

民营企业破产重整中的债转股： 制度逻辑、现实困境与规则完善

申文君 王田田

【摘要】债转股是我国民营企业破产重整的重要手段之一,但目前制度和理论层面还缺乏明确的指引,这也导致债转股法律性质存在“债权出资抵销说”“代物清偿说”“财产分配说”的争议。在重整实践中,债转股还面临着启动规则模糊、转股后法律效力不明、新股东行权不畅、股权退出机制不健全等诸多亟须解决的问题。本文基于对债转股功能价值及规范逻辑的分析,界定其实质上具有双重法律属性,进而从债转股启动、实施到退出的全流程入手,深入探究民营企业重整中适用债转股的问题所在并提出解决思路,以期全面促进我国民营经济高质量发展。

【关键词】民营企业;破产重整;债转股;制度逻辑

【作者简介】申文君,女,西安财经大学法学院副教授,法学博士,研究方向为民商法;王田田,女,西安财经大学法学院,研究方向为民商法(西安 710000)。

【原文出处】《金融发展研究》(济南),2023.8.80~88

【基金项目】国家社科基金项目“社会企业参与乡村振兴的法律机制研究”(21XFX011);陕西省哲学社会科学重大理论与现实问题研究项目“法治化营商环境下陕西民营企业破产重整的纾困对策研究”(2022ND0482)。

一、问题的提出

(一)民营企业重整适用债转股的价值所在

民营企业是我国经济社会高质量发展的重要力量,民营经济是保障民生、促进创新、稳定增长的生力军。党的二十大报告中明确提出要“促进民营经济发展壮大”。2023年全国两会上,如何正确引导民营经济健康、高质量发展,如何支持鼓励民营企业发展也是热议话题之一。作为社会主义市场经济重要组成部分,我国民营企业将迎来新的历史机遇,进入新的发展阶段。但近几年,在国内外经济压力下,民营企业正面临着前所未有的挑战,尤其是融资难,融资贵问题显著,导致诸多企业因经营性资金短缺而被迫退出市场。

民营企业健康可持续发展的法治保障主要表现在市场准入、市场竞争和市场退出三个环节,其

中困境拯救与破产清算是市场退出阶段的核心内容。而困境拯救中的重整程序被认为是预防企业破产最积极、有效的法律制度(王欣新和徐阳光,2007)^[1]。对民营企业而言,进入重整程序后解决资金问题是摆脱经营困境最为关键的一环。债转股作为帮助企业脱困的金融工具之一,其实质价值在于债权人放弃收回原有到期本息的权利,而将原债权转为对破产企业的股权投资。这样一来,破产企业缓解了债务危机,从而重新焕发经营活力,能轻装上阵地走上重组、股改或引入新投资人的改革之路。同时,实施债转股后,债权人有机会参与破产企业的经营管理,通过多种方式提高企业治理水平,而后以分红或其他方式回收原债权,从而保障自身权益。因此,债转股在解决民营企业债务危机、实现债权人权益最大化的问题上起到了“一箭

双雕”的作用。

(二)民营企业适用债转股与国有企业的差异

债转股作为一种解决企业债务和融资的新手段,最初在我国主要适用于大中型国有企业以及国有控股企业。事实上,与国有企业相比,民营企业更需要债转股这种融资方式来缓解债务压力。实践中,民营企业主要依赖自身经营融资,其进行外源融资的渠道非常有限,且融资成本较高。一方面,我国大部分民营企业资产质量、经营状况等水平偏低,难以达到法律规定的上市条件,因而利用股票或债券这些直接融资方式来筹集资金的可能性较低。另一方面,我国现有的担保体系还不够完善,可以提供民营企业融资担保服务的机构非常稀缺(程建平,2020)^[2]。同时,民营企业更易受外部市场环境影响,风险较高,因此,通过金融机构中介进行间接融资也存在一定难度。若民营企业在面临债务危机时选择适用债转股,势必会大大拓宽融资渠道、降低融资成本,一定程度上也弥补了其与国有企业在债务重组中存在的政策偏差问题。

但我国启动新一轮市场化债转股以来,相较于国有企业,民营企业项目进展缓慢、实施遇冷。究其原因,民营企业的运营更易受外部环境风险影响,盈利能力与国有企业存在差距。新一轮市场化债转股倡导自主选择转股对象,想要靠债转股实现盈利的AMC等实施机构优先选择风险更低、资产更优的国有企业。此外,债转股相关规则的设置限制了民营企业参与债转股。《关于市场化银行债权转股权的指导意见》明确规定了三大类企业^①更有望实施债转股,而这些类型的企业在实践中大都是国有企业。历经几年的发展,也可以看到开展债转股的企业多集中在钢铁、交通、电力等大型行业,这些行业基本也是以国有企业为主。如上所述,自身客观条件的局限以及债转股规则的设置导致民营企业被选为转股对象的概率远低于国有企业。

