

## 上市公司破产重整中的股东权异化

周 淳\*

**摘要:**在我国上市公司破产重整中,在“中小股东保护”的口号指引下,鉴于对公司重整后营运价值和“壳”资源价值的特殊考量,股东除保有对重整计划的表决权外,被监管机构赋予了对资产重组和债务重组的实质否决权。破产法“绝对优先原则”的缺失,导致股东可通过法院强制批准绑架债权人,其权益削减比例实际远远低于普通债权人,违背了破产制度一般法理。“无辜”的中小股东应通过公司法制度设计保护自身权益、追究置公司于资不抵债境地之有关人员的责任。在重整中,若以保护中小股东利益为先可能扭曲资本市场的激励机制,保护债权人利益、促进公司重生以实现社会利益才是破产重整正当的制度追求。

**关键词:**资不抵债 管理与控制权 权益削减  
绝对优先原则 中小股东保护

自 2007 年《企业破产法》实施以来,几乎每一起上市公司破产重整案件都引发证券市场的关注,重整上市公司的债权人、控股股东、中小股东甚至

---

\* 北京大学法学院博士研究生。

地方政府等相关方之间激烈的利益博弈屡见报端。<sup>[1]</sup> 2012 年上交所与深交所退市新规出台,给上市公司破产重整增加了新的变数,以往依靠政府拨款、财务资助等方式维持账面盈利的做法已然失效,若 ST 公司无法尽快完成债务与资产重组、恢复盈利能力,退市的命运几乎无可阻挡。今年,\*ST 凤凰、\*ST 超日等公司又相继进入重整程序,另据报道称沪深两市有将近 40 家亏损上市公司濒临退市,不知其命运如何,上市公司破产重整几乎成了近年来证券市场一个热度不衰的景象。

“重整是一个协商、迁就和妥协的过程”,<sup>[2]</sup>其本质是通过对企业权益结构的调整实现对企业价值或未来收益所有权的重新分配。重整程序启动后,由于公司所处的特殊财务状况,公司经营、治理的状态都发生改变,股东权利和利益也面临削减,在各国均是如此。但在我国上市公司的实践中,笔者发现,股东在重整中起到了相当重要的作用,也保留了相当程度的权益。那么,公司破产重整应当造成股东权益的何种变化?我国上市公司重整的实际情况,是“一般”还是“特殊”,若为特殊,其正当性与合理性又在何处?本文借助 Cox 和 Hazen 教授对股东权的分类,从股东管理和控制的权利、财产所有的权利、救济和附属权利三个层面讨论股东权在公司破产重整这一特殊情境下的异化问题。

## 一、资不抵债情形控制权归属的法理探讨

公司治理的两个最基本问题是:其一,谁有权决定,即公司的哪个机关享有最终控制权?其二,在众多利益相关者之间,谁的利益应被优先考虑?从经济学的视角看,任何企业的资产都是企业通过与资产的所有者通过一系列的缔约过程获得的,原所有者因此也成为企业权益的持有者或索取者。产权理论认为,公司在将不同主体投入的财产资

[1] “A 股濒临退市 40 家公司大扫描”,载《每日经济新闻》2014 年 7 月 7 日第 11 版。

[2] David G. Epstein, Steven H. Nickles & James J. White, *Bankruptcy*, West Publishing Co., 1993, p. 757.

本化之后,形成了控制权分配结构,由于合同的不完备性,必须有人拥有剩余权力决定(或者委托他人决定)合同所约定不明或未有约定的事项。<sup>[3]</sup>在公司正常经营时,股东在分配上居于最末,由此具有最大的激励行使决策权追求公司价值的最大化,因此在法律上享有对公司事务的最终控制权。资产专用性理论也可以解释公司的控制权配置,股东排他地享有对公司董事选举以及其他重大事项的投票权,是对股东无法像其他利益相关者一样通过合同机制抵御管理层机会主义、保障自身权益的一种补偿。<sup>[4]</sup>

然而,股东享有控制权是以股东的剩余所有权为前提的。由于股东只对公司损失承担有限责任,在公司接近资不抵债或者已然资不抵债的情形下,其股东权益已然接近于或等于零。股东权益处于“不可能更糟”的状态,债权人成为公司破产风险的实际承担者,<sup>[5]</sup>公司的剩余所有权应归于债权人所有。此时,股东与债权人之间会产生尖锐的利益冲突,不仅体现在分蛋糕时“你有我无、你多我少”的利益竞争上,也反映在对具体投资的决策争议上。股东不需要承担剩余收益小于零的责任和风险,自然偏好高风险投资,甚至可以接受净现值为负的项目。而债权人因已无法通过追加抵押、提前偿还等合同机制保护自身,必须参与企业的继续运营,且更偏好风险更小、收益更低的稳妥策略。在此情境中,股东对公司事务行使最终控制权可能会损害债权人和公司的利益,<sup>[6]</sup>追求股东利益最大化也可能不再合乎社会利益。

破产重整制度的核心,是通过特别的重整程序协调债权人、债务人及债务人股东等多方主体之间的利益,以积极手段促成企业的重生。而重整程序的本质则在于利益相关者之间对公司控制权的重新分配,集中体现在对重整计划的制定与表决权的设置上。基于前述理由,许

[3] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, p. 67.

