

上市公司重整融资的法理省思与规范重塑^{*}

程 威^{**}

摘要：债权融资中的优先权规则与股权融资中出资人权益调整规则是我国上市公司公司重整融资中所面临的主要制度问题,然而当前上市公司重整中的债权与股权融资机制运行并不顺畅,实践中存在利益失衡的现象,《上市公司重整纪要》与《上市公司重整指引》的出台为缓解该问题提供了制度抓手和规范路径。为避免重整融资成为部分主体损害其他主体的不合理分配秩序,本文以上市公司重整新规为指引,从实体与程序规则角度加以规范重塑。通过围绕债权融资中优先权设定的层次性不足、场景性考虑缺失、审查主体固化,以及股权融资中出资人权益调整中的约束力欠缺、资本公积金转增股份性质不明、信息披露规范模糊等问题,以尊重利益相关者实体利益、提供竞争博弈机制、强化风险共担为理念依循,建构起相对清晰明确的保护性规范,以此实现上市公司重整融资制度的质效提升。

关键词：重整融资 重整纪要 重整指引 利益平衡

近年来,破产法价值发现功能与“去污名化”意识的流行使得透过破产机制实现更新与出清的现象愈加常态化,上市公司重整申请与被申请数量的持续攀升即属适例,由此凸显营商环境优化及高质量发展的理念落地。其中,企业重整复兴的关键在于纾困机制的引入,其核心往往与妥当的融资制度有关,良好的融资制度有助于形成规范的重整秩序并为相关利益主体提供清晰明确的行为指引。上市公司重整融资因涉及公司法、破产法与证券法的规范互动,更需要相对明晰的规范以消解制度冲突,

^{*} 本文为司法部法治建设与理论研究部级科研项目“《企业破产法》修订背景下重整融资优先权的体系构建研究”(24SFB4013)的阶段性研究成果。

^{**} 华东政法大学经济法学院副教授、法学博士。

防范不当的利益盘剥。然而,我国现行破产制度对此问题回应相对不足,难以适应当前上市公司重整的制度需要。

2024年12月最高人民法院与证监会印发《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》(以下简称《上市公司重整纪要》),其后证监会发布配套文件《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》(以下简称《上市公司重整指引》)。两份文件对于上市公司重整的审判实践及监管要求设定了原则性规范,这也为我们审视上市公司重整融资制度提供了契机。当前上市公司重整融资一般区分为共益债模式、产业融资、财务融资,后两者为股权融资模式,前者本质上仍然是债权融资。以此为前提,本文希望在两份重整文件实施的背景下,通过检视债权融资与股权融资所面对的具体问题,进一步反思并调适其法理上之疑问,挖掘相应的续造规范,以此抛砖引玉而激发理论界与实务界对该问题之关注并展开更为精细化的研究。

一、上市公司重整融资的实践样态及问题检讨

重整融资包含债权与股权两种模式,前者为借款融资,多表现为共益债模式,后者以股权作为谈判标的吸引融资,体现为股权交易法律结构。两种融资模式均不可避免地对公司现存的债务结构和权益秩序构成冲击,特别体现为存量债权人或老股东与投资者之间的利益冲突。

(一) 债权融资及其问题

在上市公司重整实践中,共益债融资相对较为成熟,早期观点认为,其法律依据为《企业破产法》第42条第4项“为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务”。但该条款中“由此产生的其他债务”指向不明,^①且共益债权的类型相对封闭,或可引发共益债扩展并进而挤压其他债权的清偿空间。^②是以,2019年《企业破产法司法解释三》(以下简称《破产法解释三》)第2条规定“经债权人会议决议通过,或者第一次债权人会议召开前经人民法院许可,管理人或者自行管理的债务人可以为债务人继续营业而借款”,且该借款债权顺位优先于普通债权、劣后于存量的担保债权人。但该规则在具体适用中呈现以下问题:

① 参见丁燕:《共益债务融资的实践进路与法律保障》,载《月旦财经法杂志》2020年第2期。

② 参见张钦昱:《共益债务认定标准的问题检视与规则重塑》,载《法商研究》2025年第1期。2025年9月公布的《企业破产法(修订草案)》第61条采取列举加兜底的共益债务类型规定,这直接扩张了共益债的适用范围,挤压了普通债权的清偿额度,难谓合理。

