

上市公司重整中的法律难题

——以“华源股份”重整为例

高长久* 汤征宇** 符望***

摘要:《中华人民共和国企业破产法》新建立了重整制度,而我国资本市场“壳资源”的稀缺性使上市公司频频成为重整的对象。但这一破产程序仍处于起步和摸索阶段,给司法带来挑战和难题。本文借助一个实际案例,对若干法律难题进行了分析与思考:(1)上市公司重整程序启动条件与司法审查。(2)管理人的指定问题。(3)上市公司重整方案的设计与法院的审查。(4)重整中的债权人及出资人会议召开中的难题。(5)上市公司重整中的信息披露问题。(6)重整行政审批与司法的衔接问题。

关键词:破产法 重整 上市公司

一、前言

2006年10月27日修订的《中华人民共和国企

* 上海市第二中级人民法院副院长。

** 上海市第二中级人民法院民四庭副庭长。

*** 上海市第二中级人民法院民四庭助理审判员。

业破产法》(以下简称破产法)建立了重整制度,这是我国破产立法上的一大创新。根据新破产法规定,重整制度可以适用于所有企业法人。上市公司作为重要的经营主体,规模和影响较大,尤其是中国资本市场中上市公司“壳”资源具有特殊价值,因此频频成为重整的对象。据统计,新破产法实施至今,已经有超过10家上市公司进入了重整程序,并有相当一部分已完成重整程序。

然而,应当看到,当前我国上市公司重整法律制度虽已基本搭建完毕,但仍处于起步和发展阶段,很多市场或非市场机制尚在建立之中,在这些机制完全建成之前,司法实践如何在重整程序中既能保护债权人利益、优化资源配置,同时维护中小股民利益、保持股市稳定,是一个值得长期探索的课题。

上海第二中级人民法院(以下简称“上海二中院”)于2008年9月底受理了上海华源股份有限公司(以下简称“华源股份”)的破产重整案件,这是上海市第一起上市公司重整案件,而且是央企涉及破产重整的首例,在重整过程中,媒体纷纷报道称《央企破产重整第一股 * ST华源面临生死大考》。从证券法的角度,此案还首次涉及B股调整以及定向增发中协商定价。在这起案件的受理、审理过程中,上海二中院遇到了诸多法律问题,在相关法律规定并不明确的情况下,合议庭法官发挥了主观能动性,认真研究如何交叉适用《破产法》、《公司法》、《证券法》,如何与行政部门不断进行协调,而解决了诸多难题,最终促成了重整成功。在这个不断摸索与实践的过程中,我们认为,无论是成功的经验还是失败的教训,都值得记录下来并加以研究。

二、华源股份重整过程简述

华源股份成立于1996年7月18日,1996年7月26日公开发行B股并在上海证券交易所上市,1997年7月3日公开发行A股并在上海证券交易所上市。后经历次股本变动,截至2007年12月31日,华源股份的总股本为629,445,120股,其中A股364,485,120股,B股264,960,000股,股东为69,700余家。注册资本为人民币629,445,120

元,公司类型为股份有限公司(中外合资、上市)。华源股份的控股股东为中国华源集团有限公司(以下简称华源集团公司),共计持有公司154,932,000股股份,占总股本的24.61%。

由于经营不善,屡次亏损,2007年12月31日,华源股份的资产总额为1,440,143,125.10元,负债总额为2,495,871,730.13元,净资产为-1,055,728,605.03元,已严重资不抵债,濒临破产的边缘。因连续亏损,上海证券交易所出具了《关于对上海华源股份有限公司股票实施暂停上市的决定》(上证上字[2008]46号),认定华源股份2005年、2006年、2007年连续三年亏损,根据《上海证券交易所股票上市规则》14.1.1条、14.1.5条和14.1.7条的规定,决定自2008年5月19日起对公司股票实施暂停上市。在此期间,华源股份与债权人银行一直在谋求法庭外重组,但多次谈判后均未成功。

2008年8月11日,债权人上海泰升富企业发展有限公司向上海二中院申请华源股份破产重整。上海二中院经审查后,于2008年9月27日裁定受理本案,并同时指定华源股份清算组为管理人。

2008年11月11日,上海二中院召集召开了华源股份第一次债权人会议,对管理人编制的债权表提交债权人会议核查,共有5家债权人申报的总计金额为人民币485,202,952.43元的担保债权,2家债权人申报的总计金额为人民币9,384,834.49元的税款债权,134家债权人申报的总计金额为人民币1,692,792,715.58元的普通债权,以上共计人民币2,187,380,502.50元,债权人与债务人对此均无异议。上海二中院根据管理人的请求裁定对上述债权予以认可。对于未确认的7笔债权,经管理人申请,上海二中院裁定确认7家债权人享有临时债权额。

在本案中,重整计划草案基本内容如下:(1)原有资产处理。出售所有资产,遣散和安置所有员工。(2)缩股与股权让渡。全体股东同比例缩减股本25%。母公司华源集团让渡其所持有股票的87%,其他股东分别让渡持有股票的24%,共计让渡8541.1万股,其中3771.9万股为A股、4769.1万股为B股。让渡股票中的7993.2万股A股按债权比例向普通债权组债权人分配;剩余5888.1万股A股、4769.1万股B股由重组方有条件受让。(3)偿还债务。担保债权、职工债权、税款

债权全额清偿,普通债权以出资人让渡的股票受偿。以华源股份股票停牌前一日收盘价格 4.37 元作为测算依据,每 100 元债权受偿 3.3 股华源股份 A 股,普通债权清偿比例为 14.42%。

2008 年 11 月 20 日,第二次债权人会议对重整计划草案进行表决。第一次表决中,优先债权组、职工债权组、税款债权组依法通过了重整计划草案,普通债权组表决结果未达到法定的数额,重整计划草案未能通过。

2008 年 11 月 21 日,因重整计划草案涉及出资人利益调整,债权人会议设出资人组,于 2008 年 11 月 21 日召开出资人组会议,对重整计划草案进行表决,出资人组表决通过了重整计划草案。

2008 年 12 月 1 日,第二次债权人会议进行第二次表决,债权人表决通过了华源股份的重整计划草案。

2008 年 12 月 13 日,上海二中院出具(2008)沪二中民四(商)破字第 2~5 号裁定书,批准上海华源股份有限公司重整计划,并终止上海华源股份有限公司重整程序。