[4] Oliver E. Williamson, *Corporate Governance*, 93 Yale. L. J. 1197 (1984), p. 1202.

[5] 如无特别说明,鉴于我国《企业破产法》“担保物权实现不受限制”的规定,本文所使用的债权人特指无担保债权人。

[6] Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communications Corp., 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991).

多国家破产法限制了资不抵债情形下股东对重整计划的表决权。如日本《公司更生法》第165、166条规定,股东得凭其所持有的股票参加重整程序。股东按其股票的数额,有相应的表决权。以重整程序开始时的公司财产,不能清理完所有的债务时,股东无表决权。韩国《统一倒产法》第146条规定,股东可依据股份参加重整程序,但公司具备破产原因或在重整开始时公司负债总额超过资产总额时没有表决权。我国台湾地区“公司法”第302条第2项规定,公司无资本净值时,股东组(对重整计划)不得行使表决权。

我国的规定有所不同。《企业破产法》中企业依法进行破产重整的情形包括:(1)不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务;(2)明显缺乏清偿能力的;(3)有明显丧失清偿能力可能的。该法第85条第2款又规定“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,对该事项进行表决”。无力偿还债务(insolvency)分为技术上的无力偿债和事实上的无力偿债。技术上的无力偿债是指公司的总债务超过公司总资产的公允价值,公司的资产净值为负;但资产净值为负时公司也可能近期仍有现金流流入,可以偿还债务、避免违约,因而称公司的现金流不足以支付到期债务为事实上无力偿债。其中《企业破产法》规定的第一种情形即属于技术上与事实上均无力偿债;而第二种情形属于事实上无力偿债,但资产净值仍然能为正;前两种情形均构成破产原因,第三种属于允许重整的特别情形。事实上,到目前为止,进入破产重整程序的公司一般都处于资不抵债状态,本文也将主要围绕资不抵债的上市公司破产重整展开。

公司资不抵债并不意味着必然走向破产清算,重整成功后公司得以继续运营,此为不能直接得出股东权益排除的理由。破产清算程序按照企业静态情况对其做出评估,很大程度上反映了该企业的清算价值;然而,企业重整后价值应基于持续经营假设计算,市场经济环境下,企业可能从未来经营中获得的价值并不完全取决于其资产与负债的构成与数量,而是更多地取决于企业的盈利能力及其对市场中综合资源的占有情况,<sup>[7]</sup>包括销售渠道、管理经验、雇员技能、客户关系和货源

---

[7] 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。

关系等。债务重组时,企业以非现金偿还债务的按照公允价值处理,处理结果往往和清算价值不同,估值与实际价值之间也很可能存在差别。因此,对进入重整程序的资不抵债公司,无法一概得出股东应不再参与表决的结论,特别是我国上市公司,因首次公开发行行政管制的存在,具有特殊市场价值。然而,基于前述股东与债权人的利益冲突、股东目标与公司长远目标可能的差异性,对股东对重整计划的表决权予以实质限制实属必要,限制的主要途径则为破产法所确立的利益分配标准引导下法院对重整计划的实质审查与强制批准等制度。

有观点认为,股东与债权人之间的利益分歧还在于股东希望公司重生,而债权人更倾向于拆卖公司尽快取得现金,因而配给股东以表决权有利于实现重整的制度目的。然而,作为理性经济人,若债权人相信其从公司未来运营中获得的收益能大于清算售卖的收益,何乐而不为?还有观点认为,基于法院强制批准的制度设计,无条件保留股东对重整计划的表决权并不会在根本上影响重整,然而债权人与股东在分组表决中的博弈取决于强制批准标准的偏向。下文将进一步详述,资产重组与重整计划的关系等事项规定不明、《企业破产法》的破产价值分配顺序存在重大缺陷、中小股东否决权等因素如何强烈放大股东对重整程序的实质控制力,造成重整目标的偏离和结果的扭曲。

## 二、破产重整中股东管理控制权的异化

如前所述,在破产重整案例中,特别是在资不抵债情形下,股东不再是享有公司剩余控制权的唯一群体。在我国,股东管理与控制的权利,主要包括依据《公司法》、《证券法》规定所享有的选举与罢免董事、召集或参与股东大会、在股东大会上投票、修订公司章程、决定公司重大交易的权利。<sup>〔8〕</sup>我国《企业破产法》第73条规定,重整期间,经债务

〔8〕 Cox 和 Hazen 教授在其著作中将股权分为三类:(1)管理和控制的权利;(2)财产所有的权利;(3)救济和附属权利。See James D. Cox & Thomas Lee Hazen, *Corporations*, 2<sup>nd</sup> Edition, Aspen Publishers, New York, 2003, pp. 718 - 719.