1. 优先权建构的实体问题

第一,优先权的顺位规则不清晰。《破产法解释三》所构建的共益债权顺位意在吸引借款债权人提供信贷融资,但在利益赋予的价值选项上并不具有可选择性,无法激励作为投资人的借款债权人在债务人信用已经岌岌可危之际挺身而出。首先,共益债权的顺位劣后于担保债权与破产费用,同时也劣后于房地产企业破产中涉及因保交楼政策主导下的各类购房者债权、建设工程优先权等特殊性质的优先权。^①例如,当债务人企业资产上已经负载相对多层和复杂的优先权益,特别是多数债务人企业申请破产时其优良资产一般已设定担保物权的情况下,提供借款融资的新债权人可能会因此而激励受阻。其次,共益债权的单层制顺位结构虽然允许借款融资债权人与存量的担保债权人进行合意磋商以变更清偿顺位,但现行法未对其谈判的底线性规则加以规定,能否避免存量债权人的倾轧并不明确。

第二,共益性标准的认定过于简单。将维持经营作为重整融资的证明标准偏低。对危机企业而言,注资虽能暂时改善经营,但未必利于恢复营运能力。此标准亦导致债务人融资时忽视重整成功率分析,招募依据草率,例如融资方案常缺乏资金具体用途说明。^②重整融资的实体性证明条件应结合企业具体情境界定。重整背景、商业形态及融资形式的差异,决定了共益性审查要求的不同。例如,房地产企业与制造业企业的重整资金需求不仅存在量的差异,更涉及资金注入后公司治理的调整,如债权人通过融资协议体现治理诉求。^③忽视此类差异,不仅可能损害债务人利益,还会降低其在融资招募中的证明义务,导致重整融资市场发展水平低下,难以适应债务化解的迫切需求,进而抑制重整投融资市场的成熟。

2. 优先权建构的程序问题

第一,未根据融资事项本身的场景区分权利行使的程序。《破产法解释三》明确债务人为继续营业借款的前置程序,或经债权人会议决议,或在第一次债权人会议前获法院许可。但一般共益债务的形成则以管理人决定为前提。若将重整融资程序视

① 参见俞巍、李业亮:《法律融贯论视角下房地产企业重整融资债权超级优先模式的构建》,载《人民司法》2025年第1期。

② 参见关于对淄博海裕润成置业开发有限公司破产清算案共益债务融资的告知函,<https://pccz.court.gov.cn/pcajxxw/pcgg/ggxq?id=77E49087464436110777273FD3E8F70>,2024年4月8日访问。

③ 重整融资一般会改善公司治理,See David A. Skeel, Creditors' Ball: The New New Corporate Governance in Chapter 11, 152 University of Pennsylvania Law Review 936 (2003).这一判断建立在融资合理性的基础之上,若新融资债权人在协议中施加了价值创造性的条件,则新融资债权人取代或影响管理层的权力有助于债务人企业的生存和成功重组。而当相对不合理的融资引入后,反而会增加治理上的复杂性和成本。

为一般共益债务规则的例外,有违效率原则。重整融资属常见业务,不加区分地要求一律经债权人会议或法院许可,徒增组织与决议成本。

第二,未根据融资决定的权限设计相应的审查义务与责任。与融资场景区分不足相应的问题是,决策权分配的不合理也导致关键主体的义务与责任规范缺失,继而导致责任约束不足、专业判断缺位。债权人会议因成员利益异质性易生掣肘;法院受多重利益协调、非财务绩效目标等因素影响,在商业判断中常处于后置审查地位,且无须为融资决策导致的重整失败承担责任。与此相对,重整环节自行经管模式在融资上具有专业经营优势,美国法中即有“自行经管融资”的相关制度设计,而我国现行制度对该模式的融资决定权缺乏明确配置,这不仅导致自行经管层在融资决策中话语权缺失,也忽视了原管理层为企业自救、洗脱嫌疑可能付出的经营努力。另外,管理人也同样具备专业判断能力。尽管通常认为其核心优势在于债务清理而非商业决策,但在我国管理人中心主义框架下,管理人既可通过经验积累与学习曲线优化提升商业判断力,亦可引入第三方专业力量提供顾问支持,足以弥补专业短板。

（二）股权融资及其问题

上市公司重整中更偏好股权融资,主要是因为投资者愿意用财务及产业投资方式甄别有价值的企业,以提升壳资源实现溢价投资回报。不过,与实践中的应用普遍性形成反差的是,法律对该问题并无专门规定,为股权融资过程中出资人权益调整存在争议。

1. 出资人权益调整的实体问题

第一,出资人权益调整的理论基础问题。在重整程序中引入股权融资其本质是股权交易,这势必在新老股东之间形成一种紧张关系,出资人权益调整的理论基础决定了法律对新老股东之间权益加以干预的限度与方式。一种观点认为,公司进入重整程序即表明具有破产原因,从公司剩余索取权的配置角度来观察,债权人已经取代股东成为债务人企业的实际控制者。所以,重整法一方面为债权人设定一系列程序参与机制以主导对债务人破产财团的控制,^①另一方面也按照严格的层级序列构建了清偿顺位规则,通过顺位竞争和模拟市场验证方式优化公司估值,减少对债务人企业资产的无序盘剥并形成各方当事人的公平预期。^② 其推论是,上市公司重整融

^① 参见陈景善、李魏:《上市公司破产重整中出资人权益调整机制之完善》,载《上海政法学院学报(法治论丛)》2021年第4期。

^② See Mark Roe & Michael Simkovic, Absolute Priority, Relative Priority, and Valuation Uncertainty in Bankruptcy, 173 University of Pennsylvania Law Review 389 (2025).

