

## 上市公司适用破产和解程序的 误区与矫正\*

——以我国首起上市公司破产和解案为例  
张钦昱\*\*

**摘要:**破产和解旨在快速了结债权债务关系。缺乏担保阻断机制等营业保护措施,致使公司破产和解失败后,股东丧失公司控制权,财产权益归于零。破产和解的性质是民事契约,契约的相对性意味着行政机关难以介入,司法的强制性也较为薄弱,股东在破产和解中没有得到充分保护。可以在比照适用破产重整程序对股东的保护机制,并限制破产和解的准入门槛的基础上,审慎运用破产和解处置受困的上市公司。可以通过强化股东的正当程序权利,增加上市公司在适用破产和解程序的特殊机制。

**关键词:**上市公司 破产和解 重整 退市  
正当程序

2022年4月28日,江苏省无锡市中级人民法院

---

\* 本文为北京市社会科学基金青年项目“互联网平台的市场退出研究”(项目编号:22FXC026)的阶段性成果。

\*\* 中国政法大学民商经济法学院教授,博士生导师。

院认定\*ST澄星的和解协议执行完毕,我国首起上市公司破产和解案尘埃落定。<sup>[1]</sup>\*ST澄星曾于2021年11月5日被债权人申请重整,后经\*ST澄星申请,法院给予其6个月的庭外重组期限。2022年3月11日,\*ST澄星向法院申请破产和解,3天后法院裁定受理,又经过31天,在债权人会议上双方通过和解协议。2022年4月19日,法院裁定认可和和解协议并终止破产和解程序。\*ST澄星案开拓了上市公司纾困的全新路径,破产和解程序第一次对上市公司付诸实施并取得成功。此前,\*ST华业曾于2019年9月5日申请破产和解,因长达3个半月的时间内其申请均未被法院受理,遂撤回。<sup>[2]</sup>

作为资本市场的新兴事物,破产和解能否堪当挽救危困上市公司的大任,其与破产重整程序有何界分,又是否应当推广普及?本文结合\*ST澄星案,在指出破产和解的制度性质、设计意旨与适用困境的基础上,为上市公司适用破产和解提出总体完善架构,并围绕正当程序原则构建股东权益保护的特别机制。

## 一、破产和解对股东权益的减损:破产和解的清算导向与股东权益受损风险之耦合

破产和解一直被人们视为破产预防工具,作为与破产重整并驾齐驱的公司拯救程序。有学者指出,在破产法确立了以避免债务人破产为主要目标的破产和解制度之后,破产法的功能亦从一元走向多元,继而出现了所谓“破产保护”“破产救济”“破产自愿”等概念。<sup>[3]</sup>破产和解程序给予了债务人自我挽救的机会。<sup>[4]</sup>但近年来,人们愈加强对破产

---

[1] 江苏省无锡市中级人民法院:终止澄星股份和解程序民事裁定书,案号:(2022)苏02破2号之二,2022年4月15日。

[2] 北京市第一中级人民法院:准许北京华业资本控股股份有限公司撤回和解申请民事裁定书,案号:(2021)京01破申655号,2021年12月20日。

[3] 参见汤维建:《破产程序与破产立法研究》,人民法院出版社2001年版,第33页。

[4] 参见叶林:《上市/证券公司破产、重整、和解问题的法律思考》,载《法治论坛》2008年第2期。

和解的功能产生怀疑。有学者便指出,破产和解难以拯救企业,无非是了结债权债务关系的破产程序。<sup>[5]</sup>司法实务界也有类似观点。2019年11月8日,最高人民法院印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》,在第十部分“关于破产纠纷案件的审理”的总述部分鲜明地指出,“……及时发挥破产重整制度的积极拯救功能……注重发挥和解程序简便快速清理债权债务关系的功能……”并在第107条第2款再次重申了该观点。

### (一) 破产和解程序中营业保护措施的匮乏

破产拯救文化盛行的背景下,再建型程序愈加受到推崇。公司拯救的要义在维护其营业。“从一个企业的角度讲,营业就是它的生命运动;营业既是企业生命力的表现,也是企业生命力的来源。”<sup>[6]</sup>作为公司财产、组织、利益与对外交易的枢纽,营业的不断持续,能够在强化公司营运价值的基础上,确保公司有机会集聚更多资产,从根本上转危为安。一个有效的破产拯救程序正是通过保障公司继续营业,调整和重组公司债务,促使公司摆脱困境,焕发生机。

在追求破产效率、降低破产成本、防范破产欺诈与产生良好的破产效果之间,破产和解的立法者选择了前者。<sup>[7]</sup>破产和解意在实现债权人与债务人公司之间的让步谅解,快速了结债权债务关系,对债务人公司的营业是存续、出售还是关闭在所不问。这一点在和解协议草案的内容上,如债务清偿的财产来源、债务清偿的方式、债务清偿的期限等方面可以得到印证。从这个意义上说,破产和解对公司的重生功效被过分夸大。