人申请、人民法院批准,债务人可在管理人监督下自行管理财产和营业事务,但对股东权利的变化未予明示。依体系解释之方法,应认为公司法所规定并保护的股东权不因破产重整的程序开始而发生改变。然而,公司为商业组织,股东权利,特别是管理性权利的行使,核心还在于对公司资产的部署和运作。破产重整制度恰是对陷入困境的公司进行资产与债务结构的重新组建,某些股东权利的自由行使受到一定程度的限制是不可避免的。

重整程序启动后,公司股东的参与权和选举权不得自由行使,必须权衡其权利行使是否可能给重整带来潜在损害。<sup>[9]</sup> 公司尚未进入清算程序,公司实体依然存在,原则上股东大会仍可召开。股东大会是股东行使对公司命运话语权的场所,即便公司已启动破产重整,作为股份所有者的股东仍是利益相关人,有权对公司重整计划的条件和内容发表意见和看法。股东选举和罢免董事、召集或参与股东大会、投票作出股东大会决议的权利,不因重整程序启动而自动排除。<sup>[10]</sup> 美国有关判例显示,股东选举董事并以此实现对公司政策的控制,是股东根本性的权利,也是至高无上的。<sup>[11]</sup> 例如, Saxon 案中,法官认识到重整程序中债权人与公司股东的利益冲突,但坚持公司丧失偿债能力并不足以剥夺股东选举董事的权利,后者是公司法构造中股东表达其意志的最基本也是最重要的武器。<sup>[12]</sup> 但法院亦警惕股东利用选举“敲竹杠”,促使或者要挟管理层制定或通过更利于股东的重整计划,故按照“明显滥用”标准对股东召集权与选举权的行使进行实质审查。<sup>[13]</sup> Saxon 案的另一个事实是,法院认为当时重整计划仍未成形,没有证据显示股东大会会对重整造成损害或影响,故而股东得以如常召开股东大会选举董事。但在 *In re Johns Manville* 案中,股东请求召集股东大会之时正值董

---

[9] Mark A. Cleaves, *Stockholder's Rights in a Corporate Democracy under Delaware Corporate Law during Bankruptcy: Saxon Industries, Inc v. NKFV Partners*, 11 Del. J. Corp. L. 821 (1986).

[10] *Haugh v. Industries, Inc.* 141 F. 2d 425, 426 (2d Cir. 1944).

[11] *In re J. P. Linahan*, 111 F. 2d 590 (2d Cir. 1940).

[12] *Saxon Industries, Inc. v. NKFV Partners*, 488 A. 2d 1298, (Del Supreme Court, 1984).

[13] See *In re J. P. Linahan*, *Supra* note 8.

事与债权人对即将确定的重整计划加以评估,法院认为此时召开股东大会是对债务人资产的不必要浪费,并且将影响重整的进展,故拒绝了股东的请求。<sup>[14]</sup> 在另一案例中,业已通过的重整计划规定债权人将获得债务人60%的股份,现有股东权益大幅缩水,法官认为现有股东召开股东大会将对即将进入公司的债权人利益造成影响,亦拒绝股东的请求。<sup>[15]</sup> 可见,当股东召集并参与股东大会、选举和罢免董事的权利可能阻碍或影响重整进程时,法院可能拒绝股东的诉求;股东行使上述权利的底线为,股东绝不能利用公司法提供的股东大会机制颠覆破产法绝对优先原则所确立的分配方案。

股东可能影响重整方案的另一方式是行使对公司重大交易的否决权。通常来说,破产重整中股东不再享有这一权利。我国台湾地区公司法的做法是直接停止股东大会的职权,而有的国家则是通过立法豁免重整计划中规定的原本依据公司法或商法规定须通过股东大会决议方可实施的事项的决议要求。在我国,破产法对此未有规定。管理人模式下无疑应由管理人管理和处分公司资产,但对债务人自行管理财产和营业事务的模式,《企业破产法》仅笼统规定,“本法规定的管理人的职权由债务人行使”。此处是否可理解为公司法、证券法、交易所规则中赋予股东大会的重大交易批准权仍适用?重整中最重要的交易为债务重组和资产重组,股东对该类交易应否具有表决权?