资之际,老股东权益基本上已经归零,即便不经其同意亦可对其进行调整。另一种观点则认为,上市公司重整的特殊之处在于其壳价值,股东权益在重整过程中具有增值可能性。^① 这立足于相对优先权,纵然在先顺位债权人未获全额清偿,也可以基于重整复苏增值的未来预期为在后顺位的债权人提供相应清偿,以减少在后顺位债权人的拖延动机和在先顺位债权人仓促行事的危险。两种理论基础依何者为准,存在认识上的分歧。

第二,出资人权益调整中的批准规则问题。一种观点认为,出资人权益调整实际上可由债权人会议决定,依托重整计划实现,而且《企业破产法》第85条已经为出资人权益调整事项规定了出资人组独立表决的机制,并不会妨害出资人组意志的实现。另一种观点则认为虽然出资人权益调整设立出资人组表决机制,但我国法律并未规定重整计划对全体股东的拘束力规则,债权人会议成员不包含股东进而无法直接约束股东,更何况部分股东因信息获取能力不足而难以参与出资人组表决,由此以重整计划涵盖出资人权益调整结果并施加其强制力,正当性值得追问。

2. 出资人权益调整的程序问题

第一,出资人参与权益调整过程的机制不明确。尽管破产法赋予出资人特设出资人组对涉及其权益处理的事项进行表决的权利,然而出资人组所作表决的效力、重整公司的独立实体内部融资决议程序与重整计划涉融资事项之间的关系等问题在现行法上均无法获致明确的答案。其中,较为关键的问题即在于出资人组在重整融资中治理性角色的虚化。目前上市公司重整股权融资的收益率较为可观,这也引发保壳式交易、内幕交易和利益输送等类似“高比例转增、低定增续命”的乱象,如*ST中利每10股转增24.50股等极大摊薄中小股东权益。^② 这也自然引发出资人对权益调整产生本能的抵触情绪,如质疑转增比例合理性、定价公正性等。在异议与救济机制缺位的背景下,出资人权益盘剥问题随之凸显,也进一步推升上市公司重整融资过程的交涉成本。

第二,出资人权益调整的信息披露机制不充分。我国重整程序中表决所需信息的披露往往不充分,导致债权人难以实现知情表决,其利益受损风险也随之加剧,^③ 这在重整股权融资中也较为突出。上市公司重整融资信息披露不足与企业价值识别高

① 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。

② 参见杨坪:《破产重整指引落地!重整“暴利”终结?》,载《21世纪经济报道》2025年3月19日第011版。

③ 参见范水兰:《我国破产重整计划表决信息披露制度的检视与完善》,载《社会科学研究》2023年第5期。

度相关,进而影响重整融资中价值分配公允性的判断。企业价值之所以难以识别,一方面公众公司因交易特别处理导致价值被信号效应低估,另一方面,即便通过拍卖等方式进行价格发现,债权人控制、参照系缺失、策略性干预等因素也会扭曲估值。这种市场定价困境的根源,在于债务人重整相关信息分散于不同权益主体,需经各方博弈与披露方可聚合。^①上市公司股权融资的信息披露涉及破产法、公司法与证券法的多部门法协同,现行法未能妥善规定包括出资人权益在内的各类信息的互动机制,也降低了出资人谈判势能,造成出资人权益调整过程中的权益失衡。

二、上市公司重整融资问题的成因分析及理念调适

(一) 上市公司重整融资问题之成因

纵观我国上市公司重整融资中的适用问题,不难发现,对重整融资的实体性规范与程序性规范的认识不清是导致规则疏漏和实践障碍的根本原因,具体而言:

