

论对上市公司破产重整中出资人 权益的特殊调整形式的监管*

陈 霖**

摘要:上市公司破产重整实践经过十年探索,不少创新方案已超越了现有规则能够规制的范围,存在不法套利空间,其中尤以出资人权益的特殊调整形式最为典型。实践中暴露出来的问题,亟待立法和监管做出有效回应。针对以资本公积转增这一特殊形式进行的出资人权益调整,本文探讨了该形式的特殊性、产生的主要问题、对其加强监管的合理性,并尝试提出了完善监管的思路建议。

关键词:破产重整 出资人权益调整 资本公积转增 监管

自《企业破产法》颁布实施至今的十年间,我国A股市场共有51家上市公司先后进入过破产重整程序。随着适用破产重整程序的公司家数的增加,相关的证券监管规则也从无到有,沪深交易所通过修改《上市规则》制定了专门针对破产重整公司的停复牌机制和信息披露规则,证监会与最高人民法院

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 上海证券交易所上市公司监管二部员工。

院就证券监管与司法裁量的衔接取得了若干共识,形成了《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》。尽管通过这一系列努力,已经初步形成了针对破产重整上市公司的证券监管规则框架,解决了当时面临的一些突出问题,然而随着上市公司破产重整方案的不断翻新和演化,仍有一些问题游离于现有监管框架之外,其中对投资者影响较大、需予以特别关注的是通过资本公积转增这一特殊形式进行出资人权益调整。

一、以资本公积转增进行出资人权益调整日益普遍且具特殊性

(一) 上市公司破产重整实践中出资人权益调整的基本情况

上市公司破产重整中对出资人权益进行调整的情况较为普遍,从目前已公告破产重整计划的 50 家上市公司情况来看,有 43 家的计划中包括出资人权益调整。出资人权益调整的方式多样,概括起来主要有四种,分别为上市公司资本公积转增后原股东无偿让渡转增股票、原股东无偿让渡本已持有的股票、原股东按指定价格转让所持股票和上市公司缩减股本。实践中有单独使用一种方式的,也有多种方式配合使用的,从使用的频率来看,上市公司资本公积转增后原股东无偿让渡转增股票和原股东无偿让渡本已持有的股票这两种方式最受欢迎,在 43 家涉及出资人权益调整的公司中,分别有 17 家和 31 家公司使用。

(二) 以资本公积转增方式进行出资人权益调整日益普遍

从近年来的发展趋势来看,上市公司破产重整中越来越倾向于使用资本公积转增股票的方式来对出资人权益进行调整。2014 年至 2016 年,沪深两市共有 7 家上市公司实施了破产重整中的出资人权益调整,7 家公司均采用了资本公积转增的方式,其中 5 家单独采用了资本公积转增的方式,另外 2 家则同时采用了资本公积转增和原股东无偿让渡原有股票两种方式。

(三) 以资本公积转增方式进行出资人权益调整的特殊性

通过资本公积转增这一特殊形式进行出资人权益调整的常规操作模式是:上市公司以资本公积转增股份,再由原股东将所获得的转增股

份部分或全部无偿让渡给债权人以抵偿上市公司所欠债务,或无偿让渡给重整投资人使上市公司获得现金或有盈利能力的资产。以沪市情况为例,截至目前,共有6家破产重整上市公司以资本公积转增形式进行了出资人权益调整,其中仅有2家公司转增的股份中仍有部分由原股东保留;其余4家公司转增的股份则全部由原股东获得后让渡给新股东。受让股份的新股东主要有债权人和重整投资人两类。有2家公司将转增的股份用于给普通债权人抵偿公司债务;有2家公司转增的股份由战略投资者受让;剩余2家公司的转增股份部分由重组方受让,部分由特定投资者受让实现处置变现。这里的战略投资者、重组方和特定投资者可以统一称为重整投资人。重整投资人为获得转增股份支付的对价既有现金,也有资产。

破产重整中以资本转增形式进行出资人权益调整具有特殊性,主要体现在两个方面:一方面,与一般的出资人权益调整方式相比,公司总股本增加,出资人权益调整是对新增股份的重新分配,原股东持有的存量股份数量未发生变化;另一方面,与一般的资本公积转增相比,最终获得股份的新股东实际上为获得转增股份支付了对价,而一般的资本公积转增不需要股东支付任何对价。