2009 年 10 月 28 日,华源股份召开临时股东大会,主要针对定向增发的定价问题进行表决。股东经现场投票与网络投票,表决通过了定价方案,即定向增发 1,039,471,959 股,价格为 2.23 元/股,取得的资产为名城地产(福建)有限公司 70% 股权。

2009 年 12 月 25 日,中国证监会公布了《并购重组委 2009 年第 40 次会议审核结果公告》,有条件通过上海华源股份有限公司重组的情况。

三、重整过程中遇到的法律难题及思考

(一)上市公司重整程序启动条件与司法审查

重整程序需要具备什么条件才能启动,法院应如何进行司法审查,是实践中争议较大的问题。根据新破产法第 2 条的规定,企业法人不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力,或者有明显丧失清偿能力可能的,均可要求破产重整。但是,具备

重整原因是否就可以启动重整程序呢?有观点认为,“能否适用重整制度还应当考虑债务人企业是否具备重整能力,即是否具有再生希望和重整价值”。^①从国内外重整实践来看,一般是一些关系到国计民生的大企业、具备摆脱困境的能力和希望、有潜在的新投资者,才会启动重整程序。

但是,有没有再生希望,由谁进行判断,何时进行判断,争议也很大。法院是否可以以没有再生希望为由不允许债务人进行重整?在程序启动之时是否必须有比较确定的再生希望,即存在明确的重组方?由于缺乏明确的法律规定,实践中不乏争议。以华源股份为例,上海二中院在受理这起案件的过程中,华源股份声称,为了在重整过程中引入拥有优质资产并具备较好营利能力的重组方,已经与多家公司进行了前期接触与协商,但拒绝向法院披露重组方的具体名称及谈判情况。在重组方未披露的情况下,无法初步分析重整的可行性,这种情况下能否受理破产重整案件,引发了不同的观点。有的意见认为,没有明确的重组方,不应受理破产案件。另外一种意见认为,重组方可以在受理案件后确定,并不妨碍法院受理破产案件。

关于法院是否应对重整程序的启动进行审查的问题,笔者认为,重整程序是一个成本较高、耗时较长且社会代价较大的复杂程序,程序启动之后将中止所有普通债权的清偿及担保权的实现。如果债务人根本没有再生希望,最终会转入破产清算程序,导致重整的启动只会徒劳无功。而且,由于时间的拖延,债权人的清偿率越来越低,对其利益无疑会产生损害。因此,人民法院必须对重整申请加以初步审查,判断其是否有初步的再生希望。但是,确定是否具备再生希望,实际是一个商业判断的问题,取决于债务人的资本结构、治理水平、技术条件、营利能力、市场环境等方面的商业因素的分析 and 预测,由法官来完成勉为其难。法官对于重整的相关法律虽较为熟悉,但是对于债权股权的调整、战略投资者的引进、市场现状及将来企业营利空间,则往往是门外汉。而且,在债权人没有表达意见之前,法官亦无从了解债权人的想法,不

^① 王靖、刘健:“上市公司重整制度在审判实践中遇到的问题及思考”,载《破产法论坛》(第2辑),法律出版社2009年版。

能替代他们直接作出决定。在这种情况下,笔者认为,法院进行的应该只是一个非常初步的审查,不宜直接以不具备再生希望为由不予受理破产案件。^② 如果案件受理以后,仍然对适用重整程序还是清算程序存在争议,则最好通过听证会的形式,给予各利害关系方充分表达意见的机会,并且在必要时可以聘请有关专家发表意见,弥补法院商业判断知识和经验的不足,这是一种体现程序公正的制度安排。法院在听取各方的意见后,再作出判断,必要时可以裁定形式驳回重整申请,这样更加符合破产法的精神。比如,在东星航空破产重整案中,2009年8月11日,东星集团以东星航空公司的出资人身份,与北京信中利投资公司达成协议并制定出重整计划方案,并向武汉市中级法院申请对东星航空公司进行破产重整。武汉中院8月19日作出不予受理裁定。东星集团不服上述裁定,向湖北省高级人民法院提起上诉。8月23日,湖北省高级人民法院裁定由中院立案受理。8月25日,武汉中院组织召开了听证会。法院认为,东星集团及信中利公司明显缺乏对东星航空公司重整的资金能力,提交的重整方案不具有可行性,驳回申请。^③

关于重组方的确定是否为破产重整程序启动的必要条件,笔者认为,法律并未规定在重整程序启动之初就必须确定重组方。根据重整的国际实践,在程序启动之前确定重组方,是预先安排式重组(prepackaged reorganization),是破产法应予鼓励的,因为这可以减少重整成本。而进入重整程序后寻找重整方,也是完全可行的。比如,在雅新电子(苏州)有限公司和雅新线路板(苏州)有限公司重整案中,在法

^② 应当说,由于中国的特殊国情,启动破产程序存在重重障碍,本身就不容易。因此,实践中如果没有一定的把握,债权人或者债务人也不会轻易申请重整。如果法院以没有再生希望为由拒绝受理,将使得破产案件的启动难上加难。

^③ “东星航空迎来终审 法院驳回重整裁定破产”,<http://www.sina.com.cn>,2010年8月27日访问。法院认为,在重整方案中,虽然以信中利公司为代表的重整方表明首期将注入2亿~3亿元资金,对东星航空公司股权、债务进行重整,但其既未提供注入资金的来源、相关融资机关愿意提供融资的证明,也未提供债权人同意将其债权转为股权的证明,更没有对其他债权人的债权利益进行保护的方案,而且缺少国有资产监督管理部门同意对国有资产部分债券转为股权的相关意见,以及东星航空公司所在地武汉市政府和相关主管部门对该重整方案提供支持和帮助的相关意见。

院的监督下,管理人安永华明会计师事务所上海分所先后在《华尔街日报》、《中国日报》等多家媒体上发布了引进投资者的广告。先后有花旗国际亚太企业创投公司、昌升国际投资集团、美国亿泰证券集团等20多家潜在投资人前来接洽,但由于对投入大量资金且一次性偿还大部分债务没有达成一致,这些潜在投资人均放弃了投资。最后,通过对投资者实力与破产重整方案的评估,选定悦虎电路有限公司为投资人。^④上述案例是非上市外资公司重整案例,而上市公司进入重整,作为一种较为理想的壳资源,更容易寻找投资者。因为进入重整程序之后,上市公司各类债务的债权人进行申报,使上市公司的隐形债务充分暴露,降低了重组方的财务风险,重组方只需按重整方案确定的清偿率予以清偿。也就是说,法庭裁判为债务豁免提供了强有力的法律保障,大大提高了债务重组的效率,比法庭之外的重组具有更大的优势和更大的确定性。这种情况下,必定会吸引更多的投资者,而且可能出现多家投资者竞争的情况,大大提高了债务人企业重整成功的机会。就以华源股份为例,重整程序启动之前,由于债务数额巨大,重组方摸不清底细,法庭外重组耗时耗力,但却无功而返,导致最终无人问津。而进入重整后,有8、9家很有实力的投资者前来接洽,给予了管理人充分选择的机会。