担保阻断机制的缺失是破产和解清算导向的例证。间接融资是我国公司获取资本的主要方式。间接融资中,银行一般要求公司提供担保,公司会将厂房、机器设备作为抵押物,即公司最具价值的资产一般都附着有担保。当公司无法清偿到期债务而申请破产时,一旦允许有担保债权人行使别除权,将担保物拍卖变现,公司赖以生存的物质基础

---

[5] 参见张钦昱:《破产和解之殇——兼论我国破产和解制度的完善》,载《华东政法大学学报》2014年第1期。

[6] 参见王卫国:《论重整企业的营业授权制度》,载《比较法研究》1998年第1期。

[7] 参见齐明:《中国破产法原理与适用》,法律出版社2017年版,第178页。

会被掏空,公司恢复生产经营难度变大,债权人的受偿概率与比例随之显著下跌,债权人对公司继续存续的合理期待也会减弱。在世界银行发布的《营商环境报告》(2020年)中,我国有担保债权人在破产程序中仅能够回收36.9%的债权,在190个经济体中仅排名第86位。<sup>[8]</sup>有担保债权人的清偿率都难以保证,遑论劣后清偿的无担保债权人,致使债权人全体达成拯救公司的意见更为困难。

破产和解程序允许有担保债权人行使权利。出于对债权能否足额回收的担忧,有担保债权人会在法院裁定和解后立刻行使权利。越来越多的破产实践证明,有担保债权人恣意实现权利将不利于破产程序的宗旨。<sup>[9]</sup>破产和解对担保物权的纵容,造成随着公司核心资产与物质条件流失,公司面临分崩离析的局面,与拯救公司的愿景渐行渐远。在这个意义上,对公司而言,破产和解的程序价值低于重整的程序机制。

与破产和解程序相反,除担保物存在损毁或者价值显著降低的可能,危及担保权人权利,经担保人向法院请求恢复行使担保权的情况之外,重整程序中的担保权暂停行使。担保物权停止行使准则是自动中止原则的自然延伸。一旦公司经营不善的消息扩散,不同债权人知悉后往往会遵循“早起的鸟儿有虫吃”的行为准则,竞逐收割公司资产组成的“公共池塘”。<sup>[10]</sup>自动中止原则通过停止债务人公司对债权人的个别清偿,有效避免债务人财产因被瓜分而损失“营运价值”。重整程序更进一步,将中止范围扩至担保物权,确保债务人获得“喘息空间”,享有商议、制定、批准重整计划的充足时间,公司转危为安的概率大增。

重整不局限于债务减免和财务调整,重整的重点是维持企业的营运价值。<sup>[11]</sup>这从《企业破产法》中“破产重整”一章出现10次“营业”的表述,4处“经营”的表述,而“破产和解”一章中仅出现1次“营业”

---

[8] See World Bank, *Doing Business* (2020), available at <https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/resolving-insolvency>, accessed Mar. 15, 2022.

[9] See *United Nations Commission on International Trade Law, Legislative Guide on Insolvency Law*, United Nations publication No. E.05.V.10, p.84 (2005).

[10] 参见张钦昱:《重整计划制定权归属的多元论》,载《社会科学》2020年第2期。

[11] 参见《全国法院破产审判工作会议纪要》第17条。

表述,且用于陈述破产和解程序终止后的情况,并未出现“经营”的表述,便可窥见一斑。重整计划草案中,“债务人的经营方案”被置于首要规定的内容。因经营方案关乎债务人公司的拯救,乃重整成功的关键,需要更注重从商业角度提供债务人挽救的可行性。经营方案的核心内容是如何经营,涉及经营方式、人员安排、资金筹措等,更为关键的是如何改善流动性,提升生产绩效,增强营利能力,加大市场竞争力。<sup>[12]</sup>为此,重整程序往往伴随着新资本的注入,以盘活公司业务,改善公司经营管理和资金状况。重整程序特别允许债务人或者管理人在以继续营业目的的前提下,可以借款并可为该借款设定担保,重整后融资的债权人也享有优待。<sup>[13]</sup>重整程序亦设计了债务人自行管理、管理人主持营业的管理两种营业授权模式,赋予债务人继续营业的特别权利,以帮扶信用不佳、陷入财务困境的债务人恢复生机。

## (二) 破产和解程序中股东权益的双重侵害

### 1. 股东控制权陷入旁落境地

破产和解程序有较大概率引发破产清算的负面结果,对公司股东影响甚巨。常态下的公司,股东是公司的剩余权人,股东(大)会是最髙权力机关,对公司行使控制权。公司一旦进入破产清算状态,剩余索取权和剩余控制权移至债权人。股东因公司资不抵债,自益权减损为零,在破产费用、共益债务、劳动债权、税收债权等权利人受偿后,方能获得渺茫的清偿机会,其共益权亦最终让位于管理人,由管理人接管债务人财产,处理债务人内部管理事务,决定日常开支和其他开支,管理和处分债务人的财产。依据《上海证券交易所股票上市规则》(2022年1月修订,上证发〔2022〕1号)第9.4.13条,公司被法院裁定破产清算,触及规范类强制退市情形,公司股票被终止上市。公司退市会收紧直接融资渠道,降低公司市场信用和吸引力,公司市值缩水,股东财富湮灭。

