭状态,从会计价值看,在债权人分配完公司财产后公司资产已不存在剩余,股东所持股份价值当然为零,股东权益本应清零。通过资本公积金转增股本的方式调整权益后,原股东甚至还可以保留部分股份,自然是符合股东利益的。这已经成为目前上市公司重整计划中论证权益调整方案合理性的固定表述。但在上市公司存在可观的壳价值的情况下,该理论的合理性就受到了一定的挑战。

具体而言,股票价值受股东财产流通性与公司财务状况两个因素影响,有时甚至流通性影响更大。因此,股票同时代表着公司的剩余索取权与股东的财产流通权,在中小股东对公司经营失败所负责任较小甚至不负责任的情况下,能否当然通过权益调整剥夺中小股东所持股份就存在一定的疑问。甚至有学者质疑,目前在上市公司重整过程中的强制权益调整涉嫌侵害股东的财产权,构成实质上的违宪。^[13]

事实上,根据学者^[14]分析,破产重整制度中的权益调整,本质上是股东与债权人的股债交易,二者通过彼此让渡利益,以获取重整成功后更大的期望收益,债权人在公司经营面貌改善后可以通过二级市场出售股票获得更高的清偿率,股东也得以保留部分权益以享受重整后公司资产增加的好处,这属于帕累托改进,也符合重整制度协商、妥协的制度精神。*ST 盐湖、*ST 重钢等公司在重整后,公司基本面得到改善,二级市场股价表现不俗,均大幅提高了其债务的清偿率。据统计,

[13] 参见齐明:《我国上市公司重整中出资人权益强制调整的误区与出路》,载《法学》2017 年第 7 期。

[14] 参见许德风:《公司融资语境下股与债的界分》,载《法学研究》2019 年第 2 期。

在可以计算债权清偿率^[15]的12家公司中,以重整完成后第30个交易日收盘价计算的债权清偿率高于以除权价格计算的债权清偿率的重整公司共有6家,这也侧面印证了股债交易理论合理性。

但是,认为不应由出资人决定让渡比例及让渡方式,进而得出出资人表决程序实属不必要的观点失之偏颇。实践中,债权人会议表决的事项为重整计划,其中含权益调整方案以及债权受偿方案,事实上是债权人集体通过债权人会议的方式接受了权益调整比例以及债转股比例。出资人会议则主要表决权益调整方案,系通过集体表决机制做出了处置资产的决策。

因此,既然权益调整本质上属于股东与债权人的股债交易行为,出资人会议制度属于股东处置自己资产的行为,就要求保证股东对于股份的处置价格、处置比例均有一定的知情权,并且确保出资人会议决议的法律地位,要求法院除非出于公共利益强制批准重整计划,否则须将出资人表决结果作为批准重整计划的依据之一,才能从根本上解决权益调整制度的公平性问题。

(三) 如何认识占用担保监管与重整制度的关系

资金占用以及违规担保问题(以下简称占用担保)一直我国资本市场挥之不去的隐患,也是部分上市公司陷入困境、实施重整的原因之一。在我国上市公司一股独大的背景下,控股股东、实际控制人作为公司的实际经营主体,无论是公司因其经营失败抑或被其侵犯利益而陷入经营困境,重整方案均应体现对其相应的惩戒。为此,《上市公司重整案件审判纪要》明确,控股股东、实际控制人及其关联方在上市公司破产重整程序前实施违规占用、担保等行为对上市公司造成损害的,制定重整计划草案时应当根据其过错程度对控股股东及实际控制人所支配的股权作相应调整。甚至有观点认为,上市公司债权人之所以对现

[15] 考虑到因债转股价格虚高,绝大部分重整计划中确定的债权清偿率偏高,为保证清偿率的相对客观,在检索获得公司披露的债务重组收益以及会计处理中确定的债转股价格后,通过公式另行计算债权清偿率,公式为:债务清偿率=(债务规模-债务重组收益-会计处理确定的债转股价格×债转股股份数量+基准日价格×债转股股份数量)/债务规模,其中基准日价格分别为资本公积金转增后除权价格以及重整计划批准后第30个交易日的收盘价。