(二)上市公司重整中管理人的指定问题

管理人的能力对于重整的成功是不可或缺的。在上市公司的重整中,管理人的角色更为重要,其能力要求更高,比如包括设计符合《破产法》、《证券法》、《公司法》的重整计划草案,积极与证券交易所、证券监管部门沟通,担负监督上市公司职责等。因此,选任一个合格的管理人,相当于重整成功了一半。

在上海二中院受理华源股份案件后,本案债务人的控股股东中国华源集团有限公司(以下简称华源集团公司)向法院递交了《关于上海华源股份有限公司重整案管理人及相关中介机构人选的推荐函》,提出:华源股份作为国务院国资委直属的上市公司,其破产重整案社会影

^④ 刘敏著:“雅新电子(苏州)有限公司和雅新线路板(苏州)有限公司破产重整案评析”,载《民商事审判指导》(2009年第2辑),人民法院出版社2009年版。

响面大、重整工作复杂、专业性强,且是上海地区第一家上市公司的破产重整,因此,缺乏相关经验的管理人难以胜任相关工作;再加之华源股份的重整程序中,肯定要涉及多方主管行政机关的协调和沟通,一般中介机构担任管理人恐怕难以取得较好的效果。因此,华源集团公司认为,最为适合华源股份管理人的指定方式是指定清算组作为管理人的方式,即由华源股份的实际控制人、股东和对华源股份情况深入了解并且已经先期参与华源股份破产重整准备工作的相关中介机构组成清算组,然后由法院指定该清算组作为华源股份重整案的管理人。华源集团公司还推荐了具体的清算组组成成员。

如何选任合适的管理人,在华源股份重整案件中成为一个难题。首先,是由中介机构担任管理人还是指定清算组为管理人?根据《最高人民法院关于审理企业破产案件指定管理人的规定》,人民法院一般应指定管理人名册中的社会中介机构担任管理人,但也可以指定清算组为管理人。第19条规定“清算组为管理人的,人民法院可以从政府有关部门、编入管理人名册的社会中介机构、金融资产管理公司中指定清算组成员,人民银行及金融监督管理机构可以按照有关法律和行政法规的规定派人参加清算组”。

笔者认为,一般来说,上市公司破产重整往往涉及国有企业职工的安置、地方经济发展和社会稳定等复杂的问题,需要协调不同的政府部门,在目前国情下,中介机构与政府相关行政部门的协调能力较弱。而且,上市公司的特点在于中小股东人数众多而且分散,破产重整往往影响投资者的利益,影响面大,如果处理不当会引发不安定情况,而一旦发生这种情况,单凭管理人的力量确实难以维护社会的稳定。以华源股份重整案件为例,债权人有两百余名,股东有六万多名,涉及多方主管行政机关的协调和沟通,比如该债务人为国务院国资委直属的上市公司,受到国资委的监督与关注;该债务人为上市公司,重整过程受证券监管部门以及退市规则制约,时间紧迫;该债务人的主要债权人为银行,需要银行监管部门的协调。考虑到上述情况,一般中介机构担任管理人恐怕难以取得较好的效果,因此,较好的方式是由社会中介机构以及国资委、证券监管部门、银行监管部门的代表组成清算组。人民法院将清算组指定为管理人,既能发挥中介机构的积极性,又能保证与行政

部门沟通协调的便利性。事实上,许多复杂的重整案件中,也采取了同样的方式。比如宝硕股份、沧化股份,均采用了清算组的形式,将政府有关部门的人员纳入清算组。尽管这种政府部门介入的方式可能会引起争议,但现阶段却是符合国情的做法。^⑤

其次,采取何种方式选定中介机构?《最高人民法院关于审理企业破产案件指定管理人的规定》第20条规定:“人民法院一般应当按照管理人名册所列名单采取轮候、抽签、摇号等随机方式公开指定管理人。”第21条规定:“对于商业银行、证券公司、保险公司等金融机构或者在全国范围有重大影响、法律关系复杂、债务人财产分散的企业破产案件,人民法院可以采取公告的方式,邀请编入各地人民法院管理人名册中的社会中介机构参与竞争,从参与竞争的社会中介机构中指定管理人。参与竞争的社会中介机构不得少于三家。”但对此问题,实践中存在不同做法。笔者认为,上市公司的重整案件不等于一般的重整案件,对于管理人的要求比较高,不仅要具备办理破产清算案件的经验,而且要具备办理重整案件的经验,除此之外,还要非常熟悉相关的证券交易规则,及时进行信息披露,等等。因此,最高人民法院有法官也认为,“破产重整案件中的管理人,以及清算组管理人中的中介机构成员,均不宜采用随机方式产生。人民法院在指定管理人时,要根据企业破产法和有关司法解释的规定,采用适当方式指定适格管理人,尤其是对于重大、疑难案件,不能简单地以随机方式确定管理人”。^⑥

本案中,华源股份提出,本案是第一起央企重整案例,前期法庭外重组过程中北京金杜律师事务所上海分所已经深度介入,而且该事务所作为管理人参与了国内多家上市公司的重整,经验较为丰富,故请求上海二中院指定该事务所为管理人。这种直接指定的请求虽有一定的

^⑤ 比如,在东星航空破产重整案件中,管理人由武汉市交通委员会、法制办、总工会、公安局、相关中介机构等部门组成。但这种做法引起一定争议,东星集团有关人士曾宣称:“管理人”应该从“管理人名册”中选择,即律师事务所、会计事务所等中介机构申请并通过成为“注册管理人”。而现在的政府部门作为“管理人”名不正言不顺。参见“东星航空破产案管理人和重组申请人展开口水大战”,<http://www.china-cbn.com/s/n/000004/20090727/000000121779.shtml>,2010年8月27日访问。