目前,我国上市公司重整的模式通常为:以一定比例债转股等债权人让步的债务重整将公司变为没有负债的净壳,以定向增发、股权拍卖、协议转让等方式使重组方成为公司股东,重组方注入资产,公司恢复盈利能力。在债转股等债务重组方式中,债务清偿的结果是由资产重组决定的,资产重组的预期结果一般是债权人同意债务重组的条件。在法定资本制背景下,增发一般涉及公司章程的修改,属于公司的结构性变化,根据我国《公司法》规定,须经代表2/3以上表决权的股东通过,《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》还要求非公开发行的定价,“须经出席会议的股东所持表决权的2/3以

---

[14] In re Johns - Manville, 52 Bankr. 879 (S. D. N. Y. 1985).

[15] In re Alrac Corp., 1 B. C. D. 1504 (Bankr. D. Conn. Oct. 22, 1975).

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”。另外,《上市公司重大资产重组管理办法》规定上市公司股东大会就重大资产重组事项作出决议必须经出席会议的股东所持表决权2/3以上通过;简言之,对非公开发行购买资产等资产重组事项,须经出席会议的社会公众股股东绝对多数同意,比《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》还要严厉。<sup>[16]</sup>这主要是出于防止控制股东攫取利益的考虑,且前后发行股份的价格不一致会带来新旧股东之间的不公平问题,终归还是为了中小股东的利益。

上述规定的适用将涉及一个问题,在整个分步执行的重整方案中,资产重组是否属于重整计划的一部分?若属于,则向法院提交的重整计划应当包括详细的资产重组内容。若不属于,则债权人必须在接受债务重组时预估资产重组方案,并面临资产重组方案被证监会否决或被股东否决、无法按预期进行的风险。依照条文解释方法,《企业破产法》中规定的重整方案包括债务人经营方案,法条虽对经营方案的含义未予明示,但增资发行、购入资产归于其中应当无疑。司法机关的态度亦非常明确,重整方案应当包括融资方案、资产与业务重组方案并应尽量细化。<sup>[17]</sup>这是完全合理的,破产重整中债务重组与资产重组应为一体,如果资产重组失败,债权人获得股票的清偿价值将大打折扣,要求重整计划必须包括明确具体的资产重组方案,有利于债权人利益的保护。但在过去数年实践中,由于资产重组须经证监会重组委的审批,等待时间较长且审批结果具有不确定性,大多数公司均将实际资产重组置于法院批准重整计划之后,在提交表决的计划中则对资产重组部分语焉不详。一旦出现重组方不履行承诺、重组资产存在权属瑕疵或估价过高等情形,<sup>[18]</sup>债权人的利益很难保障。一个具有代表性的案例

---

[16] 《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》(证监发[2004]118号)规定有关重大交易按照法律、行政法规和公司章程规定,须经全体股东大会表决通过,并经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过,方可实施或提出申请。

[17] 宋晓明等:“《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》的理解与适用”,载《人民司法》(应用)2013年第1期。

[18] 例如,2010年因\*ST方向重组资产估价过高,受国家宏观调控政策影响,与拟重组方解除合同,撤回重组申请;2007年S\*ST圣方的重组因第三人向证监会举报,称注入资产存在权属瑕疵,侵犯了第三方利益而搁浅。



是\*ST创智重整,普通债权人接受一定比例的公司股票作为债务重整方案,孰料资产重组方案连续被对大股东不满的中小股东否决,当地法院却裁定重整计划执行完毕——债权人要求终止重整程序,对公司进行清算的最后一个砝码也被剥夺。可见,赋予中小股东对资产重组的否决权,等于将重整计划目标实现的控制权交与中小股东手中,可能把债权人拖入大股东与中小股东博弈的泥潭,不仅有违破产重整中限制股东表决权的法理,也事实上将债权人利益置于无保障的境地。2012年10月发布的最高人民法院《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》,初步提出了这一问题的解决方案,即以出资人组对重整计划的表决代替股东大会对资产重组方案的表决,重整计划草案提交出资人组表决且经人民法院裁定批准后,上市公司无须再行召开股东大会,可以直接向证券监管机构申请并购重组许可申请。<sup>[19]</sup>同时,要求上市公司在重整计划执行期限内完成并购重组申请及执行。<sup>[20]</sup>该方案虽以衔接司法与行政权力为初衷,却在很大程度上缓解了股东同意对债权重组的倒逼。不过,该方案仍有过于粗糙之嫌,在实际操作中可能产生如下问题:(1)依据《企业破产法》,出资人组表决不要求关联股东回避,二者合一后对控股股东机会主义行为的抑制大为减弱;(2)如何协调《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》中“出席会议的中小股东绝对多数同意”规定未明,增发定价中的股东争议仍可能延宕整个破产重整的进程。