有的清偿比例不满,根本原因是作为使公司陷入困境的责任方的控股股东及实际控制人未承担相应责任不满。^[16]

国发 14 号文明确,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。根据《关于上市公司破产重整案件审判纪要》,公司在重整实施前须向证监会报送重整可行性计划等材料以获取无异议函,其中占用担保解决方案是否切实可行是关键。^[17] 对此,有观点认为,占用担保的责任人为控股股东、实际控制人,控股股东、实际控制人以此阻碍公司重整存在义务错配的问题,是对中小投资者的二次伤害。但该问题的实质与实际控制人隐瞒、指使公司财务造假,导致公司被处罚甚至退市的本质相同,都存在净化市场环境、规范市场秩序与避免某家公司投资者损失的两类法价值。针对公司违法犯罪行为的执法过程中,如何平衡二者关系一直是证券执法者面对的困难之一。

具体而言,占用担保属我国资本市场的沉痾积弊之一,风险外溢性极强,根本上侵蚀上市公司独立性,严重影响着上市公司质量的提高。但因重整程序属司法程序,相关方对该问题认识不够,容易简单将占用担保债务等同于上市公司享有的债权,易导致责任方借司法程序逃脱责任,实践中部分重整公司通过资本公积金转增股本、债权人均担、重整收益对冲等方式解决占用担保问题,事实上并未实现对责任方的责任追究与惩戒。加之我国资本市场的法治环境尚不够健全,上市公司大股东挪用公司资金、损害公司利益的行为长期得不到足够震慑,刑事、民事的追责机制尚未健全,无法实现有效的制度约束。具体而言,民事责任方面,尽管 2020 年 3 月实施的《证券法》豁免了投资者保护机构提起派生诉讼时的持股比例、时间要求,但由于诉讼费用缴纳、取证困难等问题,目前实践案例仍较少;而刑事责任方面,背信损害上市公司利益罪名适用较为困难,地方司法机关在适用挪用资金罪等方面仍不甚积极,某上市公司大股东挪用公司资金十几亿元甚至导致公司退

[16] 参见许德风:《破产法论:解释与功能比较的视角》,北京大学出版社 2015 年版,第 477~479 页。

[17] 参见王振翔:《上市公司重整中违规担保、资金占用的解决方案》,载微信公众号“竞天公诚律师事务所”2022 年 6 月 12 日。

市,最后却被当地检察院以情节轻微、认罪态度良好为由决定不予起诉,可见一斑。

因此,在后端法治供给不足、相关部门认识不到位的情况下,仅以担心二次伤害为由而放松前端管制,则无疑会进一步形成不良激励,使得董事、监事和高级管理人员等内部人员放松对控股股东的监督约束,甚至变相鼓励其配合大股东违法违规,这种对占用担保的制度性“包容”甚至鼓励,将会导致更大范围中小投资者权益受损。更何况,对于个案的中小投资者的保护而言,更应当通过民事诉讼、先行赔付等制度实现损害赔偿。

三、上市公司破产重整的三项制度安排

综上,在上市公司重整过程中确需重视中小投资者权益保护,否则考虑到我国上市公司控股股东一股独大的现状,中小投资者被损害利益的可能性极大。具体应当从以下方面加强制度建设。

(一) 明确重整公司的信息披露要求

如前所述,我国上市公司进入重整程序后并不会退市或停止交易,依旧保持上市公司的身份。但考虑到公司已经进入司法程序,有观点认为从尊重司法的角度,对于上市公司重整应该减少“行政监管干预”,尽量通过司法程序促使公司重生。但该观点存在值得商榷之处。一方面,重整程序涉及的公司股权结构调整、主营业务更换、实际控制人变更等事项,均对股价影响较大。根据对 2019~2021 年 35 家上市公司重整期间的股价走势的统计,^[18] 仅 5 家公司股价有微跌,其余 30 家公司股价涨幅达 80%,甚至有 7 家公司的股价翻倍,*ST 众泰的涨幅达 457%。因此,重整公司必须履行持续的信息披露义务,以杜绝内幕交易等违法违规行为。更何况,在重整制度不断发展的过程中,上市公司重整变得愈加复杂,预重整、控股子公司重整甚至关联公司协同重

