

论公平原则在重整计划强制批准中的适用

张 钦 昱*

摘要:在我国上市公司重整计划强制批准实践中,担保债权人因延期清偿所受的损失没有得到公平补偿、重整计划草案因小额债权人组的出现而强行通过、出资人权益被不公平调整的现象时有发生。作为平衡器的公平原则,在利害关系人博弈时秉持增量共赢、实质正义的一般规律。合同利率、“可比借贷法”和“贷款成本法”对确保担保债权人获得合理补偿捉襟见肘,应当采用非市场化、逐案调整、有阈值的程式法作为最优公平补偿法。“重整效率提升说”“中小债权人利益保护说”“商业理由说”难以为小额债权人组的设立提供法理依据,应审慎对待普通债权人的分组表决。重整中的公司具有运营价值,可将“壳”资源计入公司资产,依据绝对优先权原则处置。

关键词:上市公司 公平原则 重整计划 强制批准 担保债权人

重整计划强制批准即“强裁”,是指上市公司破产重整程序中,在部分表决组未能通过重整计划草案但又满足一定条件时,由法院批准通过重整计划草案,终止重整程序。重整程序为利益相关人提供博弈的平台,各债权人和出资人协商表决重整计划草案,意欲使破产企业凤凰涅槃。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,在依法保障债权人和出资人合法权益的前提下,实现对困境企业的拯救。在利益相关人出现意见分歧致使重整计划未能通过时,法律赋予法院强制批准重整计划草案的权力,避免企业破产清算的后果。

“强裁”处处体现了法院行使自由裁量权的艺术,^①但恣意的权力倘被滥用,各利益相关人本已危如累卵的处境便会雪上加霜。2018年3月4日,最高人民法院印发的《全国法院破产审判工作会议纪要》指出,人民法院应当审慎适用《中华人民共和国企业破产法》(以下简称《企业破产法》)第87条第2款,不得滥用强制批准权。束缚法院行使“强裁”自由裁量权的一剂良方便是公平原则。鉴于此,笔者拟以我国发生的全部13起“强裁”案为分析对象,梳理公平原则运用的规律与缺陷,有的放矢地对担保债权人、普通债权人和出资人的补偿、分组和权益调整问题条分缕析,提出解决之道,希冀为立法者和审判人员提供参考,提高当事人对“强裁”结果的可预期性,推进重整程序的有序展开。

一、问题的提出:以13起上市公司重整计划强制批准案为研究对象

《企业破产法》实施10周年以降,截至2018年6月1日,共有53家上市公司历经破产重整程序的洗礼,其中有法院“强裁”的13起(参见表1),占比高达24.5%。^②在全部“强裁”案件中,只要债务人或管理人提出“强裁”申请,无一例外地通过法院的审查,准予通过。然回溯案件,发现其中或多或少地存在违背

* 中国政法大学民商经济法学院副教授

基金项目:国家社会科学基金项目(16CFX045)、中国政法大学优秀中青年教师培养支持计划项目(DSJXCXZ180413)、中国政法大学青年教师学术创新团队支持计划项目(18CXTD04)

① See Even C. Hollander & Bonnie Alyssa Bolz, S-Till Undesired: The Determination of Interest Rates for the Cram Down of Secured Claims in Chapter 11, 1 Pratt's Journal of Bankruptcy Law, 507(2005-2006).

② 参见 <http://www.sse.com.cn/>、<http://www.szse.cn/>、<http://www.cninfo.com.cn>, 2018-05-18。

公平原则的情形,未能对担保债权人、普通债权人和出资人的权益给予妥善保护。

表 1:上市公司重整计划强制批准案(2007—2018)

公司	法院裁定受理重整时间	法院强制批准上市公司重整计划时间	有担保债权人因延期清偿所受的损失是否给予补偿	分组或同组分层	普通债权清偿率	出资人权益调整方案	未通过重整计划组别
S * ST 天发	2007. 8. 13	2007. 10. 11	否	无	21%	未调整	债权人组
* ST 天颐	2007. 8. 23	2007. 10. 11	否	无	10.07%	控股股东之外的小额非流通股;1元/股价格出售给重组方	普通债权人组
* ST 沧化	2007. 11. 16	2007. 12. 24	否	分组	大额债权人组(债权额超过50万元):14.28% 小额债权人组(债权额50万元以下):30%	股东中持股超过10万股的股东;每户无偿减持11%	大额普通债权人组
* ST 宝硕	2008. 1. 3	2008. 2. 5	否	同组分层	超过10万元部分的债权:按13%比例现金清偿,将出资人让渡的流通股股票按债权比例分配 10万元以下部分的债权:100%	持股数量超过2200万股的部分:让渡75%; 持股数量超过300万股至2200万股以下的部分:让渡40%; 持股数量超过5万股至300万股以下的部分:让渡30%; 持股数量超过1万股至5万股以下的部分:让渡20%; 持股数量1万股以下的部分:让渡10%	普通债权人组
* ST 帝贤B	2008. 11. 10	2008. 12. 30	否	无	3%	未调整	普通债权人组
* ST 锦化	2010. 3. 19	2010. 8. 2	否	同组分层	超过9万元部分的债权:5% 9万元以下部分的债权:100%	按10:10转增股票后,全体股东让渡其转增股份的60%	普通债权人组
S * ST 光明	2009. 11. 9	2010. 8. 5	否	分组	大额债权人组(债权额超过3万元):18% 小额债权人组(债权额3万元):100%	控股股东让渡其持有的16%的非流通股股票; 其他非流通股股东让渡10%的非流通股股票; 流通股股东持股数量超过5万股的部分:让渡6%; 流通股股东持股数量5万股以下的部分:不让渡	大额普通债权人组
* ST 方向	2010. 12. 7	2011. 6. 16	否	无	19.68%	按10:12转增股票后,除工会,其他股东让渡10%; 北泰集团额外无偿让渡2550万股	普通债权人组

* ST 广夏	2010.9.16	2011.12.9	否	同组 分层	超过 1 000 万元部分的债权:50%; 超过 100 万元至低于1 000 万元部分的债权:70%; 100 万元以下部分的债权:100%	控股股东:让渡 70%; 持股数量超过 50 万股的部分:让渡 18%; 持股数量 50 万股以下的部分:让渡 12%	普通债权人组 出资人组
* ST 宏盛	2011.10.27	2012.4.23	否	无	12%	按 10:10.5 转增股票,用于提高普通债权人的清偿比例; 按 10:12 转增股票,用于引入战略投资者	普通债权人组
* ST 金城	2012.5.22	2012.10.16	否	同组 分层	超过 10 万元部分的债权:5%; 10 万元以下部分的债权:100%	第一大股东:让渡 30%; 其他股东:让渡 22%	普通债权人组 出资人组
* ST 锌业	2013.1.31	2013.12.6	否	同组 分层	超过 15 万元部分的债权:5% 15 万元以下部分的债权:100%	全体股东:让渡 10%; 按 10:12.7 转增股票,全部用于清偿债务	普通债权人组
* ST 新亿	2015.11.7	2015.12.31	否	无	65.73%	按 10:39.48 转增股票,全部由重整投资人受让	出资人组