### 三、绝对优先原则缺失下的股权份额调整

与破产清算不同,破产重整实质是按重整计划用各利益相关者所持有的利益来购买重整后企业的权益,但这种“虚拟的出售”(实际上是以消灭原有权利为前提的分配)必须遵循破产法上的优先权原则:

---

[19] 最高人民法院印发《〈关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要〉的通知》(法[2012]261号)。

[20] 最高人民法院印发《〈关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要〉的通知》(法[2012]261号)。

权益(资产)的分配按照优先权由高到低的次序在权利人类别之间进行,只有所有高优先权类别的权利人请求权得到全额支付后,低优先权类别的权利人才有权获得支付。<sup>[21]</sup>这就是破产法中的“绝对优先”原则,其制度理性在于,若重整程序的分配次序与破产清算程序不一致,将扭曲当事人参与重整的动机,通过各种手段甚至投机行为追求对自身最有利的财富分配方式,偏离破产价值最大化的制度目标。而且,基于自身利益与偏好不同,不同参与方承担不同的时间成本,若改变分配原则,将可能导致恶意拖延等投机行为的发生,有损企业再生的价值。

是以,“绝对优先”这一原则在各国破产法中均得到贯彻。在美国的众多破产重整案例中,股东的股权一般都被完全剥夺;除非这些投资者拥有专用性投资,或者注入新资本以新股东的身份进入,才发生例外。在日本,重整计划以公司重整程序是观念性清算程序为前提,将假定进行清算而评估的积极财产、消极财产和股东的股份相比较,按照权利顺位分配财产时依各方得到满足的程度来分配各方的份额。<sup>[22]</sup>因此,虚拟破产清算时得不到分配的股东,应被排除在重整计划之外。或言之,债权人获得全额支付前,原有股东不可能继续保有利益——这其实并不难理解,只有债权人获得对未来收益的权利保证后,才会放弃对公司进行清算的想法,而若清算,股东当然一无所有。在资不抵债的情况下,股东处于一个“不可能更糟”的情形:重整中丧失所有利益,都不比破产更糟;而若有幸保有任何利益,都比破产更好。

我国《企业破产法》并未确立“重整计划应该保证高顺位组的成员得到全额清偿后,低顺位的组别才可以获得清偿”的原则,使得在公司资不抵债情形中股东权益保留有了可能。在上市公司中,允许股东保留利益的主要理性在于“壳”资源的价值。虽然新股发行已指明以注册制为改革方向,但目前仍为核准制,程序烦琐、期限漫长、成本高昂,更有二十年内 IPO 暂停七次,最长一次长达一年的历史,对重组方而言,通过重组上市公司的方法跻身行政权高度垄断的资本市场,能节省

---

[21] David G. Epstein, Steven H. Nickles & James J. White, *Bankruptcy*, West Publishing Co., 1993, p. 766.

[22] 郑志斌:“公司重整制度下股东权变异研究”,吉林大学 2011 年博士学位论文。

巨大的时间和金钱成本,上市公司的“壳”资源的价值自然不低。但“壳”资源毕竟难以估值,在破产重整中也难以列入分配,因而保留股东部分权益有其合理性。但众多股东权益的拥趸者忽略了一点,一个负债累累的上市公司,很难找到接盘者,上市公司“壳”资源价值的实现,源自债权人的牺牲。在我国上市公司破产重整的实践中,资产重组一般通过以下的方式实现:控股股东通过拍卖、协议转让等方式转移控制权,新控股股东(也可能是原控股股东或者其关联人)按照有关承诺通过非公开发行方式向上市公司注入资产,中小股东不投入新价值,按照重整计划进行一定比例缩股或者让渡。公司若重整不成被退市,不仅股价可能大幅下挫,流动性也大幅丧失,<sup>[23]</sup>至于更差的情形,重整失败进入破产清算程序,股东将颗粒无收。公司若重整成功、得以维护上市地位,留在公司的股东仍可以享有股利或资本利得。反过来,债权人以较低的条件允诺债务重整,为上市公司卸去债务负担并降低重组成本,避免上市公司被退市的壳资源损失,但是债权人却已经被提前以低清偿率清偿,即便在债转股清偿方式下,债权人得以分享企业增值的利益,其所牺牲的比例也远大于股东。笔者收集了部分2007年《企业破产法》实施以来的案例,包括重整计划得到全体投票组同意而获得法院批准与重整计划被法院强制批准两类情形,比较无担保债权组与股东组各自的权益削减比例。如下表所示,除\*ST北亚、\*ST偏转个别案例外,旧股东通常保留不低于70%的大部分股权,普通债权组获得不高于30%的清偿,足见利益分配的不均衡性。<sup>[24]</sup>当然,也许会有读者认为,上市公司重整后一般均能复牌,股价上涨后债权清偿比例自然升高,债权缩减比例不足为虑,而在高位买入的股东可能仍受有损失,从结果上看,债权人的重组利益仍然优于股东。但愚见认为,债权可能因股价升高而获得全额清偿并不足以提供股东在重整程序中以高于债权人的比例保留其权益的理由,正如从结果可能公平无法倒推过程公平。