^⑥ 刘敏:“雅新电子(苏州)有限公司和雅新线路板(苏州)有限公司破产重整案评析”,载《民商事审判指导》(2009年第2辑),人民法院出版社2009年版。

道理,但也给法院出了难题。在本案审理之时,上海市破产案件较少,20名管理人虽然已经选出,但基本缺乏处理破产案件的经验,仅有一家(包括北京金杜律师事务所上海分所)参与过重整案件。如果随机指定,则可能选定的中介机构缺乏经验而导致重整失败。另外一个问题是,本案时间尤为紧迫,法院受理之后,如果在2008年12月31日未能顺利通过重整计划,则依据证券交易规则,华源股份将被作为退市处理,留给法院用于重整的时间所剩无几,更不用说采用竞争方式来选择管理人。在这种情况下,上海二中院及时向上级法院请示汇报,要求适当缩小中介机构名单并从中随机指定。最后,经国务院国有资产监督管理委员会推荐,最高人民法院、上海市高院同意,上海二中院在本案中直接指定北京金杜律师事务所上海分所作为清算组中的中介机构,清算组其余成员则来自上海市金融服务办公室、上海市国有资产监督管理委员会、上海证监局、上海银监局等。

需要指出的是,华源股份重整案件中中介机构的指定,是一个特例,不能推而广之。原因在于,如果均采取直接指定中介机构的方式,难免会遭人诟病,有暗箱操作之嫌,偏离了司法解释的相关规定。笔者认为,在上市公司破产重整中,应更多地采用竞争方式指定管理人,^⑦如果要采取推荐形式,也应由债权人而非政府部门行使推荐权。比如,在雅新电子(苏州)有限公司和雅新线路板(苏州)有限公司破产重整案中,苏州市尚无破产管理人名册,为贯彻公平公正原则,吴中法院以报纸公告方式公开招聘管理人,同时开创了由主要债权人(银行团)向法院推荐管理人的先例,指定了国际四大会计师事务所之一的安永华明会计师事务所作为破产重整管理人。^⑧这种方式保障了债权人的参与权,更符合法治理念与市场规则。

(三)上市公司重整方案的设计与法院的审查

重整计划草案的设计,是重整案件的关键。企业能否起死回生,债权人的权益能得到多大保障,与重整计划草案的设计密切相关。重整

^⑦ 竞争方式虽然在司法解释中有所规定,但由于缺乏操作细则,目前很少看到以竞争方式指定管理人的新闻报道。

^⑧ 刘敏:“雅新电子(苏州)有限公司和雅新线路板(苏州)有限公司破产重整案评析”,载《民商事审判指导》(2009年第2辑),人民法院出版社2009年版。

计划草案一般包括债务重整方案、资产与业务重整方案、经营管理重整方案、股权重整方案、融资方案。本案中,华源股份的重整方案的主要思路包括债转股、股东权益调整、定向增发。简而言之,试图将华源股份剥成净壳,通过出让上市公司的壳资源价值来吸引潜在投资者。面对这样一个重整思路,在重整计划草案的设计中,法院是否该介入,以及如何介入,这是一个值得思考的问题。

笔者认为,重整是一种挽救企业的经营行为,对于商业经营,法官不是专家,应采取有限介入的态度,主要审查其是否合法,而非是否可行。方案可行不可行,应由债权人判断。^⑨但方案有不合法之处,则应及时指出并加以纠正。比如,在华源股份重整计划草案中,管理人及中介机构报酬方案的披露比较含糊且夹杂于其他部分,上海二中院审核后及时指出这种做法不符合司法解释的规定,紧急要求管理人以补充附件的方式,专门披露管理人报酬方案并交付表决,保障了债权人以及股东的知情权,避免为重整埋下隐患。除此之外,由于华源股份重整方案的特殊性,法院还面临两大问题有待解决:

1. 卖壳式重整引起争议

上市公司壳资源具有特殊的市场价值,实践中借壳上市备受追捧,客观上已成为上市公司的一笔财务上没有记载的“无形资产”。壳资源日益紧俏,上市公司重组亦层出不穷。在法庭外的重组,谈判成本较高,财务黑洞不易摸清,容易负债过重。而上市公司进入破产重整后,一般净资产为零,且可以通过破产程序中的债权申报理清财务状况,不会遭遇陷阱。另外,债权人会议的表决机制,也大大降低了谈判成本,因此,破产重整上市公司在实务中是一种较为理想的壳资源。在我国香港地区,卖壳亦是重整方式之一。根据均富会计师事务所对1998年至2004年重整的香港上市公司的研究结果显示,84家重整的上市公司中,达半数出售其上市地位。这说明上市地位是企业最重要的资产之一,也极有可能是企业/债权人选择重整而非清盘的其中一个原

^⑨ 事实上,华源股份重整计划方案没有披露明确的重组方,但债权人会议最终表决通过了,也是在合议庭成员的意料之外的。因此,可行不可行,具有很强的主观判断性。

因。^⑩但是,华源股份重整中的“卖壳”还不同于普通的“卖壳”。重整计划草案中,原有资产全部出售,原有职工全部解雇,新的投资者从事的业务与华源股份原有的业务毫无关系。^⑪相当于简单地出售一项行政许可(上市审批),以补偿债权人,保障股民利益。这种重整,是否符合破产法规定并构成法律意义上的重整?

事实上,破产法并没有对“重整”下一个明确定义,相关证券法律法规亦未作出禁止性规定。因此,难免在实务中使人产生困惑。笔者针对此问题专门请教了美国律师,他们提出,通过重整取得上市资格在美国比较常见,称为“逆向上市”(reverse takeover or reserve IPO),已经成为一项成熟的实践。但是,类似于华源股份重整的这种卖壳较为少见。不过,“重整”这一概念较为模糊,许多重整并非像我们想象中那样,能使债务人脱胎换骨,通用电气的重整方案核心也只不过是“出售”,将优质资产剥离后出售给新公司,实际的经营业务并没有实质性改变。^⑫因此,不管是什么样的重整,只要大家都同意,法官无须干涉。从这个意义上来说,笔者认为,考虑到中国的现阶段的特殊国情,华源股份的特殊重整方案,尽管不一定鼓励,但不宜认为其不合法而禁止。因为这种方案是债权人和出资人表决通过的,构成意思自治。从效果上看,方案使债权人、中小投资者的利益更好地得到保护,而且使作为债务人的央企通过了“生死大考”,形成了多赢的局面。

