

跨越部门法藩篱:破产挽救中股东何以制度性“发声”?

杨鹿君

摘要:公司重整中的股东处于制度性“失语”、事实性“发声”的窘境。重整程序系“主体存续式”债务清偿程序,重整程序下的公司与其股东受到民法典、公司法、企业破产法等部门法的共同规范,完善股东权利制度符合重整公司的经济状态,契合尊重出资人财产权益、维持公司法人存续、保护损失承担者、激励潜在投资者的需要。企业破产法修订草案已经关注到此问题,显著增加了出资人相关规定,但尚有系统性完善的空间。对于公司法规定的股东权利,股东在重整程序下行使权利时应当受到三维限制,即基于破产状态的基础限制、保证程序效益的附条件限制以及维护重整公平的底线限制;对于企业破产法设定的出资人权利,应完善出资人委员会制度以增进出资人集体利益保护,加强出资人的程序参与权、实体决策权以增进出资人个体利益保护,形成二维增补。

关键词:重整程序;股东权利;出资人权利;部门法衔接;债股共决

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2026.05.014

一、问题的提出:公司重整程序中制度性“失语”的出资人 vs 事实性“发声”的股东

重整程序中的出资人,在《中华人民共和国公司法》(以下简称公司法)下被称为股东。《中华人民共和国企业破产法》(以下简称企业破产法)以出资人易位于债权人作为预设情境^①构建制度体系,仅在5个法条中提及出资人。重整程序作为“主体存续式”债务清偿程序,涉及重整申请与受理、债务人自行管理、新借款、招募投资人、重整计划草案制定与表决等多轮博弈环节,出资人对于重整程序中的绝大多数事项并无程序参与权与实体决策权,处于制度性“失语”的状态^②。当然,股东在重整程序中的权利并非全部来源于企业破产法,公司法与企业破产法构成一般法与特别法的关系,即便公司进入重整程序,公司法规范也并未当然失去效力。此时,应由企业破产法作为特别法接过“权柄”,作出选择。但遗憾的是,企业破产法对公司法设定的股东权利存续与否保持了沉默,究竟是“有心”的默示承认还是“无意”的立法漏洞,值得推敲。理论界对此亦存在分歧,肯定说认为公司法规定的股东权不会因破产重整的程序开始而发生改变^③;否定说提出结合企业破产法第85条出资人代表列席讨论重整计划的立法安排,应认为沉默是有意为之,企业破产法鼓励股东以出资人组表决的形式参与重整^④。具体检视司法实践,重整程序下的股东们仍在事实性“发声”,这主要体现于:其一,出席股东会并表决。当公司重整需选举董事监事、审议各类报告、修订公司章程时,股东仍会以出席股东会并表决的形式行权。

基金项目:安徽省哲学社会科学规划青年项目“安徽省房地产企业破产中的购房人权益保护研究”(AHSKQ2024D008)。

作者简介:杨鹿君,安徽大学法学院副教授,硕士生导师,法学博士(合肥 230000; sdyanglujun@163.com)。

① 张钦显:《公司重整中出资人权益的保护——以出资人委员会为视角》,《政治与法律》2018年第11期。

② 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》,《上海政法学院学报(法治论丛)》2021年第4期。

③ 周淳:《上市公司破产重整中的股东权异化》,《证券法苑》2014年第4期。

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

其二,提起各类诉讼。重整实践中股东提起知情权诉讼^①,向管理人提起损害赔偿诉讼^②,对出资人权益调整方案申请再审^③等争议屡见不鲜。其三,隐性介入重整程序。在重整程序债务人继续经营,特别是债务人自行管理中,董事、高管发挥着重要的作用,但是他们常常受制于股东任命权的影响而作出偏向股东的决策,股东直接兼任董事、高管亦是常态,出现股东以隐性权利实质影响重整公司和重整程序的现象。上述问题已经得到立法者的正视,全国人大常委会2025年9月12日公布的《中华人民共和国企业破产法(修订草案)》(以下简称企业破产法修订草案)在25个法条中36次提及出资人或股东问题。遗憾的是,企业破产法修订草案仍未能明确股东能否继续行使公司法设定的权利;此外,虽然增加了出资人在债务人重整期间的权利,但相关规定略显零散。故此,本文立足于部门法交错视角,探讨如何系统完善公司重整中的股东权利制度,期待为企业破产法修订贡献微薄智识。

二、公司重整程序下股东权利制度完善的必要性

(一)经济必要性

1. 产权理论下剩余控制权的配置逻辑。诺贝尔经济学奖得主哈特发展了产权理论,指出公司契约不可能是完备契约,公司必然存在契约未涵盖的事项,由此产生剩余控制权与剩余索取权。有效公司治理结构须满足个人理性约束和激励相容约束条件下公司总价值的最大化,最本质、最重要的是保持剩余索取权和剩余控制权相对应^④。职工、债权人、管理层等利益相关者已在与公司的契约中约定了收益与风险,享有相对固定的索取权。股东居于清偿的最后顺位,享有对公司的剩余索取权,剩余控制权由其行使将比由其他相关者行使更能激励监督管理层,实现公司财产价值最大化,公司法据此完成了常态公司的权利配置。公司所有权系状态依存所有权,剩余索取权和剩余控制权随公司财务状况变化而变化,公司进入重整程序代表着财务陷入困局,理应重新检视此时的剩余索取权人,以实现重整制度所追求的债务人财产价值最大化的目标^⑤。

2. 重整程序下剩余控制权应当“债股共决”。首先,仅由债务人适用重整程序并不能得出其已资不抵债的结论。企业破产法第2条规定了重整原因,体现了复合破产判断与破产预防设计,资不抵债仅是重整原因中的既不充分亦不必要条件。自2015年实施供给侧结构性改革以来,重整制度作为改革工具之一,已经成功挽救大量困境企业^⑥,重整程序公平清偿债权债务、高效挽救债务人的制度优势已经获得较为普遍的认可,公司实际启动重整程序的时点往往早于资不抵债状况的出现。

其次,需区分“市场退出式”与“主体存续式”债务清偿程序,公司静态清算价值并不等同于动态重整价值。重整程序中几乎都存在包含债务人资产、债务总值的会计报告,是否二者相减为负即证明债权人已成为剩余索取权人?并非如此。重整制度建立在“商事企业的生存比死亡更有价值”的理念之上^⑦,公司的重整价值应当显著大于清算价值,否则该公司就不具备重整意义。公司清算价值建立在公司市场退出的前提之下,公司账面资产之外的商誉、人力资源、合作关系、营业许可等无形资产在公

① (2021)鲁05民初67号一审民事判决书。

② (2019)苏05民终5260号二审民事裁定书。

③ (2016)新民监字第6号再审案件通知书。

④ 张维迎:《理解公司:产权、激励与治理》,上海:上海人民出版社,2014年,第23—25页。

⑤ Mayer J. I., “Control Rights and Chapter 11's Expanding Scope”, *American Bankruptcy Law Journal*, 2024, 98(2), pp. 340-386.

