

中国上市公司重整的监管脉络与改革方向：迈向强监管时代

作者：任意 | 刘嘉诚

引言

上市公司重整耦合了破产制度和资本市场制度，并受到司法机关和证券监督部门的双重监管。对于中国而言，以上两种制度严格来说皆属于“舶来品”，且起步时间较晚，这导致中国上市公司破产重整在实践层面长期面临立法规范供给不足、监管规则缺失、制度滥用等尴尬境地。

考虑到上市公司的公众属性和特殊经济地位，以及对其进行破产重整可能引发的广泛影响，中国的政策制定者和监管部门一直在回应市场需求与有效监管之间寻求平衡。然而，天平在今年可能发生倾斜。我们认为，中国上市公司重整即将迈向强监管时代，中国最高人民法院将会协同中国证监会修订一系列的规则措施，以进一步收紧对上市公司重整的审批。以上观点，一方面可以从近期监管部门频繁鼓吹完善上市公司破产重整制度得以初步证实；另一方面，则是考虑到更大的背景，即“新国九条”颁布后，中国将严格收紧 IPO 审批并贯彻“应退尽退”的退市制度，这将进一步打击所谓“保壳式重整”的现象。

基于上述背景，一方面，通过回溯司法实践发展脉络，本文将尝试划分中国上市公司重整的不同历史时期，总结其监管特点及面临的主要问题；另一方面，基于对立法政策的理解和对市场的动态把握，我们将对未来中国上市公司重整的监管方向进行一定预测，以期为相应的制度改革及司法实践活动提供参考。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

回顾历史

截至目前，中国上市公司破产重整的司法实践已历时近 17 年，期间共有 118 宗上市公司重整案件被人民法院正式受理，且其重整计划均获得了人民法院批准，目前尚无重整失败转为清算的案例。通过梳理上述案例并考察立法及监管政策演化情况，我们将中国上市公司重整的历史发展划分为以下三个阶段：

第一阶段(2007 年至 2011 年): 摸着石头过河

2007 年，《中华人民共和国企业破产法》正式实施，标志着中国开始探索利用现代破产法制度处理困境企业的退出和挽救问题，也为中国上市公司重整提供了初始制度供给和法律依据。但是，在司法程序与行政程序衔接、信息披露、中小投资者权益保护、绝对优先原则适用等方面，立法者并未充分关注到上市公司重整可能产生的复杂问题。而在 2012 年之前，监管部门也未制定针对上市公司重整的相关规则。质言之，在上述历史时期，无论是司法机关还是监管部门，对上市公司重整都采取的是“摸着石头过河”策略，上市公司重整实际处于无监管状态。

2007 年至 2011 年，中国大陆人民法院合计受理了 35 宗上市公司重整案件，且均批准其重整计划。此期间的上市公司重整实践，呈现如下特点：第一，行政监管空白，更多的是法院主导下的司法程序；第二，并未严格区分控股股东和中小投资者在上市公司债务危机当中的责任，大部分重整方案采取了全体股东共同让渡部分存量股份等方式处理上市公司债务问题；第三，重整价值主要集中在上市资格(“壳资源”)，即不关注原有主营业务的修复和可持续经营能力的改善，相反在重整程序中安排对原主营业务进行剥离，并在重整完成后寻求新的资产注入。

第二阶段(2012 年至 2018 年): 小心谨慎

经历前述 5 年的实践发展，2012 年 3 月 22 日，中国最高人民法院与中国证监会在海南省万宁市召开关于审理上市公司重整工作座谈会，并就上市公司重整审理原则、管辖、申请和审查、信息披露、重整计划草案制定及重整审批会商机制等系列问题形成共识。基于此，2012 年 10 月 29 日，最高人民法院正式颁布《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》，其中明确规定上市公司重整须经属地政府层报至中国证监会，属地管辖法院层报至中国最高人民法院，并由中国证监会与最高人民法院共同审批。

尽管上述会议纪要并非正式的法律法规，但在实践层面具有极强的指导作用，并赋予了上市公司属地政府和证监会对上市公司重整行政管理和审批权限。2012 年至 2018 年期间受理的上市公司重整案件数量较上一历史时期大幅收紧，8 年时间仅受理了 19 宗案件，且多以国企上市公司重整案件为主。我们理解，造成上述现象的主要原因有如下两点：一方面，在该时期，中国企业资产负债表呈现扩张趋势，市场流动性相对宽裕、融资渠道相对宽松，上市公司流动性风险处于逐渐积累但未爆发的阶段；另一方面，随着地方政府和行政监管力量开始介入，司法机关在上市公司重整案件中的主导性在一定程度上被削弱，而监管层面却仍缺乏具体规则指引，由此监管政策偏向保守。