不过,新一轮债转股以市场化为原则,强调从对象选择到股权退出等环节都要充分发挥市场力量的主导作用。对于国有企业而言,虽然经过多次改革,

但其仍是国家通过政府代表公众利益干预经济和调控经济的组织工具与手段(胡叶琳和黄速建,2022)^[3]。因而国有企业实施债转股很大程度上仍无法完全摆脱政府干预,亦可能导致债转股偏离市场化、法治化方向。而民营企业适用债转股的潜力巨大,也将是市场化债转股的主要参与者。换言之,我国债转股发祥于国有企业,伴随着供给侧结构性改革和优化营商环境的需要,该制度俨然不再专属国有企业,而是已经成为解决民营企业融资难和债务问题的重要方式。从债转股市场化发展的角度而言,相较于国有企业的政府干预,民营企业的债转股具有更广阔的适用空间。当然民营企业的债转股和国有企业的债转股在制度本身上具有一定共性,但笔者认为,民营企业的债转股本质还是建立在转股企业和债权人意思自治的基础上,因而应坚持市场化原则,遵循转股双方的自主选择,以制度设计平衡和调整债权人和企业的利益关系,从而在帮助民营企业解决债务困境的同时保障债权人权益的最大化。

二、法理检视:民营企业破产重整适用债转股的制度逻辑

(一)重整程序与债转股的耦合关系

债转股可以在重整中适用,也可以在庭外重组、预重整中适用。实践中有意实施债转股的债务人基本都陷入了财务困境,且大多数难以清偿到期债务。而破产程序具有概括执行性和高效性,能以法院强制力保障债务重组和资本结构调整的完成,又能通过给予债权人与债务人明确法律指引减少不确定性(吴杨,2022)^[4]。因此,本文讨论的债转股是嵌入破产重整程序内、需要破产程序保障的债务重组机制。那么,重整程序与债转股具体是如何相互作用、相互影响,如何联合拯救困境企业的?

重整是我国拯救困境企业常见的一种司法程序,企业开展重整活动必须遵循法定程序,即从申请破产重整到重整计划执行结束这一过程应按法定程序有序进行。重整的本质就是在司法程序下通过债务重组方式挽救企业。当然,债务重组方式是多元

化的,包括以现金补偿、引进战略投资人、延期或减免债务清偿等,这其中也包括债转股。债转股作为公司拯救机制中债务重组方式之一,将债权人债权转换为债务人股权(德帕姆菲利斯,2015)^[9],从而减轻企业的债务负担。债转股这一工具有利于提高破产企业破产重整的成功率,同时,重整的概括清偿与程序价值也保障了债转股发挥实体制度应有的功能效应。可见,重整与债转股是一种程序与机制、目的与手段的关系。

另一层面上,债转股与重整程序达到了自治与效率的平衡。当前债转股核心要义是市场化,对象选择、价格确定、资金募集及股权退出等环节由市场主体自主协商而非政府决定。但是市场化债转股并非完全排除政府干预,完全自由的市场必定会产生失灵问题,此时就离不开公权力的适当干预。另外,债转股涉及多方利益主体,若完全以自主协商方式去满足各方利益,可能会增加不必要的成本且难以实现。有学者曾提出,当个人理性自利行为不允许他们构建一个能增加全体参与者共同福利的协议时,就会产生集体行动问题(柴芬斯,2001)^[6]。市场化债转股要想高效率实现最优结果,必须考虑在特定条件下公权力的及时介入。重整程序的司法干预就可以避免私人谈判的钳制问题,解决信息不对称问题,其利用表决制度、强制批准制度、信息披露制度等可以有效改善债转股市场失灵的局面。因此,债转股与重整程序的结合就是在自治与效率之间达到了一个适当的平衡。

(二)破产重整中债转股法律性质之厘清

债转股法律性质的厘清是债转股具体规则构建与细化的基础,也关系到我国民营企业融资困境的纾解。关于重整中债转股的法律性质,目前学界主要有三种观点:“债权出资抵销说”“代物清偿说”以及“财产分配说”。

“债权出资抵销说”认为债转股是借助“债权出资”和“抵销”的实体法制度实现企业资产的重组(王欣新,2017)^[7],从而降低破产企业的负债率。“代物清偿说”否认债转股的投资属性,认为与其说是通过债

权转股权实现的一种投资,毋宁说是债务人在违约后实施的一种代物清偿(韩长印,2017)^[8]。上述两种学说一定程度上揭示了债转股的本质特征,但仍存在一定缺陷:一是忽略了债转股的程序法属性,包容性显然不足。债转股内嵌于破产重整程序内,因而其也兼具程序法的属性。依《企业破产法》规定,含债转股方案的重整计划要经债权人会议表决及法院批准,随后要依照计划的时间、方法、条件执行债转股方案,其本身就是程序性的体现(邹海林,2018)^[9]。二是侧重于债权的消灭,忽视股权的投资性。债转股后债权人变为新股东,其能否通过股权获益实质上是难以确定的。若重整成功,转股股东除了收回本息,还可通过企业盈利来分红,当然也能以股权转让或回购等方式退出公司;若重整失败,转股股东可能会面临完全无法收回转股债权的现实。“财产分配说”认为,债转股是债权人与管理人共同协商,公平分配债务人财产,也就是分配破产企业出资人的权益,债权人团体接受分配后债权相应消灭的制度(邹海林,2018)^[9]。在重整中,分配债务人财产仅是债转股的起点,后续还要通过债务评估、资本结构调整、控股权转移等一系列措施来保障债转股的完成,可见仅将其理解为“财产分配”并不足以概括债转股的综合性及复杂性。

