

重整计划中出资人权益调整的正当性与边界

以绝对优先、清算价值与表决机制的三重约束为中心

赵跃

(安徽国运律师事务所, 安徽 合肥 230000)

摘要：企业破产法第八十五条允许重整计划调整出资人权益，却未规定调整的正当性标准与限度；第八十七条的强制批准，也未就出资人的保护设置专门规则。实务中，出资人权益被清零的案例日渐增多，股东的异议亦随之增多：股权系股东的财产权，凭何在公司尚有清偿能力时被剥夺？本文主张，出资人权益调整的正当性，应当建立在“剩余财产索取权”的定性之上：股东对公司财产的权利，次于全部债权，仅在清偿全部债务后才有价值；故当企业资不抵债时，股权的经济价值为零，调整并不构成“剥夺”，而是对既有状态的确认。但这一结论须受三重约束：其一，绝对优先原则，即债权获得全额清偿前，股东不得保留任何利益，反之债权未获全额清偿时，股东亦不得被要求承担超出其股权价值的损失；其二，清算价值测试，即调整后的股东待遇不得低于模拟清算下的所得，测试的方法应当以资产评估为基础，而非以账面净资产为准；其三，表决机制，即涉及出资人权益调整的，必须设立出资人组表决，表决比例参照第八十四条，未获通过的不得强制批准，除非满足“公平且无差别”的条件。司法审查应当围绕上述三重约束展开，既防止大股东以重整逃避债务，也防止债权人对股东的过度挤压。

关键词：破产重整；出资人权益调整；绝对优先原则；清算价值测试；强制批准；表决机制

中图分类号：D922.291.92 **文献标识码：**A **文稿编号：**WJLT(2026)06-0039-12

Adjustment of Equity Interests in Reorganisation Plans: Legitimacy and Limits

ZHAO Yue

(Anhui Guoyun Law Firm, Hefei 230000, Anhui, China)

Abstract: Article 85 of the Enterprise Bankruptcy Law permits reorganisation plans to adjust equity interests, but lays down no standard of legitimacy or limit; Article 87 on cram-down contains no specific protection for shareholders. In practice, cases in which equity is wiped out are increasing, and shareholder objections follow: shares are property, so how may they be taken when the company remains solvent? This article argues that legitimacy rests on characterising equity as a residual claim: shareholders rank behind all creditors, and their interest has value only after debts are paid in full. Where the company is insolvent, equity has no economic value, and adjustment confirms rather than deprives. This conclusion is subject to three constraints. First, absolute priority: creditors must be paid in full before shareholders retain anything, and shareholders may not be required to bear losses exceeding the value of their shares. Second, the liquidation value test: treatment under the plan must be no worse than in a simulated liquidation, assessed on valuation rather than book net assets. Third, voting: where equity is adjusted, a shareholders' class must be constituted and vote, by analogy to Article 84, and absent approval cram-down is unavailable unless the plan is fair and equitable without discrimination. Judicial review should orbit these three constraints, preventing both evasion of debts by controlling shareholders and excessive squeeze by creditors.

Key words: reorganisation; adjustment of equity interests; absolute priority; liquidation value test; cram-down; voting mechanism

说明：（本文为作者个人研究观点，不代表所在单位意见）

作者简介：赵跃，安徽国运律师事务所执业律师，研究方向为民商法学、破产法学。

一、问题的提出

重整制度的核心，是在企业尚有挽救价值时，通过调整各方权利，使其恢复生机。调整的对象，既包括债权，也包括股权。债权的调整，表现为减免、展期、债转股；股权的

调整，表现为让渡、缩股、稀释、清零。

债权调整的正当性，较易说明：债权人自愿放弃部分权利，换取更高的受偿可能。股权调整的正当性，则不那么直观：股东的股权是财产权，未经其同意而被剥夺，依据何在？

实务中，股权清零的案例日渐增多。有的公司资不抵债，重整计划将原股东权益全部清零，由新投资人接手；有的公司尚有清偿能力，重整计划仍大幅削减股东权益，引发股东诉讼。

股东的异议，集中于两点：其一，公司尚有清偿能力，股权仍有价值，清零构成剥夺；其二，出资人组的表决未获通过，法院仍强制批准，程序上缺乏正当性。

现行法的规定，较为简略。企业破产法第八十五条规定，重整计划草案涉及出资人权益调整事项的，应当设出资人组，对该事项进行表决。第八十七条规定了强制批准的条件，但未就出资人的保护设置专门规则。