(一)对担保债权人的不公平补偿

在全部案件中,担保债权的债权调整及受偿方案均规定,担保债权人对设定担保的特定财产享有优先受偿的权利;担保财产处置变现的,对应的担保债权在担保财产变现所得范围内优先受偿;若担保财产的变现价值或者评估的市场价值不足以清偿所对应的担保债权,则该笔担保债权未受清偿的部分转为普通债权,这满足《企业破产法》第 109 条、第 110 条的要求。但是,担保债权人组对重整计划草案持否定意见的仍然高达 7 起,其原因何在?

《企业破产法》第 46 条第 2 款明确规定,“附利息的债权自破产申请受理时停止计息”。但在“强裁”程序中,《企业破产法》对担保债权人网开一面,特别要求对担保债权人因延期清偿所受到的损失给予公平补偿。其原因在于,对担保债权人而言,“强裁”是重整程序的关键议题。^① 重整程序的优势是与其替代品——清算程序——比较得出的。重整能够有效避免企业分崩离析,发挥资产的最大生产效率,稳定职工就业,留存供应链条,促进社区环境的欣欣向荣。^② 普通债权人急于受偿的欲望虽然得到暂时抑制,却能够分享企业重整成功带来的回报。所有利害关系人均可能因企业重整而获得较清算程序更大的优惠,唯有担保债权人除外。无论企业是否进入重整程序,担保债权人均能就特定的担保物受偿。重整程序并不会提升担保物的价值,漫长的重整程序反倒会引发担保物的折旧和灭失的风险。担保债权人拒绝企业重整的意愿最为强烈,理由也最为充分。因此,对担保债权人应当给予更多关注,防止其权益因经过“强裁”程序而不当减损。

(二)对普通债权人的不公平分组

“强裁”案中,对普通债权人“同组分层”清偿和“分组”清偿两大模式。有 5 起“强裁”案将全部普通债权人归入一个组别,并将每个普通债权人持有的债权按照数额划分不同区间,采取逐级递减清偿模式。例如,* ST 广夏的重整计划草案显示,对普通债权人每笔债权 100 万元以下部分全额清偿,每笔债权 100

^① See *In re Mattson*, 210 B. R. 157, 159 (Bankr. D. Minn. 1997).

^② See H. REP. No. 595, 95th Cong., 1st Sess. 219-221 (1977).

万元以上至 1 000 万元以下部分清偿比例为 70%，每笔债权 1 000 万元以上部分清偿比例为 50%。^① 该种模式有力地提高了债权的总体偿付率，削减了普通债权人对重整计划的质疑，成为近年来重整计划草案调整普通债权权益的普遍模式。《企业破产法》中没有对普通债权人分层清偿的规定，因其对同一表决组内的成员一视同仁，体现了横向公平的理念，也未见有普通债权人提出异议，当为一种合法有效的自治模式。

在 *ST 沧化和 S*ST 光明的“强裁”案中，持有不同债权数额的普通债权人被划分为大额普通债权人组和小额普通债权人组，分别对重整计划草案进行表决。在破产重整的实务上存在继续细分表决组的内生动力，这源于人们认为这能够在相当程度上有效保护对重整计划持有异议的表决组少数成员应得的法定利益。^② 与“同组分层”清偿相比，“分组”清偿模式相当于为小额债权创设了一个优先级顺位，造成同类债权人获偿不同的客观结果，导致一组普通债权人对他组债权人的倾轧，违背普通债权人之间的横向公平要求。为何“同组分层”之外还有“分组”模式存在的必要？债权人会议的表决结果或许能够给出些许提示：*ST 沧化和 S*ST 光明的小额普通债权人组表决通过重整计划草案，而大额债权人组全部对重整计划草案表示反对。“强裁”程序启动的一个重要前提是至少一个表决组能够通过重整计划草案，如果所有表决组拒绝通过重整计划草案，法院将裁定中止重整程序并宣告债务人破产。^③ 为使重整计划在有诸多债权人反对的情况下仍有机会符合最小组别通过标准，分组便成为一个极佳选择。在 S*ST 光明“强裁”案中，虽未披露大额债权人组中反对重整计划草案的比例，但根据小额普通债权人组持有的债权数额仅为全部普通债权 0.02% 的事实，推测出倘若未将普通债权人分成两个组别，由于同一表决组的债权人所代表的债权数额难以超过该组债权总额的三分之二以上，全部普通债权人组将不能通过重整计划草案，重整计划草案将达不到“强裁”启动的最低标准。

(三)对出资人权益的不公平调整

在 *ST 广夏、*ST 金城、*ST 新亿“强裁”案中，出资人组未能表决通过重整计划草案，这主要是由出资人与债权人、重整投资人以及出资人之间的一组或多组矛盾决定的。

首先，出资人与债权人的矛盾。一般情况下，出资人所有权当之无愧是一种处于统治地位的所有权形式，出资人享有企业的控制权并分享企业的利润或剩余价值。^④ 例如，在 S*ST 天发、*ST 帝贤 B“强裁”案中，两个公司实施重整时资产在偿还负债时尚有剩余，出资人权益自然无须减损。一旦企业资产小于负债，从资产负债率观察，出资人的权益便荡然无存，普通债权人此时成为剩余索取权人。但是，在 11 起企业所有者权益为负的“强裁”案中，权益调整方式均保留全部股东的些许权益。甚至在强化保护股东权益理念的口号下，所有“强裁”案以宣称成功防止股东权益蒸发为其显赫功绩。在破产公司的资产池极其有限的前提下，重整中本该被“扫地出门”的出资人无一例外地至少对公司还留有部分权利，这无疑是以债权人牺牲自身利益为代价的。在 92.3% 的上市公司重整“强裁”案的普通债权人组反对重整计划草案的情势下，是否还强调对出资人进行保护？即使保留出资人权益，又该如何把握重整中股东权益调整界限？值得探讨。

