

西南科技大学

学术学位硕士研究生导师资格审批表

申请人姓名	王佐发
学科归属学院	法学院
申请一级学科 (专业学位 类别/领域)	名称： 法学
	代码： 030100
申请学科方向	

西南科技大学学位评定委员会办公室制

2019 年 06 月 04 日填

1-基本情况

姓 名	王佐发		性 别	男	出生日期	1974年11月17日	
专业技术 职务等级	副高五级	最后学历	博士毕业生		最后学位	博士学位	
学位授予 单 位	中国政法大学				授予时间	2008年06月	
工作单位	西南科技大学			是否兼职	否	破格申请	否
个人简历及概况： 副教授，法学博士，杜克大学等访问学者，中国政法大学破产法与企业重组研究中心研究员，辽宁大学法律与金融研究中心研究员，在《政法论坛》《Asian Journal of Law and Economics》等中外期刊发表论文几十篇，出版两本专著，翻译文字100多万字。							
主要社会兼职： 中国政法大学破产法与企业重组研究中心研究员，辽宁大学法律与金融研究中心研究员。							
本人从事的主要研究方向及其特点和意义 两个方向，一个是资本市场相关法律，包括公司法、证券法、破产法和金融法；另一个方向是运用资本市场相关法律，研究军民融合中的法律问题，主要是军工企业通过资本市场实施混合所有制改革中的法律问题。							

2-科学研究

2-1 近三年承担科研项目情况

起始年月	结束年月	项目名称	项目类别	本人排名	本人承担经费 (万元)
1.	2018-05 ~ 2019-06	军民融合立法问题研究	横向课题	2	2.00

2-2 近三年以第一作者或通讯作者发表学术论文情况

论文题目	期刊、会议名称	收录情况	影响因子	收录时间	第一作者\通讯作者
1. 上市公司重整中对债权人强裁的公平原则 06 第一作者			政治与法律	CSSCI 0.763	2017-06-

2-3 近三年主编专著、教材情况					
专著、规划教材名称		出版年月	出版社名称	主编\副主编\参编（字数）	
1. 上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护		2017-06	中国政法大学出版社	主编 (31.00万字)	
2-4 近三年以第一发明人获得国家发明专利或实用新型专利的情况					
专利名称		专利号	专利类型	授权时间	发明人排名
2-5 近三年获得省部级以上教学、科研、教材成果					
获奖年月	成果名称	获奖等级	颁奖单位	主持或主研	获奖单位
2-6 近三年培育省级及以上审定新品种或新产品					
审定年月	新品种或新产品名称		审定编号	主持或主研	
2-7 软件著作权或参编国家技术标准或主编行业标准或其他大重应用成果					
类型	登记时间/出版时间/时间		名称（编号）	主持\主研\参编	备注说明

3-研究生培养工作

3-1 指导硕士研究生情况						
年级	姓名	学号	专 业	层次	毕业年月	培养\协助培养
3-2 可协助申请人指导研究生的学术梯队情况						
姓名		专业技术职务		最后学位		研究方向
1. 罗泽胜 正高一级 硕士 经济法						

申请人对申报材料的真实性的说明：

本人对申报材料已进行了核实，确定无误。申报材料中的所有内容均真实有效，如因申报材料中的内容出现虚假所引起的后果由本人承担。

申请人：

年 月 日

学位评定分委员会表决结果：

应到：（ ）人，实到：（ ）人，有效票：（ ）票，

同意：（ ）票，反对：（ ）票，弃权：（ ）票。

学位评定分委员会审核意见：

学位评定分委员会主席签字（签章）：

年 月 日



(加盖审批部门钢印有效)

姓 名

王佐发章

Name

性 别

男

Sex

身份证号码 220202197411174512

ID Card No.

证书编号

2011069B026

Certificate No.

博士研究生 毕业证书



研究生 **王佐发** 性别 **男**， 1974 年 11 月 17 日生，于
二〇〇五年 九 月至二〇〇八年 六 月在 **法律与经济**

专业学习，学制 **三** 年，修完博士研究生培养计划规定的全部课程，成绩、毕
业论文合格，准予毕业。

培养单位：

校(院、所)长：

徐显明

证书编号： 100531200801000070

二〇〇八年 六 月 二十 日



博士学位证书

王佐发，男，1974年11月17日生。在中国政法大学
法律与经济学学科（专业）已通过博士学位的课程
考试和论文答辩，成绩合格。根据《中华人民共和国学位条例》的规
定，授予法学博士学位。



校长

中国政法大学

学位评定委员会主席

徐显明

证书编号：1005322008000162

二〇〇八年六月二十日

政治与法律

POLITICAL SCIENCE AND LAW

中国中共核心刊物
中国人民大学政法类核心期刊
中国法学理论类核心期刊
中国社会科学类核心期刊

2

2013

ZHENGZHI YU FALU

政治与法律 (月刊)

上海社会科学院法学研究所主办

2013年第2期(总第213期)
2月5日出版

□ 编委会主任 房
□ 编委会副主任
□ 编委 沈国明
刘 华

主题研讨——《企业破产法》司法解释的法理探讨

- 2 韩长印 何 欢 破产界限的立法功能问题
——兼评《企业破产法》司法解释《规定(一)》的实际功效

89 陈荣飞
97 顾永忠

- 15 王欣新 方 菲 破产程序中大规模人身侵权债权清偿问题探究

- 22 许德凤 论偏颇清偿撤销的例外

- 34 王佐发 上市公司重整中对债权人强裁的公平原则

争鸣园地

107 孙光宁

116 杨 伟

经济刑法

- 43 姚万勤 盗窃银行承兑汇票并转卖行为的定性分析

- 53 陈洪兵 以罪刑相适应原则破解刑法中的注意规定
——以生产销售伪劣商品罪的相关规定为切入点

域外视野

125 杨爱

136 袁达

专 论

- 61 蒋德海 马克思论社会管理“归还给社会有机体”的启示

- 70 魏胜强 行政机关的法律解释权评析

- 80 李文海 地方政府规章设定行政许可的“上位法”限制

——以最高人民法院发布的指导案例5号裁判要点1为分析对象

实务研究

144 聂

151 苏

上市公司重整中对债权人强裁的公平原则*

王佐发

(中国人民大学法学院, 北京 100872)