⑥ 李曙光:《破产法二十讲》,北京:法律出版社,2024年,第286页。

⑦ Tabb C. J., “The Future of Chapter 11”, *South Carolina Law Review*, 1993, 44(4), pp. 791-862.

司市场退出的假设下无价值可言^①,此时公司资产呈现出“静态”状态。而重整价值建立在公司持续经营的假设之下,此时的公司资产呈现出“动态”状态,体现为公司无形资产与有形资产的有机结合,在二者相互作用的过程中还会进一步产生溢价。因此,仅根据以静态清算价值为基础的会计报告并不能终局性地证明重整公司已资不抵债。

最后,精准评估公司的动态重整价值相当困难且不符合破产法理念。对公司动态重整价值的评估是公司资产客观价值与重整参与人主观认识走向统一的过程。一方面,资产评估存在多种方法,依据不同的评估方法将产生截然不同的评估结果;另一方面,当公司成为交易标的和博弈对象时,参与人的主观认识将产生重大分歧。公司重整价值的评估将产生大量的时间成本、经济成本,可能使得本有挽救希望的公司陷入旷日持久的估值争议,持续损耗债务人财产,致使债务人彻底丧失再生机会。因此,不应基于对重整公司的产权分析得出重整公司已经资产小于负债,债权人成为剩余索取权人的结论。重整公司的股东和债权人都是剩余索取权人,都应享有相应的控制权,重整公司应当“债股共决”。

3. 设定清晰的股东权利是实现有效“债股共决”的基础。重整程序下股东、债权人的角色、定位、利益诉求不同,两者有着显著的冲突,在具体实现“债股共决”过程中,需要化解股东、债权人的利益冲突,引导各方有序博弈。博弈可以分为合作博弈与非合作博弈,区别在于当各个当事人的行为互相作用时,当事人之间是否存在有约束力的契约,这个契约可以是约定的合同,也可以是法定的规则。非合作博弈强调个人理性、个体最优决策^②,其结果可能是有效率的,但多数情况下难以达到,容易出现“囚徒困境”现象;合作博弈下存在对各方有约束力的契约,个体可在此框架下通过充分的协商,构建信任机制与分配制度,达到集体理性与个体理性的统一。在重整实践中,股东和债权人常会陷入非合作博弈的窘境,若要改变这一局面,形成合作博弈,需要建立有约束力的契约,契约的表达形式可以是所有股东、债权人共同签署合同,也可以是由法律明确界定各方权利,相比之下,后者显然更具现实可行性。

(二)法理必要性

1. 民商事基本法视域下出资人权益的尊重需要。我国采取“民商合一”的立法体例,《中华人民共和国民法典》(以下简称民法典)关于主体、行为的设定系民商事法律制度的基础。民法典第76条对营利法人进行二要素界定,营利法人以逐利为目的且应将利润分配给出资人^③。而法人何时终止,出资人何时丧失权利?依民法典第72、73条,无论是一般清算还是破产清算,法人都在清算完毕办理注销后终止。破产法以尊重非破产法规范为基本原则,这代表着在适用破产法规则前,应对非破产法规则加以澄清,除非破产法作出特殊规定,原则上应遵循非破产法规则^④。企业破产法第2条明确本法适用主体为企业法人,而企业法人均系营利法人,自然应当尊重民法典关于营利法人的规定,除非企业破产法已经作出特别设计。具体检视企业破产法,第77条规定“在重整期间,债务人的出资人不得请求投资收益分配”。本条一方面体现了对民法典规定的尊重,重申了出资人享有投资收益分配权;另一方面未剥夺出资人本项权利,只是限制了出资人在重整期间的权利行使。民法典下出资人享有一系列权利,秉持着私法领域“法无禁止即可为”的原则,是否意味着民法典下出资人的其他权利均可在重整期间行使?为体现对出资人民事权益的尊重与对民商事基本法的尊重,确须细化完善重整程序下的出资人权利问题。

2. 公司组织法视域下公司法人的维持需要。民法典仅就商事主体规范作出宏观勾勒,公司法承

① 董璐:《资不抵债下股东重整表决权之排除——兼论〈企业破产法〉之修改》,《西南民族大学学报(人文社会科学版)》2023年第3期。

② 张湛彬:《博彩行为从非合作博弈到合作博弈的政府选择偏好》,《经济管理》2002年第16期。

③ 宋亚辉:《营利概念与中国法人法的体系效应》,《中国社会科学》2020年第6期。

④ 许德风:《破产法基本原则再认识》,《法学》2009年第8期。

担公司法人具体组织规范设计的任务。公司法下股东享有一系列权利,致力于保护其自身利益、维持和改善公司营业以及使公司盈利^①。公司法人在重整期间乃至程序终结之后将维持存续,公司的组织、经营活动仍在开展,财产关系仍在产生、变更和消灭。企业破产法对于在重整期间维持公司法人存续已经作出部分组织机构设计。就执行机构,企业破产法设定了管理人管理、债务人自行管理两种模式,执行机构分别为管理人、债务人原执行机构即董事会。就监督机构,企业破产法规定管理人履行职务须向法院报告工作并接受债权人会议、债权人委员会的监督;在债务人自行管理时,债务人须接受管理人监督。换言之,常规监督机构为债权人会议、债权人委员会,而在债务人自行管理时,监督机构扩张到管理人。就权力机构,企业破产法第61条授予债权人会议系列职权,看似已经明确债权人会议系重整程序期间的权力机构,但将上述职权与公司法第59条股东会职权对比可以发现,债权人会议职权更多地指向重整公司的财产关系而非组织、经营活动。