其一,包括重整融资在内的整个重整法律规范缺乏对程序当事人实体性权利的审慎分析,特别是对可能受重整分配秩序影响的主体权益未予以足够重视,使得优先权益设定、共益融资手段、出资人权益调整等规范工具忽视了“弱者的武器”。从目前股权与债权融资的整体形势观察,投资者介入的核心动机无疑是获取相应的价值回报,但投资一个处于危困状态且复兴前景不甚明朗的债务人企业需要更为审慎的估值方法以及对既存权益结构的合理识别,而目前重整融资的实践则表明,要么是府院联动给予充分的信用兜底,要么是重整机制对投资人给定特别待遇,否则重整融资将会成为一种不确定性的艺术。广义而言,重整融资实际上是公司分配制度在危困状态下的延续,除须遵循资本规则外,还应当结合破产重整这一集体清偿机制作出调整,尤其需要关注各方权益是否有被不合理弱化的迹象,防止重整融资成为部分主体剥削另一部分主体权益的名利场。准此以观,我们能够发现围绕重整融资设计的各类制度均在片面地吸引投资人进入以挽救企业,但有意无意地偏离了受损主体权益的保障,这是重整融资在实体性规范层面需要加以认真对待的问题。

其二,在缺乏对重整融资相关主体实体性权益的尊重之余,程序性规范的设计也相应地存在缺漏,这进一步制约了利益相关者透过程序机制实现自我保障的潜力和

^① See Mark Roe, Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization, 83 Columbia Law Review 576-580 (1983).

动力,由此形成负反馈循环。企业破产法具有发生学意义上的程序性特质,其借助债务冻结、集体清偿构建起防御债权攫夺的堡垒,限制个别债权人瓜分破产财产,为后续的公平分配奠定基础。破产程序的结构同样注重对利益相关者的权益进行平衡调和,尽可能化解其中所产生的一些争议,以达致破产分配的帕累托效应。^① 谈判的前提是各方主体以充分知情的状态彼此平等交流互动,能够借助合理的程序表达其利益,进而在信息互换中达成合意,以达致信任机制的形成,有效缓解重整程序推进的阻力。^② 然而我国上市公司重整不得不面对双轨制还是单轨制的信息披露模式选择问题以及披露质量、披露方式等内容体系的建设问题。首先,上市公司系属证券监管的主体对象,对于重整融资所涉信息披露问题一般交由证券法加以适用。重整融资是治理性规则的延伸,但包括信息披露等在内的过度介入公司内部事务的监管取向与方式可能会扰动公司治理的稳定性和商业判断的合理性,其正当性备受质疑。^③ 其次,具体到上市公司重整披露的规则体系建设问题,则涉及如何与既有披露规则的审慎协调、披露内容的限度、披露方式的确定、监管主体的选择、披露的异议救济等,尽管已经有较为深入的学术探索,^④但其规则制定尚未体系化,进而难以有效发挥提升信息披露质量的效益。

(二) 上市公司重整融资的理念调适

破产法上具有代表性的理论学说认为,破产法集体冻结机制及相应的顺位清偿规则源于“无知之幕”背后进行谈判所期望达成的事前协议,这种债权人谈判理论主张破产法的单一目标即为最大化债权人的集体回报,^⑤维持公司运营并非破产法的独立目标,仅在其符合债权人利益保护的需求时才有必要。不过,这种观点一方面并未关注法律政策上所认许的非效率目标,如对各类因债务人企业破产所受影响的利益相关者之权益保护,^⑥另一方面也未能意识到维持企业持续经营所具有的独立价值,特别是危困企业在复兴过程中的剩余潜力对于经济盘活与配置具有现实意义。^⑦ 由是观之,破产法固然可以将诸如包含职工就业、环境保护、非调整性债权人救济(如侵

① 参见李永军:《破产法的程序结构与利益平衡机制》,载《政法论坛》2007年第1期。

② 参见杨忠孝:《信息披露与重整程序信任机制建设》,载《山西大学学报(哲学社会科学版)》2021年第3期。

③ 参见吕成龙:《论证券监管介入上市公司治理的限度》,载《中国法学》2024年第1期。

④ 参见高丝敏:《论破产重整中信息披露制度的建构》,载《山西大学学报(哲学社会科学版)》2021年第3期。

⑤ See Douglas Baird & Thomas Jackson, Corporate Reorganisations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy, 51 University of Chicago Law Review 97 (1984).

⑥ See D. R. Korobkin, The Role of Normative Theory in Bankruptcy Debates, 82 Iowa Law Review 75 (1997).

⑦ See D. R. Korobkin, Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy, 91 Columbia Law Review 717 (1991).

