

## “宝硕股份”、“沧州化工”破产 重整案评析

张文鑫\* 崔 征\*\* 杜勇波\*\*\*

作为我国破产立法上的一大创新,破产重整制度在法律实践中已经显示出巨大作用,为挽救危机上市公司提供了法律保障和可行途径。沧州化工和宝硕股份先后通过破产重整化解风险。但由于其在我国是一个崭新的制度,尚无成熟经验可供借鉴,本文拟通过对宝硕股份、沧州化工破产重整实践的分析,提出若干完善建议。

### 一、案情介绍

#### (一) 破产重整概况

宝硕股份截至 2006 年底,公司账面显示总资产为 22.91 亿元,总负债为 38.48 亿元。沧州化工 2006 年年报显示资产总计 41.72 亿元,负债总计 51.54 亿元。两家公司面临情况几近相同,一是均

---

\* 河北证监局上市处处长,高级经济师。

\*\* 河北证监局办公室工作人员。

\*\*\* 河北证监局上市处工作人员。

连续两年亏损,面临暂停上市的风险;二是均因虚假信息披露而被证券监管部门立案稽查;三是面临严重的债务危机。2007年6月1日,新破产法正式实施,宝硕股份、沧州化工为了挽救危机,避免破产,先后申请重整并得到法院批准。

## (二) 破产重整过程

从实践看,两家公司破产重整程序概括起来可以分为以下步骤:

### 1. 破产的申请和受理

宝硕股份于2007年1月被债权人申请破产偿债。3个月后,沧州化工也被债权人申请破产,保定市中级人民法院、沧州市中级人民法院分别受理了破产申请。

### 2. 债务申报及审核

保定中级人民法院、沧州市中级人民法院分别通知并公告了申报债权事项,并审核债权。

### 3. 审计、评估、偿债能力分析

宝硕股份、沧州化工两家公司破产管理人分别聘请专业机构对公司资产进行审计评估,测算债权及资产比率,分析偿债能力。

### 4. 核算破产清算状态下的清偿比例,权衡破产重整的可行性

根据资产评估结果,在扣除担保债权、税收债权、职工债权、破产费用后,与裁定确认的债权相除可得出破产清算情况下的清偿比例,再估算重整情况下的清偿比例,制作债务清偿草案,在法院的主持下,相关各方进行初步协商,判断重整可行性。

### 5. 与重组方进行方案论证和谈判

两家公司破产管理人根据前期工作整理的基础数据材料,包括公司的法人架构、资产价值、负债情况、偿债能力等,与重组方进行资产重组方案的论证,并就具体减债条件展开谈判。

### 6. 组织召开第一次债权人会议核查债权

宝硕股份和沧州化工先后于2007年6月25日和2007年8月30日召开第一次债权人会议,核查了申报的债权,选聘了债权人委员会成员。

### 7. 提出重整申请并由法院裁定进入重整程序

宝硕股份、沧州化工分别提出重整申请,并获得法院同意进入重整

程序。

#### 8. 制定重整计划草案

负责管理财产和营业事务的主体就是重整计划的制作主体,宝硕股份、沧州化工重整草案可分别概括为:

(1)宝硕股份重整计划草案。债权调整方案为职工债权及税款债权全额清偿;优先债权在担保物变现价值范围内全额清偿,可清偿债权14,576.28万元;普通债权总额为479,751.69万元,10万元以下部分债权以现金方式全额清偿,10万元以上的债权可通过13%比例现金清偿,也可由出资人让渡的流通股股票按债权比例进行分配,流通股股东共计让渡40,295,784股,限售流通股股东共计让渡126,453,231股。其中让渡的流通股按债权比例向普通债权人分配,让渡的限售流通股由重组方有条件受让。经营方案为潜在投资人受让公司股权,承诺向宝硕股份注入资产,提供资金支持,保证公司具有持续经营能力,同时对须偿还的债务提供担保。