2. 股东权益调整的难题

根据破产法的理论与实践,重整中不仅可以调整债权人的权利(如减少清偿、延期清偿),还可以调整股东的权利。股东权益的调整

^⑩ 均富国际“破产重整:上市公司最新求生术”,<http://www.51guan.net/ap.aspx?ai=956>,2010年8月27日访问。

^⑪ 华源股份的主业为纺织,而新投资者的主业为房地产。

^⑫ 通用重整方案是通用将成立一家新公司来收购其优质资产。美国政府与加拿大政府大量注资。重整后新公司的股权结构是:60%股份将由美国联邦政府持有,12.5%由加拿大政府持有,全美汽车工人联合会以员工债权人代表的身份持有17.5%;旧通用汽车的无担保债权人持有10%。通用汽车的原有股东将不在新公司中持有任何股份。参见李曙光:“通用汽车破产案中法律抉择解析”,载《经济参考报》2009年7月14日。

目前已经成为上市公司重整中的普通现象。^⑬但是,如何调整,在债务人资不抵债是否可以完全剥夺股东的权利,也是经常引起争议的事项之一。比如,在华源股份的重整案中,华源股份经审计评估后确认已经资不抵债,从资产负债表来看,股东权益已经毫无价值。同时,重整方案中又存在债转股、定向增发的内容,在这种情况下,如何在股东与债权人、新投资人之间取得平衡,是法院必须面对的难题。笔者认为,这种情况基本可以通过债权人、出资人会议表决机制来处理,相对容易。除此之外,本案中控股股东持有的一部分股权已经被质押给某银行(该银行并非本案中的债权人)且被其他法院查封,在这种情况下,被质押股权价值的认定以及处理更是难上加难。^⑭

解决上述问题的核心在于重整中的股权价值认定,但对于这个问题,破产法也没有给出明确的回答。目前存在两种观点:有观点认为,在上市公司的资产不足以清偿债务人情况下,重整计划对股东权益的调整是必须和应当的,具有法律的强制性。也有观点认为,在重整程序中对股东权益的削减应当经过股东的意思自治,因为至少壳资源还有一定的价值,^⑮股东亦应享有。笔者认为,在上市公司的资产不足以清偿债务人情况下,应当通过司法解释鼓励尽量剥夺股东权益。因为在破产程序中,除了职工利益的考虑之外,债权人的权利是最优先的。在债务人资不抵债尤其是严重资不抵债的情况下,即便壳资源存在一定的价值,亦应归于债权人所有,而与原有股东关系不大。这也是国际通行的实践。比如,根据美国证券交易委员会官方网站关于公司破产程序对投资者的介绍,在绝大多数情况下,破产重整计划将剥夺原有的股

^⑬ 比如 *ST 宝硕重整中,全体股东按不同的持股数量让渡 10% 至 40% 不等的股份,*ST 沧化重整中,持股量在 10 万股以上的股东,每户无偿减持 11%,共计减持 3285.53 万股,以让渡出资益。参见财经报道“权益让渡频现上市公司破产重整”,<http://business.sohu.com/20080403/n256072919.shtml>,2010 年 8 月 27 日访问。

^⑭ 因为该银行并非本案债权人,同时质押期间股权未过户,其亦非华源股份股东,因此无法通过参与表决解决。另外,由于其他法院的查封,中国证券登记结算公司对于这部分股权的缩减、让渡操作手续上会出现技术问题。

^⑮ 赵柯著:“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。

东权益。^⑩ 比如,美国通用公司的重整计划草案中,原有股东的股权完全被剥夺。在个别的情况下,会给股东保留名义上的极少部分股权,不超过5%。相比之下,我们国家的破产重整实践中,往往给股东保留了较多的权利,对债权人的利益保护远远不够,这是由于中国需要维护稳定的特殊国情所决定的,因为中小投资者众多(维稳成本更高)、债权人相对较少。正是这种特殊的国情,决定了我们难以见到上市公司破产清算的案例,也导致证券市场上对上市公司破产重整进行赌博式投机的现象层出不穷。如果真正遵照国际标准,那么这些现象将荡然无存。

(四)重整中的债权人及出资人会议的召开

债权人以及出资人的表决对债务人的生死最为关键。华源股份重整计划草案能否获得通过,不但面临着上百债权人,还要面对上万股东的投票表决。任何一方如果否决了破产重整方案,除非法院强行裁定通过,否则就意味着华源股份将成为中国股市破产清算第一股,也成为央企破产清算第一家。因此,新闻媒体报道使用了“生死大考”来形容本案表决,并不过分。

对于如何表决,《企业破产法》的规定比较原则。《企业破产法》第84条规定,出席会议的同一表决组的债权人过半数同意重整计划草案,并且其所代表的债权额占该组债权总额的三分之二以上的,即为该组通过重整计划草案。同时还规定,债务人或者管理人应当向债权人会议就重整计划草案作出说明,并回答询问。同时,该法在第86、87条还规定了出资人会议以及表决中的二次表决机制。但实践中,如何顺利召开债权人及出资人会议,是个容易被理论界忽视的技术难题。不仅要程序合法,定位明确,立场公正,同时也要正确操作,有效掌控。笔者认为,以华源股份为例,在债权人以及出资人会议的表决中,至少存在以下需要进一步思考的问题:

1. 对债权人的事先收购行为

债权人会议的表决通过设置了债权人人数限制与债权额限制。在实践中,为了通过人数限制,可能发生一些事先收购债权的行为。比

^⑩ 参见 SEC 官方网站 <http://www.sec.gov/investor/pubs/bankrupt.htm>。

如,在华源股份的重整程序中,债务人的关联公司在表决之前与小额债权人协商,表示愿意将其债权全额或者高折扣收购,条件是它们必须投票同意通过重整计划草案。在笔者看来,这样的协商沟通既可以使小债权人深入了解相关情况,并正确选择维护其利益的方案,也可以为通过重整计划草案提供更多的有利因素,从效果而言是很好的。

但是,在实施这些行为时,仍然需要在相关的法律方面加以分析,并且在将来的司法解释中加以完善,否则有可能产生争议。首先,这种行为是收购“表决权”还是收购“债权”,需要根据具体的协议内容加以界定。笔者认为,如果是收购“表决权”,债权人仍然是原来的债权人,在重整程序中地位未发生变化,其只是以表决权换取今后的收购。如果是收购“债权”,那么债权人的身份地位也发生了变化,收购方需要重新登记为债权人,原来的债权人即不再是债权人。这里面就会产生争议。因为进入重整程序后是否允许这种收购,法律没有明确规定。而且,债权人名单也会一直处于变化之中,给实务操作带来一定的麻烦。其次,收购行为的界定不同,会影响到权利的行使。如果一个收购方收购多家小额债权人的债权,收购方作为新债权人时,其代表的债权人人数从理论上而言只能是一个债权人,而不是原先的多个债权人。这一点,在证券公司破产程序中尤为明显,如投资者保护基金收购了大量的债权人,债权数额巨大,但仍视为一个债权人。如果收购“表决权”,就不存在这种障碍。最后,收购行为的存在,事实上是使得部分小债权人获得了高于其他债权人的清偿,是否会违反公平原则而引起争议,需要法律予以明确。否则,将来可能会出现一种情况,即债务人或者其关联公司与各个债权人分别谈判,各自达成秘密协议,结果就是每个债权人得到的待遇都不一样。