破产和解程序中,债权人整体对公司享有所有权,管理人接管公司

[12] 参见韩传华:《企业破产法解析》,人民法院出版社2007年版,第281页。

[13] 参见《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(三)》(2020年修正)第2条。

财务, 股东丧失公司治理权与程序控制权。与此相反, 股东在破产重整程序中享有自主管理权。在重整期间时, 破产重整程序允许债务人采取自行管理模式, 债务人可以在管理人监督下自行管理财产和营业事务。即使采取惯常的管理人模式, 破产重整程序也允许管理人聘任债务人的经营管理人员负责营业事务。作为债务人的自救措施, 债务人自行管理实质是股东的自行管理, 或者是控股股东的自行管理。<sup>[14]</sup> 自行管理模式下, 公司拥有债务人与管理者的双重身份, 这种双重身份不会削弱股东原来的控制权, 非破产法有关公司治理的规则同样适用于重整程序。<sup>[15]</sup> 在常规营业范围内, 自行管理债务人的交易实施无须经法院的批准, 利害关系人需得到法院的支持方能限制债务人的实施权, 但法院十分尊重债务人的商业判断, 说服法院作出这种命令绝非易事。<sup>[16]</sup>

## 2. 股东财产权面临清零风险

破产和解的清算导向致使公司因缺乏转机需要的资本与营业, 境遇持续恶化。雪上加霜的是, 公司若在破产和解程序中出现障碍, 将因缺乏缓冲、挽救或干预措施迅速滑向破产清算境地。在重整程序中, 倘若重整计划草案未获通过, 债务人或者管理人可与未通过重整计划草案的表决组进行充分协商, 该表决组在协商后可以重新表决。也就是说, 重整计划草案在表决失败时, 享有额外一次重新表决并获通过的机会。即使重整计划草案经第二次表决仍未获通过, 在满足一定条件时, 法院还能够强制裁定批准重整计划草案, 终止重整程序。重整程序设置上述保护网, 使真正具有重整价值的公司, 不会因部分债权人滥用表决权, 对合理的重整计划草案形成“钳制”, 而丧失拯救机会。

在破产和解程序中, 和解协议草案仅有一次表决程序。一旦债权人会议否决, 该草案便彻底丧失了获得通过的机会且不能补救, 法院会径行裁定终止和解程序, 宣告债务人破产。破产和解协议的“刚性”表

---

[14] 参见许胜锋:《重整中债务人自行管理制度价值及风险的实用性研究》,载《中国政法大学学报》2017年第3期。

[15] See Edward S. Admas, *Governance in Chapter 11 Reorganizations: Reducing Costs, Improving Results*, 73 Boston U. L. Rev. 581 (1993).

[16] See *In re Dille*, 378 B. R. 1, 6 (Bankr. D. Maine 2007).

决机制与其快速了结债权债务关系的定位相匹配。破产和解程序舍弃了二次表决与“强裁”制度带来的程序拖沓、司法成本高昂的问题以及引发的程序正义的争议,换来程序的简易、便捷和效率。

## 二、破产和解对损害股东行为钳制的失灵:破产和解的封闭属性与上市公司社会属性之矛盾

### (一) 破产和解的契约本质与缺陷

破产和解的本质是私法的契约,债务人提出的破产和解申请是要约,债权人会议以决议方式通过和解协议的决议为承诺。<sup>[17]</sup> 破产和解鼓励当事人自行协商,就债务人的财务困境达成公允、一致的解决方案,实现对各方当事人公平的价值分配。<sup>[18]</sup> 具体而言,债务人和债权人所订立的和解协议对于全体债务人与和解债权人皆具有法律拘束力,而对于未参与通过和解协议相关程序的主体如债务人的保证人以及其他连带债务人并没有约束力。

因缺乏对股东权益侵害行为的制衡机制,破产和解的契约品格受到诟病。破产和解程序忽视了以股东利益为代表的社会公共利益,连带损害了职工就业、国家税收、环境保护、资本市场健康发展以及社区经济繁荣。破产和解程序中,推动程序进程的债务人与债权人旨在实现彼此利益的最大化,即债务人能够快速了结债务,债权人群体在公平分配基础上获得更多受偿。他们的眼中只有利益博弈关系,却没有发现他们参与的破产和解的结果已然牵连到他人。

近代以来,人们逐渐意识到,必须将共同生活纳入自身的范畴,个体行为产生的影响超越个体,人们走向一个将个体吸纳在内的共同体时代。<sup>[19]</sup> 人们意识到作为社会最为活跃的节点组织,公司向下载就