笔者认为破产语境下的债转股,是一个多层次、综合性的债务解决方案,不仅涉及通过债权与股权交易的方式对公司出资,也是构建在公平分配债务人财产的团体清偿程序之上的一种制度,因此,破产重整中的债转股实质具有双重法律属性。

其一,从债务清偿角度看,债转股实质上是以股来偿债,换言之,就是以债务人企业的出资人权益来清偿债权,而债权人无须再对出资企业实际缴纳出资款。因此,重整中的债转股必须遵循《企业破产法》中有关债务清偿的基本原则及规定。这其中需要我們考虑的问题有两个。一方面,债转股后,债权人变为公司股东但无须再向公司履行出资义务,是否构成股东以欠缴公司的出资款来抵消债权的行为,是否属于违反《企业破产法》规定的债务抵销行

为^②。笔者认为,债转股实质上是债权人以自己对债务人的债权向公司出资,在实施债转股之前,债权人并不是公司股东,也不存在欠缴或抽逃公司出资款的行为,因此,不属于《企业破产法》所规定的股东禁止抵销债权的行为。另一方面,《企业破产法》的立法价值导向是构建债务公平清偿的程序,任何形式的个别清偿都是《企业破产法》所限制和禁止的行为。重整中的债转股实质上是以出资人权益对债权的一种清偿,那么,这种清偿是否会构成债务的个别清偿或者说是否符合公平清偿的要求呢?要对这一问题作出解答,必须明确债转股虽然是一种债务清偿方式,但其本身与现金或实物清偿有着本质区别。当债权转为股权的时候,并不是按照其原本价值的多少,而是需要重新评估,根据市场情况来确定其合理价值。另外,当重整失败转为清算后,债权人因实施重整计划而获得的债权清偿继续有效^③。这就意味着,此时已经实施转股的债权不能与未转股的债权按同一顺位得到清偿,也就不存在个别清偿的问题。反之,如果重整计划顺利实施完毕,企业免于破产清算,那么其他债权人的债务清偿更不会受到影响。因此,笔者认为,在重整中实施债转股,并不违反公平清偿及分配债务人财产的原则,这实质上就是债转股得以在破产程序中适用的逻辑起点和归宿。

其二,从债权转股权的角度看,债转股实质是以债权对公司进行出资的行为。债权是一种民事权利,其内容是请求他人为一定行为或不为一行为。从公司法角度而言,作为股东对公司出资方式之一的债权有其特殊的含义,特指出资人或者股东以其对公司或第三人的债权向公司出资,以债权抵缴出资款的行为。根据《公司法》的相关规定^④,股东可以用非货币出资,用来出资的非货币财产需要满足两个条件,即可评估和可转让。债权作为一种财产性权利,其本身符合这两点要求,具备作为资本向公司出资的条件。另外,2011年和2014年原国家工商总局先后颁布了《公司债权转股权登记管理办法》以及《公司注册资本登记管理规定》,其中均明确了

债转股的合法性,尤其认可了公司破产重整期间被列入重整计划的债权转为股权的可行性^⑤。

三、管窥问题:民营企业破产重整中债转股的现实困境

目前我国《企业破产法》并未对重整中的债转股作出明确规定,加之债权人以及破产企业对债转股理解的偏差,导致实务操作中出现了诸多难以回避的问题,也背离了在破产重整中实施债转股的初衷以及国家对民营企业法治环境建设的要求。

(一)债转股启动时的规则模糊

1. 表决规则缺失。根据我国《企业破产法》规定,破产重整计划草案必须经债权人会议分组表决通过。换言之,债务人一般无须参与表决。但重整中的债转股无论是采用股东无偿让渡还是公积金转股的方式,都会改变原股东持股比例,涉及破产企业出资人权益的调整。依据《企业破产法》第八十五条规定,此时债务人的出资人应组成表决组参与表决,但出资人应按何种规则表决,该条却未进行规定。债转股的出资性决定了出资人应遵循公司法特别决议事项的表决规则。但从另一角度而言,债转股的清偿性意味着按照《企业破产法》双重多数决的规则进行表决也不无道理。