由此进一步分析,公司重整期间权力机构的决策事项可以区分为破产决策、组织和经营决策以及平衡型决策^②。破产决策是破产重整程序的核心,涉及债务人公司选择再生或退出、如何进行财产分配,立法已经明确其主要由债权人会议决定。组织和经营决策涵盖公司经营的主要事项,关乎公司营业的维持,立法仅将部分权利授予重整执行机构^③,留下了大量的立法空白。平衡型决策则既不属于破产决策,又不属于组织和经营活动决策,涉及对公司持续经营、开展重整活动中互相竞争利益的平衡,典型者如关键子公司股权的出售,此事项不仅影响公司的营业,也对可供分配的债务人财产产生影响。就组织和经营决策,股东有着天然优势,当公司重整期间出现董事、监事任期到期或辞职,公司章程修改,增加、减少公司资本等事项时,为了保持法人组织机关运转、配合重整进程甚至仅仅为了办理相关登记,不得不由股东行使权利。对于平衡型决策,则需由股东、债权人共议共决以实现合作博弈。有鉴于此,需要系统规范重整程序下的股东权利。

3. 破产损失分担法视域下损失承担者的保护需要。完成了对非破产法的观察后,需解读破产法自身的考量。学界就破产政策问题争论已久,美国学者基于认识分歧被划分为程序主义者和传统主义者^④。程序主义者将破产程序界定为债务集体清偿机制,强调破产法的程序法性质,主张破产法的核心目标是将债务人财产向债权人集体公平清偿^⑤。而传统主义者将破产法解释为企业出现多重违约时,在统一制度体系下对损失承担者进行损失分担的制度^⑥,公司的债权人、股东、雇员、供货商乃至社会都是公司破产的损失承担者,都应该在破产法下得到关注和考量^⑦。美国一项针对大型公司重整的实证研究已经证明,公司破产重整绝不仅是为了债权人利益行事,公司重整行为受到的影响、考量的主体是相当复杂的^⑧,佐证了传统主义者的论调。

我国企业破产法已经体现了较为宽泛的损失承担者考量,采取了不同的保护逻辑,可归纳为三类:一是弱势损失承担者特别救济。此类主体以职工为代表,企业破产法第48条第2款规定,债务

① Chou A. Y., "Corporate Governance in Chapter 11: Electing a New Board", *American Bankruptcy Law Journal*, 1991, 65(4), pp. 559-590.

② Adams E. S., "Governance in Chapter 11 Reorganizations: Reducing Costs, Improving Results", *Boston University Law Review*, 1993, 73(4), pp. 581-636.

③ 如破产法第18条规定,管理人享有双方均未履行完毕合同的挑选履行权;第25条规定,管理人有决定债务人的内部管理事务,决定债务人的日常开支和其他必要开支,代表债务人参加诉讼、仲裁或者其他法律程序等职权。

④ Baird D. G., "Bankruptcy's Uncontested Axioms", *Yale Law Journal*, 1998, 108(3), pp. 573-600.

⑤ Baird D. G., Jackson T. H., Adler B. E., *Bankruptcy Cases, Problems and Materials*, New York: Foundation Press, 2001, p. 23.

⑥ Warren E., "Bankruptcy Policy", *University of Chicago Law Review*, 1987, 54(3), pp. 775-814.

⑦ Warren E., "Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World", *Michigan Law Review*, 1993, 92(2), pp. 336-387.

⑧ LoPucki L. M., Whitford W. C., "Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies", *University of Pennsylvania Law Review*, 1993, 141(3), pp. 669-800.

人所欠职工的工资及其他费用,职工无须自行申报,由管理人调查并公示;第67条第1款规定,债权人委员会中应有一名职工或者工会代表;第113条规定,破产人所欠职工的工资以及其他费用享有优先清偿顺位。二是不承担损失者减少程序参与。此类主体以权益未受调整的债权人或出资人为代表,《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)》第11条第2款规定,权益未受调整的债权人或出资人不参与重整计划草案表决。三是主要损失承担者享有程序参与权和实体决策权。债权人作为破产程序中的主要损失承担者,享有大量程序参与权与实体决策权,企业破产法及相关司法解释从债权人整体与个体两个维度对债权人权利作出系统设计。相比之下,股东作为获取资本收益者,并非弱势损失承担者,但股东承担损失亦是常态,理应享有程序参与权与实体决策权。

4. 重整再生挽救法视域下潜在投资者的激励需要。重整公司既难以建立主体信任,又难以提供资产信任,因而造成融资难题。在此背景下,公司股东作为潜在投资人的意义应当被正视:其一,从行为动机来看,公司的再生挽救可以保全并增进股东权益,股东参与公司再生挽救有着正当激励。其二,从实践现况来看,在债务人公司基于种种原因未能成功引入投资人时,往往是原股东作为投资人以增加出资的形式再度投资,这一现象在小微企业重整中较为突出^①。其三,从域外经验来看,美国破产法在绝对优先规则的基础上形成了保护并规范股东再投资权利的“新价值例外”规则,为股东参与重整投资构建法定路径^②,经过多年实践已形成较为成熟的经验。为激励股东再度为公司注入资金,增进其对重整程序的信心与信任,亟须尊重并规范股东权利。

三、公司重整程序下股东权利制度完善的价值考量

(一) 民法公平原则与商法效益原则相平衡

要完善制度,首先需要调和民法公平原则与商法效益原则之间的冲突。公平、效率及其关系是一定背景制度安排的结果,二者不仅是动态过程,更是一种紧密结合社会结构的复合关系^③。在重整程序中,若对股东的非破产法权利不加区分地承认,待发生冲突时再考量取舍无疑是最公平的股东保护方式,但对于强调债务人财产最大化、强调重整程序效率的破产法而言,这一方式显然无法被接受。质言之,此问题是民法公平优先的立法价值取向难以满足商法功利性要求的具体表现。我国民事立法体系致力于构建民商统一的私法秩序^④,然而,民法作为调整商品经济的基本法,难以全面满足商事法律关系调整的特殊制度需求^⑤。商法作为市场经济基本法,产生于市场经济发展,服务于市场经济需求。商法制度坚守效益原则的指引,以最大限度地发挥商法对市场经济的促进作用^⑥。