摘要:我国上市公司重整中对债权人强裁使用“清算价值标准”,这是对重整制度的误读。清算价值仅仅是对债权人保护的底线,债权人有权以其债权额为基础参与重整营运价值剩余的分配。因此,上市公司重整中对债权人强裁必须遵循公平原则,从两个方面确保对债权人的公平待遇,一方面要保证债权人得到清算价值,另一方面要赋予债权人充分的权利参与重整营运价值的分配。

关键词:强裁;债权人;清算价值;重整营运价值;上市公司

中图分类号:DF411.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-9512(2013)02-0034-09

一、问题的提出

自从我国《企业破产法》于 2007 年开始实施以来,我国上市公司重整中出现了比较频繁的强裁案件。所谓强裁,是指法院不顾某一类别组请求权人的反对而强制批准重整计划。重整计划是参与公司重整的利益关系人针对困境公司的财务和资产重组,经过谈判达成的协议。在重整中,债权人、股东等利益关系人划分成不同的类别组,以类别组为单位对重整计划进行投票。如果所有的类别组都通过投票支持重整计划,说明重整计划是全体当事人达成合意的结果。如果有的类别组反对重整计划,则该重整计划很可能损害了该类别组中多数或者全部成员的利益。我国现行破产法规定,在这种情况下法院可以在确保公平的情况下强制批准重整计划,即强裁。

强裁伴随着重整制度被引入我国后却成为一种经常适用的工具,立法上规定的限制条件似乎并不足以限制法院对强裁的适用冲动。自从 2007 年《企业破产法》实施以来,仅上市公司就发生了七例强裁案件。其中除 ST 沧化案外,¹普通债权人都是被强裁的对象。也就是说,普通债权人已经成为上市公司重整中普遍被强裁的对象。法院对普通债权人强裁的依据都是以清偿率作为标准,即法院认定重整计划对普通债权人的清偿率高于清算条件下的清偿率,并以此为理由对普通债权人进行强裁。该标准出自《企业破产法》第 87 条第 2 款第 3 项,即“按照重整计划草案,普通债权所获得的清偿比例,不低于其在重整计划草案被提请批准时依照破产清算程序所能获得的清偿比例”。尽管法院找到了“合

作者简介:王佐发,中国人民大学法学院经济法专业博士后。

* 本文为作者承担的教育部人文社会科学一般项目“上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护”(项目编号:11YJC820128)的中期研究成果之一。

法的依据”，但是被强裁的债权人普遍不服，以至于每逢强裁必有异议和纠纷。²到目前为止，我国破产法学界普遍把这种清偿率标准作为判断强裁是否对异议债权人公平的唯一标准。

那么这种标准是否足以保证对债权人的公平呢？笔者将对这种标准的实质进行分析，并揭示其潜在的不公平。在此基础上阐述在我国的法律与经济环境下对普通债权人适用强裁时应该考虑的公平因素，并探索保护普通债权人在上市公司重整中的合法权益的有效路径。³

二、强裁的“清算价值标准”及其潜在的不公平

法院在对债权人进行强裁时，依照“批准重整计划时如果清算，按照清算程序债权人可能分配的价值”作为判断标准来考察重整计划对异议债权人是否公平，这种强裁的标准称为“清算价值标准”。“清算价值标准”看上去似乎对债权人是公平的，但为什么在实践中法院以此标准实施强裁却频遭债权人抵制呢？原因在于此标准并非强裁的充分标准，而只是强裁必须满足的最低标准，即底线。为什么此标准只是底线呢？原因在于重整所要实现的不是清算价值，而是营运价值。重整的目标在于保护陷入困境的公司的营运价值。为了分析“清算价值”标准隐藏的不公平，有必要首先弄清什么是营运价值。

营运价值是一个与清算价值相对的概念。对营运价值的解释一般存在两种观点，狭义解释认为企业的营运价值包括三个方面：(1)有形资产的价值，如机器、厂房、存货等；(2)无形资产的价值，如专有技术、经验、商业计划等；(3)团队成员之间的协作关系。⁴广义解释认为，组成企业的一切要素和要素提供者之间所形成的“关系(relationships)”都是企业的营运价值。⁵清算价值是把企业资产清算拍卖所得到的价值。如果企业具有营运价值，那么重整所保护的营运价值就会大于清算价值，这个差额称为营运价值剩余(going concern surplus)，或者重整剩余(reorganization surplus)。但是重整程序本身也有成本，比如支付中介人员的费用和花费的时间等等。因此，“只有重整产生的营运价值远大于清算价值，才能保证重整的收益大于重整成本”，⁶重整才有意义。

那么重整剩余如何分配呢？首先必须明确的是破产法只是一个法律平台，重整中的公司不同类别的利益关系人在这个平台上谈判并讨价还价，法官作为监督者监督谈判的过程。重整谈判的中心就是如何分配重整剩余。谈判的结果就是重整计划。破产法没有对重整剩余的分配做出具体规定，仅仅规定谈判的底线以保护债权人。这个底线就是清算价值。因此，重整谈判的空间就是清算价值与营运价值的差价。⁷

可见，清算价值仅仅是债权人参与重整必须得到的底线价值。以清算价值标准进行强裁，本身并不足以证明债权人得到的待遇是公平的。事实上，这种标准是不合理的，是对重整制度的误读。需要在满足清算价值的基础上寻找更全面的判断标准用来保护债权人对重整剩余的分配利益。这个标准就是重整中强裁债权人必须遵守的公平原则。