权受害人)等问题交由其他法律加以调整,但债务人企业一旦陷入破产程序之中,其不可避免地必须要回应各类主体的权益诉求,破产法已经无法避开利益相关者等社会群体法益目标的实现而侈谈资产最大化理念。我们认为,重整融资需要实现两个目标,即促进债务人企业的重组和确保平等对待具有相同顺位的优先债权人,而平衡这两项目标是法院批准或不批准债务人融资的根本依据。^① 研究亦显示,得到融资的债务人比没有得到融资的债务人更有可能进行顺利的重整。^② 故此,有必要对上市公司重整融资规则的理念加以调试,使之在效率与公平之间维持平衡而非偏重一隅,而在具体的理念设计上应当注意:其一,实体上应当尊重所有参与主体的意志,为其利益表达提供切实的规范供给。上市公司重整融资中,应当从组织法角度尊重出资人权益,使其能够透过重整制度参与谈判,进而促进价格发现。其二,程序上应当为参与主体提供利益博弈的机制,通过优化信息披露制度完善竞争参与的空间。其三,重整融资不仅是对冻结财产的集体化、顺次性清偿的程序机制,更应当在企业家精神保护和高质量发展的现实背景下重视多元群体的风险共担。

三、上市公司重整融资功能实现的规范建构

(一) 重整融资实体性规范的建构

1. 债权融资的实体规范

第一,构建层次化优先权的选择空间。我国共益融资债权顺位是单层制的优先权结构,投资人仅得通过交涉谈判与优先权人达成合意变更其顺位。这就导致部分投资人慑于将来无法获得充分回报而裹足不前,即便可以提升其清偿顺位,但也多为在“府院联动”中引入政府信用或者是通过成本不菲的谈判才可以达成。正如德国学者所批评的,这种模式尽管有利于清楚划定融资债权人的清偿顺位,但实际应用效果较为有限,其对贷款人而言仅是很小的慰藉。^③ 相比之下,美国法的多层次优先权模式以《美国破产法典》第 364 条与第 503 条 b 款为核心,构建起包括管理费用优先权、相对于其他管理费用的优先权、对先前未设定担保财产的优先权、对先前设定担保财

^① See Seth Shich, Debtors Qua Salvess: Superimposing Salvage Law onto DIP Financing Agreements, 90 American Bankruptcy Law Journal 216-217 (2016).

^② See David A. Skeel, Creditors' Ball: The New New Corporate Governance in Chapter 11, 152 University of Pennsylvania Law Review 936 (2003).

^③ 参见[德]莱茵哈德·波克:《德国破产法导论》,王艳柯译,北京大学出版社2014年版,第191页。

产的次级优先权乃至超级优先权等在内重整融资优先权体系。^① 英国的市场自治模式则摒弃强制引导和干预思路,将重整融资这种纯粹性的商业判断交由贷款市场加以决定,理论上贷款人可以综合担保手段的可用性、优先权设计的可行性等作为融资后清偿顺位的决定依据。^② 我们认为,构建层次化的优先权选择空间更具合理性:一是,借助模板化的规范设计,事先划定债权人的可得利益边界,使之综合权衡自身风险预期和偏好与上市公司(及其他利益相关者)进行谈判,兼具激励效益和博弈效应。二是,与多层次优先权机制相配合的投资者保护规则,可以有效弥补当事人谈判的合意漏洞,从而降低部分投资者因理性能力不足而存在的不确定性风险。三是,顺位规则和保护机制的结合有效阻遏了反对者“敲竹杠”的行为,克服既存债权人对重整程序推进的不合理干扰。^③ 《企业破产法(修订草案)》第62条适度进行了调整,但仍然不够全面。应当统合既有的优先权规范,设计层次化的优先权,既保护投资者利益,又能保证融资有效性、可得性和应用合理性。

第二,区分适用场域匹配不同的审查标准。当前的共益债务融资方案立足于“共益性”,即融资对于企业重整复兴具有益处,为明确共益的属性,应当以场景化的不同,对融资决策进行审慎衡量。重整融资场景的界定与债务人企业的资金短缺程度、融资份额对企业存续的价值等商业判断要素密切相关。融资决策是否被纳入重整计划应作为关键考量因素,但更本质的区分标准需回归业务属性维度:即融资行为属于企业经营中的常规性营业,还是非常规性营业。

常规性融资与企业日常经营范畴相符,其风险层级与管理者的风险识别及承担能力相匹配,审查标准可参考美国法的方案。在美国实践框架下,具有共益债权优先顺位的重整融资,其适格范围被限定为维系破产财团(Estate)所必需的实际支出与成本。此类支出通常旨在保障破产财产的完整性或促进债务人企业运营的存续。对于“实际必要”的界定,法院判例倾向于聚焦考察破产财团是否因此获得了可量化的直接收益,而非将视角局限于放贷人所承担的成本或其可能承受的损失。^④ “直接收益”在此语境下的含义,不必然要求破产财产的市场价值出现增值,而是强调其基础

① 参见丁燕:《论破产重整融资中债权的优先性》,载《法学论坛》2019年第3期。

② See Gerard McCormack, Corporate Restructuring Law — A second change for Europe?, <https://eprints.whiterose.ac.uk/117309/3/MccormackCorporate%20Restructuring%20Law.pdf>, last visited on 2025-07-01.

