

上市公司控股股东破产重整程序中股票资产的定价 与股票质权人的权利保护

作者：任意 | 许国庆 | 张尧 | 孙牧野

上市公司控股股东核心资产通常为其所持有的上市公司股票，其进入破产重整程序时，其持有的大多乃至全部上市公司股票已设立质押登记。股票质权人的受偿依据为其债权金额与质押股票价值，在债权金额相对容易确定的情况下，质押股票定价将会较大程度上影响股票质权人的利益，同时也将对整体债权清偿方案产生重要影响。个案中的定价依据不尽相同，背后代表着不同的定价逻辑以及利益衡平考量，这也会给未来股票质权人的权利保护带来新的思考。

一. 上市公司控股股东破产重整程序中股票资产定价 与清偿实践

在现行实践中，股票定价方式多样，典型的包括重整受理日价格法、程序内一段时间内均价法、综合评估定价法等。因个案情况不同，债权人、投资人、债务人等各方也有着各异的诉求，实际采用的定价方法和定价逻辑有所区别，股票质权人的清偿方式也会有不同选择。

(一) 定价方式

1. **重整受理日价格法。**该方式符合破产程序中以破产受理日作为评估基准日进行评估的通行做法，确定性较强。然而在以上述价格确定股票质权人优先受偿范围的情况下，因受理日收盘价有较大可能低于股票实际价值，股票质权人(特别对于国有金融机构而言)以上述定价接受清偿方案可能存在一定难度。以*ST 围海(002586)控股股东浙江围海控股集团有限公司等八公司合并重整案为例，控股股东约 4.6 亿股质押股票按照 2.05 元/股计算质权人优先受偿范围，即在约 9.5 亿元范围内可

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

获得优先受偿，剩余部分转为普通债权。上述评估采用的是受理日 2020 年 11 月 16 日收盘价，然而其重整计划草案提交日(2021 年 12 月 31 日)收盘价为 3.58 元/股，以受理日定价计算，两者之间有着超过定价 70%的价差。此外，该案亦存在其他需要投资人出资解决的问题，如违规担保与大额资金占用问题(合计约 9 亿元)，股票定价将会剧烈影响投资人的投资成本，是投资人重整投资决策的重要影响因素。

2. **程序内一段时间内均价法。**该方式能够较大程度上改善股票在重整前因债务危机导致的价值低估问题，有利于反映股票即时价值。然而在重整过程中股票不排除因为重整预期而高估的可能，对股票价值的判断还需依赖对于上市公司未来经营的预测。以*ST 西钢(600117)控股股东西宁特殊钢集团有限责任公司重整案为例，有财产担保债权将以担保财产即西钢集团所持西宁特钢股票实施以股抵债，抵债价格以重整计划草案提交西宁中院和债权人会议之日即 2023 年 10 月 16 日前二十个交易日的交易均价 3.53 元/股确定。该价格高于控股股东重整受理日即 2023 年 6 月 20 日收盘价 3.02 元/股。本案属于上市公司与上市公司控股股东联动重整的情况，两者的普通债权人以股抵债价格均为 7.99 元/股。相对而言，股票质权人获得了更低的抵债价格进行即时清偿，而普通债权人则需要寄希望于未来公司的良好经营获得更好的回报。
3. **综合评估定价法。**该方式能够通过第三方评估的方式，减少因为债务危机、重整预期等因素导致股票价格大幅波动的影响。但实践中对于如何评估股票价格并无统一及明确的标准，评估结果是否为债权人所接受也可能因债权人自身认知而有所区别。该方法常见于上市公司重整中。例如，*ST 中基(000972)重整案中，根据评估机构出具的《股权值分析报告》，资本公积转增股份按 2.5 元/股计算进行变现和分配，普通债权抵债价格低于*ST 中基重整受理日收盘价，亦低于程序内一段时间内均价，其以评估价值为基础。*ST 正邦(002157)重整案中，根据江苏华信资产评估有限公司出具的《江西正邦科技股份有限公司重整涉及的股票抵债价格区间咨询报告》(苏华咨报字[2023]第 170 号)，在综合交易案例比较法、上市公司比较法和头均市值法多种评估方法的基础上，确定正邦科技重整过程中股票的抵债价格区间为 10.54 元/股至 13.21 元/股，普通债权抵债价格低于*ST 正邦重整受理日收盘价，亦低于程序内一段时间内均价，其以评估价值为基础。鉴于该方法的灵活性，债权人需要考虑自身对于偿债周期的要求、对于公司未来经营的预判等因素综合判断定价的合理性，从而选择不同的清偿方式。