考察此阶段上市公司重整的司法实践情况，我们发现，随着监管部门的介入，中小投资者在上市公司重整程序中的权益保障问题开始受到重视。具体而言，在重整计划设计上，逐渐以资本公积金转增的增量股份和控股股东存量股份，作为引入重整投资人和处理债务的主要资源，取缔了过去由中小投资者连带让渡存量股份的方式。

第三阶段(2019 年至 2023 年): 大步向前

受中美贸易战、宏观经济环境下行、供给侧结构性改革持续推进等因素叠加影响，过往依靠债务膨胀、资产负债表扩张等方式驱动的经济增长逐渐难以为继，上市公司股票质押风险凸显，流动性危机开始暴露。2019 年，为化解上市公司存量风险，中国证监会提出“退出一批、重整一批、重组一批”多元化策略，鼓励上市公司通过破产重整解决其财务困境。2020 年，中国国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，提出要完善上市公司破产重整制度，支持上市公司通过破产重整等方式出清风险。

受以上因素影响，2019 年至 2023 年期间，中国上市公司重整案件数量呈现爆发式增长，合计有 64 宗重整案件被受理，且民营上市公司重整开始占据多数。与此同时，监管部门专门拟定了针对上市公司重整的相关规则。2022 年，上海证券交易所、深圳证券交易所分别发布相关自律监管指引，明确了上市公司重整所涉及的信息披露事项、出资人权益调整和重整投资人引入的有关要求、中介机构的职责作用。

上述规则在一定程度上增强了中小投资者在上市公司重整程序的权益保障，提高了上市公司重整程序的公开透明性及合规性，但此阶段的上市公司重整仍存在诸多乱象：**第一，制度套利问题突出。**主要体现在上市公司重整中资本公积金转增股份的比例和认购定价存在肆意性，未明确规定转增股份比例上限和认购价格的下限，部分上市公司重整案例中以超过 1.5 倍甚至 2 倍的比例增发大量新股，极大摊薄了上市公司每股收益；部分产业投资人或财务投资人以明显低于市价的价格认购转增股份，且缺乏合理依据；**第二，“府院联动机制”失衡。**为维持属地上市公司数量，部分地方政府通过“府院联动机制”、牵头成立清算组并转为管理人等方式过度把控重整程序，导致司法机关在上市公司重整程序中的主导性和独立性被不断削弱；**第三，“保壳式重整”、“忽悠式重整”现象频发。**缺乏对上市公司重整价值、重整投资人资信背景和资金来源的识别机制，普遍忽视上市公司经营方案的可行性和可持续经营能力的修复，开始出现多宗上市公司重整成功后又退市的案例，损害了中小投资者和债权人权益，浪费了巨大的社会资源和司法资源。

趋势展望：溯本清源

2023 年 8 月，中国证监会上市公司监管部副主任赵善学公开表示，上市公司破产重整要真正着眼于上市公司质量的提升、注重保护中小投资者权益、回归重整制度本源，同时强调要坚持积极拯救和及时出清并举，对于不具有重整价值的上市公司通过退市等方式有序出清；2024 年 4 月，中国证监会颁布《关于严格执行退市制度的意见》，其中再次强调坚决出清不具有重整价值的上市公司，以配合中国最高层要求活跃资本市场、贯彻“应退尽退”的政策精神。

基于我们对以上监管导向的理解，我们认为，中国上市公司重整制度和实践活动即将发生重大变革，主要体现在如下四个层面：

第一，中国上市公司重整零失败的现象有可能被打破。对于那些不具备真正重整价值的上市公司，无论是司法机关或监管部门，已越来越认识到破产清算也是一种资源优化配置和避免其“僵而不死”的有效方式，不排除将允许上市公司通过破产清算的方式退出市场；

第二，具有重大退市风险且无法通过重整程序彻底解决的上市公司将受到监管重点关注。为避免重整后再次退市的现象，我们预计，监管部门将结合最新的退市规则，重点考察上市公司能否通过重整程序彻底化解其退市风险，对于营收无法满足标准或存在重大财务造假等情形的上市公司重整，可能较难获得监管审批。

第三，强化上市公司重整价值识别，严格打击所谓“壳”上市公司的重整。司法机关和监管部门将严格审核上市公司的可持续经营能力和盈利能力能否通过重整程序获得明显改善的问题，重点考察产业投资人资信背景及对上市公司业务赋能能力，真正发挥重整制度的拯救功能；

第四，采取更为有利力的措施保障中小投资者权益。一方面，监管部门将收紧存在控股股东非经营性资金占用、违规担保及重大财务造假等情形的上市公司重整审批，并有可能禁止在重整程序中解决上述重大违规问题；另一方面，进一步强化资本公积金转增股份的管理，不排除对转增股份比例的上限以及重整投资人认购转增股份价格的下限作出限定，避免重整成功后上市公司总股本过大而摊薄每股收益及重整投资人过度套利问题。

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



刘嘉诚
+86 21 3135 8792
lawrence.liu@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