此外,债转股的债权人表决规则亦不明确。多数决规则适用于对整个重整计划草案进行表决,立法通过该规则实现债权人在重整程序中的自治主导地位,但有必要说明的是,此规则并非针对债转股设计,因而债转股的债权人会议是否同样适用多数决是有待商榷的。按理说,债转股内嵌于重整程序中,其作为重整计划的重要内容,表决事项自然适用法定双重多数决规则。但另有观点认为,在企业陷于清偿危机时,债转股将债权转为股权,显著增加了权利人的风险,所以是否参与债转股还是要债权人自愿决定,总之应慎重适用多数决规则(王欣新,2017)^⑦。从合同法角度看,当事人合意是合同成立的实质条件,缺乏当事人加入企业的合意,则合同无法有效成立(Lucas等,2019)^⑧,因而债转股不应强制适用债权人多数决规则。债务人及债权人表决规则

缺失引发的多方争议,为企业在破产重整中实施债转股带来了一定障碍。

2. 法院强制裁定制度偏离。对于重整计划草案,《企业破产法》规定了强制批准程序,即对两次未表决通过但又符合一定条件的草案可以由人民法院裁定批准^⑥。但包含债转股的草案是否同样适用法院强制裁定批准?应至少适用还是禁止适用?对这一问题,现行法律也未有明确规定。

有学者认为,由于法院强制批准制度自身有诸多局限,因而对债转股而言司法强制批准方式应当减少使用(韩长印,2017)^⑧。更有学者直接反对适用强制裁定制度,认为法院无权通过强制批准重整计划草案的方式剥夺债权人拒绝债转股的权利,更无权未经债权人同意将债权强行转化为在权利实现顺位上劣后的股权(王欣新,2017)^⑦。但也有学者对上述主张提出反对观点,指出债转股适用于破产重整程序中,自然受团体清偿程序约束,若符合相应条件,就有法院强制批准债转股方案的空间(邹海林,2018)^⑨。某种意义上,《企业破产法》赋予了法院在批准重整计划草案时较大的自由裁量权。但债转股的实施并非简单的债权转股权,涉及法律、财务、管理等综合性领域,而法官作为审判人员一般不具备这些方面的专业能力。此外,法院强制批准通常仅局限于审查清偿率高低,对其他实质性内容,如重整计划是否可行、各方利益平衡性如何等等,除非显失公平,否则很难被视为不批准重整计划的原因。因此,对含有债转股方案的重整计划,法院适用强制裁定制度是否会造成结果的偏离,是立法需要审慎考虑的问题。

(二)债转股实施后法律效力不明

1. 转股后担保权存在灭失可能。在破产重整中,债转股的清偿性意味着破产企业与债权人之间债权债务关系的消灭,原债权人不再享有请求破产企业清偿债务的权利。那么,如果债转股的债权本身设定了担保,当债权转为股权后,该担保权是否仍然存续?债权人是否还可以就担保物享有优先受偿权?是否还可以向保证人及连带债务人行使追偿权?

根据《企业破产法》规定,经人民法院批准的重整计划对债权人和债务人均具有约束力,但保证人以及其他连带债务人的义务不受重整计划的影响^⑦。换言之,即使债务人依重整计划享有免责权利,但债权的保证人及连带债务人不得以此为条件对抗债权人的清偿要求。这意味着,虽然债权人选择将债权转为股权,但实质上并不影响该债权上设定的担保权的效力。但依照《民法典》一般规定,主债权消灭后,担保物权也应该随之消灭。重整中债权人选择债转股,意味着债权已经通过股权的形式得到了清偿,这符合《民法典》中债权消灭的情形,那么作为从权利的担保权也相应地归于灭失。由此可见,关于债转股后担保权是否还存在,《企业破产法》和民法的规定存在冲突,这就导致民营企业在重整中实施债转股后,难以确定设定了担保的债权转股权之后真实的权利状态。

2. 股权可否回转为原债权存疑。破产重整是一个复杂漫长的过程,其能否成功与当时经济环境、经营方案可行性、战略投资引进等多种因素密不可分,债务人企业也有可能陷入重整失败而转入破产清算的境地。那么,若重整计划失败,已经转股权的债权该如何处理?是否可以回转为原债权?债转股进入清算程序后的效力是立法必须考虑的问题,否则会增加债转股实施的难度,甚至会在破产清算程序中引起不必要的纠纷。

据前文分析,债转股就是以股权清偿债权,本质上是以他种给付代替原定给付,因而其具有代物清偿的属性。代物清偿合同成立后,如果新债务没有履行,则原债务并不消灭。债转股进入清算程序,意味着原债权并未实现,那么原有的债权债务关系便会重新被“复活”,原债权人可以重新请求债务人承担清偿责任(崔军,2006)^⑩。但也有观点认为,即使重整失败,已经实施债转股的股权就不应回转为原债权(邹海林,2018)^⑨。依据《企业破产法》,即使法院裁定终止重整计划,债权人在计划执行过程中所获的清偿仍然有效。换言之,债权因权益分配已经得到了有效清偿,因而转股后的股权不