三、强裁债权人必须遵守的公平原则

强裁债权人必须遵守的公平原则是针对重整剩余的分配而言的，而重整剩余的分配规定在重整计划中。重整计划是重整参与人之间通过谈判，针对如何调整陷入困境的债务人公司原来的资本结构以及如何分配重整剩余而达成的新的协议。因此，重整计划对待重整参与人必须公平。这里的公平包括两个方面，一方面是横向公平，即同一优先权顺序的参与人之间应该公平对待；另一方面是纵向公平，即不同优先权顺序的参与人之间也应该公平对待。这里的优先权顺序是指清算优先权顺序，即如果进行清算，不同

请求权人分配清算价值的顺序。一般的优先权顺序是担保债权人优于普通债权人,普通债权人优于股权持有人。处于同一优先权顺序的担保债权人、普通债权人以及股权持有人之间横向比较必须公平;处于不同优先权顺序的担保债权人、普通债权人以及股权持有人之间纵向比较也必须公平。

公平原则的理论基础在于破产法必须尊重申请破产之前公司的利益关系人对公司资产所形成的权利的优先顺序。也就是说,破产之前形成的担保债权、普通债权以及股权等权利之间参与分配破产财产或者重整剩余的优先顺序不能因为公司进入破产清算或重整程序而被违反。

(一)同一优先权顺序的参与人之间的横向公平

同一优先权顺序的参与人之间的横向公平在破产法中一般称为非歧视原则。所谓非歧视即同等待遇。如果某一类别组(比如普通债权人类别组)对重整计划进行投票,此时处于一个类别组的普通债权人从重整计划获得的分配是一样的,不会发生公平与否的争议。容易产生公平争议的一般有两种情况。

一种情况是同一优先权顺序的参与人被分成不同的类别组并得到不同的分配待遇。比如在 Genesis Health Ventures 公司与 Multicare AMC 公司合并重整案中,重整计划把惩罚性赔偿金债权人划分为一个类别组,把其他的普通债权人划分为一个类别组。前者除保险所覆盖的赔偿之外没有从重整计划中得到任何分配,而后者却得到重整后的公司发行的股票和股票认购权(warrants)。惩罚性赔偿金债权人以歧视为由对重整计划提出异议。⁸

另一种情况是伴随着更复杂的重整操作模式产生的。以克莱斯勒重整为例,克莱斯勒重整操作的基本模式是:先成立一家壳公司,取名新克莱斯勒。由美国政府以及意大利菲亚特公司等投资人向新克莱斯勒提供融资,收购旧克莱斯勒中有营运价值的资产。旧克莱斯勒用出售营运价值得到的现金以及出售剩余资产得到的现金按照破产清算的优先权顺序对所有旧克莱斯勒的利益关系人进行分配。同时,新克莱斯勒根据其营运需要以承担债务或者发行新股的形式有选择地接收旧克莱斯勒的利益关系人,比如股东、经销商,融资债权人等使之成为新克莱斯勒的利益关系人并享受新克莱斯勒的营运价值。这样就出现一个争议:同样作为普通债权人,旧克莱斯勒的前供应商因为被新克莱斯勒接收而得到 100% 的支付,而其消费者索赔债权人以及侵权债权人却得到零支付。后者以歧视性待遇为由反对重整计划。⁹

(二)不同优先权顺序的参与人之间的纵向公平

这是重整中最复杂、最容易产生纠纷也最值得讨论的公平原则,因为这个公平涉及对重整剩余的分配。重整制度实质上是当事人之间针对重整剩余的分配进行谈判的制度,因而立法者与法官没有能力也不应该对分配的公平性标准做出统一的规定。只要当事人能够在平等的基础上谈判并达成一致,法官就无权审查谈判结果的公平性;法官只需对重整计划进行审查,确信重整计划具有可行性,即予以批准。只有当某一类别组对重整计划提出异议时,法官才有必要审查重整计划的公平性。这是因为一般情况下只有认为重整计划损害自己权益者才会提出异议,而维护异议者的权益是法官的职责所在。

那么,法官如何判断重整计划对待不同优先权顺序的参与人是否符合公平标准呢?以美国破产法为代表的成熟市场经济法律一般采用绝对优先权原则。所谓绝对优先权原则,是指在高级优先权根据重整计划得到 100% 清偿之前,低级优先权不能得到任何支

付。由绝对优先权原则派生出来的推论是:在低级优先权得到 100%支付之前,高级优先权也不能根据重整计划得到高于其权益价值 100%的支付。一般地,美国司法实践中把绝对优先权原则及其推论合并起来加以适用。还是以前文提到的 Genesis Health Ventures 公司与 Multicare AMC 公司合并重整案为例,在该案件中高级次级债券持有人认为高级贷款债权人根据重整计划获得的支付高于债权额的 100%,并据此以违反绝对优先权原则为由对重整计划提出反对意见。¹⁰

为什么采用绝对优先权原则呢?其初衷在于防止重整营运价值分配的不公平。以一个假想的案例说明这个问题:¹¹某公司资产的清算价值为 100 万美元。该公司的一位担保债权人的担保债权覆盖其全部资产,债权额为 120 万美元;该公司的一位普通债权人的债权额为 30 万美元。公司由唯一的股东负责经营管理。公司进入重整程序,根据重整计划,担保债权人获得重整后的公司 90%的股权,股东获得 10%的股权,而普通债权人一无所获。如果普通债权人反对重整计划,按照清算价值标准对该普通债权人进行强裁¹²,对其是否公平呢?假设经过一段时间的经营,公司出售给第三方得到 150 万美元的售价,说明公司的营运价值剩余是 50 万美元。这个营运价值剩余被担保债权人和股东瓜分了。担保债权人根据其 90%的股权得到 135 万美元,相对其担保债权额 120 万美元,担保债权人得到 15 万美元的意外之财(windfall);股东根据其 10%的股权分到 15 万美元。在本案中,如果适用绝对优先权原则,则普通债权人不能得到 100%清偿之前,不仅股东不能得到任何清偿,而且担保债权人也不能得到超过 120 万美元的清偿。这样,就可以给三方当事人一个平等博弈的机会,通过谈判分配新公司创造的营运价值。