公司进入重整程序之后,其经营价值可能迅速恶化。为尽可能保留债务人运营价值,企业破产法作出了服务于市场经济需求的程序设计^⑦,完成了效益原则的制度表达。其中程序设计体现为法院受理破产申请期限、债权申报期限、提交重整计划期限等约束,实体设计则以法院能够“强裁”重整计划草案、未申报债权人不得行使权利为代表。上述制度设计,特别是实体设计其实并无坚实的民法基础,但是,为了实现制度目标与重整效益,企业破产法不得不作出种种限制。对于重整程序下的股东权利,需要以公平原则为基础,并在效益原则的指引下作出适当的约束,这种约束主要体现在对股东

① 马强:《中小微企业重整中出资人权益保留研究》,《中国政法大学学报》2024年第5期。

② 韩长印:《中小企业重整的法理阐释与制度重构》,《中国法律评论》2021年第6期。

③ 史瑞杰:《政治哲学视域中的效率与公平》,《社会科学战线》2021年第4期。

④ 王利明:《民商合一体例下我国民法典总则的制定》,《法商研究》2015年第4期。

⑤ 范健:《中国〈民法典〉颁行后的民商关系思考》,《政法论坛》2021年第2期。

⑥ 赵万一:《后民法典时代商法独立性的理论证成及其在中国的实现》,《法律科学(西北政法大学学报)》2021年第2期。

⑦ Foohey P., “Jevic’s Promise: Procedural Justice in Chapter 11”, *Washington Law Review Online*, 2018, 93, pp. 128-142.

非破产法权利的直接限制。

(二)公司法人维持与破产重整程序推进相协调

公司法与企业破产法构成配套耦合关系,两法不可避免地产生交集,需就公司的“救治”与“死亡”达成协同。在公司组织法下,股东会是权力机关,股东是剩余控制权人,而在破产行为法下,股东是损失承担者,两法中的股东角色冲突亟待调和。从域外经验来看,股东角色冲突的调和模式可分为两种:第一种是以德、法、日为代表的“前端约束”模式,立法以尊重股东公司法权利为前提,但基于重整需要而施以明确约束。德国重整实践中出现股东以其公司法权利干扰重整程序的现象,在2012年颁布进一步便利企业重整法时,股东阻挠重整计划被视为公司重整面临的重大风险,修订后的德国破产法第225a条规定了重整中的股东权益调整,第245条规定了禁止股东阻碍规则^①。上述两项规定,一是承认股东的权利原则上不受重整程序影响;二是明确重整计划可以规定任何股东权益调整措施,包括债转股、增资、减资等,即便按照公司法规定这些事项原本须由股东会决议;三是设定股东保护的底线,只要股东没有取得比清算更差的地位,即视为股东同意重整计划。长期以来,法国的股东在公司破产重整中处于相当优势地位,既不能要求其为重整提供资金,亦不能强迫他们对重整所需的公司章程修改议案投赞成票,而2014年3月、2015年8月的两次法国商法典修订显著约束了股东权利,若投资人提出了唯一可能挽救公司的重整计划而股东滥用权利可能使得该计划失败时,法院可以剥夺相关股东的投票权;在公司系雇员为150人以上的大型公司时,若执行重整计划的注资是避免公司失败的唯一可行方案,法院可以强制稀释或者强制收购反对计划股东的股权^②。而日本的公司更生法则更加直接,第166条第2款规定更生公司处于资不抵债时股东不再享有表决权;第43条第4款第2项规定公司明显资不抵债时,法院裁定开始更生程序无须通知股东;第202条第2款第2项规定资不抵债时,股东不能对批准更生计划的裁定不服^③。

第二种是以美国为代表的“后端裁判”模式。美国公司立法权属于各州,而破产立法权属于联邦,但基于各州长久、激烈的“亲债权人”“亲债务人”争议,直到1898年才产生第一部长期发挥效力的联邦破产法^④,在此之前真正解决破产问题的是各州公司法,这导致州公司法和联邦破产法之间一直存在紧张关系^⑤。正因如此,美国破产法典并未直接禁止股东行使州公司法授予其的权利,转而将矛盾交由司法裁判解决。相关裁判反映,股东召开年会、特别会议,选任新董事会等公司法权利并不受重整程序影响,股东只要认为更符合自身利益,原则上就可以召开股东会^⑥,仅在例外情形下禁止;股东亦可根据美国破产法典成立出资人委员会,在破产法框架下博弈。Manville Corp. v. Equity Sec. Holders Committee案^⑦是上述争议的代表性案例,债务人重整期间适用DIP模式管理^⑧,股东依据州公司法请求召开股东会,试图撤换董事,破产法院在考量了股东召开会议的动机、股东拟议行动可能浪费的资源以及对重整程序的危害后,提出股东此时召开股东会是为了在重整中攫取更大利益,可能影响重整进程,因此禁止股东会召开。第二巡回法院将该案发回重审,并在判决书中指出法院在禁止股东召开股东会时应当更加审慎,股东固有权利应受到尊重;仅在股东“明显滥用”权利并可能造成不

① 张宇晖:《德国破产重整中股东参与义务的规则演变及启示》,《法治社会》2022年第6期。

② 弗朗索瓦·西维尔·卢卡、种林:《论法国困境企业股东的义务》,《中国政法大学学报》2021年第4期。

③ 山本和彦:《日本破产处理法入门》,金春等译,北京:法律出版社,2016年,第196页。

④ 小戴维·A.斯基尔:《债务的世界:美国破产法史》,赵炳昊译,北京:中国法制出版社,2010年,第25—55页。

⑤ Chou A. Y., “Corporate Governance in Chapter 11: Electing a New Board”, *American Bankruptcy Law Journal*, 1991, 65(4), pp. 559-590.

⑥ 查尔斯·J.泰步:《美国破产法新论》(第3版)(下册),韩长印、何欢、王之洲译,北京:中国政法大学出版社,2017年,第1151页。

⑦ In re Johns-Manville Corp., 801 F.2d 60(2d Cir.1986).