能再恢复为原债权。另外,从《公司法》的角度分析,债转股是以债权对公司出资,出资完成后应该办理股权变更登记手续,若办理成功,债权就永久性地变为了股权,如若再允许股权回转为债权,就违反了公司法关于出资义务的相关规定(王欣新,2018)^[12]。因此,重整计划失败进入清算程序后,已经转股的股权是否可回转为原债权仍存在很大的争议,这势必也会反向影响重整程序中债权人对债转股的选择适用。

(三)债转股实施后股东行权不畅

债转股后,债权人转换为破产企业的新股东,基于股东资格依法享有从公司获益并参与公司经营管理的权利。实际上,转股完成以后的股东权利行使问题已不属于《企业破产法》的范畴,但转股股东能否真正参与破产企业管理,是在重整中实施债转股时必须考虑的问题之一,关系到转股时债权人对整个重整计划的认可度。事实上,重整中的债转股并非单纯为了解决企业债务危机问题,更深层次目的在于通过债转股调整企业股权结构,通过新股东的加入提高公司经营管理水平,从而推动破产重整计划的成功实施,最终使企业彻底摆脱困境。如果处理不好转股以后的股东行权问题,会影响整个重整计划的实施,同时也会给债权人对债转股方案的选择适用带来负面影响。

此前债转股多用于大型国有企业的破产重整,为保证国有资本在企业的持股比例,一般会对转股后的股权进行限制。而在民营企业破产重整中,这样的措施显然已经不适用,反而可能造成转股后的债权人无法参与企业的管理,最终导致控股权和企业治理权的错位。转股股东参与公司治理会涉及人事、业务及财务等与原股东利益密切相关的事项(周之田,2020)^[13],尤其是债转股比例较高甚至可能影响到第一大股东控股权时,可能会受到企业原股东的强烈抵制或消极对待。因而平衡好原股东和转股股东之间的利益关系,也是股权管理面临的主要问题之一。

股东选派代表进入董事会是参与公司治理的重

要方法之一,但债转股的股东想进入董事会并非易事。即使选派代表进入董事会,董事会自身可能存在履职效率低、职权被架空等问题,转股股东还是很难行使应有的权利。另外,目前可以实施债转股的债权不再局限于银行债权,可转债债权范围扩大的同时,也可能会造成债务人企业在实施转股后出现股权分散的状态,这样一来单个债权人的持股比例呈现较低的水平。还有,选择实施债转股的企业通常已经陷入了经营困境,其股权也缺乏流通性,此时债权人特别是小额债权人持有的股权会因自身缺陷导致价值贬损。所以即使破产企业实施了债转股,债权人也有很大可能转变为中小股东甚至小股东,而我国对中小股东在公司治理中的权益保障水平还偏低,债权人对企业话语权的缺失极大影响了其转股的积极性。

(四)转股后股权退出机制不健全

重整程序中债权人之所以选择债转股,最终目的在于期待企业重整成功后能以股权变现的方式收回资金,而非成为股东参与企业经营管理。民营企业股权的退出主要还是依赖股权转让及股权回购,但实践中由于现行公司法的限制,无论是转让还是回购,都有股权退出不畅的风险。就股权转让而言,若内部转让于公司股东,原则上《公司法》并不予以限制,但基于内部转让股东自愿的原则,转股后的股东能否顺利完成股权转让,并不仅仅依靠其自身意愿,反而更多依赖于受让人的态度。若转股股东选择对外转让,鉴于对有限公司人合性的保护,公司法对外转让设置的诸多限制条件^⑧亦成为转股股东股权转让不可回避的问题,烦琐的程序可能会成为转股股东转让股权的现实障碍。就股权回购而言,根据目前公司法规定,只有符合法定条件时才可以请求公司回购^⑨。事实上公司法语境下的股权回购本质上是“异议股东的法定回购”,并不能直接适用于债转股后的股权退出。而转股股东能否通过协议方式与债务人企业约定回购股权,约定回购是否违反法定回购,是否具有法律效力,上述问题目前都是存疑的。同时,若企业的经营问题仍未得到改善,债

转股方案没有达到预期目标,转股股东想要通过股权回购退出企业几乎也是不可能的。

当然,股权退出除了依赖股权转让及股权回购,上市、挂牌转让等也是有效的市场化退出方式。企业上市后可以通过证券市场进行股权交易,但对民营企业而言,公司上市要求较高且周期较长、成本较大,通过该方式实现股权退出并非一种最优选择。此外,我国多层次资本市场发展还不成熟,市场流动性以及价格发现功能不足,使得全国中小企业股份转让系统、区域性股权交易市场等难以真正发挥挂牌交易的作用(曹东坡,2020)^[4]。

四、理性突围:民营企业破产重整中债转股的规则完善

民营企业在债转股实务操作中难以解决的问题直接影响了重整计划的实施,甚至会导致企业被动进入破产清算程序,因而应对民营企业重整中债转股的各项具体规则进行完善。

(一)明确债转股启动规则

1. 细化表决规则。无论是增资型还是股权转让型,债转股都涉及调整企业股权结构及股东权益,因而债务人即出资人表决组应适用《公司法》相关规定,即实行资本多数决的表决规则。并且,重整程序中的债转股一定程度上追求效率性,相比《企业破产法》的双重表决规则,股东会的表决规则更简明直接。

