

退市常态化背景下上市公司 重整的制度逻辑探讨*

宋洪流 孙建波 田原 熊文欣**

摘要:2020年年末,退市新规发布实施,证券监管部门加强退市监管,出清壳公司导向明显。但实践中部分上市公司重整仍存在以规避退市为目的,忽视企业自身持续经营能力等问题,导致部分重整后的上市公司成为壳公司,进而成为被退市出清的目标,实质浪费了大量的重整资源。在退市常态化背景下,上市公司重整应当明晰制度逻辑,不应以壳价值作为重整价值的判断依据,应回归立法本源,支持主业具有持续经营能力的上市公司通过重整化解风险。

关键词:上市公司 破产重整 退市制度 持续经营能力

2020年至2022年6月30日,沪市主板11家公司完成破产重整,已经被申请重整尚未裁定的有6家,^[1]

* 本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

** 作者均任职于上海证券交易所。

[1] 数据来自Wind金融终端数据库、上海证券交易所、巨潮资讯网、中国裁判文书网、全国企业破产重整案件信息网等网站检索结果。

总体数量远超以往。上市公司破产重整逐步成为市场关注的焦点,其博弈主体众多,横跨破产法、公司法、证券法三大领域,关涉上市公司收购、退市、重大资产重组等核心问题,牵动股票二级市场交易。实践操作中,上市公司重整的运作模式令人眼花缭乱,复杂程度堪称冠绝资本市场。然而,万变不离其宗。根据统计,多数公司在重整前已被实施退市风险警示(*ST),通过破产重整避免退市是其重要目标和驱动力之一。在目前退市常态化背景下,从该角度进行观察,也许能寻到重整制度的基础逻辑轨迹,以期更好地理解 and 规范上市公司破产重整。

2020年年末,沪深两交易所进行了退市制度改革。新规旨在出清壳公司,从“亏损退市”的制度逻辑转向考核持续经营能力的“空壳退市”〔2〕。特别是2022年上半年,退市力度不断加大,沪深两市42家公司股票触及强制退市,常态化退市机制初步形成。这一新的市场环境将对重整生态产生重大影响,单纯以“保壳”为目的的重整逻辑将发生变化。重整和退市形成了一对较为复杂的耦合关系:一方面,实践中的重整通过债务减免、延期清偿以及债转股等方式解决债务负担,〔3〕改善公司的财务状况,调整股权结构和公司治理架构,从而避免股票退市风险。另一方面,破产重整与退市都是资本市场风险出清的重要途径,上市公司自身通过重整化解债务风险、解决历史包袱实现蜕变。但若重整失败,也将面临破产清算和股票终止上市的风险。基于此,本文梳理了重整与退市的逻辑关系,总结了过往实践中出现的主要问题,并结合新的市场背景进行分析,提出了相应的制度完善建议。

一、上市公司破产重整与退市的制度耦合

(一)上市公司破产重整的特殊性

上市公司破产重整主要指股票在证券交易所挂牌的上市公司进行破产重整,这与非上市公司以及退市公司破产重整有不同之处。为表

〔2〕 参见彭江:《多维度精准打击空壳公司》,载《经济日报》2021年12月9日。

〔3〕 参见王欣新:《重整制度理论与实务新论》,载《法律适用》2012年第11期。

述方便,前者可统称为“线上重整”,后者可统称“线下重整”。一般而言,破产制度秉承债权人优先原则,旨在最大限度保护债权人利益。^[4]其中,破产重整的各项制度设计也是在上述大原则框架下,由法院指定的管理人主导重整计划草案的起草,最终决定方则为债权人会议,必要情况下出资人权益也可以被调整。但相较一般企业,上市公司属于公众公司,虽然在各方利益权衡中以债权人利益保护为先,但也要兼顾上市公司的营运价值,以及社会利益和国家利益。^[5]线上重整的特殊性具体如下。

1. 具有较强的涉众属性^[6]