[17] 参见王欣新:《破产法》(第4版),中国人民大学出版社2019年版,第270页。

[18] 参见[美]查尔斯·J.泰步:《美国破产法新论》(第3版)(下册),韩长印、何欢等译,中国政法大学出版社2017年版,第1201页。

[19] 参见张钦昱:《新型权利之检讨与义务之勃兴——群体性权利的视角》,载《思想战线》2021年第1期。

业、环境、税收,向上承载资本市场发展与经济社会稳定。债权人与债务人的契约自由,对其他利益相关人产生了外部性、公共物品缺失、竞争失效、信息不对称、分配不公、宏观经济波动等问题。<sup>[20]</sup> 遗憾的是,行政机关、司法机关对破产和解引发的市场失灵问题束手无策。

## (二) 行政外部干预失序

2019年6月22日,国家发展改革委等十三部委印发的《加快完善市场主体退出制度改革方案》指出,在破产程序中要充分发挥政府相关职能,协调解决破产过程中维护社会稳定、经费保障等方面的问题。截至2021年年底,我国登记在册的企业为4842.3万户,其中仅有4697家上市公司。数量稀缺的上市公司宣布进入破产程序,会对资产市场造成较大冲击,对上市公司自身声誉、债权人、职工等影响甚大,容易产生群体突发事件,破坏社会秩序,对数量众多、分布分散的投资者也将引发连锁反应。破产和解程序中意思自治发挥作用的空間较为宽广,政府缺乏介入的空间,对股东难谓好消息。

面对失败便坠入深渊的风险,破产和解显示了公司最后一搏的决心。在公司正常运营时,债权人与公司对削减债务都难以达成一致,何况公司在遇到危机、债权人颗粒无收时。公司需要给与其命运休戚相关的中小股东以兜底保障,才能在申请破产和解时得到他们的包容。上市公司住所地政府以及证券监督管理机构对公司化解债务所做努力的支持,对中小股东无疑是一颗定心丸。破产中立原则下,“破产污名”观下的破产歧视现象应被禁止,破产程序对公司自身及利害关系人社会资本不断累积、市场信用良性循环的破产文化应被强化。<sup>[21]</sup> 但是,公司申请破产往往会在资本市场引发股价波动,产生影响社会稳定事件会侵蚀公司声誉。因此,政府的维稳预案等须在公司破产申请时一并准备,方能在公司申请破产时打消股东顾虑。遗憾的是,相较于破产重整程序,破产和解的申请并不强求上述材料,对上市公司破产的后续困难考虑不周。

---

[20] 参见张钦昱:《〈民法典〉中的公共利益——兼论与公序良俗的界分》,载《暨南学报(哲学社会科学版)》2021年第7期。

[21] 参见张钦昱:《破产歧视与反歧视》,载《法学杂志》2021年第6期。



为获得“喘息空间”<sup>[22]</sup>,上市公司在破产程序中可能会有重大资产交易、定向增发股份、股权转让与担保等行为,这在一定条件下将触发证券监管机构的监管。当前证券法律法规鲜有关于上市公司破产的特别规定,证券监管机构将破产公司仍然视为健康公司履行监管职责。比如,《上市公司重大资产重组管理办法》取代2008年11月11日发布的《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》(中国证券监督管理委员会公告[2008]44号,已失效),规定在公司控制权变更之日起36个月之内,无论其是否处于破产程序,只要公司向收购人及其关联人购买资产致使上市公司发生一定根本变化,应提交中国证监会审核并由其作出予以核准或者不予核准的决定。倘若破产和解协议涉及上述事项,经法院审查后裁定认可,但在执行中,因未能得到中国证监会的核准而无法实际执行,便会出现“行政权否定司法权的尴尬局面”<sup>[23]</sup>。

破产和解制度难以纾解困局,盖因破产和解协议完全由债权人与债务人达成,法院居中认可,排除了行政机关介入的空间。当前的破产和解程序天然地排斥行政机关,这与1986年通过的《企业破产法(试行)》(已失效)规定的破产和解与整顿程序形成鲜明对比。《企业破产法(试行)》规定的破产和解以整顿为前提。只有在被申请破产企业的上级主管部门在对该企业申请整顿后,企业方可提出和解协议草案,且破产和解与整顿全程均由企业上级主管部门负责主持。《企业破产法(试行)》中的规定,有较多计划经济成分,借助政府主管部门的行政权力进行。<sup>[24]</sup>2006年通过的《企业破产法》走向了另外一个极端,采取分离主义,将整顿程序与和解程序的联动机制拆散,确保破产和解不与任何行政程序挂钩,更加符合当事人意思自治精神。

### (三) 司法居中调处失效

破产和解程序的司法强制性薄弱,法院对滥用权利的债权人缺乏抗衡机制,对债务人及股东保护并不周延。在破产和解程序中,法院无

---

[22] H. R. Rep. No. 95-595, 95th Cong., 1st Sess. 340(1977).