③ 参见王培浩:《重整融资优先权的法理省思与体系化建构》,载《法学论坛》2025年第3期。

④ In re Goody's Family Clothing, 610 F.3d 812 (3d Cir. 2010); In re Dant & Russell, Inc., 853 F.2d 700, 706 (9th Cir. 1988).

价值本身得到了有效保全。同时,美国判例亦明确要求,投资人必须向破产受托人提供相应的价值以使破产财团整体受益。^① 因此,在常规重整融资情境中,若融资安排本身具有通用性质,且资金用途符合合理标准,则赋予贷款方以共益债权优先顺位具备法理上的正当性。

非常规性融资往往涉及企业长期战略调整或资产重组,可能引致全体债权人权益结构的系统性重构,故而需通过更严格的审查机制规范其决策程序与风险分配。在审查标准上,应当确保该融资满足合理的商业判断,且符合公平标准。其一,应当确保拟议融资有助于重整目标的合理实现。判断一项拟议融资安排是否利于破产重整目标的有效达成,关键在于评估该资金的具体投向是否能够实质推动债务人资产的活化,尤其是专用性资产的盘活与高效利用。同时还需审视其是否引入了恰当的替代性或补充性商业模式,从而优化企业治理结构与价值实现路径。其二,应当确保融资的对价待遇合理以及其他主体的权益并不因此而受到违背其预期的损害。为此,一方面宜要求破产受托人为拟议融资方案赋予的条件确认为是适当选择,即该融资条件是当前融资条件下之所必需,另一方面应借鉴重整计划强制批准规则中的前提条件,确保无担保债权人获得最低期待利益、担保债权人获得充分保护。

2. 股权融资的实体规范

当前对股权融资语境下调整出资人权益的方式过于刚性,客观上忽视了其对公司所享有的权益,毕竟壳资源本身就属于一种重要的潜在增值资源。除非现有的估值体系与规则能够精确地反映企业真实价值,^②进而在债务清偿序列中可以对出资人权益根据估值结果进行调整,否则就应当尊重股东对公司的客观权益,令其在上市公司重整融资中享有相应的利益。为使得出资人权益调整符合公平价值追求和企业复兴目标,我国企业破产法应当在以下实体性规范上加以着力:

第一,确认重整计划对全体股东的拘束力规则。因条款表述不周延,我国企业破产法规定债权人会议的决议对全体债权人有约束力,同时又规定重整计划涉及出资人权益调整的应设出资人组进行表决,虽然在正常批准程序中设置了“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”作为草案通

^① See *In re Bethlehem Steel Corp.*, 479 F.3d 167, 172 (2d Cir. 2007); *In re Hemingway Transport, Inc.*, 954 F.2d 1, 5 (1st Cir. 1992).

^② 这也是绝对优先权所受质疑的地方,即估值的不确定性令劣后顺位债权人蒙受估值过低的风险,也会引发围绕估值的无效竞争而过度抬升交涉成本。See Harry G. Guthmann, *Absolute Priority in Reorganization: Some Defects in a Supreme Court Doctrine*, 45 *Columbia Law Review* 739 (1945).

过的必要条件,但强制批准又为法院打破“敲竹杠”的困局提供了强制性手段。为使重整计划具有约束各方利害关系人的契约地位,宜借鉴《美国破产法典》第1141A条,规定经由批准的重整计划能够约束与该计划存在利益关联的任何主体,使得重整计划对出资人权益调整具有强制效力。

第二,明确资本公积金转增资本的性质,并促进与公司法简易减资规则的适用衔接。实务中股权融资的常规操作作为资本公积金转增资本,在企业资不抵债之际,包括资本公积金等在内的所有者权益科目并无对应的真实资产,在引入股权融资进行重整时,资本公积金转增资本产生的价值分配在经济实质上类同于新股发行,^①只不过前者是用既存的虚拟价值以公司法所规定的形式进行分配,而后者则源于外部融资。除此之外,引入股权融资实际上尚有通过减资减少旧股东股份,进而为引入重整投资人预留空间的做法,也即通过减资和资本公积金转增资本相结合的方案,借助资本结构的腾笼换鸟,为股权融资提供了便利化的操作空间,也为既存债务清偿设置了可行的分配手段。为此,新公司法所规定的简易减资制度,可以结合破产重整融资的特殊制度需求,在适用目的、顺序规制和决议程序等方面作出适度调整,使得该衔接机制能够圆融地化解破产法与公司法上存在的规范尺度不一的局面,如在破产法中规定出资人权益调整的内容应包括公司简易减资的表决标准等。^②

