

## 上市公司司法重整要点简析

受经济波动影响,A股上市公司面临较大业绩压力,截至目前,33家沪深交易所主板、中小板上市公司2019年末净资产为负。根据沪深证券交易所《股票上市规则》,上市公司连续两年净资产为负将被暂停上市,第三年将被终止上市。2020年1月,中国证监会召开的2020年系统工作会议提出,“优化退市标准,进一步畅通市场化法治化退出渠道”;而修订后的《证券法》也删除了“暂停上市”的相关表述。可以预见,退市制度改革将加速上市公司退市流程,“资不抵债”的上市公司面临的退市风险显著增加,存在退市风险的上市公司应及早着手解决“保壳”事宜,而司法重整是行之有效的方案之一。

整体看来,上市公司司法重整分别受到证监会和法院两个系统的监管以及《证券法》和《企业破产法》两个规则体系的规范。重整过程涉及包括债权人、上市公司控股股东及实际控制人、上市公司中小股东、重整投资人等多方利益的博弈。以下我们拟就上市公司司法重整中可能涉及的要点进行简要分析。

### 一、重整计划往往以保壳为核心并应当平衡各方的利益诉求

一般而言,维持上市地位符合各方共同利益。通过重整,上市公司核销部分债务,改善了资产负债率;同时,也可以通过重整取得债务重整收益,改善净利润。此外,重整申请受理时上市公司的有息负债停止计息,这能适当减轻上市公司在重整期间的财务负担。

#### 1、对于控股股东而言,重整的主要意义在于

能够维持其所持剩余股权的价值,即使在当前新股发行常态化的背景下,“壳”价值仍是不言而喻的。但同时,控股股东及实际控制人对上市公司的经营不善应负主要责任,且实践中“资不抵债”的上市公司往往存在着控股股东及实际控制人通过违规担保、违规占用上市公司资产等行为侵害上市公司利益的情况。因此,在重整计划制定时,控股股东及实际控制人往往应当较普通中小投资者作出更多让步。

2、对于中小股东而言,由于重整前上市公司股东权益账面价值非常低甚至为负,通过重整实现股东权益的恢复并维持股份正常上市流通,从根本上符合中小股东利益。但如前所述,中小股东与上市公司的经营困境关系不大,不应为此承担主要责任,因此在出资人权益调整方案中应当体现对中小股东利益的保护,进而促进重整计划中出资人权益调整方案的通过。

3、对于债权人而言,债权人的主要关切在于通过重整尽可能提高清偿率及清偿效率。近年来上市公司普遍通过“现金清偿+留债展期清偿+以股抵债清偿”等方式,很大程度上提升了较破产清算状态下的清偿率,且重整较清算具备更高效率。但在个案中,仍需根据具体负债情况,就清偿安排与各债权人进行具体沟通。

4、对于重整投资人而言,重整是不良资产投资机构“抄底”暂时面临财务困难但仍具备长期投资价值的上市公司的重要途径之一。实践中,重整投资人通常能够以较低价格取得上市公司以资本公积转增或原股东让渡的股份,甚至以此取得上市公

司的控制权。经过重整程序后上市公司债务风险大幅降低，未来持续经营能力能够得到较大幅度的保障。同时，实践中，重整投资人能够为上市公司带来资金、银行信贷等财务支持，且往往在重整计划中作出业绩、产业支持等承诺，对上市公司重整后的长远发展具有积极意义。因此，在重整计划的制定过程中，也需要考虑重整投资人的利益，促使投资人愿意积极参与重整。

综上，在司法重整计划的制定过程中，需综合考虑上述各方的利益关切，兼顾各方利益，才能够有效推动重整计划顺利通过，并促进上市公司在重整后的稳健发展。

## 二、重整计划草案的设计

在债务人自行管理或管理人管理模式下，重整计划草案应当分别由债务人或管理人制作。除经营方案外，重整计划草案的核心内容是债权清偿方案和出资人权益调整方案，上市公司应当根据具体情况制定不同方案。

### 1、 债权清偿方案

实践中，上市公司主要以现金、股票及两者相结合的方式清偿债务，其中现金来源主要包括重整投资人受让转增股票、上市公司处置资产、重整投资人协助上市公司获取融资贷款等途径获得。

在制作债权清偿方案时，通常情况下，会考虑一定金额以下的债权全额现金清偿，该安排是为了保证小额债权人的利益；同时考虑到该类小额债权人在数量上比较多，全额现金清偿的安排有利于重整计划草案的表决通过。