[23] 人民法院出版社编:《司法解释理解与适用全集·企业破产卷》(第2卷),人民法院出版社2018年版,第922页。

[24] 参见郭星亚主编:《破产清算中的律师实务》,人民法院出版社1996年版,第49页。

法指定债务人应当还款或者和解的确切期限,无法设定破产和解的准入门槛,更无法利用“强裁”机制对未能通过的破产和解协议力挽狂澜。法院对破产和解程序唯一的制衡手段是对债权人会议通过的和解协议的裁定认可。《企业破产法》没有对法院的裁定认可标准作出规定,仅规定了在“债务人的欺诈”“债务人的其他违法行为”两种情形下,法院应当裁定和解协议无效,与股东权益是否得到维护没有直接关联。也就是说,法院无权在破产和解协议形成的过程中,通过参与破产和解协议的讨论、表决,以对债权人与债务人施加影响,无权对协议内容是否合理、对股东等利益相关人是否公平进行审查,更无权变更破产和解协议的内容,而仅能在事后对决议内容与程序是否合法作出判断。<sup>[25]</sup> 如果法院动用否决权,破产和解程序即宣告终止,债务人面临破产清算的命运,对股东而言无异于是灭顶之灾。盖因法院在破产和解程序中的职权具有消极、被动的特点,其对滥用权利而罔顾债务人处境的债权人掣肘措施匮乏,对股东的保护软弱无力。此外,法院通常并不会监督破产和解协议的履行进度。如果该协议无法得到执行,经债权人请求,法院方可作出终止和解协议执行的裁定。

对比破产重整程序,一般情况下,法院尊重当事人的意愿,给予当事人较大的谈判空间,在依法保护债权人和出资人合法权益的基础上,有效挽救陷于困境的公司。在当事人出现意见分歧致使重整计划未能通过时,法院享有强制批准重整计划草案的权力,避免公司破产清算。<sup>[26]</sup> “强裁”规则被视为引导谈判行为向均衡结果发展的精巧的控制机制,达到“结构引致的均衡”。<sup>[27]</sup> 此外,重整计划监督期届满时,管理人应向法院提交监督报告,法院由此对债务人重整计划的执行情况形成有效监督。破产重整程序的司法强制性,为值得挽救的公司意外地滑入破产清算程序以及股东权益清零,额外设立了一道防线。

---

[25] 参见郁琳:《我国企业破产法和解制度评析》,载《中国青年政治学院学报》2008年第6期。

[26] 参见张钦昱:《论公平原则在重整计划强制批准中的适用》,载《法商研究》2018年第6期。

[27] 参见高丝敏:《重整计划强裁规则的误读与重释》,载《中外法学》2018年第1期。

### 三、上市公司适用破产和解的基本进路:明令禁止抑或取长补短

《企业破产法》修法的主流观点是在“破产重整”一章加入上市公司的特殊规制,而上市公司在破产和解程序中设有特别处置措施。上市公司与破产清算程序的不适配,使得在《企业破产法》“总则”“申请和受理”“管理人”“债务人财产”“破产费用和共益债务”“债权申报”“债权人会议”这些章节中,总结上市公司破产的一般规律不切实际。对股东利益保护的紧迫性致使或者禁止上市公司适用破产和解程序,或者在破产和解程序中对上市公司的股东保护作出特别规定。

#### (一) 审慎适用破产和解程序

在出台特别规制措施前,上市公司适用破产和解程序应非常谨慎。相较于破产清算,破产和解具有简捷、高效、低成本的优势,但这也使得其与破产重整相比,难以适用于债权债务关系复杂的公司的危机处置,特别是社会影响较大、牵扯利益关系繁杂、中小股东等弱势群体较多的上市公司的危机处置。上市公司破产的负外部性不局限于债权人与债务人,而是外溢至包括股东在内的社会公共利益。破产和解的内在机制设计无益于公司营业复苏,股东在公司的权益易被调整为零。破产和解契约属性又使其难以照顾股东诉求。

在\*ST澄星案中,破产和解全程不见股东身影,但其结果却无时无刻不对股东造成影响。\*ST澄星进入破产和解程序并发布和解协议草案的行为,未经股东大会表决,不能反映公司全体股东的意志,属于个人越权擅自申请破产和解,无视股东利益。和解协议确保澄星公司中小股东权益不会被调整,看似中小股东利益得到妥善维护。倘若公司破产和解失败,将直接引发公司破产清算和退市的连锁效应,威胁公司股东权益。股东不仅对破产和解协议丧失任何建议、表决、异议权,也无法组成像出资人委员会一样的集体维权组织。在2022年4月14日债权人会议通过和解协议草案,4月19日法院裁定认可和和解协议并终止和解程序后,和解协议也因缺乏外部力量的监督而完全依靠债务