---

[23] Shinhua Liu & John D. Stowe, *The Shareholder Wealth Effects of Voluntary Foreign Delistings: An Empirical Analysis*, Applied Financial Economics Letters, 2005, Vol. 1, pp. 199 - 204.

[24] 而且,有相当一部分重整是通过向债权人“债转股”完成的,若上市公司进入重整前股价被炒作上涨,债权人的利益将因股价虚高而再度受到影响。

若干上市公司重整股权与普通债权缩减比例对照表

公司股票简称	股东缩减比例	债权人缩减比例	公司股票简称	股东缩减比例	债权人缩减比例
* ST 宝硕	39.82%	86.92%	* ST 秦岭	21%	50%
* ST 华源	39.61%	85.58%	* ST 夏新	48.78%	79.23%
* ST 宏盛	0%	88%	* ST 星美	35.5%	70%
S * ST 海纳	0%	74.65%	SST 光明	8%	82%
* ST 偏转	0%	0%	* ST 深泰	12.37%	79.68%
* ST 盛润	51%	69.95%	* ST 化工	60%	93.80%
* ST 得亨	21.83%	58.15%	* ST 金城	23.20%	95%
* ST 创智	21%	83.26%	S * ST 新太	7.83%	78.23%

《企业破产法》对公司重整计划强制批准标准的设定,加剧了债权人与股东之间利益分配的不均衡性。法院审查上市公司重整计划草案时,除审查制作重整计划草案的程序是否符合法律规定外,重点审查之处在于“重整计划草案是否使处于同一顺位的债权人获得公平对待的清偿、是否每一个反对重整计划草案的债权人在重整计划草案中至少可以获得其在清算程序中可以获得的清偿。对股东组的权益调整方案进行审查时,看涉及权益调整的股东是否表决通过了该重整计划草案,该权益调整是否公平公正。”<sup>[25]</sup>上述标准可以概括为:其一,债权人组强制批准的标准在于清算价值。其二,对出资人组强制批准未设立门槛,只有放之四海而皆准的“公平公正”标准,完全依赖具体法官的自由裁量。其三,缺乏对不同顺位之间受偿情况的纵向比较。无担保债权组和股东组的分配应当遵循当事人在破产前所约定或法律所规定的清偿顺序,即普通债权优先于股权,是公司破产应普遍遵循的原则。普通债权人相对股东在分配上的优先性也正是决定公司治理基本结构的经济基础。<sup>[26]</sup>即便“绝对优先”原则缺位,股东削减权益的比例,一般也应高于债权人削减债权的比例,必要时可以在公平合理的基础上全部削减,除非股东

[25] 宋晓明等:“《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》的理解与适用”,载《人民司法》(应用)2013年第1期。

[26] 我国《公司法》并未规定优先股等制度,本文中股东指代普通股股东。

注入新价值。我国立法与法院之所以对上述原则不予采纳,主要还是出于对重整公司仍有营运价值的考虑,即便公司已经资不抵债,股东也不应被“扫地出门”。考虑到进入重整的上市公司大多都严重资不抵债,普通债权人在清算程序中可以获得的清偿率大约不超过10%,<sup>[27]</sup>资产重组后获得的清偿一般会高于该比例,上述标准的适用意味着无论普通债权组是否同意重整计划,法院都可以依据他们已经得到优于清算条件下的条件强制批准;而对股东消减权益的比例是否高于债权人削减债权的比例,法院不予考虑。如此传达的信息便是,压缩债权人的利益风险低:法院仍可强制批准;压缩股东利益的风险无法预计;自然激励重整方案厚此薄彼。ST宏盛、\*ST锦化、SST光明等公司的重整计划草案两度遭普通债权组否决,却被法院强制批准,即为力证。