其次，出资人与重整投资人的矛盾。除清偿债务人外，出资人调整的权益很大一部分作为重整投资人拯救受困企业的对价，吸引重组方为公司提供资金用于偿债。若任由重整投资人在公司复牌后抛售，将致其在短期套利颇丰，损害上市公司和其他股东权益。例如，在 *ST 新亿破产“强裁”案中，重整计划草案明确按照 10:39.48 的比例实施资本公积金转增股票，11 名重整投资人总共获取约 10 亿股的新增股份，占公司总股本的 67%。倘若这些股份被全部抛售，对市场的巨大影响可见一斑。

^① 此外，*ST 锦化、*ST 金城、*ST 锌业的重整计划草案分别规定，对每家普通债权人 9 万元、10 万元、15 万元以下部分的债权全额清偿，超过部分的债权均按照 5% 清偿。*ST 宝硕的重整计划草案规定，对每家普通债权人 10 万元以下部分的债权，将全部清偿，超过 10 万元以上部分的债权，按照 13% 比例清偿。

^② 参见邹海林：《法院强制批准重整计划的不确定性》，《法律适用》2012 年第 11 期。

^③ 参见《中华人民共和国企业破产法》第 87 条。

^④ 参见[美]亨利·汉斯曼：《企业所有权论》，于静译，中国政法大学出版社 2001 年版，第 13 页。

最后,出资人之间的矛盾。在股东权益有调整的“强裁”案中,63.6%的案件出现了重整计划草案对控股股东与非控股股东、持有不同比例的股东等规定了不同的权益调整比例。在公司法规定了“同股同权”的基本原则、《企业破产法》并未区分不同出资人群体^①的情况下,围绕属于同一层级、不同类别的出资人权益能否有差异的调整,成为出资人之间争议的焦点。

二、利害关系人博弈的稳定器:公平原则适用的一般法则

“强裁”中广义的公平原则,包括对担保债权人、普通债权人、职工、税务机关、出资人等所有利害关系人的公平对待。狭义的公平原则,仅包括《企业破产法》第87条第2款带有“公平”词汇的条款,具体指第1项的公平补偿有担保债权、第4项的公平调整出资人权益以及第5项的公平对待各表决组内成员。^②考虑到在全部13起“强裁”案中,享有债权的职工和税务机关均得到足额清偿,本文将聚焦狭义上的“强裁”公平原则,探讨有担保债权人、普通债权人和出资人权益在“强裁”中的公平待遇。现阶段,《企业破产法》有关“强裁”中公平原则的操作,既没有相关的法律、法规、司法解释进行细化规定,又缺乏明晰的实践评价准则或理论通说指引,导致抽象的原则在实施过程中纷争不断。

公平原则作为破解多方当事人博弈僵局的利器,其在“强裁”中的适用须恪守以下两条基本规则。其一,从存量竞争到增量共赢。固有理念下,各方当事人紧盯债务人财产这样尺寸既定的大饼,必然认定谈判是零和博弈,所获数额此消彼长。各方自然寸土不让,纷争难以调和。如果调整思路,把饼摊厚摊大后再行分配,将会缓和利益冲突,纾解不满情绪,降低重整计划草案受到阻挠的可能。因此,“强裁”中的公平原则依赖增量下的分配路径,考虑的是如何通过各种途径将债务人财产的蓄水池填满甚至拓宽后,再让利益相关人的小船畅游其中,并行不悖。其二,从形式平等到实质正义。贫富差距和人与人之间在社会、经济方面实际上的不平等,“已经从将人作为自由行动的立法者、平等的法律人格即权利能力者抽象地加以把握的时代,转变为坦率地承认人在各方面的不平等及其结果所产生的某种人享有富者的自由而另一种人遭受穷人和弱者的不自由、根据社会的经济的地位以及职业的差异把握更加具体的人、对弱者加以保护的时期”。^③法律的重心也随之转移到了对弱者的保护,即那些在大企业面前是经济或社会力量弱小、仅靠个人的能力最终难以与之对抗而达到自己愿望的人。“强裁”中的公平原则遵守实质正义准则,其并不是简单粗暴地将所有利害关系人等闲视之,平等地分配破产财产,而是关注个案公平,对不同类别的当事人差异化对待,实现有限资源的最大化利用。

出资人权益的差别化调整是实质正义理念的典型代表。股权平等原则在重整程序中受到诸多挑战。有学者认为,依据持股比例差异化调整股东权益是对股权平等原则的矫正,是重整公平原则的体现。^④但是,作为公司法的根基之一,决定某一股东权利和义务大小的唯一因素是其出资比例及由此形成的占股比重,不应因其社会地位和身份而生差异。^⑤股权平等不仅要求所有股份代表的权益是平等的,更要求每一股份上负担的义务相等,这就要求在调减权益时,所有股东应当做到同比例调整。但是,中小股东又确有可能在与大股东的博弈中受到损害。《企业破产法》第85条第2款规定了出资人组的设立条件,但没有就其表决机制做出具体设计。实践中多参照《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第103条的规

^① 参见《中华人民共和国企业破产法》第85条第2款。

^② 《中华人民共和国企业破产法》第87条是唯一规定“强裁”制度的条款,其第2款第1项、第4项、第5项均出现了“公平”的词汇,分别表述为:对债务人的特定财产享有担保权的债权就该特定财产将获得全额清偿,其因延期清偿所受的损失将得到公平补偿,并且其担保权未受到实质性损害,或者该表决组已经通过重整计划草案;重整计划草案对待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;重整计划草案公平对待同一表决组的成员,并且所规定的债权清偿顺序不违反本法第113条的规定。

^③ [日]星野英一:《私法中的人》,王闯译,中国法制出版社2004年版,第71~72页。

^④ 参见丁燕:《上市公司破产重整计划法律问题研究:理念、规则与实证》,法律出版社2014年版,第86~88页;广东省深圳市中级人民法院民七庭课题组:《关于我国上市公司破产重整程序中的法律问题调研》,载最高人民法院民事审判二庭编:《企业改制、破产与重整案件审判指导》,法律出版社2015年版,第301页。