(三)在重整中法官如何把握对债权人的公平原则

从以上分析中可以发现,绝对优先权原则针对的是重整产生的营运价值剩余。在以上的假设案例中,如果按照清算价值分配,普通债权人一无所获,担保债权人得到整个公司。然后,担保债权人以所有人的身份让渡给股东一部分股份。经过一段时间的经营,由担保债权人和股东分享营运价值剩余。如果不考虑营运价值,这似乎是公平的交易。但是,如果重整能够产生营运价值剩余,而且剩余足够大,那么这种做法就违背了绝对优先权原则,因而对普通债权人造成不公平。

问题在于,营运价值剩余不是静态的确定的数值,而是动态的预期价值。因此,立法不能为营运价值剩余规定准确的分配规则。立法者又担心某些利益关系人被剥夺分享重整剩余的机会,作为一种妥协,绝对优先权原则应运而生。绝对优先权一个确保当事人公平谈判的原则。当事人在此原则下通过谈判博弈分配重整的风险和收益。法官在这个博弈中担任裁判的角色。根据美国重整立法以及司法实践,法官一般以绝对优先权原则为基础,从三个方面确保重整谈判的公平。

1. 确保重整符合帕累托改进原则

所谓帕累托改进,是指在不损害任何一方福利的前提下,提高整体福利水平。或者说,在不使其他人境遇受损的条件下改善一部分人的境遇,从而提升整体的境遇。从帕累托改进的角度考察重整,法官批准重整计划的底线是确保没有任何一方参与者因为实施重整计划而使自己的境遇变坏(worse off),只有这样重整才能取得基本正当性。

那么如何判断重整参与人的境遇是否变坏呢?其标准只能是清算价值。可见,清算价值标准仅仅是取得重整正当性的底线标准。法官在保证对重整计划持异议的利益关系人得到清算价值的基础上,还要进一步确保他们分配重整剩余的权利。例如,在经典的

Case v. Los Angeles Lumber Products 案中,美国最高法院大法官威廉·道格拉斯认为不能仅仅向对重整计划持异议的债权人支付清算价值就把他们打发走,而让其他的利益关系人留下来瓜分重整剩余。相反,债权人应该从重整营运价值中继续享受他们的债权所拥有的分配优先权。¹³

2. 防止重整中出现价值转移

好的制度应该创造价值而不是转移价值,转移价值是一种掠夺。重整中出现价值转移的主要原因在于对重整营运价值的评估可能不准确。下面以一个假想的案例说明这个问题。假设一个重整中的公司的债权额为 100 元,股权额为 100 元。如果公司进行清算,假设清算价值是 70 元,那么清算价值全部归债权人所有。如果公司重整,就涉及债权人和股权持有人如何分配重整剩余。假设重整营运价值全部以股权的形式分配。如果真实的营运价值是 120 元,那么债权人就应该获得重整后的公司发行股票的 83%,股权持有人得到 17%。¹⁴但是,如果股权持有人高估营运价值,比如 150 元,此时债权人只能得到重整后的公司所发行股票的 66%,股东得到 34%。¹⁵一部分价值就从债权人转移到股东。¹⁶反之亦然。可见,重整中的公司的价值评估具有不确定性,这种不确定性容易产生价值转移和财富的掠夺。这也是损害重整公平的一个重要因素。

3. 尊重当事人意思自治

一般情况下,只要重整剩余足够大,重整对所有的利益关系人都有利。此时,重整对集体有利。所以,理性的参与人一般都会通过谈判彼此达成妥协,以便促成重整。这时候,当事人之间完全可能为了追求更大的利益而放弃自己的部分利益,以便求得谈判相对方的支持,迅速启动重整。所以,对于当事人基于意思自治达成的重整计划,法院没有必要审查是否违反绝对优先权原则。回到上文提到的假设案例。如果债权人为了求得股东协助重整而愿意多分配后者一些股份,法院就没必要审查当事人的自愿交易。此时法院只要审查重整谈判的程序是否合法就足够了。只有出现对重整计划的异议且法官对异议者进行强裁的时候,法院才会审查重整计划的公平性。所以,当事人对重整剩余的分配是重整谈判的核心内容,当事人如何分配重整剩余属于意思自治的范畴,法院一般没有必要对具体的分配标准进行审查。只有在出现异议的时候,即需要对异议者进行强裁的时候,法院才有必要考虑重整剩余的分配是否公平。法官无法准确判断重整营运价值剩余,因此,只能选择绝对优先权原则作为判断标准。

四、债权人在我国上市公司重整强裁中所遭遇的不公平

根据前文对我国上市公司重整强裁案例的梳理,可以发现普通债权人反对重整计划的原因主要是对重整清偿率不满,其次是对同类债权人分配中的歧视性待遇不满。针对债权人对重整清偿率的异议,法院强裁的基本依据是“清算价值标准”,即法院认定债权人根据重整计划所得到的清偿高于其在清算情况下可能得到的清偿,并据此强裁异议债权人。债权人针对歧视性待遇的指控,目前仅有的案例是 ST 广夏重整。在该案中法院强裁了持异议的普通债权人,但笔者无法从公开的资讯找到强裁的原因。下面以 ST 锦化重整和 ST 广夏重整为例,依据本文所提出的基本理论,分析我国上市公司重整强裁中债权人所遭遇的不公平。

(一)ST 锦化重整强裁中债权人遭遇的不公平

ST 锦化于 2010 年 3 月申请破产重整。申请重整时公司资产评估价值为 7.7 亿。2007 年末公司年报显示总资产价值为 39.1 亿,2008 年为 36.7 亿,2009 年为 23.5 亿。¹⁷根据

申请重整时的资产与负债情况,重整管理人认为以清算价值计算,普通债权人的清偿比例为0。为了提高普通债权的清偿比例,重整计划提出对9万元以下的普通债权按照100%的比例清偿,该部分债权额为2.97亿;对高于9万元的债权按照5%的比例清偿,该部分债权总额为23.4亿,共计应清偿额为1.17亿。