2. 银行审批机制对表决带来的难题

在上市公司的重整中,往往大部分的债权人为银行,华源股份也不例外。而银行债权人的特殊性在于,发放贷款的一般是银行的分支机构,但是由于体制及管理的原因,许多银行分支机构对重整计划草案的表决并不具有自主决定权,而是要报到总行层层审批。由于总行审批的时间较长,在表决之时往往未能作出决定,导致参与投票的银行分支机构不愿表态,往往愿意投弃权票。而如果银行债权人弃权,由于其债

权数额较大,则重整计划草案也得不到通过。因此,要解决这一问题,笔者认为只能从银行内部的管理体制入手,在重整案件中授权地方分支机构特定的权限,以鼓励其及时进行表决。毕竟重整案件不同于清算案件。在清算案件中,银行债权人处于被动地位,只能等待清算结果;重整案件中,银行是积极主动地挽救企业,从而减少自己的损失。在美国的重整实践中,这种主动性更加明显,银行债权人甚至还要再贷给债务人更多的资金,作为“超级优先性贷款”,以资助债务人渡过难关。

与此相关的问题是投票种类的设计。许多银行债权人提出,应设立弃权票,因为一方面其无法及时得到总行的授权,表示愿意减免债务以支持重整,另一方面出于各种各样的原因,^①也不愿表示反对重整计划草案。在这种情况下,弃权票就成为银行债权人的首选。这是设置弃权票有利的地方。但是争议在于,破产法对是否可以设计弃权票缺乏明确规定,法律条文要求的是“同意”重整计划草案,弃权票自然不能视为同意。从这一角度而言,设计弃权票似无必要。另外,如果存在弃权票,相当于鼓励部分债权人不表态,反而达不到“同意”票数,不利于重整计划方案的通过。因此,这一问题需要留待今后的司法解释或者根据不同实践需要解决。

3. 债权人知情权的保障与制度改进

根据企业破产法的规定和实践中的做法,第一次债权人会议由人民法院召集和主持,而第二次债权人会议准备表决时,往往是债权人会议主席主持,人民法院的作用主要是列席会议并维持秩序,无须过多干预。但笔者认为,维护会议秩序、保障债权人的知情权,实际上对于顺利通过重整计划草案非常关键,人民法院大有可为之处。比如,会议材料的准备,实践中有的债权人会议没有给债权人准备任何书面材料,仅仅口头宣读相关材料,债权人因知情权得不到充分保障而失去信任,自然不会表决通过重整计划草案。在这方面,笔者认为,人民法院还应设置相应的程序,允许债权人代表限时发言,或者提出问题,并由管理人

^① 比如华源股份中为首例央企重整,受到国资委、证监会、银监会的多重关注,许多银行也不愿意明确表态反对重整。

及其他中介机构(审计、评估机构)解答债权人的疑惑。至于提问的方式,以书面提问为妥。以华源股份为例,在第一次债权人会议上,采取了举手提问的方式,个别债权人因情绪激动,发问变成指责,容易煽动其他债权人形成对立情绪,难以维持良好的会场秩序。这种情况出现后,上海二中院在第二次债权人会议上及时改变,采取了债权人书面递交问题并由管理人及其聘请的中介机构派出代表回答的做法,会议井然有序,各方能够理性思考和衡量利弊,有利于重整方案的最终通过。

4. 多次表决制度缺陷与操作难题

根据《企业破产法》第 87 条的规定,部分表决组未通过重整计划草案的,债务人或者管理人可以同未通过重整计划草案的表决组协商。该表决组可以在协商后再表决一次。双方协商的结果不得损害其他表决组的利益。在华源股份重整案件中,重整计划草案在第二次债权人会议提交表决,然而在这次会议上,第一次表决中普通债权组未能通过,不得不启动第二次表决。但是,第二次表决如何组织、何时进行,法律并未明确规定。第二次表决至关重要,是最后一次协商机会,如果仍未通过,则交由人民法院裁定。尽管人民法院有权强行裁定通过,但债权人投票通过的应该更受到市场欢迎。

从法律条文的表面理解,似乎在第一次表决没有通过后,在当天会议上,各方可以休会并开展协商,几小时后再行表决。但实务操作中,基本上没有当天协商的余地和机制。一是因为重整计划草案已经提前告知,前来投票的代表(尤其是银行债权人代表)不会在几小时内随意变更自己投票的结果,或者因为审批机制的原因根本无权作出决定。而已经制作的重整计划草案往往是多方衡量、几易其稿,亦不可能当场拍板变更。

因此,在当天协商基本不可能的情况下,理论上可以组织第三次债权人会议进行第二次表决,但是,由于退市规则的特殊限制,本案中留给法院的时间实在太少。《企业破产法》第 63 条规定,“召开债权人会议,管理人应当提前十五日通知已知的债权人”。如果加上提前通知时间,即便第三次债权人表决通过,亦可能无法完成后续的各类行政手续导致退市。在上述情况下,上海二中院当场及时应对,设计了一个休会多日后继续第二次表决的机制,在 2008 年 12 月 1 日继续进行第二

次表决,以便留足充分时间让管理人与债权人沟通。

由于休会多日后继续表决在国内的重整实践中较为少见,因此,也有诸多的相关法律问题需要解决。比如,第二次表决的间隔期限是否应有规定和限制?在计算票数方面,原先已经投票同意的债权人是否仍应参加现场表决,还是允许其保留原先投票的结果,无须到现场表决(主要是考虑差旅成本因素)?还有,能否允许管理人逐个说服债权人并由债权人书面投票交管理人?在这些诸多方案中,上海二中院最后采取的方案如下:参加第一次表决的普通债权组债权人已经表决同意重整计划草案的,如果该些债权人未能继续参加第二次表决会议的,则其第一次表决意见将作为其表决的最终意见,统计在第二次表决结果中。当然,如何在法律规则上进一步完善第二次表决的机制,仍需要今后的司法解释进一步明确。