与此同时，需要结合考虑上市公司重整后的现金流和偿债能力，以判断重整计划中留债规模的大小和利息支付的安排。在确定留债规模后，再进一步设计资本公积转增的规模以及以股抵债的价格。因资本公积转增将扩大上市公司股本规模，将影响原股东的利益，因此，在确定转增比例时需要兼顾中小股东的利益。

### 2、 出资人权益调整方案

实践中，上市公司主要采用资本公积转增、股东让渡股份及两者相结合的方式对出资人权益进行调整。

如上所述，在制定出资人权益调整方案时，需考虑现金清偿、留债展期清偿与以股抵债之间的比例安排，同时需要兼顾中小股东的利益。此外，如果涉及上市公司控制权变更的，也需要就重整计划执行后各方的股权比例进行测算。

## 三、上市公司司法重整涉及的主要程序

在上市公司重整程序的启动、受理和批准过程中，法院、证监会及上市公司住所地省级人民政府都发挥着重要作用。

### 1、 申请重整以及地方政府的维稳协调工作

由于上市公司司法重整涉及债权人、上市公司、出资人、企业职工等相关当事人的利益，各方矛盾比较集中和突出，因此，申请人向法院申请上市公司司法重整，需要提交上市公司住所地人民政府出具的维稳预案。同时，地方政府在上市公司司法重整过程中承担着风险预警、部门联动、资金保障、维稳等重要协调工作。

### 2、 证监会意见

申请人申请上市公司司法重整的，需提供上市公司住所地省级人民政府向证券监督管理部门的通报情况材料以及证券监督管理部门的意见。证监会在出具复函前，需要审阅上市公司住所地省级人民政府出具给证监会的商请函，同时附维稳预案和可行性报告。

### 3、 法院受理重整申请

上市公司、上市公司的债权人，以及一定条件下出资额占上市公司注册资本 10% 以上的出资人都可以向法院申请对上市公司进行重整，且司法重整申请应当由上市公司主要办事机构所在地或注册登记地的中级人民法院管辖。同时，法院在裁定受理上市公司司法重整申请前，应当将相关材料逐级报送最高人民法院审查。

如前所述，最高院在审查时，需要得到证监会

给发函主体省级人民政府的关于上市公司实施司法重整有关意见复函的抄送件。

#### 4、法院批准重整计划草案

债务人或者管理人应当自人民法院裁定债务人重整之日起六个月内，同时向法院和债权人会议提交重整计划草案（满足一定条件且经法院裁定可延期三个月）。法院应当自收到重整计划草案之日起三十日内召开债权人会议，对重整计划草案进行表决。

上市公司的重整计划草案通常需由债权人分组对重整计划草案、以及出资人组对重整计划草案中涉及出资人权益调整事项进行表决，各表决组均通过重整计划草案时，重整计划即为通过。就债权人组而言，出席会议的同一表决组的债权人过半数同意且其所代表的债权额占该组债权总额的三分之二以上的，即为该债权人组通过重整计划草案。就出资人组而言，经参与表决的出资人所持表决权三分之二以上通过的，即为该组通过重整计划草案，上市公司或者管理人应当提供网络表决的方式，为出资人行使表决权提供便利。

重整计划通过后，债务人或者管理人应当向法院提出批准重整计划的申请，法院经审查后可以裁定批准并终止重整程序。如存在表决组未通过重整计划草案，法院可在满足一定条件的情况下，强制批准重整计划草案，但实践中法院对于强制批准非常谨慎。

此外，如果重整计划草案涉及证监会的行政许

可事项（如发行股份购买资产），受理案件的法院应当通过最高人民法院，启动与证监会的会商机制，由最高人民法院将有关材料函送证监会，由证监会安排并购重组专家咨询委员会对会商案件按照与并购重组审核委员会相同的审核标准，进行研究并出具专家咨询意见，法院应当参考专家咨询意见，作出是否批准重整计划草案的裁定。

#### 四、上市公司司法重整中的信息披露及停牌

进入司法重整阶段的上市公司仍应当按照证监会、交易所的相关规定履行信息披露义务，并遵守停牌规定。

##### 1、信息披露主体

根据管理模式的不同，上市公司进入司法重整程序后的信息披露义务人有所不同。以上交所《股票上市规则》为例，采取管理人模式的，信息披露义务由管理人及其成员承担；采取管理人监督运作模式的，信息披露义务由上市公司董事会、监事会和高级管理人员承担。需注意，管理人在上市公司司法重整程序中存在信息披露违法违规行为的，也应当依法承担相应的责任。