[18] 从重整申请日至重整计划批准日。

重整等司法实践创新不断^[19],2020年、2021年,预重整上市公司占重整上市公司的比例分别为49%、60%;与关联企业同步重整的上市公司占重整公司比例分别为67%、50%。因此,在重整程序不断复杂化的背景下,信息披露监管的必要性更加凸显,必须保证重整过程的公开、透明,才能有效地保证市场公平秩序,防范内幕交易风险。另一方面,重整制度的本意是通过各利益相关方的磋商、协调,保证具有一定重整价值的公司可以存续并恢复持续经营能力,以实现社会效益。因此,股东、债权人尤其是中小股东及中小债权人的参与权是重整制度必须予以保证的,而参与的前提是享有知情权,只有持续性、高质量的信息披露方能保证公司重整能够兼顾各方利益,实现重整制度的本意。

近期,沪深交易所发布了关于破产事项的信息披露指引,对重整、清算、和解等程序中的关键环节、关键事项提出了细化的披露要求,做出了有益的探索。下一步,应当考虑在《企业破产法》《上市公司监督管理条例》等法律、行政法规层面明确法律依据,夯实上市公司破产重整信息披露的上位法基础。

(二) 加强上市公司重整价值的识别

考虑到上市公司重整较之一般企业重整的程序更为繁杂,规范成本更多,司法、行政监管以及地方政府为之均投入大量精力,应避免其沦为单纯的“保壳”工具。为充分发挥重整对于挽救危困企业的作用,建议应强调法院对于上市公司重整价值的识别,对于业务萎缩、基本丧失持续经营能力的上市公司,不宜简单地因其仍具有上市地位而认为其有重整价值。具体实现路径方面,可以借鉴沪深两所股票上市规则在退市条件下对于空壳“僵尸企业”的认定标准,在受理其重整时需尤为注意考察,充分考虑其行业前景、技术水平等因素。

此外,“纯保壳式重整”的出现,部分原因也是此前上市公司重整制度的具体规范付之阙如,重整投资人可以简单地通过“低价获得重整投资股票、高价二级市场抛售获利”的方式,而非通过改善公司经营情况的方式套取无风险收益,重整制度成为无风险套利工具,市场对于

[19] 据统计,上市公司预重整、与关联企业同步重整的比例近些年逐渐增加。在此之前,采用该两类重整方式的公司则极少。

重整价值的识别机制无法有效发挥。对此,应当从股票价格、锁定期等方面入手,规范各方参与重整的方式,降低“纯保壳式重整”的收益水平,实现制度纠偏,充分发挥重整价值识别的市场机制。不同于现有的获取上市公司股份的方式均存在价格下限的制度设计,^[20]重整投资中获得股份的价格未设置下限。据统计,2015年以来,在披露了重整投资人的41个重整案例中,投资人入股价格均价仅为1.7元/股,占重整计划批准日收盘价的45.7%,甚至有近1/3的重整投资人入股价格低于股票面值,如坚瑞沃能及*ST飞马的重整案中,投资人获得股票的价格甚至仅为0.06元/股,远低于市价,这难免会形成不良激励,近两年入股价格不断创新低也侧面印证了这一事实。