人的自觉履行。从本案和解协议来看,尚须债权人调配资金,出资22.39亿元解决资本占用问题,存在较大不确定性。一旦\*ST澄星不能执行或者不执行和解协议,其会落入破产清算和退市的境地。债务人倘若不履行已经通过的和解协议,或将引发债权人等新提起的诉讼,使得本已复杂的债权债务关系雪上加霜,影响资产市场稳定。2022年4月28日法院裁定确认和解协议执行完毕,上述多重假设没有发生,但是并不能确保未来没有类似风险发生,也缺乏制度性规则制约破产和解导致的股东风险。

## (二) 比照适用破产重整程序

我国当前关于上市公司破产的绝大部分法律法规,仅对上市公司的破产重整程序予以特别规制。比如,中国证券监督管理委员会于2008年颁布《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》(已失效)、原中国银行业监督管理委员会2010年作出的《关于庆泰信托投资有限责任公司重整后续变更事项的批复》,还有最高人民法院2012年印发的《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》,都仅对上市公司的破产重整程序进行了相关规定。值得注意的是,2022年3月,上海证券交易所与深圳证券交易所分别发布《上海证券交易所上市公司自律监管指引第13号——破产重整等事项》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第14号——破产重整等事项》,上述规则虽然首次识别出上市公司的破产和解,但除第10条第2款外,其他所有条款均与重整或破产清算一并规定。此外,上述自律监管规则的标题中仅出现“破产重整”表述,在起草说明中分别出现40次、36次“重整”,但仅分别出现2次、5次“和解”。

破产重整程序因时间拖延、费用昂贵、负外部性较大、司法资源投入巨大,常常被人诟病。<sup>[28]</sup>有学者直言,破产重整法已经死亡。<sup>[29]</sup>但是,鉴于破产重整程序对股东保障较为充分,上市公司的破产和解程序可在一些环节比照适用重整程序。\*ST澄星案的诸多做法正是如此。

[28] 参见胡利玲:《破产重整制度之审思》,载《中国政法大学学报》2009年第4期。

[29] 参见[美]道格拉斯·G.贝尔德、[美]罗伯特·K.拉斯穆森:《重整法的末路》,苏汶琪译,载李曙光、郑志斌主编:《公司重整法律评论》(第4卷),法律出版社2015年版,第3页。

比如,\*ST澄星的破产和解协议除了包括澄星股份的基本情况,债权分类、调整及受偿方案外,还包括着眼于公司复苏的经营方案,与大多数重整计划别无二致。\*ST澄星破产和解协议第四部分是庭外重组与庭内和解衔接问题,这是因为在庭外重组期间,公司开展了债权预申报和预审查、预审计和预评估等各项工作。这与庭外重组设计与预重整程序有异曲同工之妙。考虑到\*ST澄星的破产和解不涉及出资人权益调整,中小股东的权益不会被调整,上市公司重整计划中较为重要的出资人权益调整方案在其破产和解协议中没有涉及。因此,\*ST澄星破产和解协议的诸项目基本与一般重整协议包括的债权分类方案、债权调整及受偿方案、经营方案、重整计划的执行期间及执行完毕的标准、重整计划执行的监督期限等别无二致。

要严格把握上市公司适用破产和解的准入。由于债务人提出的破产和解协议草案,可能被公司实际控制人、董事、监事和高级管理人员等关键少数主导,并推动债务人提出可能损害中小投资者利益的方案,比如债务人与债权人合谋低价处置核心资产等,且破产和解失败会引发破产清算风险,所以适用破产和解应当规定上市公司提交相关材料,证明其具有破产和解的可行性。法院可依据当事人的破产和解意愿,债务人的行业地位、品牌价值、经营情况、财产状况判断是否适用破产和解。可以设立上市公司适用破产和解的“黑名单”,比如,上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为,存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为的不能适用。

#### 四、上市公司适用破产和解的特别设计:围绕股东的正当程序权利

股东在破产程序中,其权益不是自动被调减为零。倘若公司尚有作为一个整体而继续运转盈利的运营价值,股东权益便存在未予虚化的可能。特别地,我国上市公司即使资不抵债,也具有“壳”价值,这可能使得公司实际的总资产一举超过负债,使得依据资产负债表破产的

公司,现实中反而具有熬过危机的资本,股东权益自然得以完整留存。破产和解的清算导向使得立法者并未对表面上没有权益的股东设计表意通道,破产和解程序难觅股东的身影,对股东的忽视显而易见。

中小股东缺乏破产和解程序的申请决策权,又对破产和解协议不具表决权,破产和解的消极后果却由他们承担,其享有的权利与负担的义务不匹配。应当在上市公司的破产和解程序中,强化股东的正当程序权利。正当程序在破产法中尤其表现在程序公正、当事人权利行使正当、个人权利可充分表达等方面。<sup>[30]</sup> 正当程序规则似“稳定器”,确保股东诉求能够充分表达,实现股东权益的实质公平;正当程序规则又似“调节阀”,在破产和解单纯追求契约自由的效率价值外,确保当事人行为的正当性,实现各方利益纠纷的定分止争。贯彻正当程序规则,破产和解程序应当充分保障上市公司股东的通知、听证、信息披露、申诉等“正当程序权利”<sup>[31]</sup>,实现股东对自身利益的“合理期待”<sup>[32]</sup>。