相较一般企业,上市公司重整涉及社会公众利益。具体而言,线上重整有众多利益相关方。从内部来看,线上重整涉及公司员工、债权人、大股东、重整管理人;从外部来看,还有重整投资人以及数以万计的中小投资者。根据测算,目前被申请重整的上市公司,平均投资者人数为6.48万人/家,其中市值最高的上市公司投资者人数达14.90万人/家。一方面,上市公司重整较强的公众性决定了其方案设计需平衡多方利益,尤其是广大中小投资者的利益。对于一般企业重整,实践中在重整企业明显资不抵债情况下,已有案例在重整计划中将出资人权益调整为零。但对于上市公司,中小股东并非企业经营失败的主要过错方,同时考虑到影响广泛性,显然线上重整将出资人权益调整为零不具有可行性。另一方面,庞大的股东群体中也不排除存在“搭便车”的情况,部分股东未充分参与公司治理,甚至存在利用重整等事项炒作股价、不当获利的情况。

此外,上市公司一般体量庞大,其重整事项可能对地方经济、金融体系等产生重大影响。一方面,体量庞大的上市公司是地方经济的重要支柱,其重整事项对地方稳定也有一定影响。因此相较一般企业法人,上市公司的破产重整影响重大且广泛。2015年年底*ST新亿重整

[4] 参见司徒:《“绝对”与“相对”之辩:论我国企业破产重整中优先原则的选择》,载《中国法律评论》2021年第6期。

[5] 参见张钦昱:《破产优先权之限制理论研究》,法律出版社2016年版,第123~126页。

[6] 参见杨鹿君:《上市公司重整中的股东权益调整:实践经验与理论证成》,载《经贸法律评论》2022年第1期。

案中,中小股东权益调整事项引起了较大的市场关注,对当地稳定发展带来了一定的影响。另一方面,上市公司的金融债权人众多,公司重整成败关涉区域金融经济稳定。*ST海航重整案中,债权人申报债权合计超3000亿元,公告显示管理人审查确认债权超过1600亿元^[7],债权金额庞大,其中银行等金融债权人占据主要部分。同时,上市公司往往是市场焦点,破产重整更是脱胎换骨的典型案例,容易引起市场、媒体和舆论的广泛关注,其显著不同于传统破产法下若干封闭主体之间的博弈。

2. 具有流动性溢价

上市证券的流通性能够为其资产提供附加价值,证券化的资产价值体现在流通性上。^[8]同时在A股市场中,特定的制度环境使得上市资源相对稀缺,已有上市公司存在较高的壳价值,也进一步推高了流动性溢价,成为实践中上市公司重整价值的重要组成部分,进一步催生线上重整沦为“造壳运动”的重整异化问题。

另外,流动性影响还体现在二级市场会对重要信息即时反应上。上市公司股票在重整期间持续交易,敏感地反映重整期间的各类信息变化,进而影响众多投资者通过交易进行的博弈。因此,线上重整不单是公司债权人与公司之间的利益平衡,也涉及广大市场投资者的利益。以往的规则中,重整中的上市公司往往处于长期停牌状态,该规则旨在弱化其流通性,避免其上市交易特性产生副作用。2018年停复牌制度改革之前,人民法院受理上市公司破产重整后,对公司股票实施退市风险警示,交易30个交易日后即长期停牌,直至重整实施完毕。这种停复牌安排是为了防止重整过程中的博弈对市场交易产生重大影响,导致市场预期不稳。因此,当时的线上重整是弱化上市公司的公众性、外部性和流通性,留给重整各方充分博弈的时间和空间。但在目前强化停牌监管的背景下,上市公司破产重整原则上不再停牌,其流通性影响

[7] 参见《海南航空控股股份有限公司及其十家子公司重整计划》,载上海证券交易所,http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2021-11-01/600221_20211101_3_nOiOrTzs.pdf。

[8] See Amihud, Y. and H. Mendelson, *Asset Pricing and the Bid - Ask Spread*, *Journal of Financial Economics*, 1986, 17, p. 223 - 249.

将会放大。2018年,证监会发布《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》(已失效)。沪深两所同步出台停复牌规则,明确了审慎停牌、分阶段披露和严格保密的原则。上述规则明确规定,上市公司破产重整期间原则上股票不停牌。因而,线上重整的启动、方案的制定、重整投资人引进以及经营能力的恢复,都需要在公开透明的市场交易背景下实施。