^⑤ 参见兰宜生:《试论股权平等问题》,《经济问题探索》1994年第5期。

定,经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过时,视为出资人组通过股东权益调整方案。^①与债权人组的“双重表决”机制对中小债权人进行倾斜性保护不同,出资人组仅采用单一表决机制,在“资本多数决”的影响下产生大股东绑架中小股东的不公平现象。针对此问题,有学者提出参照小额债权人组模式,对出资人组实施分组表决,以保障各出资人充分表达自身的利益诉求。^②笔者认为,出资人分组表决的设想在形式上仍然与股权平等原则相悖,并不足取。应当在坚持同股同权的基础上,依据过错原则,在重整计划草案中直接规定出资人权益的特别调整。其法理是,在维护所有出资人的权益同比例调减的前提下,对造成公司经营困境的出资人进行“惩罚”,令其额外承担公司破产的部分责任,而不宜如最高人民法院 2012 年 10 月 29 日印发的《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》所示,强行规定有过错的出资人在股权上增加让渡比例,这可能导致其他当事人权益受损。^③可以灵活地规定各种责任承担方式,如在大股东占款致使公司破产的境遇下,在重整计划草案中规定大股东以其持有的土地使用权为公司新增贷款提供担保或让大股东直接以现金等清偿债权人。此外,也可尝试建立异议股东回购或相关诉讼制度等,对“强裁”中的中小股东提供多重保护途径。^④

锁定重整投资人新获股份同时体现了增量共赢和实质正义两个规则。各国法律一般规定,在重整程序中新获贷款或投资等属于管理费用,由债务人财产随时清偿。^⑤这样的制度设计鼓励资本入局受困公司,救债务人于水火之中,体现了做大做强债务人的思路。但是,重整投资人的差别化优待也要受到约束。投资人为助力公司还债而获取的转增股份,类似于定向增发。由于定向增发中出现的上市公司过度融资而引发的脱实向虚等乱象,我国修改了《上市公司非公开发行股票实施细则》,规定发行对象认购的股份自非公开发行结束之日起 12 个月或 36 个月内不得转让。^⑥而重整中投资人获得的股份是基于代表公司的管理人与投资人之间的协议,将包括中小股东在内的所有股东增发后的股份移转至投资人,与非公开发行对象直接认购股份有所不同。因此,重整投资人在当前我国法律框架下,并没有禁售期的限制。不可否认,众多投资人参与重整的目的是看好企业发展潜力,旨在积极帮助企业获得新生进而谋求实业发展,但还有一些投资者通过资本腾挪寄希望于短期内获得超额回报。对这些重整者应当谨慎对待,避免伤及企业的长远利益和其他当事人权益。建议在上市公司重整中,将重整投资人对获得股份的锁定安排纳入到重整计划中,约束重整各方短期套利行为,从而达到避免投资人受让股份旋即出售、而不打算扎根公司与公司共患难的倾向。

下文将以狭义上“强裁”公平原则涉及的担保债权人、普通债权人和出资人为立足点,分述公平原则一般规律的具体适用。其中,“程式法”和审慎分组体现的是实质正义理念,将运营价值视为重整公司资产贯彻的是增量共赢思维。

三、对担保债权人的公平补偿:“程式法”作为最优方法

《企业破产法》规定了担保债权能够“因延期清偿所受的损失将得到公平补偿”。纵观我国破产法律法规,尚未有关于重整“强裁”中担保债权延期受偿数额的明文规定,甚至连应该考虑何种因素、历经何种程序规范或者排除何种干扰等都未有提及,我国实践中也尚未就此问题形成惯常做法。需要说明的是,由于担保债权人因延期清偿所受到的损失而获得的公平补偿,是基于担保债权数额与特定比率的乘积所生成,而担保债权数额对于每一“强裁”案均为特定数值。为讨论方便,下面将主要探讨该特定比率,即担保债权

① 例如,关于 *ST 广夏、*ST 宏盛、*ST 金城、*ST 新亿的“强裁”案。

② 参见邹海林:《破产法——程序理念与制度结构解析》,中国社会科学出版社 2016 年版,第 424 页。

③ 参见曲冬梅:《新企业破产法疑难问题与实务》,法律出版社 2012 年版,第 154 页。倘若大股东的股份上负有担保,令大股东较其他股东让渡更多股权时,看似惩罚了大股东,实则损害了担保债权人的权益。

④ 参见广东省深圳市中级人民法院公司清算和破产审判庭编:《企业破产与重整案件法律适用关键词与典型案例指导》,法律出版社 2015 年版,第 225 页。限于篇幅,本文对此问题不做展开。

⑤ 例如,《美国破产法》第 364 条的规定。

⑥ 参见中国证券监督管理委员会 2017 年 2 月 15 日发布的《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》第 9 条、第 10 条。

的“‘强裁’补偿率”。

(一)既有公平补偿方法的检讨

“决定担保债权延期清偿损失的诸多方法,已然不幸地沦落为彼此撞色、难辨真彩的束束烟火。”^①甚至有法官断言:“对于担保债权人而言,精确定尚未发生的补偿数额是从来都不存在的幻象,我们只能提供一种存有误差的估算建议。”^②但是,我们仍寄希望于剖析对比国外的常用方法,为我国担保债权人实现公平受偿提供最佳可能。

考虑担保债权人的公平补偿,首先映入眼帘的便是合同中载明的利率。因体现当事双方的合意,合同中载明的利率似乎拥有充足的理由成为最优决定标准。在美国第一起“强裁”案中,确定担保债权人合理补偿数额的正是合同利率。^③但是合同从生效到“强裁”案件的发生之间可能历经数月甚至数年,合同利率难以体现市场的变迁,法院还须结合抵押物状况、市场风险和贷款收益等指标做出调整。显然,经过个案调整后的利率不再等同于初始的合同利率。

“可比借贷法”和“贷款成本法”在实践中也广为运用,但又各自存在难以逾越的障碍。“可比借贷法”假使担保债权人能够拍卖抵押物,并将全部收益以相同期限再借贷给具有同样风险的其他企业,其所获得的收益率可视为担保债权人的“强裁”补偿率。^④“可比借贷法”直接适用市场通行利率,体现了特定担保债权人在签订合同时的预期回报,大大缩减了举证和计算成本。不过,不同于一般市场环境,重整程序风险较大,贷款人往往望而却步,利率也自然高得惊人,适用常态下的市场利率或合同利率有欠妥当。此外,一般情况下,为避免抵押物贬值或灭失,债权人会确保抵押物价值显著大于债权数额,在这种对冲风险的举措下,贷款利率将维持在低位。而在可比借贷法语境下,贷款金额即为抵押物的行权数额,随着抵押物价值的萎缩,债权人面临无法受偿的风险将陡然上升,真实的受压贷款利率必然高于常态下的市场利率。