二、以资本公积转增形式进行出资人权益调整的主要问题

采用资本公积转增方式进行出资人权益调整日益受到欢迎,可能与其较大的规则套利空间有关。如果穿透原股东无偿获得新增股份又无偿让渡这一中间环节来看整个交易,债权人以债务减免为对价,获得上市公司新增股份,实际上是一个债转股行为;重整投资人以向公司注入现金或资产为对价,获得上市公司新增股份,实际上是披着资本公积转增外衣的非公开发行股份。前者尚可以通过《企业破产法》对于破产债权确认、债权人会议等有关规定,实现一定程度上的规制。然而后者则通过资本公积转增这一另类路径,成功规避了证监会对上市公司非公开发行股份的行政许可,绕过了现行有关非公开发行股份的一系列规定和约束,由此可能带来的问题也较为明显。

(一) 新股东股份获取价格缺乏明确定价依据

新股东获取转增股份的对价由各方协商确定,现行规则既无明确的定价标准,也无相应的信息披露要求。目前很少有公司主动明确披露重整新股东获取转增股份的每股价格,以及每股定价的依据与合理性。从实践情况来看,若是债权人因以股抵债受偿而成为股东的,由于其获得股份可提高债权的清偿比例,故往往愿意接受以略高于股票停牌前市价的价格来受让股份。但是,若是重整投资人通过支付对价受让股份的,则往往其获取股份的价格会低于股票停牌前的市价。因为对于处于破产重整这一特殊状态的公司来说,很难拥有与重整投资人平等谈判应有的筹码,所谓的协商定价,事实上缺少平等协商的实质内涵,最终确定的价格可能有失公允,在个别极端案例中其负面影响更为凸显。

例如,在*ST新亿(600145)的破产重整中,公司按每10股转增29.48股的比例实施资本公积转增,共计转增约11.13亿股。其中,公司原股东取得其中的1.13亿股(相当于每10股转增3股),公司控股股东新疆万源稀土等多家公司组成的重整投资联合体,以14.47亿元的对价,取得其中的10亿转增股份。上市公司在因破产重整而停牌前的收盘价为7.4元/股,停牌前20个交易日的均价是7.39元/股,而重整投资人股份获取的价格是1.447元/股,远远低于上市公司股票停牌前的市场价格。尽管*ST新亿破产重整中资本公积转增方案对上市公司中小股东的权益大幅调整,重整投资人获取股份的价格也远远低于市场价,但是重整计划或相关文件中对于出资人权益调整的原因解释较为笼统,也没有关于重整投资人获取股份价格定价依据的说明。从出资人组的表决结果可以看出原股东对此情况的不满,针对出资人权益调整事项出资人组会议曾进行过两次表决,但两次表决均未通过。

(二) 新股东的产生机制有待进一步公开与完善

在现行规则对于资本公积转增的最终受让主体的产生机制无明文规定的情况下,新股东产生机制的标准不透明、不统一,大部分公司对此披露语焉不详,产生机制的公平性难以考察,是否存在个别利益输送的情况也无从查证。从实践情况来看,若是债权人因以股抵债受偿而成为股东的,则其股东身份的获取资格有赖于破产重整程序对其债权

的确认,破产法及相关司法解释对于债权的确认已有明确的规则约束,故相对而言较为透明、规范。但是,若是重整投资人通过支付对价受让股份的,则其产生机制往往良莠不齐,有待进一步统一、公开与完善。

以沪市公司为例,涉及重整投资人的4家公司中,最终仅有石岷纸业(600462)1家公司具体披露了其转增股份受让方的产生机制。石岷纸业的具体做法是:公司向有意向购买转增股份的投资者发出征询函件,收到其认购股票回执且足额缴纳了认购保证金的投资者可参加股份认购会。公司根据“价格优先、数量优先”的认购规则,最终确认了五位投资者,签订了股份转让协议,并由公证处对股份认购会进行了全程公证。其做法与询价发行的定向增发较为相似。剩余3家中,有2家公司完全没有披露与投资者产生机制相关的任何内容,另外1家公司尽管在重整计划中也披露了可以参照定向增发的机制确定股份受让人,但是实际操作情况最终并未披露。