3. 具有不同的监管环境

本质上,破产重整是司法程序,法院处于核心地位,决定重整中的重大事项,包括是否受理重整申请、是否裁定批准重整计划等。但是鉴于上市公司是证券市场的重要参与方,本身就受到证券监管机构的监督和管理,加之上市公司重整涉及公众利益,可能对市场、甚至金融系统造成重大影响,因此线上重整事项相较一般企业面临更为严格的监管环境。根据2012年10月最高人民法院印发的《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),申请人申请上市公司破产重整的,应当提交证券监督管理部门的意见。重整计划草案涉及证券监管机构行政许可事项的应当启动与证监会的会商机制。实践中,证监会对于上市公司重整的审查主要集中在受理重整程序前并购重组行政许可事项以及全流程的信息披露事项。2022年3月,沪深两所出台了上市公司破产重整等事项信息披露指引,对信息披露作了规范,强化了重整博弈的公开性,对重整投资人、权益调整方案、重整计划草案的披露等均提出了要求。

(二)上市公司重整与退市之间的耦合关系

重整与退市的制度起点均为瞄准风险公司,化解或者出清风险;制度终点均旨在提高上市公司的质量。但二者的手段和方式存在差异,重整是挽救危困,退市是优胜劣汰。两种制度存在一定的共生关系。

1. 退市制度核心在于优化金融资源配置

截至2022年6月13日,A股上市公司共有4827家,^[9]体量庞大,其中小部分公司主营业务空壳化,壳公司炒作是脱实向虚的典型代表,长期占据金融资源。在此背景下,退市制度优化资源配置的核心功能

[9] 数据来自Wind金融终端数据库。

具有重要意义。党的十九大明确提出深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力。这对退市制度提出了更高的要求。2020年11月,中央全面深化改革委员会第十六次会议审议通过了《健全上市公司退市机制实施方案》,会议指出“要坚持市场化、法治化方向,完善退市标准,简化退市程序,拓宽多元退出渠道,严格退市监管,完善常态化退出机制”^[10]。同时,“十四五”规划中也将建立常态化退市机制作为深化金融供给侧结构性改革的内容之一。^[11]

2. 重整与退市锚定目标公司高度重合

走向破产重整的上市公司,往往也有退市风险。典型的重整公司具有资不抵债的特征。根据沪深两所股票上市规则,一旦上市公司期末净资产为负,则将被实施退市风险警示。其后若未能改善资不抵债情形,将被终止上市。因此,重整与退市两项制度指向的目标公司重合度较高。根据统计,2015年至2022年6月30日,被申请破产重整的24家上市公司中,净资产为负的有18家^[12]。另外,重整失败的公司将被破产清算,公司主体资格灭失,证券交易所股票上市规则也规定其股票退市。历史上,沪市中新科技^[13]和吉恩镍业^[14]在被实施退市风险警示后,均被债权人申请重整,希望通过破产重整实现保壳。但其重整未被法院受理,公司股票被终止上市。

[10] 《习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十六次会议强调 全面贯彻党的十九届五中全会精神 推动改革和发展深度融合高效联动 李克强王沪宁韩正出席》,载共产党员网,<https://www.12371.cn/2020/11/02/ART11604319222417265.shtml>。

[11] 参见《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》,载中华人民共和国中央人民政府,http://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm。

[12] 数据口径为季报及定期报告中归属母公司股东的权益为负的公司。

[13] 参见《中新科技集团股份有限公司关于尚未收到法院裁定进入破产重整的提示性公告》,载巨潮资讯网,<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?plate=sse&orgId=9900030462&stockCode=603996&announcementId=1211583001&announcementTime=2021-11-15%2007:34>。

[14] 参见《吉林吉恩镍业股份有限公司关于债权人申请对公司重整未被法院受理的提示性公告》,载巨潮资讯网,<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?plate=sse&orgId=gssh0600432&stockCode=600432&announcementId=1204233458&announcementTime=2017-12-16>。

3. 重整与退市两种制度存在共生关系

从规则体系来看,上市公司破产重整主要是由《企业破产法》予以规范,最高人民法院的规范性文件也作了相应规定。上市公司退市方面,则根据《证券法》的规定,由证券交易所业务规则作出详细的规定。目前与退市有关的规则,均在沪深交易所的股票上市规则中。因此,从规则层面来看,似乎两个制度之间并没有必然的关系。但从实践中来看,破产重整与退市之间存在共生关系。重整各方之所以参与重整,其前提条件为上市公司不能退市。上市公司保住上市地位,又能够为破产重整提供壳资源,为重整成功提供支持。因此,在两种制度锚定的目标公司高度重合的情况下,二者无法截然割裂。