(二) 定价逻辑

1. **以股票质权人债权即时清偿为主。**此种定价逻辑通常适用于质押权人要求比较明确且有一定资源用于清偿普通债权人的情形，重整计划草案基于现有公允定价以合理方式清偿股票质押权人以取得股票质押权人认可。质权人可能会为了获得快速且确定性的清偿选择直接或间接让渡部分利益，从而获取资源解决其他问题。
2. **以整体债务清偿为基本导向。**基于案件对于最大程度处理负债的客观要求，偿债需兼顾质权人与普通债权人的利益，因此定价需兼顾二者的不同诉求与预期。通常而言股票质权人

倾向于选择获得更稳定的即时清偿，而普通债权人则寄希望于未来股价上涨获得更多的清偿，此时存量股票的处理可能成为焦点。

3. 以未来清偿预期为主。因偿债资源较为有限，同时为避免大量股票拍卖或者抵债后减持造成的负面影响，该种方式为将股票定价锚定于未来，以未来股票价值作为股票质权人与普通债权人的共同偿债来源。

(三) 质押股票对应清偿方式

除重整投资人提供资金一次性清偿以外，上市公司控股股东重整中对于股票质权人的清偿方式还包括以下三类：

1. 拍卖现金清偿。此种清偿方式下，股票质权人可以获得即时清偿，有利于股票质权人及时实现债权清收。该种方式下股票质权人可能会面临拍卖成交价格的不确定性，股票的实际价值将面临市场检验。以*ST东数(002248)第一大股东大连高金科技发展有限公司破产重整案为例，其持有的股票被质权人华夏银行大连分行向威海经济技术开发区人民法院申请实现担保物权，后因受理重整而暂停拍卖。2017年12月7日，法院恢复对高金科技持有的上市公司股票的拍卖程序。2017年12月19日，威海威高国际医疗投资控股有限公司以28,300万元竞得高金科技持有的*ST东数股票49,376,000股，约5.73元/股(拍卖日前一交易日收盘价7.09元/股，折价约20%)。在大股东破产清算拍卖股票的案例中，股票处置大多会产生折价10-20%的结果。
2. 以股抵债。该方式下抵债价格高低、减持限制、上市公司经营情况等因素将直接影响股票质权人对方案的接受程度。惠天热电(000692)控股股东实质合并重整案、*ST西钢(600117)控股股东重整案、*ST正邦(002157)控股股东实质合并重整案等多个案例采用该方式清偿有财产担保债权。
3. 留债清偿。目前运用该方式的情况较为普遍，股票质权人既可获得现金清偿又可避免拍卖、减持等带来的股价波动问题，但时间周期可能较长，且偿债来源为未来债务人的现金流，存在不确定性。该方式比较普遍，本文不再例举。

二. 上市公司控股股东破产重整股票质权人权利保护

股票定价方式、定价逻辑以及清偿方式差异背后均反映着个案中股票质权人面临的某些困境，因此股票质权人的权利保护亦需进行更多的探索。

(一) 现实困境

在当前上市公司控股股东破产重整实践中，股票质押权人客观上面临着如下困境：

1. 时间成本高企

经初步统计,2020年后上市公司控股股东破产(预)重整案件共有36起,平均重整期间为395日,其中既有重整成功的案例共计22起,也不乏重整失败转入清算的案例共计7起、预重整未成功转入重整继续存续案例2起,未完结案例尚有5起。总体情况如下:

	法院裁定受理 (预)重整时间	(预)重整程序终止 时间	历时 (天)	备注
北大方正	2020/2/19	2021/7/5	503	
森工集团	2020/5/18	2020/12/31	228	
爱康实业	2020/6/15	2020/9/27	105	
青投集团	2020/6/19	2021/12/24	554	
誉衡集团	2020/6/29	2022/11/10	865	宣告破产
力帆控股	2020/8/11	2020/12/1	113	
铁牛集团	2020/8/31	2020/12/18	110	宣告破产
飞马投资	2020/9/16	2021/8/18	337	宣告破产
华仪集团	2020/10/19	2021/5/6	200	宣告破产
豫联集团	2020/11/2	2021/7/29	270	
围海控股	2020/11/26	2022/4/8	499	
台海集团	2020/11/28	2023/5/10	894	
临沂金正大	2020/12/11	2022/4/25	501	
科迪集团	2020/12/21	2022/4/22	488	
三鼎集团	2021/1/11	2022/4/27	472	
海航系	2021/2/10	2021/10/31	264	
腾邦集团	2021/3/3	2021/12/15	288	预重整后,法院不予受理重整
九五集团	2021/3/18	2022/8/10	511	宣告破产
南一农集团	2021/6/3	2023/11/2	883	
新沂必康	2021/6/15	2024/8/20	1163	案件未完结,暂计至2024年8月20日
德威集团	2021/6/30	2023/7/25	756	宣告破产
永泰集团	2021/9/22	2021/12/16	86	
隆鑫控股	2021/9/30	2022/11/21	418	
拉萨瑞鸿	2021/12/17	2022/2/14	60	
澄星集团	2022/2/8	2022/11/12	260	宣告破产
重庆能源	2022/4/11	2022/12/26	828	
花王集团	2022/5/16	2024/8/20	564	案件未完结,暂计至2024年8月20日
新华联控股	2022/8/9	2024/2/23	407	

齐翔集团	2022/10/9	2022/11/12	140	
正邦集团	2022/10/27	2023/11/9	264	
宏达实业	2023/6/9	2024/7/19	282	
西钢集团	2023/6/20	2023/11/6	167	
正源地产	2023/7/6	2024/3/25	63	预重整过程中撤回预重整申请
迈科集团	2023/11/13	2024/8/20	228	案件未完结, 暂计至 2024 年 8 月 20 日
傲农投资	2024/3/7	2024/8/20	105	案件未完结, 暂计至 2024 年 8 月 20 日
东银控股	2024/6/19	2024/8/20	554	案件未完结, 暂计至 2024 年 8 月 20 日
平均			395	

以上案件包含齐翔集团、永泰集团等高效推进、历时较短的案件，更不乏台海集团、南一农集团等因实质合并破产等原因耗时较长的案件。长时间的(预)重整程序拉锯并不总是带来成功的曙光。总体而言，大型企业重整案件中“毕其功于一役”并非易事，从货币时间价值角度来看，漫长的司法程序意味着股票质权人受偿的滞后，股票资产价值的不确定性进一步增加，定价难度可能也会加大，最终可能损害股票质权人的利益。

2. 定价标准缺位

因股票交易的即时性和流动性，其市场受诸多因素影响，易产生波动，即使 ST 股涨跌幅被限缩至 5%，重整过程中股价也难以保持稳定状态。此外，如前所述，当前上市公司控股股东重整股票定价标准不一，质权人缺乏明确行为指引，由此产生的矛盾和争议可能会被放大。

3. 各方利益冲突

鉴于重整企业无力偿债的客观困境，掣肘于债务人财产的稀缺性，破产重整一定意义上不啻为一场“零和博弈”：当控股股东持有的上市公司股票成为重要乃至最主要的偿债来源，股票定价直接影响有财产担保债权人及其他债权人各自的受偿份额，这种“此消彼长”常常意味着不同类别债权人之间的争讼与拉锯，将影响重整程序的推进。

4. 变价处置损失

在重整案件变价处置现金清偿的情况下，拍卖价格受制于诸多因素，无法完全反映股票的实际价值：例如，出于处置效率考量，管理人不能无限期等待最优买家的出现；股东破产信息或使潜在买受人产生上市公司股票价值贬损的不良判断；竞拍人缺乏有效渠道了解上