值得注意的是,资本公积金转增股本的实践中,可能会因转增比例过高以及人为操纵,导致新旧股东之间权益显著失衡。为此,《上市公司重整指引》较好地回应了该问题,使之能够顺畅地服务于重整投资人与原股东利益的均衡化配置。该指引第7条规定:“重整计划草案中出资人权益调整方案涉及资本公积金转增股本的,应当充分说明实施资本公积金转增股本的原因、必要性及合理性,根据转增股票用途及目的审慎确定资本公积金转增股本数量,资本公积金转增比例不得超过每十股转增十五股。可供转增的资本公积金应当以最近一期经审计的年度报告、半年度报告或者季度报告为准。”该规则主要旨在实现三个核心目标:其一,限制股本扩张以保障中小投资者权益。设定“每10股转增股份不超过15股”的上限,旨在统筹兼顾不同主体的利益诉求。这一安排既能为公司偿还债务及吸引战略投资者提供必要的股本空间,又能有效控制股本规模的非理性扩张,从而防止其对中小股东权益的稀释效应。其二,抑制潜在的利益输送与市场操纵风险。不受约束的转增可能沦为向特

^① 参见谢肇煌:《破产重整股权融资的法理反思与制度回应》,载《南方金融》2024年第9期。

^② 参见陈景善:《破产重整程序中的简易减资制度适用研究》,载《政治与法律》2025年第6期。

定重整投资人输送低价股份的工具。《上市公司重整指引》第8条第2款明确要求,重整投资人获取股份的价格下限不得低于市场参考价格的50%。此定价限制与前述比例限定相结合,在双重约束下显著压缩了利益输送与股价操纵的空间。同时,强制要求详细阐释转增的原因、必要性与合理性的规定,旨在通过强化信息披露机制防范内幕交易等违规行为。其三,确保用于转增的资本公积金具备实质可信的基础。规则强调必须以“最近一期经审计的定期报告”为依据进行资本公积金转增,并要求公司“审慎确定转增数量”。此规定的主要目的是防范公司利用未经审计、可能含有虚增成分的资本公积进行转增操作,确保转增行为建立在真实、可验证的财务数据基础之上。上述重整新规具有积极效益,应当在本轮企业破产法修改过程中以相对清晰的方式纳入文本,但同时需要注意与既有规范之间的衔接,特别是应当考虑重整计划制定过程中对不同公司商业背景、财务结构、业务模式等具体问题的適切回应。

(二) 重整融资程序性规范的建构

第一,债权融资中应当优化审查主体的职权配置,核心是识别融资事项的重要程度,构建决策主体的分类化机制。融资事项作为一种商业判断,应当交由决策主体结合其事权分配加以决定。重整程序立足于自动冻结与优先权机制的协力所形成的结构性治理模式,^①宜立足于债权人会议、债权人委员会、破产受托人(即管理人与自行经营管理债务人)的决策体系,结合融资事项的难度设置批准主体。美国《破产法典》第363条对常规营业交易及其例外情形的制度安排颇具参考价值,其核心在于平衡经营自主权与债权人保护,允许破产受托人在不显著干扰前提下维持日常经营,但对超出常规范围的交易则须履行告知义务并接受司法审查。在具体交易性质存疑时,法院采用“历史纵向审查”与“行业横向审查”双重检验体系:历史纵向审查以假定的理性债权人为视角,通过比对债务人在破产程序启动前后的经营实践,判断特定交易是否显著改变了债权人授信时预期的风险水平。^② 行业横向审查则关注交易在债务人所属行业中的普遍性与相似度,评估其是否符合该商业领域的常规做法。同时满足两项标准方可认定为常规营业交易,免于额外审查程序。^③ 将特定重整融资举措纳入常规营业范畴具有体系性意义,符合此标准的资产处分行为可对抗破产撤销

① 参见李忠鲜:《破产公司治理的现实困境与消解路径》,载《东南大学学报(哲学社会科学版)》2023年第4期。

② In re Johns-Manville Corp., 60 B.R. 612, 616 (Bankr. S.D.N.Y. 1986).

③ See Aalfs v. Wirum (In re Straightline Invs.), 525 F.3d 870 (9th Cir. 2008).