此外,市场化债转股强调尊重每一个债权人的意愿,若在债权人表决中适用少数服从多数规则显然违背了政策要求。即使同一债权人表决组也会因利益冲突而产生分歧,债权额大的成员可能会借此制约其他债权人。因此,对于不接受债转股的债权人,不应该强制适用双重多数决规则,可以采用其他方式实现债权的清偿,允许债转股与非债转股的并存。实践中“东北特钢重整案”^[5]就以变通的方式既维护了债转股政策要求的自愿原则,又充分保障了各类债权人的合法利益。立法并未禁止灵活分组,因而在明确债权人表决不适用多数决规则的基础上,可以将排斥债转股的债权人、选择债转股的债权人分别单独分组,实现对不同债权人利益的平等保

护,这样才能兼顾表决制度的高效和公平。

2. 审慎适用强制裁决制度。每个表决组都有其特定的立场,为了协调不同群体之间的利益冲突,立法者设计在某些条件下以强制批准取代意思自治。如果立法对重整计划未获表决组通过不做出补救措施,则重整程序除限制担保物权的行使外,与和解程序并无任何区别,那么在《企业破产法》中规定重整程序也就失去了意义(李永军,2000)^[5]。不可否认法院强制裁定制度有一定特殊价值,但也要看到对含债转股方案的重整计划适用强制批准的局限性,也就是说法院要审慎合理适用强制裁定规则。

笔者认为,在满足最低限度接受规则^⑥及遵循公平对待、可行性原则的基础上,立法应进一步设置强制裁定的标准和条件。对含债转股方案的重整计划草案适用法院强制裁定规则,首先要以债转股预期利益高于清算利益且部分表决组已通过表决为前提,同时可以引进专家听证会或第三方专业机构等,利用熟悉商业运作的专业人士帮助法官对债转股进行专业化的分析和评估,在保证债权人利益的前提下平衡好各方利益。此外,法官要避免基于社会利益优于个体利益的理念而滥用强制裁定制度。重整程序是为了避免企业破产引起自身和社会不稳定,以社会整体利益保护观念为出发点而构建的一种制度,但这并不意味着法院可以在强制裁定规则中完全忽略债权人个体利益。法院不应使用强制裁定规则将社会利益完全凌驾于个人利益之上,这不但危害债务人、债权人及出资人的个体利益,也背离了国家市场化债转股的理念。

(二)保障转股股东原权利不受损

1. 差异化对待担保债权与普通债权。债转股实施过程中会涉及不同类型的债权,只有区分债权种类,面对不同债权人设计具有差异化的转股方案,才能提升债权人对债转股的认可度。

对于设定了担保权的债权,应该明确其转股后的效力。民法强调维持担保的从属性,而在《企业破产法》中,出于某些调整目的必须打破担保的从属性。由于特别法优先于普通法,因而在破产程序中

应优先适用《企业破产法》关于担保权的规定。也就是说,破产重整中债转股虽然有消灭债权的程序效力,但并不具有直接消灭担保权的效力。具体而言,对享有担保权的债权人而言,即使原有债权因转股权而消灭,但其对担保物仍享有优先受偿权,对保证人及连带债务人仍有权进行追偿。

对于设定了担保权的债权,原则上应将其排除在债转股范围之外。有担保的债权人享有对担保物的优先受偿权,同理也享有对保证人的追偿权,因而往往不需要债转股也可以实现利益清偿。考虑到转股后企业的经营风险以及回笼资金的时间成本,担保债权人转股意愿通常相对较低,实践中选择在重整程序中实施债转股的也大多是无担保的债权人。因此,笔者认为有担保权的债权原则上不适用债转股。但若债权人在充分评估后,自愿参加债转股并放弃对担保物的优先受偿权及对保证人和连带债务人的追偿权,那么还是应尊重此类债权人的选择,当然产生的法律风险也由债权人自行承担,不应该转嫁给其他人。不过债权人与债务人企业可以在债转股协议中自行约定,若债转股后的实际清偿数额低于原债权,那么对于未能清偿的部分,债权人仍可向连带债务人及保证人进行追偿。

2. 明确重整失败股权可否回转为原债权。当前市场化债转股实践效果与政策目标仍有一定差距,并非所有重整企业都有幸可以重获新生。因而必须明确重整失败后债转股的效力,即解决股权能否回转为原债权的问题。

其一,可以在债转股协议中明确约定重整失败后股权能否回转为原债权,充分尊重债权人和重整企业的自主决定权。其二,若未约定,应在现行立法的基础上,对债转股在重整失败后不能回转为原债权作出明确规定。债转股是债务人以他种给付代替原定给付,表面上公司承担了给付义务,但破产企业财产本就应清偿债权人或股东,所以他种给付实际上还是由债权人或股东承担。同时,若承认转股后股权的回转性,意味着转股债权人不用承担受偿顺位降低的风险,这对其他债权人和股东无疑是不公