##### 2、信息披露内容

以上交所《股票上市规则》为例，上市公司被法院裁定进入破产程序后，应当每月披露一次破产程序的进展情况。同时，上市公司应当分阶段披露重整事项的进展，具体如下：

时点	披露内容
董事会作出向法院申请重整的决定时，或者知悉债权人向法院申请公司重整时	上市公司应当及时向交易所报告并披露以下信息： （一）公司作出申请决定的具体原因、正式递交申请的时间（公司主动申请）； （二）申请人的基本情况、申请目的、申请的事实和理由（债权人申请）； （三）申请重整、和解或破产清算对公司的影响； （四）其他需要说明的事项。 公司应当在公告中充分揭示其股票及其衍生品种可能存在被终止上市的风险。
重整申请被法院受理前的进展	上市公司应当及时披露法院受理重整、和解或破产清算申请的进展情况，包括以下内容：

	<p>(一) 法院受理重整、和解或者破产清算申请前，申请人请求撤回申请；</p> <p>(二) 法院作出不予受理重整、和解或者破产清算申请的裁定时间和主要内容；</p> <p>(三) 交易所要求披露的其他内容。</p>
重整期间的进展	<p>法院受理重整、和解或者破产清算申请的，上市公司应当及时向交易所报告并披露以下内容：</p> <p>(一) 申请人名称（债权人申请）；</p> <p>(二) 法院作出受理重整、和解或者破产清算裁定的时间和主要内容；</p> <p>(三) 法院指定管理人的基本情况（包括但不限于管理人名称或成员姓名、负责人、职责、履行职责的联系地址和联系方式等）；</p> <p>(四) 公司进入破产程序后信息披露责任人的确定模式和负责人的基本情况（包括但不限于姓名、联系地址、联系方式等）；</p> <p>(五) 交易所要求披露的其他内容。</p> <p>公司应当在公告中充分揭示其股票及其衍生品种可能存在被终止上市的风险。</p>
	<p>法院裁定重整后，上市公司应当就以下所涉事项及时向交易所报告并披露相关情况：</p> <p>(一) 债权申报情况；</p> <p>(二) 向法院和债权人会议提交重整计划草案的时间和草案内容等；</p> <p>(三) 重整计划草案的表决通过和法院批准情况；</p> <p>(四) 法院强制批准重整计划草案情况；</p> <p>(五) 与重整有关的行政许可批准情况；</p> <p>(六) 法院裁定终止重整程序的时间和裁定书内容；</p> <p>(七) 法院裁定宣告公司破产的时间和裁定书内容；</p> <p>(八) 交易所要求披露的其他事项。</p>
重整计划执行期间的进展	<p>重整计划、和解协议执行期间，上市公司应当及时披露以下情况：</p> <p>(一) 重整计划、和解协议的执行进展情况；</p> <p>(二) 因公司不能执行或者不执行重整计划或和解协议，法院经管理人或利害关系人请求，裁定宣告公司破产的有关情况；</p> <p>(三) 交易所要求披露的其他情况。</p>

## 五、停复牌

证监会在 2018 年 11 月 6 日发布的《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》中规定，上市公司司法重整期间原则上股票不停牌，证券交易所应当明确司法重整期间的分阶段信息披露要求，并可以根据市场实际情况，对司法重整期间股票停

牌作出细化安排。

沪深交易所对于上市公司司法重整期间的停复牌规定大致相同，以上交所为例，根据《上海证券交易所上市公司筹划重大事项停复牌业务指引》的规定，上市公司司法重整期间原则上股票不停牌，确需申请停牌的，应当披露停牌具体事由、重整事

项的进展和预计复牌时间等内容，停牌期限不得超过 2 个交易日，确有必要的可以延期至 5 个交易日。

## 六、展望与建议

在“退市常态化”的改革方向下，资不抵债的上市公司应当尽早考虑脱困方案，如选择司法重整

则应当全盘考虑各个环节所需时间，避免错过“保壳”窗口期。同时，实践中，资不抵债的上市公司往往还面临着公司治理违规、虚假陈述等相关问题，该类问题需要与司法重整统筹处理。此外，在重整过程中，上市公司仍应遵守信息披露的相关规定，确保信息披露合法合规。

董剑萍	合伙人	电话：86 21 2208 6297	邮箱地址：dongjp@junhe.com
董明	合伙人	电话：86 21 2208 6360	邮箱地址：dongm@junhe.com
刘迎旭	律师	电话：86 21 2283 8297	邮箱地址：liuyx@junhe.com
王苏欣	律师	电话：86 21 2283 8356	邮箱地址：wangsx@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