(2)沧州化工重整计划草案。债权调整方案为职工债权及税款全额偿还;普通债权人中50万元以上(不含50万元)大额债权保证获得11.33%的清偿,如出资人权益调整按重整计划草案预计变现,可增加清偿比例2.95个百分点,普通债权人中50万元以上(不含50万元)大额债权可获得14.38%的清偿。50万元以下(含50万元)小额普通债权按30%的确定比例清偿,该小额普通债权的清偿比例不受出资人权益调整后资产变化的影响。股权让渡方案为全体股东所持股份超过10万股以上的部分,每户无偿减持10%,共计减持2,986.84万股。管理人将通过有偿转让股东让渡的股份来增加企业现金资产,提高普通债权的重整清偿比例。

宝硕股份、沧州化工重整方案中,虽然均有股权让渡内容,但实质上有本质的区别,宝硕股份股权让渡目的是以重组为目标,而沧州化工仅是以偿还债务为目的。

#### 9. 召开第二次债权人会议表决重整计划

2008年1月,宝硕股份债权人会议中,普通债权组表决两次均未通过。2007年11月19日,沧州化工召开第二次债权人会议,大额普通债权人组未表决通过。法院最终强制裁定两家公司破产重整草案。

## 10. 重整计划的裁定批准

2008年2月5日,保定市中级人民法院裁定批准宝硕股份重整计划。2007年12月24日,沧州市中级人民法院裁定批准沧州化工重整计划。

## 11. 重整计划开始执行

两公司被法院强制裁定破产重整计划后,破产管理人向公司移交财产和营业事务,监督重整计划的执行。债务人则需要向管理人报告重整计划执行情况和债务人财务状况。

## 二、案例分析

### (一) 存在的主要问题

#### 1. 破产重整提起问题

从两家破产公司情况看,沧州化工、宝硕股份均是债务人提起的破产重整申请。理论上,无论债权人、债务人以及债务人的出资人均可提出破产重整申请,这样可以充分地保护各方的利益。但若任何债权人均可申请公司破产重整,难免会产生随意性,不利于上市公司的发展和资本市场的稳定。同时,作为债务人提出破产重整申请应当履行哪些内部程序,在法律上没有明确规定。另外,上市公司由于涉及广大的中小股东利益,且股东持股比例较为分散,如何保障股东提起重整权利需要进一步完善。

#### 2. 公司治理问题

上市公司治理历来是投资者关注的焦点,破产管理人由于介入公司营运、清算等事务或者监督公司破产重整的实施,势必对公司决策事项具有重大影响。实践中,公司法、证券法虽然对上市公司三会运作有严格要求,但破产管理人往往成为公司股东大会的太上皇,造成破产公司治理的瘫痪。宝硕股份、沧州化工两家公司在信息披露、重大事件决策等涉及《公司法》、《证券法》规定时,仍旧由原来的董事会、监事会、股东大会形式上作出决议,实质上三会的作用已名存实亡,为此,监管部门要求破产管理人在相关决策文件上签字盖章,但在法律上找不到相关依据。破产上市公司规范运作陷入两难境地的原因主要是,破产

公司股东大会、董事会、监事会等决策机构与破产管理人的关系定位在现有制度下模糊不清。2008年交易所新修订的《股票上市规则》虽然及时弥补了上市公司破产过程中的信息披露义务人缺位问题,责成管理人作为信息披露的义务人,履行信息披露义务。但由于《股票上市规则》属于自律规则,法律效力较低,责任追究恐怕难以落到实处。同时该规范重在信息披露,涵盖面较窄。