4. 持续经营能力是两大制度的研判重点

2020年年末沪深交易所退市新规发布实施,对原有规则进行大幅修订。本次退市制度改革中,最大的亮点就是财务类公司退市的逻辑发生了巨大变化,单一的亏损退市指标被营业收入和净利润组合指标取代。这体现了注册制背景下,退市制度由考核持续盈利能力变为考核持续经营能力,精准刻画并及时出清不具备持续经营能力的公司,进而将资本有效配置到优质产业、优质企业,实现资本市场助力实体经济发展的目标。对重整制度而言,持续经营能力同样也是其关注重点。破产重整的立法本意是保护债权人利益的同时,帮助陷入经营困境的企业恢复信用及“造血”能力,促进实体经济提质增效,而不是打造“僵尸企业”,浪费重整资源。最高人民法院在2018年3月印发的《全国法院破产审判工作会议纪要》^[15]第14条明确了重整企业的识别审查。破产重整的对象应当是具有挽救价值和可能的困境企业;对于“僵尸企业”,应通过破产清算,果断实现市场出清。

[15] 参见《全国法院破产审判工作会议纪要》,载最高人民法院网,<https://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-83802.html>,2022年6月13日访问。

二、上市公司重整制度问题的实践观察

(一) 规避退市成为部分公司重整的目的

据统计,2015年至2022年6月末有18家公司进入重整程序,有12家上市公司在法院裁定重整前就已经被实施退市风险警示。上述公司普遍盈利能力较弱,经营资产不足,面临较大的退市风险,重整成为其规避退市风险的重要路径,可以使其在短时间内实现财务数据上的解困,如ST实达、ST海航、ST康美等公司,重整前一个会计年度净资产均为负值,已经被实施退市风险警示,当年度重整计划执行完毕,其债务危机得以化解,年末净资产成功由负转正,避免了触及净资产连续为负的财务退市指标。除面临财务类退市风险之外,个别公司经营不善,股价持续下行,也面临股价跌破1元的交易类退市风险。例如,ST庞大和*ST永泰股价前期持续多日低于1.5元,亟须通过重整提升市值。总体来看,上市公司进入重整程序时,大都面临着较为严重的退市危机,破产重整的直接目的之一就是化解退市风险。

(二) “净壳”成为部分上市公司重整的结果

目前多数上市公司重整只纾解了债务危机,退市风险虽得以解除,但是在没有资产注入的情况下,公司主营业务依然很难有起色,沦为壳公司。^[16] 沪市破产重整的公司,多数均具有未来注入资产的承诺或者业绩承诺。例如,*ST新亿承诺了未来的经营业绩^[17]、ST实达承诺注

[16] 参见李曙光等:《公司重整法律评论》,法律出版社2019年版,第399~402页。

[17] 参见《新疆亿路万源实业投资控股股份有限公司重整计划(草案)》,载巨潮资讯网,<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?plate=sse&orgId=gssh0600145&stockCode=600145&announcementId=1201827800&announcementTime=2015-12-11>。

入大数据资产^[18]、柳化股份也承诺寻找优质资产注入^[19]。但上述公司经过重整后,基本上没有支撑公司持续经营的资产,也未能实现重整计划中的注入资产愿景,反而沦为壳公司,可能成为被退市的对象。实际上,破产重整变成了上市公司“净壳”的工具,例如九有股份(原石岷纸业)、宇通重工(原宏盛股份)、保千里(原中达股份)的重整,使这些上市公司沦为壳公司,后续经过了多次股权转让和资本运作。其中较为典型的为云维股份,其重整完成后成为以贸易为主营业务的公司,2018年实现营业收入2568万元,2019年仅有828万元,完成重整后的4年里一直处于微盈状态,相较重整前盈利能力并没有得到提升。对这部分公司而言,重整只为保住上市地位,对推动上市公司质量提升的作用有限。

(三) 重整成为部分重整投资人获取壳资源的手段

在当前股份转让定价机制下,重整投资人能够以较低的价格获取控制权,入场即可获取较高投资收益。就过往重整情况来看,2015年至2022年6月末,沪市完成重整的18家公司^[20]中有10家发生控制权变更,重整投资人受让股份价格总体在市价的40%左右,严重损害了中小股东甚至是债权人的利益。其中一个极端案例为ST实达,其股权登记日的收盘价为2.86元,但重整投资人受让股份的价格却不足0.6元/股,参与的重整投资人的投资收益极高。低投入高回报使化解公司风险的重整程序变成了一门“生意”,吸引了不少专注于资本运作的投资方参与重整,以获取上市公司控制权,但此类投资方缺乏对实体经济的运营经验,对上市公司的业务发展鲜有帮助。