(五)上市公司重整中的信息披露问题

上市公司重整案件的信息披露是重要的环节。根据市场经济的理论,每个市场主体都是理性经济人,只要有足够和畅通的信息,他们便会作出正确的投资决定,包括对重整计划的表决。在我国的实践中,上市公司重整不仅要符合破产法、民事诉讼法等规定,还要遵守证券法、证券监管机构以及证券交易所的信息披露要求。

在目前的实践中,中国证券市场的披露制度已经基本成熟,上市公司重整中基本能够依据证券法进行相关的披露。证券法要求的信息披露包括进行定期报告和临时报告。定期报告即根据《证券法》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》以及相关的信息披露准则要求,在季度报告、半年度报告、年度报告中如实披露公司的重整及其进展情况。临时报告即要求披露一些与重整相关的程序性信息,比如申请重整、要求债权人申报债权、召开关系人会议、通过重整计划、批准重整计划等。实践中,在管理人的要求与督促下,基本能够按照相关的证券法规定及时准确予以披露。目前上海证券交易所的做法是,形式上由上市公司的董事会负责信息披露工作,但是相关信息披露的内容需要管理人出具书面确认文件。

目前,不少观点提出的加强上市公司重整的信息披露,往往侧重于依据证券法,但其实真正需要加强和完善的是如何依据破产法进行信

信息披露。由于破产法重整制度属于新生事物,依据破产法所进行的信息披露实践目前乏善可陈,需要披露什么信息、由谁披露、通过什么程序披露、债权人及其他利害关系人的知情权如何保障,仍然缺乏明确的规则。而上市公司重整程序,往往涉及权利的调整甚至让渡、剥夺,如果没有足够的信息,利害关系人无法作出正确的投票决定。比如,在华源股份第一次债权人会议之上(本次会议的主要议程是确认债权以及对重整计划草案进行说明),管理人告知债权人将在第二次会议上将对重整计划草案进行表决,但有的债权人当场提出要求更改议程,要求第二次会议不予表决,而是先要对审计及评估报告进行审阅。有的债权人提出,管理人工作报告中反映的华源股份的资产状况不清晰,相关的审计、评估报告也未给债权人阅看,债权人要求在交易所网站上公布审计、评估报告,并要求对前两年审计报告中的保留意见所涉事项作充分说明。另外,重组方亦未披露,债权人无法判断重整后的华源股份的持续经营、盈利能力。

这些问题,反映出目前破产案件中信息披露的不足之处。笔者认为,在信息披露方面,可以从两方面完善:

1. 披露的内容。在目前的破产重整案件中,由于法律仅仅规定需要制订重整计划草案,大多数案件中并没有专门的信息披露资料,而重整计划草案往往对许多事项语焉不详,比如,对于直接进行清算的可能清偿率,往往披露一个数字比例,而缺乏支撑的具体依据以及计算方法。相比之下,破产法较为成熟的美国,则专门在法律中规定了必须发布“信息披露说明”,^⑩并且这种信息披露说明要经过法院的批准。笔者手头有一份美国2003年世通公司破产重整案件的重整计划以及信息披露说明,^⑪其中,重整计划有53页,而信息披露说明则有108页之多,内容非常详细。通常来说,信息披露说明一般可包括以下内容:债务人的背景情况;现有财产和其价值的叙述;债务人未来发展的预测;债务人在重整程序中的经营预测;有关债务人立即进行清算的假设;说明书中所作各项财务分析的会计方法、估值方法;重整程序中管理人员

^⑩ 美国破产法 § 1125. Postpetition disclosure and solicitation。

^⑪ In re WORLDCOM, INC Chapter 11 Case No. 02 - 13533 (AJC)。

的姓名、情况及报酬;重整程序中所涉及的全部行政费用,包括律师和会计师等各类专业人员的费用;各项应收账款的收取情况,包括有可能发生的坏账;重整程序中所涉及的风险因素;有无可能被撤销的优惠性清偿和欺诈性转让;现有诉讼的胜诉可能性;重整计划的税务分析;重整计划涉及的证券法问题,等等。^② 相比之下,华源股份的重整计划草案则仅有10页,债权人获得的信息谈不上充分和全面。另外,我们还需要注意到,重整计划草案与信息披露说明侧重点的不同。重整计划草案着重于经营方案与权利的调整,为便于表决起见,不会篇幅过长,因此,无法对许多问题进一步解释与说明,而信息披露说明刚好能够克服这一不足,可以通过说明来解答投资者的种种疑虑。^③

2. 披露的程序。在这方面,由于缺乏明确的规定,也缺乏有效的披露渠道,实践中往往是到了债权人会议之时,债权人及其他利害关系人才能对相关了解一二,没有机会事先阅看评估、审计等材料,也无法行使相应的权利,容易导致债权人对程序产生不信任感。笔者建议从两个方面解决这一问题:一是在司法解释中明确规定重整债务人在将重整计划草案提请表决之前应向债权人和其他利害关系人如出资人履行信息披露义务,比如制作信息披露说明,同时允许债权人在认为债务人信息披露不充分时提请法院召开听证会。二是在上市公司重整中,由证券监管部门设立专门的网站平台,由管理人及时发布信息披露说明以及重整计划草案,便于全国各地的中小投资者能够及时了解信息。

(六) 上市公司重整中行政审批与司法的衔接问题

在上市公司重整的众多措施之中,非公开发行股票(定向增发)具有自身的独特优势,可以获得低成本的重整融资,引进战略投资者,以非现金对价购入优质资产,实现资产重组和业务重整。因为这一措施与债权人、中小股东的利益密切相关,非公开发行股票应在重整计划中予以陈述与说明,需要债权人(涉及“出资权益调整”的还要经过出资人组通过)分组通过后,由法院最终认可或强制批准。因此,这种行为

^② 潘琪:《美国破产法》,法律出版社1999年版,第214页。

^③ 并非所有债权人能够对破产重整中的种种概念能够理解,包括股权的变动等中小投资者亦未能理解。以华源股份案件为例,许多中小投资者对于重整计划方案中为什么要缩股、送股等纷纷致电证券登记结算部门询问。