贷款成本法认为,担保债权人在“强裁”程序中被剥夺了出售担保物并利用回笼的资金继续投资获利的机会,倘若担保债权人难以等待漫长的重整程序结束,亟须资金回流而不得不向第三方融资,那么其为获得与抵押物所担保债权等价值资金的对价,即为贷款成本,第三方按照市价计息的贷款利率即为“强裁”补偿率。在贷款成本法中,发生其他贷款人愿把款项贷给担保债权人的几率较大,“可比借贷法”的弊端得以有效避免。但是,“贷款成本法”忽略了担保债权人再融资的交易成本,对担保债权人提前收回债权而投资其他领域的潜在风险视而不见,面临着对担保债权人保护不足的难题。此外,由于担保债权人一般为银行或实力较为雄厚的实体,其再融资的成本要比其他机构低得多,倘若适用“贷款成本法”将致债务人偿还更少的贷款利息,这将置债务人于本不存在的优势地位,产生企业申请破产的道德风险。

(二)公平补偿方法的衡量标准

寻求担保债权人最优补偿方法的前提是确立遴选标准。首先需要回答的问题是,“强裁”补偿率是否应与市场状况息息相关?持“有效市场假说”的学者认为,证券的交易价格能够充分反映与证券相关的全部信息,如果交易价格偏离该证券的实际价值,便会有投机者通过做多或做空交易而获利,客观上促使证券价格回归真实。^⑤推而广之,当市场上的融资交易未能反映真实贷款利率时,套利机制的存在会修正误差,促使新达成的交易利率向真实值靠拢,因而市场利率能够时刻反映资金的供给需求状况,贷款人获取资金的成本即为市场利率。自从1979年美国法院在一起“强裁”案中否决适用合同利率后,各法院纷纷认为“强裁”补偿率应当体现市场利率。^⑥但是,以市场利率决定“强裁”补偿率,存在本质上的缺陷。“有效

① In re Computer Optics, 126 B. R. 644, 671 (Bankr. D. N. H. 1991).

② Bruce A. Markell, Fair Equivalents and Market Prices: Bankruptcy Cramdown Interest Rates, 33 Emory Bankruptcy Developments Journal, 104 (2016-2017).

③ See In re Smith, 4 Bankr. 12 (Bankr. E. D. N. Y. 1980).

④ See Monica Hartman, Comment, Selecting the Correct Cramdown Interest Rate in Chapter 11 and Chapter 13 Bankruptcies, 47 U. C. L. A. Law Review, 522 (1999).

⑤ See Ronald J. Gilson & Reiner H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Virginia Law Review, 549 (1984).

⑥ See General Motors Acceptance Corp. v. Lum (In re Lum), 1 B. R. 188 (Bankr. E. D. Tenn. 1979).

市场假说”以股票交易市场为基本背景,股票流动性较好且强调信息公开,其投资收益或许能如实反映市场状况。但是,对受困企业而言,潜在的债权交易不强调信息披露,交易对象一般也局限于试图通过错误定价而获利的有限专业机构,遑论规模不大的破产企业债权流动性会更差。一项研究表明,“垃圾债券”的交易规模、价格和活跃度均较评级较佳债券的表现差得多。^① 直至一个受困企业债权交易市场得以搭建且被实践证明有效之前,在“强裁”中考虑市场因素应慎重对待。

其次,“强裁”补偿率应当为固定数值抑或应逐案调整? 倘若采纳诸如国债利率等固定基准,在重整程序开始前补偿率为当事人周知,可预期性的增强使得当事人据此能够判断对深陷困境的企业启动重整程序是否较优选项,法院也不必通过举行听证会、聘请专家证人确定“强裁”补偿率而损耗司法成本。但是,固定标准带来的便利,是以“强裁”公平的偏颇为代价的。一视同仁地对待所有“强裁”案中的担保债权人实则造成了另一种不公平。投资者的回报应当体现对其投资的机会成本、预期通胀和风险的补偿。^② 投资者必然希望投资于该项目的款项能够至少获得不低于社会平均贷款利润水平的收益。信用货币体系下,各国一般采取温和的通货膨胀策略,促进经济发展,投资成本应当包括投资期间内货币贬值带来的损失。由于在特定的社会经济条件下,社会平均利润率和通货膨胀率一般恒定,而受到借贷企业的信用历史、担保物有无及类型、贷款流向及周期等影响,风险则因不同投资者而有所区分。显然,等量齐观地对待全部投资者有违个案公平。

最后,“强裁”补偿率是否应当有阈值?“强裁”补偿率过低意味着担保债权人没有获得担保物时间价值损耗的公平对价,对担保债权人显失公平。因此,通货膨胀率或无风险的银行贷款利率,就因过于保守地计算担保债权人的应得回报,不应入选“强裁”补偿率的考虑范畴。过犹不及,根据公式得出或者选择的“强裁”补偿率亦不能过高。破产法对担保债权人提供适当的保护乃是实质正义的正当要求,但过高的“强裁”补偿率顾此失彼,一味地强调以担保债权人利益为中心,会忽视优先权人和普通债权人等的合法利益。在特定时点,不同层级债权人的分配份额是此消彼长的关系。倘若企业重整失败而径由担保债权人多得份额,将使得早已不够分配的债务人资产池捉襟见肘,过高的“强裁”补偿率犹如竭泽而渔,亦会加大债务人重整成功的风险。

(三)最优公平补偿方法的确立

综合既有补偿方法的弊端和正确的衡量标准,“程式法”应被确立为补偿担保债权人的最佳方法。程式法以无风险利率为基准,辅之以逐案确定的风险溢价率。其中,无风险利率一般是贷款基准利率或国债利率,风险溢价率由法院依据重整计划的实施前景、破产企业的现实处境等综合判断。^③ 例如,同期贷款基准利率是5%,法院在考虑诸多情况后确定一个案件的风险溢价率为3%,那么该案的“强裁”补偿率即为8%。

程式法并不依赖市场环境得出,亦不建立在债权人与债务人过往的交易与信用之上,而是由法院权衡相关因素后径行宣布结果。随着企业信用逐渐恶化,新增贷款变得稀缺,企业愈发缺乏对特定市场交易状况进行论证的能力。将市场是否具备有效性、采行何种市场交易利率更能模拟案件真实情形、邀请专家证人的责任交给担保债权人或破产企业,必然导致破产费用飞速增长,债务人有限的资产池被无端浪费。企业经营状况瞬息万变,反复的举证质证过程耗时费力,也可能导致企业延误最佳的重整时机,面临滑向清算程序的泥沼。与此相反,在程式法中,法院会依据既往经验调查获取决定风险溢价的一般因素。鉴于其中大部分因素与法院做出“强裁”的考虑因素重合,程式法能够显著节约当事人与法院的司法成本。

^① See Chris Downing, et al., The Relative Informational Efficiency of Stocks and Bonds: An Intraday Analysis, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 1086 (2009).