[18] 参见《福建实达集团股份有限公司重整计划》,载巨潮资讯网,<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?plate=sse&orgId=gssh0600734&stockCode=600734&announcementId=1212034366&announcementTime=2021-12-28>。

[19] 参见《柳州化工股份有限公司重整计划》,载巨潮资讯网,<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?plate=sse&orgId=gssh0600423&stockCode=600423&announcementId=1205632188&announcementTime=2018-11-27>。

[20] 分别为*ST新亿、ST云维、重庆钢铁、ST抚钢、ST柳化、*ST厦工、ST庞大、莲花健康、*ST安通、*ST力帆、*ST永泰、*ST贵人、*ST中孚、*ST基础、*ST海航、*ST松江、*ST康美、*ST实达。

(四) 重整概念成为市场炒作的标的

当前上市公司破产重整不再长期停牌,在连续交易情况下,各参与方对信息的需求有所提升,重整过程中的信息披露制度亟待完善,重整投资人股份锁定期缺乏明确规则,难以形成稳定的市场预期,容易成为市场炒作的目标。特别是,重整投资人认购转增股份与股份非公开发行和协议转让相比,缺乏价格约束,定价依据披露不充分;重整计划中的资产注入及业绩承诺流于形式,承诺兑现遥遥无期;管理人作为重整期间的信息披露责任人,不能起到实质性监督作用,信息披露意识不足。ST 实达在重整完毕除权后,其股价出现连续 30 个涨停(涨跌幅 5%),二级市场交易价格翻了 6 倍,市值超过 100 亿元。但其完成重整后一个季度(2022 年一季度)的营业收入仅有 354.05 万元,可见市场对其重整后注入大数据资产的预期炒作几近疯狂。

三、新环境下上市公司破产重整制度的应有逻辑

退市新规出台的两年时间里,沪市已有 26 家公司触及强制退市情形,退市公司数量大幅增长,壳公司等丧失持续经营能力的公司生存空间不断收窄。注册制以及退市制度改革加快了上市公司新陈代谢速度,显著增强了资本市场资源配置功能,风险类公司很可能逐渐被市场抛弃,这一导向将对重整制度产生重大影响。退市监管框定的不具备持续经营能力的目标公司,不宜作为重整挽救的对象,否则即便经过重整这类公司仍将面临出清风险。^[21] 因此,明确上市公司重整定位,激发制度活力,强化重整化解风险功能具有必要性。

(一) 上市公司重整是成本高昂的“救赎”

破产重整中,各参与方的妥协实质是重整资源的分配。在兼顾各方当事人利益的情况下分配重整资源,是线上重整的核心内容。具体体现为公司出资人权益调整方案、债权受偿方案等安排。实践中,为了

[21] 参见郑志斌:《上市公司退市,重整机制失灵?》,载微信公众号“破产法快讯”2022 年 6 月 7 日,<https://page.om.qq.com/page/Ombto0UmXKig4w1PkpMQ134A0>。

重整成功,股东及债权人等相关方通常均需付出较为高昂的代价。2015年至2022年中旬,18家完成破产重整的公司平均债权清偿率为75.17%,其中15家公司实施债转股,以股抵债价格平均增幅为117%,远高于股票市价,即债权人利益减损明显。与此同时,18家公司均实施了资本公积转增股份,其中13家公司转增股份均由原股东无偿让渡,5家公司部分转增股份向原股东或中小股东分配,即投资者付出了一定代价。此外18家公司中有14家引入重整投资人,重整投资人均支付一定现金对价,其中安通控股重整投资人合计支付45.27亿元现金。由此不难看出,线上重整需要大量的重整资源,包括债权人承受的债权打折偿付、重整投资人支付的现金对价以及中小投资者权益调整。这一场成本高昂的“救赎”,如何避免其变成低买高卖的投机把戏,真正使付出的成本获得收益,是线上重整需要考虑的重要因素。