⑧ 美国破产法中的DIP(debtor in possession),是指适用《美国破产法典》第11章重整程序的债务人同时又负担着管理人的职责。这类似于我国的债务人自行管理,但是在债务人的实际职权、法律地位、义务责任等方面略有不同。

可逆转损害时,才能禁止股东行使权利。此外,法院在判决附带意见中提出,若债务人已经事实破产,否认股东权利就是恰当的,此时股东已不再是重整的“真正利害关系人”。

“前端约束”模式、“后端裁判”模式有着共同的基础——承认股东公司法权利以维持重整期间的公司主体存续。“前端约束”模式可以为当事人构建行动预期,在明确配置各方权利之后,股东可以有序开展博弈,但缺点是灵活性不足。“后端裁判”模式更能激发股东参与重整的热情,股东在谋求自我利益的过程中将增进对重整执行机关的监督,提升重整效率,而缺点是可预期性不足。我国制度设计应当基于上述经验融汇再造,妥善协调公司法人的维持与重整程序的推进,在尊重股东公司法权利的基础上,基于重整程序的需要作出适当调适。

(三)重整程序损失承担与潜在投资规则相耦合

探讨重整中股东权利的目标是为股东参与重整价值分配明确正当路径、实现合作博弈,而不是放任其以事实性权利影响重整。在探讨重整价值分配时,抽象意义上可以认为股东受偿顺位居于普通无担保债权人之后,但具体应遵循何种清偿规则尚需细化认识。理论研究在探讨重整价值分配时多主张借鉴美国的绝对优先原则^①,该原则产生于美国最高法院审理的铁路公司重整系列判例,其后成为美国破产法典第1129(b)条。该条规定,在法院强制批准重整计划草案时应当“公平且衡平”,即除非在先顺位的债权人或股东获得全额清偿,否则后顺位的债权人或股东不得获得任何清偿^②。自绝对优先规则诞生后,质疑声从未间断,主要包括:其一,重整价值评估具有不确定性,绝对优先规则要求按照破产法外的清偿顺位分配公司重整价值,将使得在后顺位的债权人或股东承担估值过低的风险^③。其二,绝对优先原则的实质是清算程序清偿顺序在重整程序内的体现^④,未能反映应然的公司重整价值分配规则。在重整语境下,破产法所尊重的实体权利并非个别的、具有绝对顺位标签的权利,而是由与债务人相关的所有法律关系结合形成的动态营业体的相关权利^⑤。为回应上述问题,美国发展出了新价值例外规则,如果原股东为重整后公司提供新的出资,那么即使在先顺位的权利人不能获得全额清偿,仍允许原股东保留其地位^⑥。新价值例外规则能够激励股东继续参与重整程序、追加投资,发挥股东对重整公司的正面作用。

结合域外经验可见,绝对优先原则存在逻辑缺陷,不可奉为圭臬。重整程序下的股东兼具损失承担者与潜在投资者双重身份,绝对优先原则厘定了强制批准重整计划时的清偿顺位,确定了股东的损失承担次序,而新价值例外规则与之相衔接,界定了股东以新投资人身份重新加入重整程序时的价值分配标准。制度设计应当在平衡重整程序各损失承担者利益的基础上,赋予股东必要的破产法权利,以发挥股东对重整程序的正面价值。

四、公司重整程序下股东权利制度的应然设计

在明确股东权利完善中的冲突与考量后,应当形成清晰的制度表达。下文结合企业破产法修订草案,具体探讨制度的应然设计。

(一)公司法股东权利行使的三维限制

1. 基于破产状态的基础限制:区分股东自益权与共益权。无论再怎么强调重整程序对债务人的

① 司伟:《“绝对”与“相对”之辩:论我国企业破产重整中优先原则的选择》,《中国法律评论》2021年第6期。

② Paterson S., Walters A., “Chapter 11’s Inclusivity Problem”, *Arizona State Law Journal*, 2023, 55(4), pp. 1227-1292.

③ Guthmann H. G., “Absolute Priority in Reorganization: Some Defects in a Supreme Court Doctrine”, *Columbia Law Review*, 1945, 45(5), pp. 739-754.

④ 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》,《上海政法学院学报(法治论丛)》2021年第4期。

⑤ 韩长印:《中小企业重整的法理阐释与制度重构》,《中国法律评论》2021年第6期。

⑥ 金春:《中小微企业重整中出资人权益保留的理论证成与路径选择》,《清华法学》2023年第6期。

挽救,都改变不了其破产程序的“底色”,即一定是陷入经营困境的公司才能够适用重整程序。基于以下两点原因,必须限制股东从重整公司继续获取收益的行为:其一,就立法目标而言,企业破产法以概括清偿债务为根本目标,即便适当考量股东利益,亦应明确主次,优先保障债权人利益;其二,从横向比较来看,企业破产法对债权人权利作出的一系列限制,要求债权人的诉讼、执行、仲裁中止,禁止债务人对债权人个别清偿。举重以明轻,由于股东的清算受偿顺位居于普通无担保债权人之后,因此股东亦应“止步”,重整期间不得从债务人公司中获取收益。

那么,如何限制股东获取收益的行为?这要求对公司法下的股东权利作出系统梳理与分别确认。股东权利系权利簇,有着相对复杂的理论内涵和外延表达,在众多股东权利分类中,自益权、共益权系大陆法系划分方式,也是影响最大的一种分类^①。具体而言,自益权是指股东仅为自己利益而行使的权利,包括股利分配请求权、剩余财产分配请求权、新股认购优先权等;共益权则为股东为自身利益兼为公司利益而行使的权利,如表决权、股东会召集请求权、提案权、质询权、知情权等^②,企业破产法已限制部分股东自益权,基于体系解释、学理解释,都可得出重整中应禁止股东行使自益权的结论。而股东行使共益权,客观上能够维持公司组织机构的运行、提升股东对重整程序的知情程度、监督管理人履行职务,因此不应一概禁止。此外,应当区分控股和非控股股东,对控股股东施加更强的约束。企业破产法修订草案第109条在“重整期间禁止对第三人转让股权”的主体中增加了控股股东,防止控股股东以股权转让的方式攫取控制权溢价,期待控股股东继续参与重整公司治理,维持公司组织机构的运转。