^② See Machael Elson, Say “Ahhh!”: A New Approach for Determining the Cram Down Interest Rate after *Till v. SCS Credit*, 27 *Cardozo Law Review*, 1921 (2006).

^③ See Phillip J. Giese, *Till v. SCS Credit Corp.*: Can You “Till” Me How to Cram This Down? The Supreme Court Addresses the Proper Approach to Calculating Cram Down Interest Rates, 33 *Pepperdine Law Review*, 157 (2005).

“程式法”得到的数值在每个案件中并不固定,而是有效考量投资者回报的各组成要素,依据实际情况由法院进行调整,平衡了担保债权人和债务人的利益。“程式法”也是客观判断和主观判断的统一:“程式法”的基础是无风险利率,数值较低,反映了预期通胀率,较为客观;风险溢价率由对债务人重整计划草案颇为熟悉且有过类似审判经验的法院做出,但避免了法官主观臆断的武断性:考虑到如若裁定过高的“强裁”补偿率将致企业重整失败,由法院决定的风险溢价率一般不会超过3%。^①与经“可比借贷法”和“贷款成本法”计算得出的个案差别较大的“强裁”补偿率相比,“程式法”的结果波动区间较小,在保证每个担保债权人在特定情况下得到公正待遇的前提下,具有较强的可预期性,确保债权人能够事先预判企业若进入重整程序的回报情况,以做出是否向企业提供担保贷款的决断。当然,“程式法”也存在一些弊端。^②但是,毋庸置疑,鉴于企业的信用、资金状况等均为估值,强求“强裁”中担保债权人的准确补偿数额并不切实际,对担保债权人的补偿应避免追求绝对精确的倾向。

四、对普通债权人的公平分组:审慎划分小额债权人组

“重整效率提升说”是广为接受的建立小额债权人组的“必要”理由。持该说的学者认为,设立小额债权人组是基于重整实务中提高重整计划表决效率的需要。虽然债权额较小,但小额债权人往往人数众多,如果他们反对重整计划,将使表决结果不能满足通过重整计划草案的人数要求,而若将小额债权人单设一组,给予更大比例的清偿,则可保证重整计划草案获得小额债权人组的接受,便利重整程序的管理,提高了如果重整计划早日付诸实施所带来的效益。^③纵然债权人以削减债权、延缓清偿为代价,换取未来企业重整成功获得的高回报,但重整程序代价不菲,耗时漫长。例如,*ST宝硕的普通债权人依据重整计划草案获得清偿的期限长达3年,*ST帝贤B、*ST锦化、*ST锌业的普通债权人获偿时限亦达2年。在拯救企业的同时,重整机制也成为一些债务人拖延逃避债务、剥离优质资产、损害债权人利益的工具。

目前,我国上市公司重整的成功率为100%,尚无一家上市公司因破产清算而退市。对比美国进入重整的上市公司25%最终被清算并退出市场,我国的高成功率似乎存在猫腻。^④部分原因在于地方政府的“维稳”需要,对受困上市公司实行输血救助等预算软约束措施,致使一些“僵尸企业”当退不退,污染环境。^⑤应该看到,因为挽救重整价值的目标很难与单一利益关系人的目标契合,规范公司重整的法律制度的目标应是阻止任何试图重整那些本该清算公司的努力。^⑥在各组利害关系人经过妥协仍不能对重整计划草案认可的情况下,应当严格限制通过创设不同组别的普通债权人以保证至少一个表决组能够同意重整计划草案、试图利用“强裁”来挽救上市公司命运的做法。应当打破上市公司重整“刚性”成功的惯例,让不再符合重整标准的上市公司直接走向清算。因此,推动重整计划草案有效率地通过难以成为法院额外划分小额表决组的“必要”考虑因素。

“中小债权人利益保护说”也是成立小额债权人组的一个颇为深入人心的观点。持该种观点的学者认为,“对债权人实行破产保护是破产法得以萌生的最初动因,是完善债权保护体系的实际需要使然,也是破产法迄今仍具生命力的基础所在”。^⑦普通债权人组的债权数额差距过大,小额债权人被动依附于大额债

^① See Matthew Henschen O'Brien, Tilling the Cram Down Landscape: Using Securitization Data to Expose the Fundamental Fallacies of Till, 59 Vanderbilt Law Review, 269(2006).

^② “程式法”中,法院需要探究个案的细节事实,依据尚未盖棺定论的公式法则,以微型审判程序决定风险溢价,行使自由裁量权。在一些案件中,出现了法院直接以担保债权人和债务人主张的平均值作为风险溢价率的情况,如在其中一起案件中,担保债权人主张风险溢价率应介于4%至5%之间,债务人则主张在1.5%至2.5%之间,法院径行确定风险溢价率为3%。See *In re Oaks Partners, Ltd.*, 135 B. R. 440, 447(Bankr. N. D. Ga. 1991).

^③ 参见王卫国:《破产法精义》,法律出版社2007年版,第249~250页;李志强:《企业重整程序的正当性基础与规范建构》,中国政法大学出版社2011年版,第204页。

^④ 参见赵惠妙:《上市公司重整中政府角色的实证研究》,《兰州学刊》2017年第12期。

^⑤ 参见张钦昱:《软预算约束视角下破产清算程序之反思及重构》,《法商研究》2016年第3期。

^⑥ 参见李曙光、王佐发:《破产法实施三年的实证分析——立法预期与司法实践的差距及其解决路径》,《中国政法大学学报》2001年第2期。

^⑦ 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47页。

权人,其利益易被忽视,为避免小额债权人对重整计划草案的意思表示被大额债权人湮没,应设立小额债权人组,令小额债权人顺畅地表达诉求。“中小额债权人利益保护说”满足了小额债权人的意思自治,实现了向弱者倾斜的实质正义理念,贯彻了破产法保护债权人合法权益的立法宗旨。但是,在重整计划草案表决过程中小额债权人被其他普通债权人所钳制的弊端,早已被特殊表决规则所治愈。《企业破产法》第 84 条第 2 款规定,“出席会议的同一表决组的债权人过半数同意重整计划草案,并且其所代表的债权额占该组债权总额的 2/3 以上的,即为该组通过重整计划草案”,其中的债权额通过标准,能够防止中小债权人对大额债权人的“以多欺少”;债权人通过标准,能够防止大额债权人对中小债权人的“以大欺小”。双重表决通过规则下,“即使少数债权人的债权额很大,但无其他债权人附和,也难以左右表决局面”。^①分组表决机制与双重表决规则的功能重叠,功效却大打折扣。与具有明确比例的双重表决规则相比,由法院行使自由裁量权决定分组的做法并无统一的适用标准,令表决结果缺乏可预期性。