(二)“壳价值”不应作为重整价值判断的主要依据

A股上市公司壳价值是我国资本市场特定制度及环境的衍生物,其存在具有客观性和长期性。^[22]在证券市场实行准入制度的情况下,壳资源便具有稀缺性,加之上市公司具有更强的筹资优势、广告效应、资产变现能力等,这使得壳资源产生了超越实体净资产概念的虚拟价值,这种价值往往以上市公司控制权转让溢价为载体。注册制改革之前,A股市场“炒壳”“倒壳”现象层出不穷,随着改革不断深入,资本市场价格发现功能不断完善,壳价值已呈现大幅下降趋势。但这种价值的存在不可否认,可以使上市公司实现资产证券化,其资产流通性大大加强,必然会产生一定幅度的溢价。这种溢价甚至是重整各方博弈的筹码之一。在线上重整过程中,很多市场主体基于上市公司具有壳价值推断其具有重整价值,^[23]这实质上是延续过去“卖壳”的思路,忽视企业作为经营实体的实际绩效,反而注重其证券化所带来的虚拟价值,本末倒置。在资本市场持续深化改革的当下,面对注册制审核加速市场优胜劣汰、退市制度强力出清壳公司,对重整制度的价值判断也应当

[22] 参见刘晓婷、张敬石:《我国A股相对于H股溢价的实证分析——基于“壳价值”的解释》,载《金融与经济》2016年第1期。

[23] 参见李曙光等:《公司重整法律评论》第5卷,法律出版社2019年版,第399~402页。

回归立法本意,以企业经营及业务能力作为核心判断标准,而不是一叶障目、脱实向虚,让重整程序成为一场“净壳”运动。

(三) 线上重整要重点关注中小投资者利益保护

根据《企业破产法》,重整程序中,上市公司最高权力机构由股东大会变更为债权人会议,即债权人获得了重整公司的剩余索取权和剩余控制权,而股东大会是中小股东参与公司治理的主要路径,这导致在与债权人的博弈中,中小股东权益容易被过度调整。另外《企业破产法》并未对重整投资人相关事项进行细节规定,实践中重整投资人的产生、转增股份受让定价等事项主要由管理人、原控股股东、主要债权人及意向投资人等几方协商确定,协商过程及确定依据均不对外披露,具有较强的随意性。多家上市公司的重整投资人以远低于二级市场的价格获得转增股份,这说明在与重整投资人的博弈中,中小股东权益很可能被不公平让渡。“进入破产重整程序后,股东对公司的控制权旁落,难觅利益发声代表”,^[24]特别是中小股东代表缺位。但实际上,对于公司经营失败,中小股东并不是过错方,有别于境外资本市场股东与管理层之间的委托代理问题,A股公司治理矛盾主要为处于控制地位的大股东与小股东之间的利益冲突,^[25]在因控股股东等相关方经营失败导致公司进入重整程序的情况下,中小股东本身权益就受到损害,如果在重整程序中不对其进行保护,其利益存在再次被剥削的可能。^[26]因此对于线上重整,需要强化对中小投资者利益的保护。

(四) 提高持续经营能力是线上重整的落脚点

上市公司破产重整能够在短时间内处置亏损资产、降低负债规模甚至解决资金占用、违规担保等复杂问题,对于化解债务风险作用显著。但实践证明,重整对公司的持续经营能力仅仅起到“维持”作用,无法从根本上让公司脱胎换骨。因此,判断哪些公司值得投入资源进行重整,是破产重整制度的重要命题。2020年10月,国务院《关于进

[24] 张钦昱:《破产法新视阈——破产法与相关部门法的共生与融合》,法律出版社2021年版,第162页。

[25] 参见梅丹:《第二类委托代理问题、大股东勤勉度与大股东激励——基于掏空行为的视角》,载《现代管理科学》2013年第4期。

[26] 参见唐旭超:《论上市公司重整中的股东权益》,载《政治与法律》2014年第6期。

《关于进一步提高上市公司质量的意见》要求拓宽多元退出渠道,明确提出完善破产重整制度,支持上市公司通过并购重组、破产重整等方式出清风险。^[27] 证监会会议也指出,提高上市公司质量是资本市场全面深化改革的重中之重,要重点推动“重整一批、重组一批、退市一批”,促进存量上市公司风险有序出清。^[28] 由此看出,破产重整作为多元化退出渠道之一,对于上市公司风险化解具有重要作用,但其核心目的在于提高上市公司质量。