### 3. 股东权益保护问题

作为一种再建型的债务清偿程序,重整制度是在“促进债务人复兴”<sup>①</sup>的立法目的指导下构建,是为了实现债权人利益的最大化。但破产重整呈现出参与主体多元化的特点,债权人、债务人及债务人的出资者(股东)等各种利害关系人均因涉及利益调整积极参与其中,重整过程成为债权人、债务人及其出资人等多方主体之间的利益协调与博奕过程。因此,在破产重整中充分保护债权人利益的同时,对出资人权益的保护不能忽视。重整计划草案涉及出资人权益调整事项,沧州化工、宝硕股份均设立了出资人组,对该事项进行表决,并经过三分之二以上同意。但两公司具体让渡比例、参与股东范围、让渡权益用途、相关经营方案及表决形式等又有所不同。其中关于让渡股权的信息披露、表决权行使和具体处置等规定不明确引起了广泛的争议。

### 4. 股票发行问题

上市公司利用增发摆脱困境主要有两种方式:一种是依据《上市公司证券发行管理办法》的规定,通过向战略投资者发行股票来募集资金,这种定向发行方式的条件相对严格,不允许立案稽查公司采取此种方式,同时机构是否愿意为正在进行破产重整的债务人的债务买单具有不确定性,而使得挽救行为出现较大的不确定性。另一种是依据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定,通过发行股票购买资产引入重组方。由于此办法没有限制立案稽查公司向特定投资者发行股票认购资产,因此该种方式成为挽救破产重整上市公司最有力的手段,沧州化工、宝硕股份均采用该种方式筹划资产重组。但由于《上市公司

---

<sup>①</sup> 李曙光:“新企业破产法权威解读:九大制度创新与突破”,载《法制日报》2006年9月5日。

重大资产重组管理办法》未对破产重组行为进行规范,出现法律法规脱节现象。

### 5. 罚款、罚金的执行问题

最高人民法院《关于审理企业破产案件若干问题的规定》规定了行政、司法机关对破产企业的罚款、罚金以及其他有关费用不能作为破产债权申报。这说明破产公司的罚款和罚金是作为除斥债权对待,不能参与破产财产的分配。但公司经过重整后恢复正常的生产经营,行政机关以及人民法院是否依照原来的处罚依据向当事人追缴罚款和罚金,我国新破产法并未给予明确的规定,给人民法院审理破产案件带来执法上的不统一。沧州化工、宝硕股份均因严重违规被证监会立案稽查,行政处罚能否免除具有不确定性,给重组蒙上了一层阴影。

### (二)完善建议

针对实践中出现的上述问题,现提出如下建议:

#### 1. 规范上市公司破产重整申请的提起

##### (1)关于债务人申请

一般来说,债务人提出破产重整申请应当由其代表机关提出。但是,对申请公司重整事项如何作出决议,我国《公司法》尚无明确规定。我国台湾地区“公司法”规定,公司重整实行董事会为申请权人的原则,日本、美国则禁止董事会直接提出破产重整申请,而由公司提出。<sup>②</sup>鉴于申请破产重整事项属于公司重大事项,因此应当由代表公司的最高权力机关股东大会作出决议,且以特别事项进行表决较妥。同时,参照《上市公司章程指引》的规定,单独或者合计持有公司10%以上股份的股东、董事会或监事会均有权利提出申请破产重整的议案,上市公司应在事实发生之日起合理时间内内召开临时股东大会进行表决。合理时间一般来说可以是一个月或者两个月,但不宜过长。

##### (2)关于债权人申请

对于债权人申请破产重整,我国法律规定的条件较为宽泛,无论对该公司拥有多少债权均可对其提起破产申请,这可能导致一些别有用心之人行使该权利给原本无破产之忧公司造成恶劣影响,对上市公司

<sup>②</sup> 李永祥、丁文联:《破产程序运作实务》,法律出版社2007年版,第277页。

而言还可能造成股价异常波动。为此我国可以采用司法解释的形式缩小申请破产重整的债权人范围。

### (3) 关于出资人申请

对出资人行使重整申请权,许多国家或地区的立法规定有最低比例的限制。我国《企业破产法》规定,出资额须占债务人注册资本额的十分之一以上股东能够申请公司破产重整。考虑上市公司具有的公众性,“10%以上”应当包括多人出资额的合并计算,并应赋予其提出重整计划草案的权利。同时放宽对债务人的出资人行使重整申请权的限制,允许债务人的出资人直接申请公司破产重整,但该申请人应证明已要求债务人权力机构提出重整申请而遭到拒绝或者超过合理期限未获答复等。