普通债权人对重整计划的异议主要包括两点:一是ST锦化的资产从2007年到2009年逐年缩水,尤其是从2009年到2010年,竟然缩水近四分之一;二是ST锦化在拍卖股权和资产筹集重整所需资金时,许多出价高的公司没有中标,而方大集团却以极低的价格买到ST锦化的控股权和优质资产。

如果简单地以清算价值为标准分析,似乎重整计划对普通债权人已经“仁至义尽”。债权人的异议似乎只关注表面上的交易,其潜台词似乎也是认可“清算价值标准”,即如果债权人所异议的交易公平一些,清算价值就大一些,债权人所得到的清偿就会高一些。如果以本文所讨论的债权人公平的基本理论为依据进行深层次的分析,就会发现债权支付的来源不明掩盖了对债权的分配不公。

ST锦化拍卖1.91亿股票,方大集团以2.33亿的对价获得1.91亿股票以及土地使用权和设备等有形资产。此时方大集团占有ST锦化55.92%的股份,成为其大股东。根据重整计划,按照10股转增10股的比例,把ST锦化的总股本由3.41亿翻一翻,变成6.82亿。然后,ST锦化的全体股东让渡其转增股份的60%,共计2.04亿股(以下简称让渡股份),用让渡股份变现所得价款支付破产费用和清偿权,如有剩余则用于提高ST锦化的经营能力。经过转增以及出让转增的60%股份,方大集团持有ST锦化39.2%的股份,仍然保持控股大股东地位。

先不论各种交易过程中可能出现的违规现象,¹⁸仅从账面上分析债权人所得到的支付的来源。如果企业的清算价值不足以支付普通债权人,但企业存在营运价值,那么普通债权人有权以其债权额参与重整剩余的分配。重整剩余的分配可以采取现金与股权的形式。具体分配比例取决于企业的营运价值以及债权人与股东对重整所作的贡献和相互之间的谈判与妥协。但是,从案情描述可以判断普通债权从重整计划得到的5%的支付来源于转增股份的60%。也就是说,普通债权所得到的只是重整剩余中的很少一部分。

债权人所得到的支付只是营运价值的很少一部分,那么大部分营运价值到哪里了呢?根据基本的重整理论,收购方收购重整中的企业所得到的营运价值。收购方在得到营运价值的所有权或控制权的同时,须承担营运价值上负担的债务,这种收购称为承债式收购。当然,为了重整成功,收购方可以与被收购公司的股东和债权人谈判,重新分配重整后的公司的营运价值。这种制度安排对债权人、股东和收购方都是公平的。但从方大集团收购ST锦化的操作来看,方大集团实质上用很便宜的价格得到一个具有营运价值的公司,同时通过股权转增并送股的方式,在“支付清算价值”的掩盖下轻松地把债务甩掉,从而以极低的成本得到丰厚的营运价值。债权人却被剥夺了分配重整剩余的權利。¹⁹

(二)ST广夏重整强裁中普通债权人遭遇的不公平

2010年9月16日,法院裁定ST广夏重整,并同时指定ST广夏清算组担任管理人。2011年6月9日,管理人对外发布公告称已经依法向法院提交重整计划草案。但是这个重整计划草案是在债权人会议不知情的情况下出台的。管理人通知债权人会议主席于7月2日召开债权人会议审议表决重整计划草案。债权人会议否决了重整计划草案。管理

人拒绝债权人会议要求针对重整计划草案进行磋商的要求, 申请法院安排债权人会议对重整计划草案再次表决。结果, 一小时后债权人会议再次表决, 仍然否决了重整计划草案。2011年11月22日, 管理人强行将重整计划提交法院申请批准, 12月9日, 法院强制批准重整计划。

该案中, 债权人九知行反对重整计划的基本理由是, 2011年5月, 宁夏回族自治区高级人民法院判决ST广夏欠中国农业银行(以下简称农行)的债务金额为6394.9万元。但是, 7月20日, 管理人公布债权审核结果, 认定农行对ST广夏的债权额为1.53亿元。这就使得农行根据重整计划得到的清偿比例远远超过其他债权人。²⁰

农行作为债权人和其他债权人同属普通债权人, 但是农行对ST广夏的债权由重整之前法院判定的不到7000万元上升到重整之后被管理人确认并经破产法院认可的1.53亿元, 使得农行的清偿地位远远高于其他债权人。根据前文对债权人重整待遇的公平性分析, 这种不公平属于横向不公平, 即同一优先权顺序的请求权人在重整中得到不同的待遇, 即歧视性待遇。²¹

根据本文对我国上市公司重整计划的统计分析, 目前上市公司重整中对债权的调整基本上遵循这样一个规则, 即把债权额划分成不同的等级, 按照不同的等级确定分配比例, 债权额越大, 分配的比例越小; 债权额越小, 分配的比例越大。这样, 小额债权人可能得到全额赔偿。这种表面上违反歧视性待遇的分配规则基本上不会遭到反对。因为大债权人、债务人以及股东为了顺利实现重整, 节约谈判成本, 从理性的角度不会计较小额债权人得到的优先待遇。这种实践和本文的分析是一致的, 即所谓的公平原则的适用前提是不能达成谈判, 需要法院强裁。如果当事人为了更大的利益而自愿达成妥协, 法院无需审查重整计划的公平性。

然而在本案中农行是大债权人, 如果管理人的行为造成农行得到的分配显著影响其他债权人的利益, 后者对重整计划提出异议, 法院就有义务保护异议者的权益了。此时, 法院有义务审查对农行分配的实质公平性。遗憾的是, 法院对债权人提出的异议不加审查, 就直接对重整计划进行强裁, 显然违背了强裁制度的本意。