平的。当然,若已完成股权变更登记,无论何种原因导致重整计划终止,转股债权都无法回转,这是为了保证债转股实施的稳定性,避免清算中出现不必要的纠纷。另外,在债转股方案中也可以协商约定其他补充条款,给予转股失败的债权人一些其他方面的保障,以提升债权人选择债转股的积极性。例如增设转股失败风险补偿机制,补偿标准应当适用最大利益原则,即所获清偿不得低于依清算程序所能获得的数额。

(三) 畅通转股股东行权渠道

债转股实施后,转股股东面临行权不畅的问题,关键要协调好股东之间的利益冲突,可以探索普通股和优先股交叉适用的模式,从而充分发挥不同股东的优势。专业能力较强、从业经历较丰富的债权人应转化为普通股股东,以便有效监督和管理企业。某些情形下的债权人可以转为优先股股东,比如企业陷入经营困境并非公司治理结构出现问题,债权人欠缺经营管理债务人企业的的能力等。优先股股东虽然不掌控企业治理权,但享有固定的股息率以及分配公司盈利和剩余财产的优先权(刘爱萍,2016)^[6],可以有效降低债权人债转股的风险。所以,债权人及破产企业可依据彼此需求进行协商,在转股协议中自行约定将债权转为优先股或普通股,抑或两者结合交叉适用。

如上文所述,转股股东要想实质性参与公司治理,必须选派代表进入董事会。董事会作为连接股东与管理层的纽带,代表股东进行战略决策,同时监督与约束管理层各项经营行为,是公司治理中的重要组成部分(潘启东,2023)^[7]。因此,要在转股协议以及公司章程中明确约定转股股东可以选派代表进入董事会,同时赋予该代表对重大事项决策的一票否决权。另外,也可以在转股协议中限制控股股东在董事会中的表决权,比如约定持股超过一定比例时,股份表决权弱于一般股权,从而抑制原股东与控制人对新股东的排斥,形成新股东、原股东与控制人多方相互制衡的局面。

另外,要想提升债转股参与率与成功率,必须保

证中小股东与大股东在公司治理中享有平等的权利。首先,要完善有关中小股东权益保障的制度,比如累积投票制、独立董事制度、股东派生诉讼等;其次,可以利用网络投票、与高管面对面交流等多种形式反映中小股东意愿,以此增强中小股东行权的积极性与主动性;最后,还可以严格限制控股股东选取监事会成员的人数,增加可以代表中小股东利益的监事会成员的数目(李琦,2016)^[18]。总之,要切实保障中小股东实质性参与公司治理,否则将难以达到通过债转股改善公司治理水平的效果。

(四)构建多元化股权退出机制

目前债转股后的股权退出主要还是依照《公司法》相关规定,但实践中,无论是采用股权回购还是股权转让的方式,都存在一些客观的障碍,尤其是股权回购可能面临违反《公司法》相关规定的风险,这些情况很大程度上影响了债转股股权的退出。因此,本文建议在退出机制的设置中,应大胆创新增加新的路径,例如股东可直接将股权转让给公司员工,这样既保证了债转股股权的流通性,也在一定程度上保证了企业股权结构的稳定。另外,也可通过立法明确规定,在回购资金来源明确的前提下,允许债转股股东与公司进行约定回购,以充分保障转股股东股权可以顺利退出。

资本市场的成熟度也影响着股权退出,因此,要进一步深化我国多层次资本市场建设,注重发挥区域股权交易市场服务中小微企业的功能,拓宽股权退出渠道。要加强信息披露建设,在发行人、交易所、中介机构等各方主体履行信息披露职责的基础上,以资本市场上投资者的需求为主,全面公开法律所准予公开的有用信息。同时,吸收专业投资者、保险资金、民间资金、其他企业资金等社会资本参与股权交易,以此拓宽二级市场交易的资金来源。

五、结语

民营企业破产重整中债转股制度的完善,本质上形成了市场主体公平竞争的环境,激发了民营企业将其发现的盈利机会付诸实践的意愿(程俊杰,2016)^[19]。在债转股实施过程中,民营企业不但要处

理好《企业破产法》上的诸多问题,还需要解决好企业因实施债转股而产生的一系列衍生问题。2018年最高人民法院印发了《全国法院破产审判工作会议纪要》,其中第二十一条规定:“企业重整后,投资主体、股权结构、公司治理模式、经营方式等与原企业相比,往往发生了根本变化,人民法院要通过加强与政府的沟通协调,帮助重整企业修复信用记录,依法获取税收优惠,以利于重整企业恢复正常生产经营。”因此,重整中的债转股虽然由法院主导,但由于其本身会产生各种衍生问题,严格来说不仅属于法院和管理人的工作范围,各相关部门也要合力协同解决问题,不断完善债转股相关配套制度,这样才能从根本上解决实施债转股的后顾之忧。

注释:

①因行业周期性波动导致困难但仍有望逆转的企业;因高负债而财务负担过重的成长型企业,特别是战略性新兴产业领域的成长型企业;高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业。