“商业理由说”是成立小额债权人组的另外一个“必要”理由。持该说的学者认为,除非清偿债务人拖欠供应商的小额债务,供应商将会切断供应链。为保持债务人持续运营的能力和机会,有东山再起的机会,应将供应商的小额债权单列一组,在造福债务人的同时,更会连带使得其他债权人因债务人盈利能力复苏而获得更多回报。^②“商业理由说”预设供应商欠缺风险抵抗能力,对债务人的破产缺乏预期。但是,在当今社会,破产已经成为一个稀松平常的事件,将破产风险纳入企业的经营决策范畴乃是每一个供应商的基本功。供应商之所以选择与债务人有贸易往来,是在其权衡各种风险后仍认为有利可图,那么在债务人破产时供应商应承担相应损失自是理所当然。过度保护供应商,会产生供应商与信用不好企业进行交易的道德风险。此外,如果其他普通债权人认为优待供应商能够促进自身福祉,自然会赞同该重整计划,无论是否将供应商单独分组表决。

鉴于“重整效率提升说”“中小额债权人利益保护说”和“商业理由说”均难以为小额债权人组的独立提供合理存在的有力依据,我国应对设立小额债权人组持谨慎态度。实际上,我国自 2000 年《中华人民共和国企业破产与重整法(草案)》至 2004 年《中华人民共和国企业破产法(草案二次审议稿)》,均未有小额债权人组的组别划分。后因采纳重整效率提升说的缘故,小额债权人的分组表述在最后的立法文本始得加入。^③当前可从两方面限缩小额债权人组的成立:其一,应当明确法院决定设立小额债权人组的“必要”条件,并经由债务人或管理人举证,法院审查判断。例如,美国第二巡回法院就在实践中发展出“善意测试标准”,经过债务人“诚实目的判断”与“分组不影响重整实施的可预期性”两个步骤,审查小额债权人组的分组请求。^④其二,严格界定小额债权人组的构成标准。*ST 沧化、S*ST 光明的小额债权上限分别为 50 万元、3 万元,这样的测算依据过于随意,也毫无规律可言。划分小额债权人组时,应当真正回归“小额”债权的本义。例如,美国曾规定 100 美元以下的普通债权方能被纳入小额债权人组,^⑤以推进破产审理效率、维护小额债权人利益,又不会引发债务人或管理人随意划分小额债权人组的弊端。

五、对出资人权益的公平调整:将运营价值视为重整公司资产

重整“给予一个诚实但不幸的债务人以重新上岸的机会,而不是任其溺毙”。^⑥创立一家企业耗时费力,需要募集启动资金、租赁不动产、建造厂房、购买设备、招募劳动力、与供货商建立稳定联系,并将这些要素有机整合方能产出商品,在市场上累积知名度方得消费者青睐。一旦进入清算程序,这些资产之间有效的组织联系分崩离析,拍卖零碎资产所得之和较出售企业整体逊色不少,企业名誉价值也不复存在、工

① 李永军:《破产法——理论与规范研究》,中国政法大学出版社 2013 年版,第 371 页。

② 参见韩长印主编:《破产法学》,中国政法大学出版社 2016 年版,第 264 页。

③ 参见《中华人民共和国企业破产法》起草组:《〈中华人民共和国企业破产法〉释义》,人民出版社 2006 年版,第 257 页。

④ See Kane v. Johns—Manville Corp., 843 F. 2d 636, 649(2d Cir. 1988).

⑤ See H. R. Rep. No. 32, 94th Cong., 1st Sess. § 4—708(1975).

⑥ Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2001: Hearing on H. R. 333 Before the H. Comm. on the Judiciary, 107th Cong., 183(2001).

人失业、社区不再繁荣。重整制度正是建立在维持受困企业正常运转的价值即运营价值,避免企业进入破产清算程序所导致的效率消耗与消极社会影响的基础上。

申请重整的公司即使资不抵债,股东权益也并未一定虚化,其理由正是源于重整中的公司仍然保有运营价值。重整价值由清算价值与增量价值组成:前者为资产负债表价值,即倘若公司申请破产清算时账面资产的零售价;后者则是公司在重整成功后因留存营业而创造的价值增量。股东对公司的剩余所有权暂为负数,但因重整程序保留了公司作为一个整体能够继续运转而盈利,股东对公司还具有预期价值。也正是因为公司还具有增量价值,负债公司进入的是破产重整而非清算程序。中国特色的上市公司实践状况提供了另外一个保留股东权益的注解。截至2017年底,我国深沪两市上市公司共有3484家,尚有高达470家公司在中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会待审,形成“堰塞湖”。结合我国近2000万个法人的庞大基数,^①上市资质在A股市场供不应求,“壳”资源成为上市公司的宝贵财富。^②与此相对,我国退市公司寥寥无几,从2001年至2017年底仅有53家公司退市,平均退市率为0.35%,较美国纽约证券交易所6%的平均退市率相距甚远。^③其中一个重要原因是众多亟待上市的公司希冀借“壳”上市,遂收购众多连年亏损本该退市的公司。由于市场对“壳”价值的认可,资不抵债上市公司的股份仍有价值,由此也产生了我国众多投资者热炒重整上市公司股票的异象。至于“壳”资源的归属,有学者认为,“壳”资源来源于公司的公开募股,其价值自然属于全体股东。^④笔者认为,股东投入到公司的财产即属公司资产,股东享有基于股权带来的资产收益等权利。上市资质因股东的存在得以延续,但“壳”资源是在公司独立人格的操作下完成并通过管理和运作实现增值的,其价值应当首先归于公司。

从静态的资产负债表计算得出的清算价值,进而确定我国上市公司重整中出资人权益是片面的。应将公司置于资本市场环境中,谨记重整中的公司资产还包含运营价值。出资人权益调整的理想状况是由债权人与股东协商,分享公司运营价值经由重整计划实施后产生的重整溢价。在信息披露完全的情况下,理性的当事人会彼此妥协,但“强裁”案件中,股东或债权人无法通过重整计划草案形成僵局,只能另辟他途。^⑤退而求其次,可要求公司在进行资产评估时,以运营价值衡量公司的资产总量。在对企业资产价值进行估算方法的调查中,各有34%、28%的中介机构受访者采取重置成本法和成本法,^⑥这些方法均是以破产清算评估价值为基础,考虑将企业资产快速变现得出的,未能预见企业资产整合所体现的巨大威力。目前仅有财政部2016年印发的《企业破产清算有关会计处理规定》,而对重整程序中企业的运营价值尚缺乏公认的估算方法。