正因为对债权人以清算价值相苛求,对股东却以营运价值相宽容,重整制度的利益分配主动权落在了对破产重整不担风险、只享收益的劣后权利人股东手中。普通债权组能否得到清偿、能得到多少清偿,完全取决于股东有多慷慨,愿意让渡多少利益给债权人。甚至,这样的制度设计可能给市场创造恶性激励。上市公司负债率很高时,股东可以制造“资不抵债”的现象,通过重整程序甩掉无担保债权的负担,继而轻装上阵,创造“点石成金”的资本市场神话;或者虽然公司早已丧失主营业务和盈利能力,依然苟延残喘,投资者仍期待通过重整分一杯羹,造就了有中国特色的“炒ST”现象,助长了我国证券市场的投机行为。

#### 四、我国上市公司重整股东权特殊构造的制度理性

总而言之,上市公司虽然进入破产重整程序,无担保债权人却并未据此获得话语权,公司、证券法律法规以及相应行政规章赋予了股东对重整进程事实上的干预权,甚至控制权。《企业破产法》的制度缺陷又使得股东在“分蛋糕”竞争中得以剥夺普通债权人利益,成为重整程序

---

[27] 陈英:“普通债权人在重整程序中的法律地位与立法规制重心研究”,载《西部法学评论》2012年第6期。

最大的受益者。

我国上市公司破产重整中股东权利构造,抛开立法不周延、制度供给不足的表面现象,根源在于立法者和监管者在我国股权高度集中、大股东滥用控制权现象严重的市场环境中确立了“保护公众股东、保护无辜股东”的信条。的确,从PT粤金曼、银广夏、ST生化到三峡水利、\*ST锦化,数十家上市公司均因被控股股东以违规担保、挪用资金、资产转移等各种方式掏空而濒临或已然退市,中小股东却因此承担投资受损的恶果,法律诚然无法对无辜的中小股东袖手旁观。但“中小股东保护”可否成为当然正确的、超越一切的信条,特别是在其竞争对象为普通债权人而非控股股东的时候?

现代公司的两权分离导致股东逐渐成为公司事务的旁观者,<sup>[28]</sup>参与公司事务的能力与权利均受到限制,保护无辜股东也逐渐成了一个政治正确的命题。<sup>[29]</sup>在证券市场,股东保护更是市场公平的核心,有学者认为,1933年美国制定“证券法”,即是将股东定位为消费者而非公司治理中的行动者加以保护。<sup>[30]</sup>中小股东保护无疑是有意义的,在公司内部,保护中小股东有利于抑制控股股东的机会主义行为;延伸到证券市场,保护中小股东有利于增强信心、更多地募集社会资本。在股权相对分散的发达国家资本市场尚且如此,我国上市公司普遍的股权分布与治理结构更赋予了中小股东保护作为“价值准则”的正当性。我国公司与证券立法在某种程度上成了大股东与小股东的平衡法,在公司治理与证券监管中的体现就是赋予中小股东以重大事项的表决权,以对抗控股股东的机会主义行为;在破产重整中的体现即为给予其对资产重组方案的否决权,并尽量避免对其股权份额的调整。

然而,中小股东表决并不是缓解控股股东滥用控制权的最优策略,甚至可能不是次优策略,其制度目标的实现有赖于其他激励与约束机制的配合。其一,中小股东表决可能被滥用或利用。基于其持有股份的数

---

[28] Jennifer Hill, *Visions and Revisions of the Shareholder*, American Journal of Comparative Law, Vol. 48, 2000, pp. 39 - 79.

[29] 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第321页。

[30] Dalia Tsuk Mitchell, *Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy*, 63 Wash. & Lee L. Rev. pp. 1503 - 1578, 2006.

量有限性与资本市场的高度流动性,中小股东的利益与公司长远利益未必一致;加之信息不对称、集体行动困难等问题的存在,中小股东充分了解有关信息、参与公司表决、谨慎行使投票权的动力明显不足。非公开发行购买资产的定价须经“出席会议的社会公众股东三分之二以上通过”看似保证绝对多数,但在缺乏最低法定人数规定的情况下,投票结果很容易被个别股东操纵。其二,中小股东表决应当仅限于利益冲突交易,是关联股东回避表决在控股股东情境的具体适用,对不存在控股股东回避情形的中小股东表决,突破了作为公司法基础的资本民主与股份平等原则,于理不合。其三,在当前我国上市公司特有的治理生态中,控股股东、董事或高管的受信义务规定不周、事后责任追究不严,股东大会表决机制等公司程式有失周延,股东知情与提案等基本权利无法操作,股东代表诉讼障碍重重,在上述激励与约束机制均失灵的情况下简单赋予中小股东对重大事项的否决权,很难起到真正的监督作用,反而对内部人产生操纵表决的不当激励,更恶化了公司治理中权责不对等的现象。