基于以上价值取向和落脚点,一方面,需要选择具备重整价值的标的;另一方面,也需要考虑通过重整能否实现资产注入。重整价值判断方面,需要进行事先实质判断。线上重整不能仅满足于完成债务重组、短时间内规避退市的结果,还应当优化公司资产链条或者资产整体,提振持续经营能力,对标首发上市条件,塑造高质量上市公司。试想,若线上重整结果是使上市公司成为空壳公司,仅依靠贸易等轻资产业务维持运营,持续经营能力存在重大不确定性,那么实质上公司风险并未化解,依旧是退市新规出清的目标,此类重整实质上是对重整资源的严重浪费,也与线上重整的制度设计目的相背离。资产注入方面,重整目前作为司法程序,法院主要关注其程序合规性,对于重整方案可能涉及的资产注入标的、定价等不作实质性审查,但是线上重整有其特殊性,一旦方案涵盖注入资产,往往构成重组上市,这就对标的质量及相关方案提出较高要求,需要履行行政审批程序。这就导致包含重组的重整方案往往难以满足公司对标的选择、重整时间、方案调整等多方面的要求,实践中也仅有个别公司成功同步实施破产重整和重大资产重组。在此情况下,多数上市公司采用先重整后重组的方式。实践中 18 家已完成重整的上市公司中有 7 家公司在重整计划中明确后续将注入盈利能力强的优质资产,但切实执行的公司数量极少。一方面,这从侧面证明公司重整的主要动力在于“保壳”而非聚焦持续经营能力;另一方

[27] 参见《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》,载中华人民共和国中央人民政府网,http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-10/09/content_5549924.htm。

[28] 参见《证监会:重点推动重整一批、重组一批、主动退一批,促进存量上市公司风险有序出清》,载 21 财经,<https://m.21jingji.com/article/20201110/herald/c1a67816f9972a28e4bb0133aa1d4051.html>。

面,也说明相关方拟注入的标的资产可能并不满足重组上市条件。基于此判断,线上重整实际更适合主营业务仍然具有一定竞争力,只是受累于财务负担或部分亏损资产导致业绩不佳的公司,此类公司能够充分发挥破产重整效能。

(五) 线下重整也是化解上市公司风险的选择之一

线上重整及线下重整所面临的程序要求、信息披露要求、外部影响等都存在重大差异。在此情况下,依据公司的不同特点选择重整工具有利于合理配置重整资源,实现重整效用最大化。实践中,2015年至2022年6月末,18家完成线上重整的公司中部分公司通过重整彻底化解风险,盈利能力不断增强,如重庆钢铁、安通控股等公司。此类公司主营业务较为突出,经营层面具有核心竞争力。通过破产重整,公司解决了大规模债务,处置了亏损资产,同时还引入了产业投资人,进一步加深与相关方的业务合作,实现了业绩持续大幅增长。另外,部分公司选择退市后进行重整,增强风险化解的灵活性,在满足条件后重新上市。重新上市第一股招商南油的前身为沪市公司长航油运,由于连续亏损,公司于2014年6月终止上市。而后,该公司于2014年7月进行线下重整,剥离主要亏损资产并实施债转股,成功扭亏为盈,并于2019年重新上市。首家主动退市后重新上市的公司为国机重装,其前身为沪市公司二重重装,于2015年主动退市,并在退市后先重整再重组,业务及财务情况均获得极大改善后,于2020年重新上市。由此可见,线下重整相较线上重整更为灵活,而且由于不再受退市指标约束,相关方案的制定及执行具有更大空间,能够与重大资产重组进行更好的衔接,实现风险的有效化解。

四、完善上市公司破产重整制度的几点建议

(一) 强化线上重整的准入约束,避免重整沦为“净壳”工具

从前文分析来看,线上重整复杂程度远超线下重整,为了避免浪费重整资源,判断困境上市公司是否适合利用重整机制进行脱困具有必要性。这一判断的重要因素就是公司是否具有可持续经营能力,即重