### (一) 程序启动权

#### 1. 破产和解申请权

公司可直接向法院申请破产和解,也可在法院受理破产申请后、宣告债务人破产前,向法院申请和解,并提出破产和解协议草案。至于债务人的何种组织机构适格,可从以下两方面观察。其一,公司破产和解失败将面临破产清算风险,落入“对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议”的股东(大)会职权范畴。其二,公司在破产和解中可能实施重大资产重组。依据《上市公司重大资产重组管理办法》规定,上市公司进行重大资产重组,应当由董事会依法作出决议,并履行股东大会审议程序。由此,全体股东的利益通过股东(大)会的决议程序在破产和解申请与否及协议内容中有所体现。值得注意的是,无论是股东(大)会的清算决议,还是重大资产重组决议,均需要持

---

[30] See Goldberg v. Kelly, 397 U. S. 254, 264 -65 (1970).

[31] See Russell A. Eisenberg & Frances Gecker, *Due Process and Bankruptcy: A Contradiction in Terms?*, 10 Bankr. Dev. J. 47, 114 (1994).

[32] See James Steven Rogers, *The Impairment of Secured Creditors' Rights in Reorganization: A Study of The Relationship Between the Fifth Amendment and the Bankruptcy Clause*, 96 Harv. L. Rev. 973, 1031 (1983).

2/3 以上表决权的相关股东通过。如此高的比例要求,意味着中小股东在破产和解中的话语权不足,难以表达诉求。若破产和解协议草案调整了股东利益,中小股东既因欠缺信息披露渠道难以周知权益受损事实,又没有发声的机会。倘若破产和解失败引发公司最终破产清算,中小股东甚至任何股东已然丧失回转程序的可能,也绝无救济的途径,他们将不得不面临颗粒无收的局面。究其原因,除了效率性考量外,《企业破产法》将破产和解程序设想得过于简单。立法预设债务人与债权人达成协议,公司将免于清算,股东利益自然得到留存,无须劳烦其费力地参与其中,但对破产和解协议若以牺牲股东利益而达成的情况考虑不周,也未充分照顾破产和解失败时股东的利益。

应当赋予上市公司的中小股东以破产和解申请权。与中小股东在破产和解申请方面的式微形成鲜明对比的是,重整程序中出资额占债务人注册资本 10% 以上的出资人即可向法院申请重整,无须达到严苛的比例要求。对中小股东的倾斜性照顾,有利于增强他们拯救公司的动机,甚至鼓励他们为拯救公司投入新的融资,并增加破产重整程序适用及成功的机会。<sup>[33]</sup> 破产和解程序应当放宽上市公司股东的破产和解申请门槛,比如规定出资额占债务人注册资本 1/2 或者比例更低的出资人也可提出破产和解的申请。

## 2. 听证参与权

上市公司的破产和解牵涉利益关系复杂,法院是否受理对利害关系人影响较大。为了破除案件受理的“暗箱操作”,给予受到上市公司破产事件牵连的各方质证、争辩、了解法院的认知过程与逻辑理由的机会,克服恶意破产及破产讨债问题,避免侵害股东权益,有必要令法院在审查破产和解申请时举行听证会,组织债务人,一般债权人,股东,税务机关、环境机关等公法债权人参加。

我国各地已大体建立了破产案件立案前听证机制。2009 年最高人民法院印发《关于审理公司强制清算案件工作座谈会纪要》,规定审理强制清算案件的审判庭审查决定是否受理强制清算申请时,一般应当召开听证会。根据《深圳市中级人民法院破产案件立案规程》第 17

---

[33] 参见李永军等:《破产法》(第 2 版),中国政法大学出版社 2017 年版,第 223 页。

条规定,法院对于债务人提出的重整申请;除债务人下落不明外的债权人对债务人提出的破产清算、重整申请;符合条件的出资人对债务人的重整申请;在全国、全省及本辖区范围内有重大影响企业提出的破产申请,应当进行听证调查。但该规程并未明确法院对上市公司的破产和解申请是否也应进行听证审查。法院对上市公司的破产和解申请也应建立听证审查机制,除了邀请中小股东参与外,还应当听取证券监管部门的意见,便于证券监督管理机构可提前衔接后续的相关事项,保障股东权益,防范资本市场风险。