五、如何在我国上市公司重整强裁中贯彻对债权人的公平原则

我国上市公司重整中已经出现了债权人强裁的随意化倾向, 即只要出现债权人反对重整计划, 法院就适用清算价值标准对债权人进行强裁。法院用清算价值标准贯彻其强裁权力, 这种对强裁的随意使用使得强裁制度不仅不能保护异议债权人, 反而成为压制异议债权人的工具。为了从根本上矫正这种对强裁的滥用及其不利后果, 首先有必要从立法上明确强裁债权人所必须满足的实体条件, 即明确规定强裁债权人必须满足的实体条件包括两个部分: 第一, 按照重整计划草案, 普通债权所获得的清偿比例, 不低于其在重整计划草案被提请批准时依照破产清算程序所能获得的清偿比例; 第二, 债权人充分参与了重整计划的谈判过程, 并得到充分的参与重整营运价值分配的权利。这是贯彻对债权人的公平原则的总则性规定。在此基础上, 立法还应该做出具体的程序性规定, 以便保障债权人充分参与重整谈判的权利。

根据《企业破产法》第13条、第24条, 公司进入重整程序之后, 法院指定管理人, 管理人拥有对重整程序的控制权。在上市公司重整中, 管理人一般由清算组担任, 清算组的组成一般包括上市公司所在地政府官员、国资委官员和市场中介人员。我国现行破产法的规定加上当前上市公司重整所面临的政治经济环境导致债权人基本上没有机会参与

重整计划的谈判。根据对上市公司重整案例的梳理,笔者发现债权人在上市公司重整中基本上处于被动的地位,对重整计划的制定几乎没有参与的机会。重整计划基本上是由政府或者债务人的控制股东所主导的清算组单方面起草,然后抛给债权人,让后者在很短的时间内表决。法院强裁一个单方面炮制的重整计划,而且被强裁的对象还是没有机会参与重整计划博弈的弱势利益群体,强裁的不公平性不言自明。因此,为了落实债权人在强裁中的公平原则,有必要从程序上修正《企业破产法》的制度设计。为此,我国有必要在上市公司重整中全面落实目前国际上通用的 DIP 制度。

DIP 制度的本意是“债务人自行管理(debtor-in-possession)”,即除非债务人存在欺诈、违法或者其他不适合自行管理其营运的情况,否则进入重整程序之后由债务人通过管理层继续保留其营运管理权。这样,债务人会在进入重整程序之后主动和债权人针对如何拯救企业进行谈判,谈判的结果就是重整计划。在 DIP 制度中,债务人、债权人、股东等利益关系人可以组成不同的委员会代表各自的利益,各委员会还可以聘请专业人士代表各自类别组的利益参与重整谈判。可见,DIP 制度符合公司重整的基本逻辑,而且和重整计划的谈判博弈本质是契合的。这样,重整程序就成为在司法监督下的当事人平等博弈的程序。只要程序透明,当事人作为理性经济人一般都会通过平等谈判达成妥协,使得重整程序成为一个帕累托改进的过程,债权人通过谈判不仅可以保护自己的清算价值底线,还可以争得充分的重整剩余,从而从源头上减少强裁的概率。

《企业破产法》把管理人制度作为公司重整的原则性制度,却把 DIP 制度作为例外。在管理人制度下,我国当前的上市公司重整模式实际上是让一个对陷入困境的债务人的经营和财务状况缺乏了解的行政力量强制推行的重整计划,这种重整计划还经常被上市公司的控制股东所滥用。债权人没有谈判的机会,只能对被强加的重整计划行使表决权,而且如果债权人反对重整计划,还将被法院轻易强裁。因此,改变当前的管理人制度是从程序上保证债权人在上市公司重整中的公平地位的根本途径。鉴于在我国的立法体制下修改一部法律具有时间上的不确定性,并且考虑到我国最高人民法院目前正在针对《企业破产法》的实施制定一系列的司法解释。为了维护债权人在上市公司重整强裁中的公平待遇,笔者建议在未来的相关司法解释中对《企业破产法》的有关条文做如下解释。

第一,在对《企业破产法》第 87 条第 2 款第 3 项的解释中加入这样的内容:按照重整计划草案,普通债权所获得的清偿比例,不低于其在重整计划草案被提请批准时依照破产清算程序所能获得的清偿比例;重整计划对债权人在承担重整成本和分享重整收益方面公平且公正;或者该表决组已经通过重整计划草案。

第二,在对《企业破产法》第 87 条第 2 款的解释中加入这样的内容:重整计划谈判程序合理,信息披露充分,每一个享有表决权的类别组都得到充分的谈判协商机会。每一个有表决权的类别组可以选择代表参与重整谈判,也可以聘请专业人士代表自己的利益参与重整谈判。

第三,在对《企业破产法》第 73 条的解释中加入这样的内容:债务人管理层、债权人或者持股比例超过十分之一的出资人可以向债务人的住所地或者主营业地法院提出重整申请。法院接到重整申请后,裁定债务人在管理人监督下自行管理财产和营业事务,并按照《企业破产法》第 80 条由债务人在和债权人等其他利益关系人充分谈判的基础上制定重整计划。

注:

¹ 在该案中,重整中的债务人只是债权人的第三方担保人,债权人从重整中得到部分清偿后,还可从主债务人处得到充分的清偿,被强裁的债权人实质上没有受重整计划损害,因而对强裁并没有表示不满或抵触。

² 鉴于在上市公司重整中债权人和中小股东的权益经常遭到侵犯,我国资本市场上出现了由律师发起的重整维权律师团。参见《资本市场首个破产重整维权律师团成》,http://stock.stcn.com/content/2010-11/08/content_1573203.htm

³ 为了保持逻辑的严谨,本文不讨论对股东的强裁问题。此外,担保债权人在重整中或者可以从其担保物得到足额清偿;或者从担保物得到部分清偿,而以普通债权人的身份针对不能清偿的余额参与重整分配。据此,本文把强裁的对象锁定普通债权人进行分析。本文所搜集的重整强裁案例证明这种处理是合理的。如无特别说明,本文中所称债权人是指普通债权人。

⁴ Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, The End of Bankruptcy, 55 Stann. L. Rev. 751, 777 (2003).

⁵ Lynn M. Lopucki, The Nature of the Bankruptcy Firm: A Reply to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy, available at http://ssrn.com/abstract=397780, pp. 5-6.

⁶ Robert C. Clark, The Interdisciplinary Study of Legal Evolution, 90 Yale, L.J. 1238, 1254 (1981).