市公司的实际情况，以致其选择更为保守的竞价策略等。此外，在上市公司控股股东与上市公司本部同步重整的情形下或涉及除权问题，股票质权人的利益存在额外受损的风险。

5. 质权人话语权缺失

鉴于种种复杂因素，部分上市公司控股股东重整案件中，股票质权人的话语权可能处于缺失状态。股票质权人对于程序推进、股票定价、重整计划草案制作等事项缺乏有效的发声渠道，其合法权益不排除因其他考量而被管理人或法院忽视。

(二) 对策建议

1. 合理确定股票定价与清偿方式

(1) 基于公司营运价值确定股票合理定价

上市公司股票定价需具有未来的、辩证的眼光，应将上市公司持续营运价值纳入考量范围。在实践中，上市公司控股股东与上市公司的经营往往存在强关联性，如因股东的暴雷导致上市公司股价下行，从而导致重整中股票价值的错估，将直接损害质权人利益。特别在留债清偿的情况下，可以合理考虑消除大股东负面影响后上市公司未来的经营状况，将现金流转换为现值来评估股票价值，或涉及未来销售增值、利润率、营运资本等要素的探究；在选取基准日价格来作为定价参考的情况下，应避免锚住单一时间点的股价，可以考虑以长时段的股票均价赋以特定系数作为定价标准。总之，应在尊重上市公司发展客观事实的基础上完善定价逻辑。

(2) 综合方式灵活清偿债权

债权清偿方面，应综合运用拍卖现金清偿、以股抵债等方式实现担保权人受偿。拍卖方式上，可进一步参考域外经验，降低重整程序内担保权人因拍卖产生的利益损失。例如美国破产法赋予担保债权人债权投标权，可以其享有的担保债权价值参与竞拍担保财产，在成功竞买的情况下以债权抵扣购买价款。德国《强制拍卖与强制管理法》在拍卖程序、方式等方面均呈现高灵活性，通过扩大参拍范围、延长拍卖公示时间、明确现状拍卖处理方式等条文降低流拍风险，确保担保财产价值最大化。以股抵债方式上，在合理定价的基础上平衡股票质押权人与其他债权人的利益，使各方分享未来发展成果。

2. 合法行使债权人权利

(1) 行使企业破产法已规定的知情权、表决权等

股票质押权人可依据《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)》第十条¹规定行使债权人知情权，重点查阅评估报告，关注评估报告价值类型和评估方法是否符合破产程序的要求，并就存有异议的地方要求评估机构作出说明。同时，可积极推动债权人委员会的组建，要求管理人、债务人的有关人员对其职务范围的事务作出说明或提供材料。

股票质押权人可积极行使法律赋予的实现担保物权的权利，关注程序内可能出现的有损担保物价值的因素。此外，在债权人会议议案或重整计划草案表决中，应重点关注股票财产的处置安排。

(2) 未来立法：可赋予评估异议权

为保障债权人合法权益，可考虑赋予其对评估结果的异议权。对于股票质权人而言，其仍应重点关注上市公司营运价值，把握企业资产的真实情况，综合判断股票价值，在重整程序中兼顾不同组别债权人的利益。

3. 合情加强与管理人等各方的沟通

在重整程序中，应畅通股票质押权人与管理人、法院等各方的沟通渠道，保障利益诉求的传达。未来可构建重整计划草案表决前的听证制度，就担保权人相关问题进行专项讨论并听取各利害关系人意见，作为重整计划草案制定的重要依据。

¹ 《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)》第十条：“单个债权人有权查阅债务人财产状况报告、债权人会议决议、债权人委员会决议、管理人监督报告等参与破产程序所必需的债务人财务和经营信息资料。管理人无正当理由不予提供的，债权人可以请求人民法院作出决定；人民法院应当在五日内作出决定。上述信息资料涉及商业秘密的，债权人应当依法承担保密义务或者签署保密协议；涉及国家秘密的应当依照相关法律规定处理。”

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



任意
+86 21 6043 3788
+86 755 3391 7658
amy.ren@llinkslaw.com



许国庆
+86 21 3135 8768
shawn.xu@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2024