(三) 新股东所获股份缺乏减持限售机制规范

在新股东产生机制不透明、股份的获取价格又由协商确定的情况下,需要有适当的股份减持限售安排来对重整投资人等新股东进行适当的约束。但是,从实践来看,主要存在两方面的问题:一是是否限售随意性较大。例如,沪市6家涉及以资本公积转增进行出资人权益调整的公司中,有3家公司未披露转增股份受让方的限售情况,从3家公司的年报披露内容推理可知,其中有2家公司的新股东获得的是无限售股,没有任何锁定期限制。二是各公司之间如何限售差异性较大。例如,石岷纸业由重组方受让的转增股份自公司股票实际复牌之日起36个月内不得卖出;其余由投资人受让的转增股份自公司股票实际复牌之日起6个月内不得卖出。而*ST新亿的12位投资人中,仅有3位做出了股份限售承诺,其中第一大股东承诺自股份受让时起36个月不减持;另外两位股东承诺自股份受让时起12个月内不减持。从中可以看出,即使是做出限售安排的公司,其做出限售承诺的股东范围、限售的起算时点、限售的时间长度均有差异。

(四) 相关信息披露不充分或缺乏规范性

除上述与资本公积转增股份的最终处置方案内容有关的问题以外,相关事项的信息披露也存在问题。主要表现在两个方面:一是信息

披露不充分。有相当比例的公司不披露转增股份最终受让方的产生机制,不披露受让方为获得股份所支付的对价金额及定价的合理性,不明确披露受让方所获股份是否限售。二是信息披露缺乏规范性。对于新股东遴选条件、最终确认的投资者信息、为获取股份支付的对价情况、投资者做出的股份限售或业绩补充承诺等重要信息的披露,散见于重整计划、年度报告和各类临时公告,而且有些事项仅在最初公告一次,缺乏相关进展公告。这些信息披露上的问题,给投资者查找相关信息、及时全面了解资本公积转增股份的有关情况带来了一定困难。

总的来说,采用资本公积转增方式进行出资人权益调整,由于缺乏明确的规定来进行规制,重整中各方主体灵活操作空间过大。尤其是将转增股份让渡给重整投资人的情形中,重整投资人产生机制不透明,转增股份的获取价格通过协商确定,这给“暗箱操作”和有违“公开、公平、公正”的行为以可乘之机。

三、立法现状与监管回应

(一) 现行立法尚未对出资人权益调整实践做出充分回应

目前,立法对破产重整中出资人权益调整的规定与实践中的丰富做法相比,较为简单,落后于实践,有关规定具体如下:

一是《企业破产法》规定了股东具有对出资人权益调整事项的表决权。该法第85条第2款规定: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。该条仅规定若重整计划草案涉及出资人权益调整,则应当设置出资人组进行表决,但并未规定何种情形下需要调整出资人权益、何种情形下不得调整出资人权益以及出资人组表决的程序性安排。

二是最高人民法院印发《〈关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要〉的通知》对上市公司破产重整中出资人组表决的程序性安排予以细化明确。该通知规定:出资人组对重整计划草案中涉及出资人权益调整事项的表决,经参与表决的出资人所持表决权2/3以上通过的,即为该组通过重整计划草案。同时,为最大限度地保护中小投

投资者的合法权益,上市公司或者管理人应当提供网络表决的方式,为出资人行使表决权提供便利。

三是《企业破产法》明确了法院强裁批准重整计划的也要审查对出资人权益的调整是否公平、公正。该法第 87 条第 2 款规定:未通过重整计划草案的表决组拒绝再次表决或者再次表决仍未通过重整计划草案,但重整计划草案符合有关条件的,债务人或者管理人可以申请人民法院批准重整计划草案。需要符合的条件第 4 项为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。

从以上规定可以看出,尽管出资人权益调整的形式日新月异,其中不乏以资本公积转增形式规避证券监管、变相发股的行为。但是目前立法层面对于出资人权益调整的规定仍较为笼统和简单,存在一定的立法空白和模糊地带,有待进一步完善。

(二) 法院对出资人权益的特殊调整形式并无特殊处理

尽管法院在破产重整程序中居于审查监督的核心地位,裁定批准包括出资人权益调整内容在内的重整计划也是其重要的职权之一,然而实践中法院并未对于以资本公积转增这一特殊形式进行的出资人权益调整给予更多的关注,现有 17 家涉及以资本公积转增形式进行出资人权益调整的上市公司的破产重整计划,均获得了法院的裁定批准,其中甚至不乏 *ST 新亿这样出资人组两次否决后由法院强制批准的案例。因此,可以说法院对出资人权益的特殊调整形式并无特殊处理。