## (二) 信息披露权

当事人的谈判是破产和解制度的灵魂,其容易陷入“囚徒困境”,产生损人不利己的后果。<sup>[34]</sup> 利益冲突的协调涉及信息收集、控制、交换与选择,保证信息充分、准确、对称的信息披露制度是化解利益冲突的重要手段。<sup>[35]</sup> 特别地,破产和解的博弈双方是破产公司与债权人,却对破产和解协议之外的股东造成影响。因此,有必要确保股东知晓破产和解程序的各项进展,构建良好的信息传导环境,降低交易成本。<sup>[36]</sup> 毕竟,股东知情权是其行使表决权、异议权、救济权的前提。

《企业破产法》《证券法》对破产上市公司的信息披露付之阙如,致使上市公司破产落入监管重叠与监管真空的“旋转门”。实践中,我国上市公司的重整计划篇幅往往较少,与动辄 200 余页的美国信息披露声明有着一定差距。<sup>[37]</sup> 上海证券交易所与深圳证券交易所分别发布《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 13 号——破产重整等事项》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 14 号——破产重整等事项》,对上市公司及有关各方在预重整、重整、和解、破产清算期间的信息披露义务作出规定,旨在总结实践探索经验的基础上,对上市公司

---

[34] 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。

[35] 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。

[36] 参见张钦昱:《元宇宙的规则之治》,载《东方法学》2022 年第 2 期。

[37] 参见韩长印:《简论破产重整计划表决的信息披露机制——以美国法为借鉴》,载《人民司法》2015 年第 1 期。



股东,特别是中小股东的知情权、表决权等进行保护,具有重大价值。可以在《企业破产法》修订时,在“破产和解”一章中加入信息披露一般条款,不仅能使上述指引有上位法依据,也能使信息披露在法律层面得到重视。

### (三)表决权

中小股东在破产和解程序全程缺席,其利益被大股东代表又缺乏异议机制。与此对比,重整计划草案讨论时,股东代表可以列席,当股东利益受到重整计划草案影响时,由股东组成的出资人组能够单独对该事项享有表决权。破产重整程序着眼于公司发展的未来,认为在公司主体资格消灭前,股东都有权表达意见。为了最大程度盘活公司,重整计划草案多涉及新投资方的引入,给予新投资方以股份的对价往往成为诱因,免不了调整公司股权结构,比如要求股东出让股份、“债转股”、增资、调整其在董事会中的代表权,这些整合也需要股东配合和同意。此外,在法院“强裁”重整计划草案时,一个必要条件是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。该规定设定了法院干预股东意思自治的底线,股东利益不至于被不当剥夺。因此,当破产和解协议涉及上市公司的股东权益调整时,可以考虑借鉴重整制度,增设股东的表决权。

可以考虑在破产和解程序中增设出资人委员会,凸显股东的表决权。依据《美国破产法》,在有必要确保股东诉求得到充分表达时,管理人或法院可设立出资人委员会。<sup>[38]</sup> 出资人委员会与股东(大)会不同,前者的职权直接源于法律规定,与后者乃股东权益的自然延伸不同,这是重整程序重视股东权利的典型体现。当股东面临诸如仅能够“列席”讨论重整计划表决的债权人会议、代表权不充分表达等情况时,出资人委员会能够履行沟通协调、参与谈判、调查监督、工作人员任免等职权,多一条路径维护股东的参与权。<sup>[39]</sup> 当前,出资人委员会仅存在于破产重整程序,可以在破产和解程序中借鉴引入该委员会制度。

[38] See 11 U. S. C. § 1102(a)(2).

[39] 参见张钦昱:《公司重整中出资人权益的保护——以出资人委员会为视角》,载《政治与法律》2018年第11期。

#### (四) 救济权

应当允许破产和解程序向破产重整程序转换,给予股东多一次保护自身权益的机会,这对于上市公司的中小股东意义更为重大。《企业破产法》并未明确两种程序的转化问题,有学者基于两种程序均为破产拯救的同质性,相互转换会无端耗费成本,不赞成两种程序能够相互转换。<sup>[40]</sup> 本文认为,当事人选择破产和解程序只能破釜沉舟,否则只能不可逆地陷入清算境地,公司及利害关系人承受的风险与收益不匹配。破产和解的制度旨在债权债务关系的快速解决,是高效简易版的破产清算,应当像破产清算随时转用破产重整程序一样,允许公司获得复苏的机会,允许公司在破产和解碰壁后适用破产重整程序。

在\*ST澄星案中,债权人先是对公司提出破产重整申请,公司后向法院申请破产和解,并提交和解协议草案,法院遂受理公司的破产和解申请。<sup>[41]</sup> 法院对破产申请的和解视为其同意撤回对公司的重整申请,这是破产重整向破产和解转化的一次实践。应当允许程序的逆向转换,即便\*ST澄星破产和解失败,也不至于直接破产清算,为公司获取重生机会、股东保护自身利益争取空间。

(编辑:张越)

---

[40] 参见李永祥、丁文联主编:《破产程序运作实务》,法律出版社2007年版,第278~279页。

[41] 江苏省无锡市中级人民法院:受理\*ST澄星破产和解申请裁定书,案号:(2021)苏02破申11号,2022年3月14日。