2. 保证程序效益的附条件限制:审查公司是否陷入资不抵债状态。在禁止股东行使自益权之后,基于重整效益的考量,需进一步对其权利行使作出限制。适用重整程序开展挽救的公司未必资不抵债,这一点成为支持股东在重整程序中继续行使公司法权利的重要经济基础。但是,若能够确定债务人公司已经陷入资不抵债状态,情况将大有不同。其一,从经济利益研判,此时会计意义上的公司所有者权益已经清零,股东已在公司中失去经济利益,股东权利亦成为“无根之木”,需防范股东作出“慷他人之慨”的决策。其二,从产权理论分析,公司资不抵债时的剩余索取权人已由股东转变为债权人,此时股东继续行使剩余控制权将造成剩余索取权与剩余控制权分离,影响公司治理效率。其三,从域外经验比较,日本公司更生法规定,更生公司处于资不抵债状态时股东不再拥有知情权、表决权;美国亦存在于公司事实破产时禁止召开股东会的裁判。基于上述原因,确认重整公司已资不抵债后,应禁止股东行使公司法权利。

对此,有必要具体探讨资不抵债的认定标准以及禁止股东行使权利的程序。其一,重整公司资不抵债标准应当不同于破产受理中的资不抵债标准。《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(一)》第3条已对破产受理中“资产不足以清偿全部债务”的认定标准作出解释。上述规定作为破产受理标准是妥当的,为公司进入破产提供了相对明确的标准。但是,对重整公司资不抵债的认定标准应当不同于此,此时的公司价值评估应当基于对动态营业体的评价,仅在“公司动态重整价值-负债 ≤ 0 ”时,方可禁止股东行权。其二,建议将重整公司资不抵债的认定权交由管理人。具体程序规则可借鉴公司法第52条规定的股东失权制度,即管理人发现重整公司确已资不抵债的,可向股东发出禁止行使权利通知。自通知发出之日起,禁止股东依据公司法行使股东权利。其三,需构建股东禁止行权后的救济机制。股东收到通知后,对禁止其行使公司法权利有异议的,可向人民法院提起诉讼。此时股东提起的诉讼系确认之诉,其诉讼请求为确认重整公司并未达到资不抵债状态,因此股东权利不应被禁止行使。

3. 维护重整公平的底线限制:再造“明显滥用”标准。完成“前端约束”规则的构建后,仍存问题有待解决。比如,公司并未资不抵债,股东滥用权利阻碍重整程序;股东会在重整期间无故、频繁决议更换董事;重整计划需公司增加注册资本以引进投资人、进行债转股等,股东会无正当理由由表决不通过。

① 邓峰:《普通公司法》,北京:中国人民大学出版社,2009年,第360—361页。

② 冯果:《公司法》(第三版),武汉:武汉大学出版社,2017年,第140页。

上文述及了美国“明显滥用”标准,但股东如何行使权利才是“明显滥用”?相关制度设计需要应对该标准下裁判的可预期性不足的问题。

首先,需要达成一个基础共识,即股东权利以获取收益为核心,重整程序中股东行使权利维护自身权益无可厚非。其次,权利行使必然存在边界,在重整程序的“债股共决”中,股东行使权利的边界即为不得“明显滥用”。重整程序已设定管理人、债权人会议、债权人委员会等组织机构的职权,股东行使权利不得与之直接或间接相冲突;重整程序将重整计划作为重整后价值分配的依据,围绕重整计划的制订、通过与执行作出诸多设计,股东行使权利不得恶意阻碍重整程序的进程、破坏重整计划确定的价值分配次序。最后,在确认股东行使权利系“明显滥用”时,可禁止相关股东行使权利,只要股东并未在重整中取得比清算更差的地位,即可视为其同意相关事项。上述设计契合企业破产法修订草案传递出的制度导向,企业破产法修订草案第57条已经基于“明显滥用”标准直接限制了股东的抵销权。

(二)企业破产法出资人权利构成的两维增补

企业破产法设定的出资人权利实操性较弱,难以有效实现出资人保护。就清算转重整申请权而言,十分之一以上出资额的限制将中小出资人拒之门外;就列席债权人会议权而言,仅出资人代表可列席,且其仅有发言权并无表决权;对于重整计划的制定和表决,出资人权利亦显过窄,其既无制定重整计划草案的权利,亦无权就完整的重整计划草案表决。此外,企业破产法第57、78、91、93条还设定若干利害关系人权利,经过上文分析,出资人属于利害关系人当无争议。尽管赋予出资人知情权是必要的设计,但当前规定范围较窄,而赋予出资人终止重整程序和重整计划执行的申请权并无实际意义,出资人缺乏提出申请的正当激励。

当前立法从债权人集体与个体两个层面设计了大量的债权人权利,前者体现为债权人会议、债权人委员会职权,后者主要体现为单个债权人的程序启动权、知情权、表决权等。相比之下,当前出资人权利存在两维瑕疵。在出资人集体层面,对集体利益考量少,偏向于保护大出资人。在个体层面,出资人程序参与权匮乏,少有机会知情参与且其实体决策权不足,仅对重整计划中的出资人权益调整方案享有表决权。

1. 基于集体利益的制度增补:完善出资人委员会制度。重整实践中,大出资人往往占据相当优势的地位。以前备受关注的*ST新亿重整案为例,*ST新亿在重整程序中以资本公积转增股份,将绝大部分转增股份以远低于停牌价的价格出售给以控股股东为首的重整投资人。中小出资人自然不认可此种价值分配,出资人组两次表决均未通过,在法院强制批准重整计划草案后,中小出资人联名向最高人民法院提出申诉。大出资人,特别是实际控制人往往有一种事实性的权利左右重整程序进程和重整价值分配。企业破产法将出资人权利集中于大出资人的设计,一定程度上助长了这种事实性权利。