②《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(二)》第四十六条:“债务人的股东主张以下列债务与债务人对其负有的债务抵销,债务人管理人提出异议的,人民法院应予支持:(一)债务人股东因欠缴债务人的出资或者抽逃出资对债务人所负的债务;(二)债务人股东滥用股东权利或者关联关系损害公司利益对债务人所负的债务。”

③《企业破产法》第九十三条第二款:“人民法院裁定终止重整计划执行的,债权人在重整计划中作出的债权调整的承诺失去效力。债权人因执行重整计划所受的清偿仍然有效,债权未受清偿的部分作为破产债权。”

④《公司法》第二十七条第一款:“股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资。”

⑤《公司注册资本登记管理规定》第七条:“债权人可以将其依法享有的对在中国境内设立的公司的债权,转为公司股权。转为公司股权的债权应当符合下列情形之一:……(三)公司破产重整或者和解期间,列入经人民法院批准的重整计划或者裁定认可的和解协议。”

⑥《企业破产法》第八十七条:“部分表决组未通过重整计划草案的,债务人或者管理人可以同未通过重整计划草案的

表决组协商。该表决组可以在协商后再表决一次。双方协商的结果不得损害其他表决组的利益。未通过重整计划草案的表决组拒绝再次表决或者再次表决仍未通过重整计划草案,但重整计划草案符合下列条件的,债务人或者管理人可以申请人民法院批准重整计划草案。”

⑦《企业破产法》第九十二条:“经人民法院裁定批准的重整计划,对债务人和全体债权人均有约束力。债权人未依照本法规定申报债权的,在重整计划执行期间不得行使权利;在重整计划执行完毕后,可以按照重整计划规定的同类债权的清偿条件行使权利。债权人对债务人的保证人和其他连带债务人所享有的权利,不受重整计划的影响。”

⑧《公司法》第七十一条第二款:“股东向股东以外的人转让股权,应当经其他股东过半数同意。股东应就其股权转让事项书面通知其他股东征求同意,其他股东自接到书面通知之日起满三十日未答复的,视为同意转让。其他股东半数以上不同意转让的,不同意的股东应当购买该转让的股权;不购买的,视为同意转让。”

⑨《公司法》第七十四条:“有下列情形之一的,对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权:(一)公司连续五年不向股东分配利润……提起诉讼。”

⑩一方面,为照顾小额债权人等弱势群体的权益,重整计划科学确定了全额清偿债权的最高限额,对每家债权人50万元以下部分予以全额现金清偿;另一方面,对持有普通债权的债权人,则通过重整获得比直接清算更高的偿债比例或全部进行债转股。

⑪指重整计划草案经表决至少有一个表决组通过了,是法院强制批准重整计划的程序条件。

参考文献:

- [1]王欣新,徐阳光.上市公司重整法律制度研究[J].法学杂志,2007,(03).
- [2]程建平.民营企业债转股问题研究[J].财会通讯,2020,(12).
- [3]胡叶琳、黄速建.再论中国国有企业的性质与功能[J].

经济管理,2022,44(12).

[4]吴杨.预重整中债转股的二元结构属性[J].法律适用,2022,(03).

[5]唐纳德·德帕姆菲利斯(美)著,郑磊译.收购、兼并与重组——过程、工具、案例与解决方案[M].机械工业出版社,2015.

[6]布莱恩·R.柴芬斯(加)著,林华伟,魏曼译.公司法:理论、结构和运作[M].法律出版社,2001.

[7]王欣新.企业重整中的商业银行债转股[J].中国人民大学学报,2017,31(02).

[8]韩长印.破产法视角下的商业银行债转股问题——兼与王欣新教授商榷[J].法学,2017(11).

[9]邹海林.透视重整程序中的债转股[J].法律适用,2018,(19).

[10]Xavier Lucas,种林,张文韵.法国破产重整方案中的债转股问题研究[J].政法论丛,2019,(01).

[11]崔军.代物清偿的基本规则及实务应用[J].法律适用,2006,(07).

[12]王欣新.再论破产重整程序中的债转股问题——兼对韩长印教授文章的回应[J].法学,2018,(12).

[13]周之田.市场化债转股的问题分析与制度构建——以债权人和股东权益保护为视角[J].南方金融,2020,(02).

[14]曹东坡.当前市场化债转股股权退出面临的问题、原因及改进建议[J].金融发展研究,2020,(04).

[15]李永军.破产法律制度[M].北京:中国法制出版社,2000.

[16]刘爱萍.市场化债转股下的法律冲突与法治保障[J].金融发展研究,2016,(10).

[17]潘启东.董事会治理、机构投资者抱团与大股东掏空[J].财会通讯,2023,(02).

[18]李琦.中小股东权益侵害及保护措施——以Y投资股份有限公司为案例[D].首都经济贸易大学,2016.

[19]程俊杰.制度变迁、企业家精神与民营经济发展[J].经济管理,2016,38(08).