(三) 证券监管对个案做出的有限纠正

证券监管机构对于以资本公积转增这一特殊形式进行的出资人权益调整总体上尚无限制,但是对于实践中的典型个案,及时采取了纠正措施。例如,上市公司宏盛科技(600817)为阶段性解决公司的持续经营能力问题,避免处于暂停上市阶段的公司退市,在重整过程中置入了莱茵达国际融资租赁有限公司 45% 的股权。公司将方案做成了以资本公积转增的形式新增股份,并将转增的股份由全体股东无偿让渡给破产管理人,再由破产管理人将相关股份转让给莱茵达的股东以获取莱茵达的股权,最后由管理人将莱茵达的股权赠与上市公司。公司在方案设计上大费周章的目的,无非是避免因构成发行股份购买资产而触及上市公司重大资产重组的行政许可审批程序和相关的信息披露义

务。尽管加套了管理人作为股份和资产的交易中转媒介,而且采用了资本公积转增股份这一特殊的形式,但仍无法改变其发行股份购买资产的交易实质。最终,应监管机构要求,上市公司向证监会提交了《关于重整计划中涉及全体股东向战略投资人让渡股份同时公司接受资产赠与事项的申请报告》,并获得了《关于核准西安宏盛科技发展股份有限公司重大资产重组的批复》这一行政许可文件。

四、加强对出资人权益的特殊调整形式的监管的合理性分析

有一种观点认为,面临破产重整的企业大多资不抵债,在其出资人权益为零甚至为负的情况下,债权人利益优先,可以当然地对出资人权益进行任何调整。至于出资人权益调整的具体形式,只要获得债权人会议通过和法院裁定批准即可,无须过多限制。

但是笔者认为上述观点未考虑上市公司本身的壳价值等账面资产以外的价值,未考虑由重整投资人受让转增股份的特殊性,未考虑破产重整程序区别于其他破产程序的特点,未考虑无辜的中小股东和对公司破产负有责任的大股东之间的区别,其合理性值得商榷。尽管破产重整中可以对出资人的权益进行调整,但是调整的具体方式仍应合法合规,且对外公开透明,不能存在变相损害重整相关方利益的行为。

(一) 破产重整中的上市公司仍然具有股东权益

正如有学者指出的那样,姑且不说那些仅有发生破产原因可能的债务人其股东之权益仍为正值,在重整程序应享有相应权益,即使是那些已经发生破产原因、资不抵债的企业,也不一定就没有市场价值。在市场经济环境下,企业的现实价值并不完全依资产与负债的比例决定,更多的是取决于企业的营业能力和在市场中的综合资源占有情况,上市公司壳资源市场价值的存在就是典型的例子。^[1]有些进入破产重整程序的公司并非出现破产原因,也许仅仅是存在发生破产原因之可

[1] 王欣新:《新破产立法纵横谈》,载《首都师范大学学报》(社会科学版)2005年第4期。

能,此时公司的净资产仍为正,股东权益仍有账面上的价值。即使公司出现资不抵债,股东权益账面价值为负数,还可能因为其营业能力、品牌价值、市场资源等而具有无法在账面上计量的企业价值,作为上市公司来说,在当前的A股生态下,公司价值以及股东所持公司股票的价值并非与上市公司资产负债呈绝对的正相关关系,其上市地位的价值不容否认。因此,在破产重整公司可能仍有股东权益的情况下,并非任何形式、任何程度的出资人权益调整都是可以接受的。

(二) 由重整投资人受让转增股份的性质具有特殊性

破产重整中以资本公积转增的形式进行出资人权益调整,具有三个维度的特殊性。一是与原股东以存量股份无偿让渡给新股东不同,它不是个别股东或某类股东对自身权益的处分,而是以上市公司整体转增股份的形式,对全体股东的利益和公司的股本进行了调整。二是与一般的资本公积转增仍由原股东保留转增股份不同,绝大多数情况下,原股东仅是转增股份的中间通道,最终转增的股份均由新股东受让,原股东实际让渡了持股权益。三是与转增股份由破产债权人受让以抵偿债务也不同,债权人债转股大体上还是破产法范畴内可规制的内容,而重整投资人以现金或资产为对价认购上市公司新增股份的行为已突破了破产法体系可规制的范畴,与证券监管下规范的内容出现了竞合。因此对于涉及全体股东利益的统一调整,且单纯的破产法律规范无法完全规制的出资人权益调整形式,有必要予以重点关注,并参考相关证券监管规则,做出有针对性的回应。