⁷ See Omer Tene, Revisiting the Creditors' Bargain: the Entitlements to the Going Concern Surplus in Corporate Bankruptcy Reorganizations, 19 Bankr. Dev. J. 287, 354-356, (2002-2003).

⁸ 266 B.R. 591, 598 (2001).

⁹ 详见 Mark J. Roe & David K. Skeel:《克莱斯勒破产案评论》,载《公司重整法律评论》(第一辑),法律出版社 2011 年版。这种重整模式的合理性以及可能带来的不公平在美国破产理论与实务界已经争论了十几年。由于所涉及的理论问题复杂,超出本文结构的容纳范围,本文不予评述。

¹⁰ See supra note 5, at page 612-613.

¹¹ See Omer Tene, Revisiting the Creditors' Bargain: the Entitlements to the Going Concern Surplus in Corporate Bankruptcy Reorganizations, 19 Bankr. Dev. J. 287, 385, (2002-2003).

¹² 因为普通债权的清算价值为零,所以,按照清算价值标准,重整中没有必要对其进行分配。

¹³ Barre E. Edler, Douglas G. Baird and Thomas H. Jacson, Bankruptcy: Cases, Problems and Materials, Foundation Press, 2007, pp. 712-13.

¹⁴ $100/120 \times 100\% = 83\%$; $20/120 \times 100\% = 17\%$

¹⁵ $100/150 \times 100\% = 66\%$; $20/150 \times 100\% = 34\%$;

¹⁶ 价值转移的数额是: $(83-66)\% \times 120 = 20.4$

¹⁷ 为处理方便,数字一律以亿为单位并作四舍五入处理。

¹⁸ 债权人和中小股东对重组方购买 ST 锦化股票的出价的公平性提出质疑。

¹⁹ 有必要提醒的是,债权人对重整前后发生的不公平交易缺乏监督与救济权是造成债权人遭遇不公平的重要因素。但是,这些问题显然也超出本文的结构,本文不做分析。

²⁰ 本案中反对重整计划最强烈的是中小股东,因为本文集中讨论债权人问题,在此省略有关中小股东的问题。另外,本案中债权人和中小股东还对重整程序中的其他问题提出质疑,这些质疑不在本文讨论之列。

²¹ 本案中其他两项异议与 ST 锦化中产生的异议类似,即重整前后发生的违规交易造成债务人财产价值严重缩水,导致对债权人(和中小股东)的不公平。本文对此不予讨论。

(责任编辑:陈历幸)

深切缅怀浦增元同志

我国著名宪法学家、中共党员、国务院特殊津贴获得者、中国法学会宪法学研究会原副会长、国际宪法学协会执委会原委员、中国宪法学研究会顾问、上海市政治学会顾问、上海社会科学院法学研究所原副所长、研究员浦增元同志，因病医治无效，于2012年12月22日20时54分，在上海华山医院与世长辞，享年84岁。

浦增元同志1928年11月生，上海嘉定人。1951年毕业于东吴大学法学院。曾任华东政法学院讲师、国家法教研室主任、《法学》杂志编辑。1958年上海社会科学院成立后，任院办公室秘书、学术秘书室负责人。1979年上海社会科学院重建法学研究所时进所。1987年获研究员职称。历任法学所宪法研究室主任、所长。1991年任法学所副所长，兼任《政治与法律》杂志副主编、院学术委员会委员等职。曾任中国法学会宪法学研究会副会长、国际宪法学协会执委会委员、中国政治学会理事、上海市政治学会副会长、上海市人大常委会委员等职。享受国务院特殊津贴。

浦增元同志主要从事宪法学研究，兼治政治学。曾主持国家“六五”计划项目“中国基层群众性自治组织研究”，当时赴美参加美国宪法定制200周年学术讨论会，并在威廉玛丽大学、悉尼大学法学院当客座教授。1991年赴澳大利亚参加比较宪法研讨会，并在悉尼大学法学院当客座教授。1992年至1995年上半年作为首席专家，带领团队完成了国务院港澳办委托的《香港基本法》起草工作，并负责基本法原有部分英文条文法律的国家级重大课题，为我国政府对香港恢复行使主权作了准备，受到国务院领导的表扬。从1997年下半年起，作为《元照英美法词典》上海市定组联络人，组织原东吴大学法学院老校友，历时三年多完成该书审定工作。浦增元同志还主编了《宪治征程——纪念现行宪法实施20周年》等书。他主编的国外法学知识译丛《宪法》，1986年获上海市哲学社会科学(1979-1985年)优秀著作奖。

浦增元同志于2005年入选第一批“当代中国法学名家”，同年获中国法学会宪法学研究会颁发的“新中国宪法学发展贡献奖”，2008年获上海社会科学院“建院50周年学术杰出贡献奖”。浦增元同志的诸如确立宪法的权威、落实符合我国国情的宪法监督制度、全面理解社会主义民主和资产阶级民主的关系及其在宪法中的体现、加强比较宪法学的研究等学术思想，至今仍绽放璀璨的光芒。

浦增元同志离开了我们，但是他一生钟爱的法学事业还在继续，中国的法治进程还在发展，他未竟的愿望一定会实现！

ISSN 1005-9512



9 771005 951000

002

发行范围：公开

邮政代号：4-375

国外代号：BM6622

ISSN 1005-9512
刊号：CN31-1106/D

定价：12元

出版日期：2013年2月5日

政治与法律 (月刊)