有鉴于此,确有必要加强出资人集体利益保护,此时出资人委员会制度自然步入视野。美国破产法典第1103条规定联邦托管人可以决定成立出资人委员会,以代表全体出资人利益。首先,就出资人委员会性质而言,其基于破产法规定而设立,为维护全体出资人利益而存在,系出资人的自治机构。出资人委员会既非我国公司法下的股东会,亦非企业破产法中的出资人表决组,其地位更接近于企业破产法中的债权人委员会。其次,就设立标准,美国破产法典第1102(a)(2)条规定“出资人获得充分代表有确实必要时”方可设立,在相关裁判中形成了较为全面的考量要素,包括出资人数量、案件复杂程度、债务人破产程度、是否已经形成重整计划、股东利益是否已经被非官方委员会代表、股东利益是否已经被董事和高管代表等^①。上述要素实操性较强,可供借鉴。最后,就委员会成员,美国破产法典第1102(b)(2)规定出资人委员会由出资比例前七的出资人组成。这难以应对我国实践问题,容易使出资人委员会异化为大出资人委员会,因此需作出调适。在法院批准设立出资人委员会时,应特别关注出资人的身份代表性、履职积极性以及利益冲突性,保证各类出资人能够得到充分代表。

^① Coleman T. H., Woodruff D. E., “Looking Out for Shareholders: The Role of the Equity Committee in Chapter 11 Reorganization Cases of Large, Publicly Held Companies”, *American Bankruptcy Law Journal*, 1994, 68(3), pp. 295-318.

2. 基于个体利益的制度增补:加强出资人的程序参与权与实体决策权。就加强出资人的程序参与权,应当实现出资人的全流程参与。其一,强化出资人的重整程序启动权利。在当前立法下,出资人启动重整存在出资额、仅能申请清算转重整这两重限制,企业破产法修订草案沿袭了既有规定,未作突破。就第一重限制而言,保留出资额门槛能够提升程序效率,防止出资人滥用权利将申请重整作为公司内部斗争的工具,但是十分之一的比例过高,建议降低为百分之三。就第二重限制而言,企业破产法偏向于将申请破产作为一项权利授予债权人、债务人^①。考虑到出资人有着启动重整程序的正当激励,《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》已经突破了企业破产法,在第6条规定出资十分之一以上的出资人有权直接提出重整申请。建议企业破产法在修订中接受上述探索经验,明确出资百分之三以上的出资人有权直接提出重整申请。其二,明确出资人的监督权。企业破产法修订草案第96条规定出资人可以参加审查重整申请的听证,第103条规定信息披露义务人须向出资人披露信息,第116条规定债务人或管理人应提前向出资人告知重整计划草案,第127条规定法院可以组织出资人参加申请批准重整计划草案的听证,这些规定大大强化了出资人在重整程序期间的知情权。实践中已经出现多起出资人提起诉讼监督管理人履行职务的案例,印证了完善出资人权利能够发挥促进公司重整的功能。此外,个人出资人行使监督权时常常受到集体行动困境问题的制约,影响个人出资人的主动行动。故此,建议将主动调查监督权授予出资人委员会,未设立出资人委员会的则由个人出资人行使。具体而言,建议明确出资人委员会有权对重整程序开展情况、管理人履职情况、债务人董事高管履职情况等获取信息、开展调查,发现给债务人及其出资人造成损失的,可启动监督问责程序,书面请求管理人向人民法院提起诉讼;相关事项涉及管理人履行职务,或者管理人收到书面请求后拒绝提起诉讼、三十日内未提起诉讼、情况紧急的,出资人委员会有权直接提起诉讼。未设立出资人委员会的,则由个人出资人行使上述权利。其三,赋予出资人参与重整计划草案制定的权利。我国企业破产法第80条采取了“谁管理,谁制定”的重整计划草案制定方式^②。此种模式未必妥当,清算组、律师事务所、会计师事务所等社会中介机构以及律师、会计师等个人均可担任管理人,上述主体系法律、财务、行政管理专业人士,对于公司经营管理未必擅长。企业破产法修订草案已尝试优化此种草案制定模式,于第113条规定重整计划草案的投资人由负责制作重整计划草案的管理人或者债务人公开招募,但出资人等利害关系人可以推荐投资人,肯定了出资人在重整计划草案制定中的参与权。从域外立法例来看,重整计划草案的制定主体一般都较为宽泛,美国破产法典第1121条规定,债务人享有专属的重整计划草案提交期限,期限经过后,任何利害关系人均有权提出竞争性的重整计划草案^③。日本公司更生法第184条规定重整计划草案以管理人提出为原则,但债务人、出资人、债权人亦可提出^④。有鉴于此,建议赋予出资人委员会、出资人提出重整计划草案的权利。其四,系统完善出资人继续投资的权利。制度设计既需激励出资人继续投资,又要确保出资人获得公允对价。美国Douglas大法官在Case v. Los Angeles Lumber Products Co. 案^⑤中撰写的判决意见较具参考意义,绝对优先规则系重整计划价值分配的基础,若要满足新出资例外,需要基于新出资具有必要性、原股东确实提供新出资、新出资系金钱或具有金钱价值、新出资与其从重整债务人处获得的分配对等四个条件。此外,还需要特别关注新出资的市场化、非排他性问题,即重整投资应以“拍卖”形式开展,股东的重整投资对价应当公开,应向其他竞标者提供关于债务人财产价值的充分信息^⑥。

① 杨鹿君:《上市公司事实破产时不当行为规制研究——以董事、控制股东民事责任为视角》,《证券市场导报》2022年第3期。

② 杨鹿君、丁鸩文:《上市公司破产重整自行管理中职权配置的实践困境与优化建议》,《证券市场导报》2023年第10期。

③ 查尔斯·J.泰步:《美国破产法新论》(第3版)(下册),第1204页。

④ 山本和彦:《日本倒产处理法入门》,第203页。

⑤ Case v. Los Angeles Lumber Products Co., 308 U.S.106(1939)。

⑥ Markell B. A., “Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations”, *Stanford Law Review*, 1991, 44(1), pp. 69-128.