## 2. 规范破产重整上市公司治理

### (1) 明晰公司管理层与管理人职权

新破产法规定,限制破产公司董监事及管理层相关行为,以便于管理人查清公司资产状况,顺利进行破产程序。这些方式避免由于外部人的介入使得内部人违背法律和道德规范的倾向,解决了内外部信息不对称问题。<sup>③</sup>但是随之而来的却是公司治理的缺失。如何更为合理地划分管理人与破产上市公司治理职权,避免权利的缺失和滥用成为破产上市公司监管的关键。实践中,在管理人管理模式下,管理人直接聘用相关管理人员经营公司事务,决定公司重整过程中的并购重组等各项重大决策,公司董事会、监事会及股东大会丧失作用,如果仍要求公司董事会和股东大会进行表决无任何意义,赋予管理人相关签字表决权更为合适。在管理人监督模式下,由于管理人不介入公司破产重整日常经营活动,董事会、监事会及股东大会仍可以常态运行,公司治理仍可发挥相应的作用,管理人应减少对债务人的干预程度。因此,用司法解释进一步细化破产管理人与公司管理层权利界限非常必要。

### (2) 保障出资人监督权

新破产法对出资人的权益给予了一定考虑,但需进一步完善。从

---

<sup>③</sup> 王卫国:“破产法草案与公司法人治理”,载《民商法网刊》、《中国民商法网》2008年1月。

法律规定分析看,出资人组与债权人会议不是并列关系,而是作为债权人会议的附属,其在重整程序中的独立地位与权利被忽视。在实际执行中,由于未规定出资人在制定重整计划草案过程中的参与权及其权益保护,在管理人负责制定重整计划草案的情况下,往往会着重考虑债权人的利益,考虑法院审查重整计划草案的标准,可能忽略债务人出资人的利益,不利于充分调动出资人的积极性,不利于重整程序的顺利进行。基于此,我国可参照美国这一制度,设立股权持有人委员会,使得债务人的出资人有机会发表意见,并观察重整程序的进行,以更好地保护投资者权益。

### 3. 进一步明确股东利益保护机制

实践中涉及股东权益方面问题主要为破产重整计划实施中的信息披露、让渡股权的表决权行使、让渡股权的处置等。

#### (1) 规范重整计划实施中信息披露问题

重整计划实施过程中如涉及证券市场相关行为,在特殊时期仍应执行相关证券法律法规、规章等。宝硕股份、沧州化工让渡的股权暂时划入破产管理人账户,按照《上市公司收购管理办法》规定,应当在该事实发生之日起3日内履行报告和公告义务,然而公司及破产管理人却未履行信息披露义务。因此,应当明确让渡股权无论暂时拥有还是后续减持,都应按照上市公司信息披露规则的要求,履行报告和公告义务。

#### (2) 明确破产重整过程中让渡股权表决权的行使问题

破产股权让渡涉及的第二个问题就是让渡股权的表决权行使问题。保定市中级人民法院于2008年2月22日将公司全体无限售流通股股东让渡的股权40,295,784股和六名限售流通股股东让渡的股权23,084,419股划转至公司指定账户。而宝硕股份重整计划草案明确规定“办理完股权划转手续前,表决权由原股东行使”。在3月29日宝硕股份2008年第一次临时股东大会上,出现了这样的现象:限售流通股以让渡前的股份数实施表决权,流通股股东以让渡后的股份数实施。在破产重整实施过程中让渡股权变更登记后,破产管理人并不是让渡股权的真正所有人,其行使该权利与新破产法规定的管理人职责不相称,该类股权也不宜行使股东权,此时让渡股权所有权处于真空期。对