上海社会科学院法学研究所主办

2013年第2期(总第213期)
2月5日出版

□ 编委会主任 尉
□ 编委会副主任
□ 编委 沈国明
刘 华

主题研讨——《企业破产法》司法解释的法理探讨

- 2 韩长印 何 欢 破产界限的立法功能问题
——兼评《企业破产法》司法解释《规定(一)》的实际功效

89 陈荣飞
97 顾永忠

- 15 王欣新 方 菲 破产程序中大规模人身侵权债权清偿问题探究

- 22 许德凤 论偏颇清偿撤销的例外

- 34 王佐发 上市公司重整中对债权人强裁的公平原则

争鸣园地

107 孙光宁

116 杨 伟

经济刑法

- 43 姚万勤 盗窃银行承兑汇票并转卖行为的定性分析

- 53 陈洪兵 以罪刑相适应原则破解刑法中的注意规定
——以生产销售伪劣商品罪的相关规定为切入点

域外视野

125 杨爱

136 袁达

专 论

- 61 蒋德海 马克思论社会管理“归还给社会有机体”的启示

- 70 魏胜强 行政机关的法律解释权评析

- 80 李文海 地方政府规章设定行政许可的“上位法”限制

——以最高人民法院发布的指导案例5号裁判要点1为分析对象

实务研究

144 聂

151 苏

中小股东

上市公司

债权人

上市公司

[重整中债权人 与中小股东的法律保护]

王佐发 / 著

SHANGSHI
GONGSI

CHONGZHENG ZHONG ZHAIQUANREN
YU ZHONGXIAO GUDONG DE FALU BAOHU



中国政法大学出版社

目 录

序	(I)
摘 要	(III)
绪 论	(1)
一、研究背景与研究意义	(1)
二、研究基础与研究进路	(2)
三、研究范围与研究方法	(4)
第一章 公司重整的基本原理	(6)
第一节 公司重整的价值目标	(6)
一、公司资产价值的最大化	(6)
二、重整剩余的公平分配	(15)
第二节 公司重整的博弈分析	(18)
一、博弈的基本原理	(18)
二、重整中的基本博弈	(21)
三、重整博弈的简单模型分析	(26)
第三节 公司重整的基本程序	(35)
第二章 债权人与中小股东保护制度的分析路径	(44)
第一节 保护制度的时间维度	(44)
第二节 保护制度的分析要素	(46)
一、风险分析路径	(47)

- 声 明
1. 版权所有，侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题，由出版社负责退换。

图书在版编目（CIP）数据

上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护/王佐发著. —北京: 中国政法大学出版社, 2014. 12
ISBN 978-7-5620-5753-6

I. ①上… II. ①王… III. ①上市公司—破产法—研究—中国 IV. ①D922.291.924

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第281693号

出版者 中国政法大学出版社
地 址 北京市海淀区西土城路25号
邮寄地址 北京100088信箱8034分箱 邮编100088
网 址 <http://www.cuplpress.com> (网络实名: 中国政法大学出版社)
电 话 010-58908524(编辑部) 58908334(邮购部)
承 印 固安华明印业有限公司
开 本 720mm×960mm 1/16
印 张 20.5
字 数 340千字
版 次 2014年12月第1版
印 次 2014年12月第1次印刷
定 价 49.00元

破产法中
国家破产法的
企业，要给它
源是做不到的
如何在破产重
者、实践者与
我们经常
如保护债务人
越来越证明，
述为保护债务
计，最后可能
此，破产重整
为重整中的
中的公平和
王佐发
保护”正是
立公司重整
此基础上，
个动态的过
样，保护制
应该延伸到
包括风险分
析和管制与

(197)	三、预重整制度可能给我国资本市场及其上市公司	
(198)	拯救带来的影响	(244)
(199)	四、预重整制度改善我国上市公司重整困境的立法路径	(245)
(202)	第九章 合并重整中债权人与中小股东的法律保护	(253)
(202)	第一节 合并重整制度概述	(253)
(204)	一、合并重整的制度背景	(253)
(206)	二、合并重整的经济与法律逻辑	(254)
(207)	第二节 合并重整的新思维	(263)
(208)	一、积极合并重整与消极合并重整	(263)
(208)	二、我国上市公司实体合并重整与债权人和中小股东的	
(209)	法律保护	(268)
(211)	第十章 我国上市公司重整制度的现状与改革	(273)
(215)	第一节 我国上市公司重整的立法与实践概况	(273)
(215)	一、我国公司重整的基本立法框架	(273)
(217)	二、现实中的上市公司重整实践	(274)
(219)	第二节 我国上市公司重整管理人制度的立法与实践	(275)
(219)	一、我国上市公司重整的立法基础	(275)
(222)	二、中国上市公司重整管理人制度的实践	(277)
(226)	第三节 DIP 模式：我国上市公司重整制度的趋势	(294)
(226)	一、我国上市公司重整使用 DIP 模式的法律基础与具体实践	(294)
(228)	二、在我国上市公司重整中使用 DIP 模式的优势与问题	(297)
(232)	三、我国上市公司重整使用 DIP 模式的具体制度设计	(299)
(235)	四、我国上市公司重整立法建议稿	(300)
(235)	结 语	(306)
(237)	参考文献	(308)
(241)	后 记	(314)

本书首先确立公司重整的博弈理论，并提出债权人与中小股东“有效率的保护”理论。在此基础上，本书提出上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护应该是一个动态的过程，保护的价值应该是债权人与中小股东初始投资的预期价值。这样，保护制度在时间维度上应该包括事前保护和事后保护，保护制度在时间上应该延伸到重整申请之前债务人接近资不抵债的时间段；保护的分析维度应该包括风险分析路径、公平与效率的权衡、建立有效率的激励机制、成本收益分析和管制与自治的平衡。

根据以上基本理论与分析方法，本书以国际上通行的债务人自行管理制度（DIP）为核心，把上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护放在以下具体制度中加以分析：①债权人与中小股东的传统保护制度；②接近破产或者资不抵债时的公司治理；③强裁制度下债权人与中小股东的法律保护；④预重整制度下债权人与中小股东的法律保护；⑤合并重整下债权人与中小股东的法律保护。

本书认为，上市公司重整中债权人与中小股东的“有效率的”法律保护制度是一个以DIP制度为核心的多维的制度体系。最后，本书围绕DIP制度提出修改我国破产法的政策建议。



引领法讯前沿
优惠尽在指尖

上架建议 破产法、上市公司

ISBN 978-7-5620-5753-6



9 787562 057536 >

定价：49.00元