(三) 强化占用担保解决方案的监管

经梳理,重整上市公司解决占用担保的方案主要有以下五类:一是在重整实施前,由责任方或重整投资人以自有的现金、非现金资产清偿,或协调债权人解除违规担保合同;二是在重整实施前,由上市公司将享有的、责任方因占用担保产生的对上市公司的债权与上市公司所欠的等额债务进行抵销^[21];三是重整实施过程中责任方将转增获取的股份变现偿债或者将其“回填”至公司以抵消因占用担保所欠公司债务^[22];四是重整实施过程中通过债委会表决的方式,要求所有债权人均摊上市公司对责任方的债权^[23];五是重整过程中公司的债务

[20] 除二级市场买入外,协议转让、再融资、大宗交易、发行股份购买资产等方式都有价格下限要求。

[21] 深圳赫美集团股份有限公司:《重整计划》,载 <http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?658e0725-acc0-4214-8e91-030291477bd8>,2022年6月11日访问。

[22] 《供销大集集团股份有限公司及其二十四家子公司重整计划》,载 <http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?4195790f-fc64-40e4-b2b0-545a19b646a7>,2022年6月11日访问。

[23] 成都天翔环境股份有限公司:《重整计划(草案)》,载 <http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?e82b54c8-7226-44ec-a06a-50f6ec26a94d>,2022年6月11日访问。

重组收益,对冲责任方所欠上市公司的债务。〔24〕

就上述解决思路而言,除以自有资金或非现金资产偿还所欠公司债务、解除违规担保合同的方案外,其余模式的解决方案均已异化为由上市公司债权人、重整投资人等第三方代责任方偿还其所欠公司债务,占用担保的责任方事实上未产生任何经济损失,有变相逃废债的嫌疑。其中,出让转增股份换取重整投资人“兜底”解决的方式,人为地将投资人获得的股份区分成因投资认购的股份与因解决占用担保问题而获偿的股份,但对重整投资人而言,只需控制出资成本即可,股份来源性质影响不大,最终责任方借此方式“金蝉脱壳”;转增股份“回填”解决模式下,占用担保的责任方在无须出让存量股份、无任何经济利益让渡的情况下,“解决”了占用担保问题;重组收益“对冲”方式中,债务重组收益本归属于公司,却被用来对抵责任方对公司的债务,违反了债务相对性的基本法理。

可见,占用担保的责任方不仅通过重整程序逃避了其应承担的责任,还享受了公司重整成功后的二级市场红利,造成了“占用担保后可通过重整解决”的逆向激励,损害了上市公司及中小投资者合法权益,破坏了市场的诚信基础,一定程度上会助长控股股东借破产重整逃废债的风气,天翔环境重整案侧面印证了这一点。如前所述,公司在重整实施前须向证监会报送占用担保解决方案以获取无异议函。天翔环境重整案中,公司于重整申请受理前与公司债权人签订债权对抵协议,约定以公司对外债务对抵大股东资金占用款,但在公司重整申请于2020年12月被受理后,即变更了债务抵偿的用途以增加公司资本公积金,并通过债权人会议的方式要求各债权人均担大股东资金占用款,涉嫌损害债权人利益。

对此,下一步建议从严监管占用担保在破产重整中的解决,应要求公司原则上在进入重整程序前解决占用担保问题,并明确禁止通过债权人会议要求债权人均担占用担保损失、资本公积金转增股本“回填”

〔24〕 中南红文化集团股份有限公司:《重整计划》,载 <http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?d069096b-b99d-45af-a86e-f84368041e24>,2022年6月11日访问。

偿还公司债务等明显损害中小债权人及投资者利益的所谓“解决”方案。

四、结语

与破产清算制度不同,破产重整作为挽救危困企业的工具,其制度精义即为各方的协商、妥协,实现其社会价值。我国资本市场的特色赋予了上市公司重整制度的独特意义,上市公司重整不退市的独特制度设计也增加了重整程序中各方博弈的复杂程度,简单地借鉴境外的“绝对优先原则”,否认中小投资者权益保护在上市公司重整程序中的必要性,无益于解决我国资本市场的现实问题。对此应当有更为清晰的认识。

(编辑:姜沅伯)