“拍卖”期间应保证各方谈判地位均等，不得以任何形式排除竞争性的投资方案。

就加强出资人的实体决策权，核心集中在出资人应对完整重整计划草案表决。重整计划直接决定着重整后的价值分配，重整程序绝大部分制度设计都是为了得出一个公平、合理、可行的重整计划。首先，就出资人何时享有重整计划草案表决权，制度设计应与对股东公司法权利的限制保持逻辑一致，在债务人资不抵债时排除出资人对重整计划草案的表决权。其次，建议明确出资人对完整的重整计划草案享有表决权。企业破产法规定出资人仅对出资人权益调整方案享有表决权，立法者的解释是“债务人财产中出资人的利益已经趋于零，而且他的利益即体现于债务人及债务人财产中，故无需他们就重整方案提出表决意见”^①。而企业破产法修订草案进一步做了限制，第122条第2款规定出资人组对出资人权益调整事项表决，表决结果仅供人民法院批准重整计划时参考。上述设计有待商榷，仅由债务人适用重整程序并不能得出出资人不再享有经济利益的结论，应当尊重并保护出资人对重整计划表决的实体权利，这是限制出资人非破产法权利后应当给予其的补偿。出资人权益调整方案是重整计划草案的基础，草案的诸多部分都会涉及出资人权益问题，强行剥离出资人权益调整方案单独表决，效果可能未必理想。最后，赋予出资人对完整重整计划草案的表决权，一方面将增进其对出资人权益调整原因、意义的理解，增加出资人的支持；另一方面，出资人就债转股、资本公积转增股份、按照比例缩减公司总股本等处理存在已获实定法认可的权利或利益，赋予其表决权具有正当性、必要性。

五、结语

民法典已明确营利法人在清算完毕办理注销后终止，在此之前不应轻易否认出资人权利。公司重整程序下的股东身兼出资人、组织机构成员、损失承担者、潜在投资者等多重身份，而其权利问题迟迟未得到立法正视。股东依据公司法授予的权利事实性“发声”已经滋生了一些实践争议，反映了商事部门法之间的明显脱节。对于公司重整程序下的股东权利问题，部门法之间的张力只是表象，更深层的原因在于企业破产法在传统意义上被认为是债务清偿法，主要保护债权人利益，只围绕债权人作出设计。但在重整程序这一“主体存续式”债务清偿程序中，情况大有不同。一方面，经过重整程序挽救后的企业仍然要回到市场，重整期间需要维持公司治理；另一方面，重整程序的破产预防理念决定债务人未必资不抵债，在此背景下，完善股东权利相当具有必要性。企业破产法修订草案围绕限制、赋予出资人权利问题增补系列规则，但尚有进一步完善的空间。“公司的归公司，破产的归破产”，两法有着不同的立法目标，设定的股东权利基于不同的立法考量、实现不同的制度价值、指向不同的决策，需要区分重整中股东的公司法权利与破产法权利，作出系统性的限制或增补，规范股东制度性“发声”，最终达成重整公司的“债股共决”。

Breaking Through the Silos of Legal Branches: How Can Shareholders Institutionally “Voice” Their Concerns in Bankruptcy Rescue?

Yang Lujun

(Law School, Anhui University, Hefei 230041, P. R. China)

Abstract: According to the Enterprise Bankruptcy Law of the People’s Republic of China, shareholders lack both procedural participation rights and substantive decision-making rights with

^① 《中华人民共和国企业破产法》起草组编：《〈中华人民共和国企业破产法〉释义》，北京：人民出版社，2006年，第265页。

respect to most matters arising in reorganization proceedings, thus falling into a state of “institutional voicelessness”. In practice, however, shareholders of companies undergoing reorganization exercise various statutory rights pursuant to the Company Law of the People’s Republic of China, thereby influencing the course of reorganization proceedings and obtaining a de facto voice. Reorganization proceedings constitute a type of “entity-preserving” debt repayment procedure. Companies undergoing reorganization and their shareholders are subject to multiple branches of law including the Civil Code of the People’s Republic of China, the Company Law of the People’s Republic of China and the Enterprise Bankruptcy Law of the People’s Republic of China. Improving the regime of shareholder rights is consistent with the economic condition of companies undergoing reorganization, and responds to four practical needs: respect for shareholders’ property rights and interests, preservation of the company’s legal-person status during reorganization, protection of parties bearing losses in reorganization proceedings and incentives for potential investors in reorganization. Specifically, shareholder rights in reorganization proceedings are guided at a general level by the Civil Code of the People’s Republic of China, which stipulates that shareholder rights shall not be arbitrarily denied before the deregistration of a legal person. Meanwhile, these rights are subject to the specific rules of both the Company Law of the People’s Republic of China and the Enterprise Bankruptcy Law of the People’s Republic of China. It is therefore necessary to reconcile the differences between the legislative philosophies and legal rules across these branches of law. The Draft of the Enterprise Bankruptcy Law of the People’s Republic of China has taken this issue into consideration and substantially expanded the provisions concerning shareholders, yet further systematic refinement remains necessary. When shareholders exercise the rights conferred by the Company Law during reorganization proceedings, such exercise should be subject to restrictions along three dimensions. First, foundational restrictions should be imposed on the basis of the company’s insolvency status; accordingly, shareholders should be prevented from continuing to extract benefits from the company under reorganization. Second, conditional restrictions should be established to safeguard procedural efficiency: it is necessary to examine whether the company is balance-sheet insolvent, and if so, shareholders should be barred from exercising the relevant rights. Third, bottom-line restrictions should be established to safeguard procedural fairness: standards for the “manifest abuse” of shareholder rights should be clarified, and shareholders meeting those standards should be prohibited from exercising the relevant rights. In terms of shareholder rights conferred by the Enterprise Bankruptcy Law, institutional optimization should proceed along two dimensions: optimizing the shareholder committee system to strengthen the protection of shareholders’ collective interests, and empowering individual shareholders with enhanced procedural participation rights and substantive decision-making authority to safeguard their individual lawful interests. These institutional proposals aim to transform the prevailing non-cooperative game between creditors and shareholders into a cooperative one, ultimately establishing a model of joint decision-making by creditors and shareholders that maximizes the going-concern value of distressed corporations and facilitates the successful completion of reorganization.

Keywords: Reorganization proceedings; Shareholder rights; Investor rights; Cross-sectoral legal coordination; Joint decision-making by creditors and shareholders

[责任编辑:苏 捷]