权主张,^①正常业务范畴的资产转让效力不受制于繁琐程序审查,^②特定时段内形成的新债权可获优先清偿顺位。^③其制度价值在于维护交易预期、降低尽职调查成本、^④保障商业判断空间及经营秩序稳定。

第二,在股权融资中强化出资权益调整中的信息披露,并优化出资人权益调整的程序规则。透过有效的信息披露和程序规则完善可以促进信息交易、主体行权,推动各方主体以资本市场的动态性、博弈性为手段,尽可能在重整计划当中优化股权定价,以减少老股东的权益损失。《上市公司重整纪要》第17、18条和《上市公司重整指引》第8条从信息披露机制优化与出资人表决机制改进两个维度予以回应。

一是信息披露机制优化聚焦透明性与风险防控。首先,明确要求全面披露重整投资人核心信息。根据《上市公司重整指引》第8条,需详细说明投资人的主体资格、关联关系、股份代持情况。此规定旨在穿透核查投资人实质背景,防范利益输送,同时确保其符合国家产业政策与行业准入要求。其次,构建定价公允性约束机制。投资人入股价格的下限被明确限定为“不得低于市场参考价的50%”,市场参考价允许选择重整投资协议签订日前20、60或120个交易日的股票均价之一。该定量标准结合潜在的中介核查要求如低于市场价80%需财务顾问发表意见,可有效遏制低价入股对中小股东权益的稀释风险。最后,强化重整执行风险的前瞻披露。规定要求投资协议中明确资金用途、生效条件及经营计划可行性,特别禁止在重大不确定性消除前确认债务重组收益,以避免财务信息失真干扰市场预期。

二是出资人表决机制优化致力于程序公正与权利平衡。首先,确立严格的表决规则。出资人组对权益调整事项的表决需获“参与表决股东所持表决权三分之二以上”通过,并强制提供网络投票方式,保障中小股东参与便利性。表决结果披露须区分持股5%以上股东与中小股东投票情况,形成差异化监督机制。其次,引入关联股东强制回避制度。当重整投资人与上市公司控股股东、实际控制人、董监高等存在关联时,相关关联股东必须回避表决且不得接受委托投票,从程序上阻断关联方操纵表决结果的可能性,确保决策独立性。最后,突出权益调整事项的专组表决要求。《上市公司重整纪要》第18条强调涉及出资人权益调整如引入投资人导致股权稀释必须

① See 11 U.S.C. § 547(c)(2).

② See 11 U.S.C. § 363(c)(1).

③ See 11 U.S.C. § 507(a)(3).

④ 参见龙俊:《民法典中的动产和权利担保体系》,载《法学研究》2020年第6期。

单设表决组,避免与其他债权人组别混合表决,突显对股东权益的专项保护。

上述重整新规对优化股权融资中存在的弊端而言具有显著的正向引导价值。在本轮企业破产法修改过程中,应当将其要义整合进入修改文本,但需要注意:(1)明确上市公司重整融资的证券法与破产法“双轨制”披露模式。尽管现存上市公司单轨制披露已经具有充分的实践经验,但证券法与破产法围绕上市公司的披露事项与内容等存在显著不同,对于利益相关者的保护也存在差异,应当认可破产重整信息披露具有独立的制度价值。规范上应当遵循法院主导和监管指令相结合的模式,重点是形成重整融资中当事人的协商机制。(2)明确信息披露的法定客观标准。现有规范虽要求披露重整投资人信息及定价依据,但未确立“充分信息披露”的客观标准,导致关键内容如企业真实偿债能力、重整失败风险常被选择性简化,加之重整计划草案常在表决前夕才向出资人披露,缺乏必要的预审周期,严重制约表决主体的理性判断能力。为此,应当确立充分信息披露的法定要素,要求重整计划对涉及融资问题应当包含财务、风险和管理等变更所涉信息,并适度引入独立第三方对披露内容的完备性出具核查意见。(3)统一表决规则与程序保障。重整新规对出资人表决机制的优化具有现实意义,在数字化时代和重整效率价值愈发重要的背景下,应当将包括网络投票规则、回避表决、专项表决等在内的规则加以统筹并体系化,结合资本市场“1+N”政策体系的相关规定与精神,使之保持内在协调。

以往我们对上市公司的证券监管规则过于强调常态化语境下的治理问题,但却忽视了上市公司面临困境及需要挽救时的制度供给,这也导致我国包括重整融资、退市等在内的各项制度构建仍相对不足。上市公司重整新规精准回应了以上问题,从实体权益保障和程序规则优化的角度拓展规范边界,有效地调息了实践中可能存在的乱象。不过,在《企业破产法》修改的现实背景下,应当统合既存规范与发展要求进行体系化协调,清晰界定包括债权融资中的优先权和股权融资中的出资人权益调整等在内的各项制度规则,从而与营商环境法治化、加快新质生产力建设和高质量发展的现实背景若合符契。

(责任编辑:张鹏飞 万玉林)