受到司法权的约束,是各国破产法的普遍规定。但是,也必须同时注意到,根据我国《证券法》的规定,上市公司非公开发行新股,必须符合证监会规定的条件,并报证监会批准。具体而言,就是要符合《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》规定的条件,并报证监会核准。证监会的审核程序规则主要涉及《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司收购管理办法》。《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》第33条规定,发审委审核上市公司非公开发行股票申请,适用“特殊程序”。《上市公司重大资产重组管理办法》第44条规定,上市公司申请发行股份购买资产,应当提交并购重组委审核。另外,股权的变化还涉及强制要约收购义务和相应的要约收购豁免申请程序。另外,2008年11月,中国证监会还颁布了《关于破产重整上市公司重大资产重组股份发行定价的补充规定》,规定“上市公司破产重整,涉及公司重大资产重组拟发行股份购买资产的,其发行股份价格由相关各方协商确定后,提交股东大会作出决议,决议须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过,且经出席会议的社会公众股东所持表决权的2/3以上通过。关联股东应当回避表决”。由此可以看出,重整中上市公司非公开发行股票要受到人民法院和证监会“双重监管”,涉及司法权与行政权的衔接。

但事实上,两种程序衔接的不畅成为目前实践中遇到的难题之一。最高人民法院奚晓明副院长也提出,“上市公司破产重整最大的难点是上市公司行政监管行为与破产重整程序的衔接问题”。^②从实际操作来看,而如果在重整计划履行过程中,涉及股权调整或重大资产交易的事项不能得到证券监管部门批准时,就会使重整计划草案得不到实际执行。而按照《企业破产法》的相关规定,债务人不执行或不能执行重整计划的,经债务人或管理人申请,人民法院应当裁定终止重整计划的执行。另外,在时间上也难以衔接。根据《企业破产法》的规定,人民法院应当在收到提请批准重整计划的30日内,认为符合法律规定的

^② 参见奚晓明副院长在第二届中国破产法论坛上的讲话《正确审理企业破产案件,为维护市场经济秩序提供司法保障》。

即作出批准裁定。而对于证券监管部门的行政审批,并无明确时间限制,容易导致审批程序久拖不决。

在华源股份案件中,这一衔接不畅也较为明显。2008年12月,法律意义上的重整程序已经结束,但华源股份的股票要复牌交易,则需要目前业已确定的重组方向华源股份注入优质资产,以恢复华源股份的营利能力与持续经营能力,而这一切有待于行政审核的通过。具体程序而言,应先召开股东大会就发行价格等相关议案进行表决,之后由证监会进行审核批准。但审批时间、审批标准却没有明确的规定,尤其是华源股份要根据上述2008年11月的《关于破产重整上市公司重大资产重组股份发行定价的补充规定》,以协商定价方式定向增发,是新制度的试水者,各方均处于摸索过程中,导致审批时间过长,引起部分债权人不满意。最后经多方协商,获得监管部门同意,华源股份才于2009年10月底召开了临时股东大会进行表决。

笔者认为,上市公司重整存在证券法、公司法和破产法等法律的交叉适用,不可避免地存在司法权与行政审批的交叉问题。在笔者看来,两种权力的介入均是必要的,但介入程度、介入时间上应更完善。在这一点上,我们可以借鉴其他国家的相关规定。以美国上市公司破产为例,美国证券交易委员会(以下简称SEC)经历了一个介入程度由深变浅的过程。在旧的破产法(Bankruptcy Act)中,必须先由SEC对破产重整计划审核,认定其是否具有公正性与可行性(fairness and feasibility),然后法院才能批准重整计划。在1978年,美国国会对其破产制度进行了革新,颁布了《破产改革法》(bankruptcy reform act),废除了旧的破产法,并最终在美国联邦《破产法典》(US Bankruptcy Code)的形式公布施行。这次革新的重大变化之一就是国会调整了重整程序中SEC的作用与地位,不再要求SEC先行批准重整计划。因此,在目前的美国《破产法》中,SEC的作用是非常有限的,根据SEC官方网站的陈述,SEC在这类案件中的主要职责是:(1)审阅重整中债务人“信息披露说明”(disclosure statement),以决定债务人是否已经对投资人与债权人披露了他们所需要知道的重要信息;(2)确保债务人股东的利益由官方委员会(official committee)得以代表和主张。通常情况下,SEC一般不参与重整计划草案的起草与谈判,但可以在可能影响公众投资者的重要

法律问题上参与,比如 SEC 认为债务人公司高管在利用破产法来躲避证券欺诈诉讼时,可以积极介入。^② 在破产法院与 SEC 的关系上,美国破产法第 1109 条 a 款专门规定了美国证监会的向法院陈述权(right to be heard),允许 SEC 在破产重整案件中提出法律问题、参与庭审、出庭陈述,但是,对于法院作出的裁判,SEC 无权上诉。^③

从美国破产法的变革再回到中国的实践,笔者认为,由于中国上市公司重整是一个全新的程序,处于起步阶段,不像美国破产法修改之时,已经有近两百年的历史。^④ 中国缺乏专业性的破产法院与破产法官,各方面都在逐步摸索过程中,因此,证券监管部门的介入是必要的。但是,从通行的法学理论来看,司法权对于行政权具有监督制约作用,不应在司法权确认通过重整计划之后再由行政部门来审批。否则,在实践中,在债权人、出资人表决通过、司法确认之后,重组成功的预期已经很高,各方也准备按该方案履行之时,行政部门再给出否决意见或者久拖不决,不但会削弱司法的权威,而且会给行政部门骑虎难下之势。进一步而言,从相关审批规定来看,定向增发“股份价格由相关各方协商确定后,提交股东大会作出决议”,这些规定表明在行政审批中需要更加考虑市场化与股东的“意思自治”。因此,也应该尊重司法程序中的债权人以及出资人意思自治,而不是以事后审批否认此前的意思自治。从程序上而言,甚至可以在重整程序中,一并将相关事项(如定向增发价格)加以表决,提升重整审批程序的效率。综合考虑以上原因,笔者认为,在制度设计上,根据中国的国情,可以在债权人、出资人表决通过之后,设计一个证券监管部门的审批阶段,明确相关的审批时间。上市公司应当自重整计划经表决通过或者提请人民法院强制批准重整计划前,及时向证券监管部门提出相关的行政许可申请,待证券监管部门作出相关行政许可决定后,人民法院再审查批准重整计划草案。如果在审批期限内监管部门没有审批完毕或者保持沉默,则法院可直接批准重整计划,这样可以解决行政程序与司法程序的协调问题,避免久拖不决。

^② 参见 SEC 官方网站 <http://www.sec.gov/investor/pubs/bankrupt.htm>。

^③ 美国破产法 § 1109 Right to be heard。

^④ 美国最早由国会颁布的破产法是 1800 年《破产法》。