整价值。从法院角度来看,《全国法院破产审判工作会议纪要》中明确,“人民法院在审查重整申请时,根据债务人的资产状况、技术工艺、生产销售、行业前景等因素,能够认定债务人明显不具备重整价值以及拯救可能性的,应裁定不予受理”。从上市公司角度来看,重整价值主要指持续经营能力。这体现在三个方面:一是财务指标方面。按照证券交易所的退市规则,具体的财务类量化指标为最近一个会计年度营业收入低于1亿元且扣除非经常性损益前后净利润孰低为负值。二是产业发展方面。对此应当进行实质判断,聚焦实体经济,关注公司的主营业务情况。三是重整方案可行性方面。需要判断上市公司能否通过破产重整彻底化解风险,而不是暂时性解决债务问题。实践执行中,应进一步发挥中国证监会在上市公司重整中的事前把关作用,将证券监管通过规则形成明确预期。整体来看,应当提高线上重整的门槛,避免破产重整沦为单纯摆脱债务、炒作壳公司的工具,从根本上提升上市公司质量。例如,安通控股,通过重整解决了资金占用和违规担保问题,为后续正常经营奠定了基础。再如,中孚实业,通过重整焕然一新,抓住行业发展契机,2021年营业收入同比增长86.83%。

(二) 提高线上重整的信息披露要求,强化透明度

重整中的利益相关方众多,各自诉求复杂,利益相关方博弈过程的不透明,容易滋生利益输送的空间,建议加强线上重整博弈过程中的信息披露监管。在证监会统筹指导下,上海证券交易所发布了《上市公司自律监管指引第13号——破产重整等事项》,重点规范上市公司的信息披露行为,将控股股东、重要子公司重整、预重整等均纳入信息披露监管范围,对于重整投资人招募、债权人会议、重整计划草案、出资人权益调整等均细化了披露要求。通过公开的市场监督,为线上重整博弈提供一个公正的环境,对于连续交易中的二级市场,也能够及时提供信息,明确投资者的预期,保护中小投资者的利益。提高透明度,核心是压实破产管理人、重整投资人、控股股东等的信息披露义务和责任,通过证券监管立法,规范线上重整的各方行为,也能为市场监督发挥作用提供便利条件。

(三) 鼓励产业投资人取得控制权,打击“卖壳式”重整

为发挥产业协同作用,提高上市公司持续经营能力,应鼓励产业投

资人取得控制权,后续更好地支持公司经营。但财务投资人多数意在取得投资收益,可能在承诺期届满后适时转让公司股权,不利于上市公司控制权的稳定以及可预见性。目前,破产重整中的重整投资人取得股份定价缺乏实质约束,在普遍入股价格大幅低于二级市场的情况下,其中的套利空间可能会引发短期炒作。最新的沪深两所信息披露指引中,要求重整投资人进行股份锁定,一定程度上抑制了短期炒作。建议在完善重整准入门槛时对重整方案严格把关,不支持“卖壳式”重整,鼓励产业投资。例如安通控股,本是国内集装箱运输行业的龙头民营企业之一,因大股东违规占用资金等问题引发破产风险,产业投资人招商物流入股成为控股股东,双方共享内贸物流网络,实现了双赢局面。

(四) 审慎对待线上重整与重大资产重组的嵌套与衔接安排

《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》中规定,重整计划草案涉及行政许可的,人民法院需要启动会商机制,会商中国证监会。在执行时,并购重组要履行中国证监会的行政许可程序。实践中,线上重整基本没有嵌套重大资产重组。往往是重整方案执行完毕后,再行筹划重大资产重组,采用的是前后衔接模式。这源于破产法主要解决债务问题,无法解决证券法项下的资产重组问题,人民法院也无法代替中国证监会进行重组审核。^[29]司法与行政天然的职能差异,使得在以法院为主导的重整中嵌套重组可能会出现行政审批被“绑架”的情形,同时在后续监管中若重组方案出现重大变化将导致司法与行政监管的冲突,进而催生监管真空,诱发制度套利。因此,建议从制度层面强化重整与重组的相互独立,审慎监管包含资产注入的重整方案。

(五) 鼓励线下重整,做好退市衔接

随着注册制改革的逐渐深入,发行上市预期日渐明确,退市常态化逐步形成,优胜劣汰的渠道不断畅通。建议完善退市制度,对于那些本来就缺乏持续经营能力的壳公司,直接予以退市。退市后具有重整可能的,可以进行线下重整、资产注入,符合条件的可以重新上市。形成

[29] 参见王欣新、徐阳光:《上市公司重整法律制度研究》,载《法学杂志》2007年第3期。

“线上重整高门槛、线下重整低门槛”的差异化制度安排,集中重整的金融资源优先配给上市公司,切实提高上市公司质量,推动国民经济转型升级。

(编辑:韩励豪)