准确得知债务人的运营价值就像“想知道一根火柴在划过火柴盒时是否会被划着一样,只有用过了这根火柴我们才能知道”。^⑦现阶段,较为切实可行的方法是将“壳”资源至少作为运营价值计入公司资产,并据此判断出资人权益调整的公平性。判断破产界限一般有现金流支付不能法、资产负债表支付不能法和未来现金流支付不能法等,^⑧依据《企业破产法》第2条,我国采取的是“资产负债表支付不能法”,即企业资不抵债或有明显丧失清偿能力的,可以申请重整。“壳”资源在当下并未被列为我国上市公司的表内资

① 2016年,我国主要行业法人单位数为18191382个,其中包括公共管理、社会保障和社会组织法人。参见中华人民共和国国家统计局编:《中国统计年鉴》,http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2017/indexch.htm,2018-01-10。

② 即使我国通过设立新三板、加快首次公开募股(IPO)上市速度等举措试图破除直接融资垄断,但效果并不明显:全国股转公司于2017年12月22日公布新三板的改革细则便是新三板一段时间表现不佳的证明;首次公开募股上市速度加快,但首次公开募股审核标准也日益严苛,2017年全年即有149家首次公开募股排队企业终止审查。

③ 参见刘丁:《上交所发声严格退市 壳资源炒作不息》,《时代周报》2017年第33期。

④ 参见唐旭超:《论上市公司重整中的股东权益》,《政治与法律》2014年第6期。

⑤ 有学者指出,即使理性的当事人能够进行协商,也存在“搭便车”和钳制问题,导致谈判成本较为高昂。参见陈英:《破产重整中的利益分析与制度构造》,山东大学出版社2013年版,第113页。

⑥ 参见栾甫贵等:《企业破产重整价值评估研究》,立信会计出版社2011年版,第90页。此外,一些学者也采用类似方法。参见胡燕:《上市公司破产重整财务与会计问题研究》,经济科学出版社2015年版,第189页。

⑦ [美]大卫·G.爱泼斯坦等:《美国破产法》,韩长印等译,中国政法大学出版社2003年版,第740页。

⑧ See Felix Steffek, The History of European Bankruptcy Insolvency(Corporate), in Jurgen Basedow, et al., The Max Planck Encyclopedia of European Private Law, Oxford Press, 2012, pp. 900-904.

产,将其纳入重整企业总资产的范畴亟须理论的突破。此外,还要明确“壳”资源价值的具体衡量标准。“壳”资源价值可用上市公司市值表示,至少等于每股价格与总股本数之乘积。可借鉴 2003 年出台的《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第 33 条确立的基准日股价规则,也可参考重整程序中将股份直接分配给债权人抵债的定价实践。^① 停牌前的股价存在炒作之嫌,简单地以暂停上市前一交易日收盘价或一段时间的加权平均价作为衡量“壳”资源的标尺并不具客观理性,可考虑以评估机构综合市场交易情况、公司暂停上市前状态特别是公司未来前景等诸多因素决定的公允价格作为定价标准。在“壳”资源价值固定后,对其分配应当按照优先级顺序,在清偿债权人后方能考虑出资人权益。有学者认为,我国并未确立重整计划应该保证高顺位组的成员得到全额清偿后,低顺位的组别才能获得清偿的绝对优先权原则,使得在公司资不抵债情形中股东权益保留有了可能。^② 笔者赞同如下观点,“不论在理论还是实践上,绝对优先权原则都堪称重整的基石”。^③ 纵然我国上市公司重整“强裁”案中无一符合该原理,无非源于我国过于强化股东保护的权宜之计,不能以《企业破产法》未明文规定绝对优先权原则为借口否认其适用的强行性。适用绝对优先权原则,将包含“壳”资源价值的公司资产首先应当偿付债权人,若扣除全部负债后没有剩余,应坚决不再保留出资人权益;若有剩余,再以此价值作为股东权益调整的衡量标准。

六、结语

我国上市公司的数量本不丰裕,每一起上市公司破产重整案定会成为资本市场的焦点,其中一旦卷入“强裁”,跌宕起伏的剧情往往为人津津乐道。因涉及中小债权人、股东或职工等弱势群体的权益保护以及社会和谐稳定等敏感因素,“强裁”一度成为各方当事人口诛笔伐的对象,废除之声不绝于耳,走向另一个极端。应该看到,“强裁”对解决部分案件中的重整僵局、纾解虎落平阳公司的暂时之困有着重要的制度价值,不应顾此失彼,因噎废食,只是应给其上“紧箍咒”,严格限缩其适用。于是,公平原则便跃然纸上,在平息人们对“强裁”的质疑中发挥着举足轻重的作用。

党的十九大报告指出,以供给侧结构性改革为主线,坚持去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板,优化存量资源配置,而行之有效的重整制度便是处置“僵尸企业”、化解过剩产能、推动经济发展质量变革的绝佳武器。在公司财产有限、各方矛盾尖锐、盈利前景不明的重整程序中,公平原则又是维系各方利益的平衡器,促使重整结果为当事人接受。与有 40 年重整实践、每年评价 100.9 家上市公司申请破产^④ 的美国相比,我国重整制度从无到有历经 10 年沉浮,仅有 53 起上市公司重整案,样本不甚丰富,如何精准拿捏公平尺度是检验我国破产法学发展水平、把脉司法文明进程和厘清我国经济法完善发展的试金石。明确“强裁”中公平原则的各项标准恰如走在钢丝上的艺术,尚须理论演进革新、实例检验推进、经验积淀反思,任重道远。

责任编辑 翟中鞠

^① 例如,*ST 方向“强裁”案、*ST 宏盛“强裁”案分别以公司暂停上市前的停牌价格、评估机构综合分析得到的评估价值作为将股份直接分配给债权人抵债的定价。

^② 参见周淳:《上市公司破产重整中的股东权异化》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》第 13 卷,法律出版社 2014 年版,第 54 页。

^③ See Bruce A. Markell, Owners, Auctions and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations, 44(69) Stanford Law Review, 123 (1991).

^④ See Kerry A. Mastroianni, The 2017 Bankruptcy Yearbook & Almanac, New Generation Research, Inc., 2017, p. 28.