此,应当明确和细化相关操作规程,避免相关人员利用让渡股权变相损害投资者利益。

### (3) 设立让渡股权处置的条件

重整过程是债权人、债务人、出资人多方博弈的过程。在重整计划草案中完全可以通过设立让渡处置条件来切实保护投资者的合法权益。宝硕股份和沧州化工的重整方案都进行了积极的尝试,包括引入战略投资者、内部重组、改善法人治理结构、加强公司内部控制建设等硬约束和软约束。为更加规范让渡股权的处置,可以参照以下方式作为让渡股权处置的条件:一是注资承诺。即重组方承诺向上市公司注入优质资产,从而提高上市公司的持续经营能力和盈利能力。二是设立股份禁售期。对出资人向潜在重组方让渡的股份设立股份禁售期,最短不得低于36个月。这样,有利于控制市场上股票的供应量,明确投资者预期,稳定股价。三是限定减持股份的价格。设定适当的减持价格,能够约束重组方的减持套现欲望,从而避免对股票供求产生剧烈影响,维护股票价格的稳定。四是增持股份。即重组方承诺在一定条件下通过集中交易方式增持上市公司股份。五是限定最低持股比例。即重组方承诺持有最低比例的股票,给其他中小投资者以更大的信心。六是分红提案承诺。即重组方作出承诺,在一定时限内公司提交股东大会分红提案,并投赞成票。

### 4. 关注破产重整上市公司股票发行操作问题

按照《上市公司重大资产重组管理办法》的规定,上市公司发行股份购买资产需要经过董事会、股东大会讨论通过。由于破产重整上市公司在重整计划实施阶段发行股份购买资产必定涉及重整计划的执行,需受破产管理人的监督,为此,破产重整上市公司应当在向证监会报送相关材料中,包括破产管理人出具同意重组方案的证明文件,这样可以更充分地保护投资者、债权人等各方的利益。另外,2008年11月,证监会发布《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》,该规定提出破产上市公司发行股份购买资产需要股东大会分类表决作出决议,并提到了“社会公众股股东”概念。社会公众股股东概念随全流通时代的到来渐渐淡出了历史舞台,沿用过去分类值得商榷。取消社会流通股的称谓,改为持股5%以下的股东较为妥

当。因为绝大部分中小股东持有某一上市公司股权比例基本上都在5%以下。以5%作为界限不仅实现了遏制大股东的目的,又达到了保护中小投资者利益的愿望。

#### 5. 明确破产重整公司罚款、罚金的追缴机制

按照最高院的司法解释,不难理解破产清算时,罚款和罚金不能作为破产债权进入清偿程序。但破产前的行政罚款和罚金应当适用于破产重整后的公司,即可以依照破产重整前的行为对公司处以罚款、罚金。首先,破产重整不同于破产清算,破产重整前后具有一定的延续性,没有终止公司法人的资格,处罚的是同一个法律主体;而破产清算是以终止法人为目的的程序,对即将消失法人的处罚已经没有意义。其次,破产重整后法人生产经营、债权债务恢复正常,对其处罚不会伤及无辜的债权人。最后,对破产重整公司处罚可以起到警示作用,避免公司重蹈覆辙,体现法律的严肃性和权威性。

#### 6. 构建证券监管部门与法院的协调机制

按照目前法院内部的工作程序,地方法院受理上市公司破产后需经最高法院批准,且破产重整计划草案也需报最高法院同意。与一般公司破产相比,各部门处理上市公司破产问题更为慎重,因为其面对的不仅仅是债权人,更有广大的中小投资者。上市公司破产是破产法和证券法的交汇点,破产上市公司不仅要按照破产法的要求履行相关义务,还需要践行证券法律法规的要求。监管部门应与最高法院进一步加强工作联系,定期通报进入破产程序上市公司的相关情况,及时提出工作建议,制定相关程序、规范,参与到公司破产重整的全过程,督导公司切实履行相关义务。