回到本文所讨论的上市公司破产重整情形,股东与债权人均是自愿对公司投入资产,当公司经营不善时,缘何只有中小股东被视为无辜者?对投资者利益最有力的保障来源于股东自己,即便在大股东掏空公司的情形,中小股东也不是天然无辜的。虽然中小股东的努力可能会被大股东所否决,但一个洞见是,“股东有义务努力保证公司的诚信经营”,<sup>[31]</sup>“股东只有在有所行动但被否决时可能是无辜的”。<sup>[32]</sup>从浙江海纳作为第一例上市公司破产重整案至今,进入破产重整的公司,多为连年亏损、经营管理问题频出且多年无法改善,理性股东如果用手投票无力改变公司现状,则应选择用脚投票——否则,既愿意追逐重整成功可能带来的

---

[31] *Special Message of the President of the United States Communicated to the Two Houses of Congress on Jan. 31, 1908, Theodore Roosevelt Papers 17 - 18 (Lib. Cong. )*. Cited from Lawrence Mitchell, *The Continuing Evolution of Securities Class Actions Symposium; the Innocent Shareholder: An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class Actions*, 2009 Wis. L. Rev. 243.

[32] *The Curse of Bigness; Miscellaneous Papers of Louis D. Brandeis 74 (Osmond K. Fraenkel ed., 1935)*, Cited from Lawrence E. Mitchell, *Ibid.*

高收益,就应当承担重整失败的高风险。过分强调小股东保护会产生并传播一种社会印象,“保护中小股东是不问缘由的”。如 \*ST 创智重整过程中,一位持有 \*ST 创智近百万股的股东对记者表示,尽管面临的退市风险很大,“我不相信当地政府、证监部门会放任创智退市不管”。<sup>[33]</sup>正是这种期待并相信政府兜底的心态,纵容投资者加入“炒 ST”的行列,造成证券市场“越穷越光荣、破产更吃香”的怪象。这也反过来说明,小股东并不一定都是内部人控制的无辜受害者——相反,他们无视市场“优胜劣汰”的铁律,纵容内部人控制甚至可能期待从内部人控制中获益,倾斜保护中小股东也不一定总是正确的。

退一步讲,即便在公司治理与证券监管中,中小股东保护是控股股东滥用权利的有效制约机制,也绝不应适用于破产重整程序中,作为削弱债权人正当利益的理由。在公司资不抵债的情形下,股东的剩余索取权为负值,已不复在最后一线与公司荣辱与共的角色。即便上市公司的“壳”资源仍有价值,股东也应劣后于债权人获得重整利益。当然,我国破产重整制度中对股东管理性与财产性权利的倾斜,还有一个特殊原因可能在于,上市公司的大股东和大的债权人的最终所有者常常是国家,中小股东在与国家的博弈中始终处于劣势地位,加之保护社会稳定、防止群体性事件发生等政治需求,中小股东保护便成了立法者、司法者和监管机构的迫切使命。然而,“过犹不及”,过度保护反而可能会激励股东的“敲竹杠”行为,扭曲破产重整程序中各方利益的合法次序和谈判力量,增大重整障碍和谈判成本,阻碍重整制度目的和社会利益的实现。

## 五、结论

本文所探讨重整语境下的股东权异化,其实有两层含义。首先,通常情况下,公司资不抵债情形中股东的管理控制权与财产利益与常态相

---

[33] “ST 创智重组方案以退为进,中小股东阵营分化”,载 21 世纪经济报道, <http://www.21cbh.com/HTML/2012-9-5/3OMzA3XzUxNDE3OA.html>, 2013 年 4 月 1 日访问。



比均发生变化:股东丧失对公司最终决策的控制权,表现为不具备对重整计划的表决权;其选举和罢免董事、召集和参与股东大会的权利须以不损害重整为前提;而股东的财产利益被大幅度调整,根据绝对优先原则,除非普通债权组得到足额清偿,否则股东不得保留权益。其次,如果说重整语境中股东权益相较于债权人应居于从属位置,我国上市公司破产重整中的股东权益又是破产重整制度一般规则的变异。撇开控股股东滥用权利这个经典难题不谈,在“保护中小股东权益”的指导下,中小股东也被赋予实质性权利制约重整进程,并获得远优于普通债权人的重整利益。然而,股东应对公司治理不当负有责任,中小股东利益也可能与公司长期利益、破产制度的目标具有不一致性,中小股东保护不应成为破产重整的制度追求。重整中的上市公司也不应被设计为大股东与小股东的角力场。债权人利益的保护才是破产制度追求的目标,至于大股东与小股东之间的恩怨纠葛,应留待公司法通过完善公司内部治理和事后责任追究机制来解决。