(三) 破产重整程序需要兼顾多方利益的平衡

破产重整程序与破产清算程序存在差异,后者仅以将债务人的财产公平分配给债权人为目的,^{〔2〕}而前者的目的在于挽救债务人,即在合理调整债权人、股东等各方利益的基础上,实现公司的持续经营。因此,可以在破产清算中绝对适用的债权人优先原则,在破产重整中则需要适当修正。破产重整中,利益相关方不仅包括债权人和股东,很多情况下还包括重整投资人,利益关系和诉求复杂。若绝对奉行债权人优

〔2〕 郭毅敏等:《破产重整·困境上市公司复兴新视野》,人民法院出版社2010年版,第12页。

先原则,易滑向对单极利益的过度保护而忽视其他主体的多元利益诉求,最明显的体现即为忽视对股东利益的保护。在个别破产重整案例中,单纯强调债权人利益优先,也容易出现相关利益方勾结,损害第三方利益的情形。因此,破产重整中,不宜简单地强调债权人优先原则,对于相关各方权益的调整应以达成合意为主,兼顾债权人、公司股东等多方利益的平衡。

(四) 大股东与中小投资者之间存在差异

A股市场一股独大的情况较为普遍,大股东往往实际掌控了包括公司董事会、管理层在内的公司运营管理决策和执行机关,其对公司经营失败往往负有不可推卸的责任。同时,实践中,出现破产原因的上市公司可能还存在大股东资金占用、违规担保等大股东侵占上市公司利益的违法行为。因此,相对于实际控制上市公司,且对公司出现破产原因存在过错的大股东而言,处于信息获取、公司事项决策弱势地位的中小股东相对较为无辜。从过往的实践案例来看,一般的出资人权益调整形式中,均对中小股东和大股东区别对待,如上市公司缩减股本形式中采用不同比例缩股,再如,原股东无偿让渡股票形式中采用仅由大股东让渡或由大股东以更高比例让渡的方式。然而,目前以资本公积转增形式进行的出资人权益调整,则完全未考虑中小股东与大股东对公司出现破产原因的责任差异,在股份受让主体产生机制不透明、股份转让价格无明确定价标准的情况下,将全体股东获得的资本公积转增股份统一对外让渡,可能对中小股东造成不公。

(五) 破产重整中的上市公司仍应遵循证券监管的基本规范

尊重非破产法规范是破产法中的一项重要原则。^{〔3〕}因此,即使是破产重整中的上市公司,仍应遵守证券监管规则下对于上市公司的有关规定。一般情况下,基于破产重整程序的司法程序属性,对于上市公司破产重整中的行为,证券监管机构均保持了相对克制的监管态度。但是,通过资本公积转增这一特殊形式进行出资人权益调整,存在诸多问题,尤其是重整投资人受让转增股份的情形,还可能涉及变相发股,

〔3〕 许德凤:《破产法论——解释与功能比较的视角》,北京大学出版社2015年版,第76页。

规避证券监管和信息披露义务。上市公司发行股份本身就是证券法和相关监管规则规制的范畴,而且破产法及相关司法解释对于出资人权益调整的具体形式并未涉及,因此,对于上市公司破产重整中出资人权益的特殊调整形式,可以按照现行证券监管规则有关上市公司股份发行的相关规定予以规制。

五、完善对出资人权益的特殊调整形式的监管建议

出资人权益调整作为上市公司破产重整方案中的一项重要组成部分,实践中已经发展出了超越现行规范规制范围的内容。尤其是以资本公积转增这一特殊形式进行的出资人权益调整,在叠加重整投资人、向上市公司置入资产等因素后更为复杂,对上市公司和中小股东影响巨大,也间接影响着整个重整计划能否顺利推进。对于上市公司的破产重整事项,在追求重整效率的同时,也应兼顾公平,维护应有的市场秩序。因此,有必要对以资本公积转增进行出资人权益调整,同时转增股份由重整投资人受让的情形进行有效规制。这需要法院与证券监管机构统一认识,联合出台相关规则,共同推进执行。

(一) 两种路径可供选择

路径一是,在规则中明确规定,上市公司破产重整中采用资本公积转增形式进行的出资人权益调整,转增股份由重整投资人受让的,都必须报证监会获得行政许可。并将证监会的行政许可,作为包含资本公积转增形式进行出资人权益调整的重整计划获得法院批准的前置条件。

路径二是,在规则中明确规定,对于以资本公积转增进行出资人权益调整,同时转增股份由重整投资人受让的,若以现金或现金等价物为对价获取股份的,不强制要求走证监会的行政许可程序,但是对于重整投资人的产生机制、股份受让价格、股份限售期等核心要素,均需参照现行上市公司非公开发行股份的有关要求,由证券监管机构在考虑破产重整特殊情形的基础上,制定实际可行的标准,并由法院在重整程序中监督上市公司的出资人权益调整方案按照该标准执行。若以资产为

对价获取股份的,且该资产规模达到了《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组的标准,则仍按最高人民法院和证监会《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》确定的会商机制执行。

尽管路径一的做法可以实现对资本公积转增这一特殊的出资人权益调整形式的彻底监管,更好地维护“公平”和“秩序”,但是可能导致证券行政监管在破产重整这一司法程序中介入过深,有违破产重整程序中各类权力机关的基本法律定位。同时,额外的行政许可程序还可能增加上市公司和重整各方的时间成本,增加重整推进的不确定性,影响重整效率。相较而言,路径二的做法,更符合法院与证券监管机构在破产重整程序中的法律定位,更能兼顾重整过程中的公平与效率,更为可取。

(二) 具体细化标准的思路

路径二下,以现金或现金等价物为对价获取股份情形中,相关具体标准可按以下思路设计:

对于重整投资人的产生机制,区分是否在重整计划中即已确定的两种情形,分别进行规定。重整计划中仅说明要将资本公积转增股份用于处置变现或由重组方受让,但未明确投资人的,参照现行非公开发行股份中询价发行的有关方式产生投资者。并可考虑在此基础上,要求由公证机构对询价过程进行全程公证。对于重整计划中即已确定的重整投资人,要求明确说明重整投资人与上市公司控股股东及实际控制人之间是否存在关联关系,与本次重整的管理人及相关中介机构之间是否存在利害关系。

对于重整投资人受让股份的每股价格,有必要对非经询价产生投资者的情形设定转让价格底价,该底价不得低于因破产重整停牌之前上市公司股票的市场价格,如不得低于公司股票停牌前20个交易日的均价。同时,要求相关中介机构对每股转让价格的合理性发表核查意见。

对于重整投资人所获转增股份的限售期,可要求获得转增股份后成为上市公司第一大股东或实际控制人的重整投资人,其股份自公司股票实际复牌交易之日起36个月内不得转让;在重整计划中既已确

定、非经询价产生的重整投资人所获股份,自公司股票实际复牌交易之日起 36 个月内不得转让;其他重整投资人所获股份,自公司股票实际复牌交易之日起 12 个月内不得转让。

(三)完善相关配套制度设计

为使出资人权益的特殊调整形式能够更为规范,还有必要从出资人组表决机制和上市公司信息披露两个方面着手,来完善相关配套制度。出资人组关于出资人权益调整的表决程序,在现有规定基础上,增加区分大股东和中小股东的分组表决,并公布分组表决结果;若与最终受让转增股份的重整投资人存在关联关系的股东,还应回避表决。对于重整投资人的产生机制、受让股份的每股价格、相关的限售期安排等重要信息,均要求上市公司和管理人按照统一格式进行披露,并及时对外公告进展。在保护股东知情权的同时,也完善市场和社会对出资人权益的特殊调整形式的监督。

六、结论

适逢《企业破产法》正式实施十周年之际,回顾和梳理上市公司破产重整实践,发现和解决目前立法和监管中依然存在的漏洞和问题,将大有裨益。从 51 家上市公司破产重整实践来看,出资人权益调整是重整计划中的重要组成部分之一,而不断演化发展的出资人权益调整形式已超越现有规则能够规制的范围,形成了一定的立法真空。在无明文规范的情况下,资本公积转增股份成为了日益常见的出资人权益调整形式,但也暴露出投资者产生机制、股份定价、限售期安排以及信息披露等多方面的问题,可能有违“公开、公平、公正”原则,存在不法套利的空间。考虑到上市公司和破产重整程序本身的特殊性,有必要对特殊的出资人权益调整形式加强监管。具体方式选择上,可考虑由证券监管机构参照现行上市公司股份发行的有关要求,制定实际可行的标准,并由法院在重整程序中监督上市公司按照该标准执行。

(编辑:阎俊忆)