规范的简略，导致裁判的分歧。有的法院认为，只要资不抵债，即可清零；有的法院认为，须经出资人组通过；有的法院则认为，须进行清算价值测试，确保股东所得不低于清算所得。

分歧的实质，是价值判断的不同：重整制度，究竟以债权人的保护为中心，还是以社会利益的维护为中心？股东的地位，究竟是剩余索取权人，还是利益相关者？

本文的主张是：出资人权益调整的正当性，应当建立在剩余财产索取权的定性之上。股东的权利次于全部债权，仅在清偿全部债务后才有价值；故资不抵债时，股权的经济价值为零，调整不构成剥夺。

但这一结论须受三重约束：绝对优先原则、清算价值测试、表决机制。三重约束，分别从实体、经济、程序三个层面，划定调整的边界。

以下依次讨论：规范基础、正当性论证、调整方式与限度、表决机制、司法审查、实务问题。讨论的落点，是裁判的可操作标准。

在进入规范分析之前，有一层背景须先交代。我国重整制度的实践，起步较晚，但发展迅速。早期的重整案件，多集中于大型企业，方案的设计以债权人保护为主，股东的权益调整较少被讨论。

近年来的变化，是中小企业的重整增多。中小企业的股权集中，股东往往兼任经营者，股权调整直接触及经营者的地位；争议由此增多，规则的不足也随之显现。

规则不足的表现，一是标准模糊，二是程序简略，三是救济匮乏。三者叠加，使股东在重整中处于弱势：既难以参与方案的制定，也难以挑战方案的合法性。

弱势的形成，有其结构性原因。重整的主导者，通常是管理人或者债权人；股东的声音，往往被边缘化。制度的设计，若不加注意，容易演变为“债权人说了算”。

但另一面，也要看到股东的处境。资不抵债的公司，股东本就无剩余可言；若过度强

调股东的权利，反而会延误重整，损害包括职工在内的各方利益。平衡的把握，是制度的核心。

本文的讨论，正是在这一张力中展开。它不预设股东优先，也不预设债权人优先；它试图提供一个判断的框架，使不同的情形得到不同的处理。

框架的意义，在于减少恣意。没有框架，裁判便依赖直觉；有了框架，裁判便有据可循。可循的标准，是法治的基本要求。

须说明的是，本文所称“出资人”，主要指有限责任公司的股东与股份有限公司的股东；合伙企业、独资企业的出资人，其权利性质不同，不在本文讨论之列。

二、规范基础

企业破产法第八十五条，是出资人权益调整的直接依据。该条包含两层内容：其一，出资人代表可以列席讨论重整计划草案的债权人会议；其二，涉及出资人权益调整的，应当设出资人组表决。

第一层内容，是列席权。列席不同于出席：出席有表决权，列席只有发言权。立法的意图，是让出资人了解情况、表达意见，但不参与债权人的表决。

第二层内容，是表决权。涉及出资人权益调整的，应当设组表决。设组的意义，在于把股东的利益与其他利益相关者区分，使表决更为精准。

须注意，第八十五条未规定表决的比例。实务中，参照第八十四条关于债权人组的规定：出席会议的同一表决组的成员过半数同意，且其所代表的出资额占该组出资总额的三分之二以上。

参照的正当性，来自“同类同权”的原则。出资人与债权人，同为重整计划的利害关系人；其表决的机制，应当一致。参照适用，是法律的漏洞补充。

第八十七条，是强制批准的依据。该条规定，部分表决组未通过重整计划草案，债务人或者管理人可以申请法院批准，但须满足六项条件，包括：担保债权就特定财产获得全额清偿、职工债权与税款债权获得全额清偿、普通债权所获清偿不低于清算所得、出资人权益调整公平且无差别等。

六项条件中，与出资人直接相关的是“公平且无差别”。这一表述，含义模糊：何为公平？何为无差别？学理上有不同的解释，实务中有不同的适用。

本文认为，“公平”应当理解为符合绝对优先原则，“无差别”应当理解为同类股东同等对待。前者是实体标准，后者是形式标准；二者结合，构成强制批准的边界。

除破产法外，公司法的规范亦有适用。股权的性质、股东的权利、资本的维持，均由公司法规定；重整中的股权调整，不能脱离公司法的框架。

例如，缩股涉及注册资本的减少，须履行减资的程序；增资扩股涉及优先认缴权，须保障原股东的权利。程序的遵守，是调整有效的前提。

两个法律部门的衔接，是实务中的难点。破产法是特别法，优先适用；但特别法未规定的，仍须回到公司法。衔接的方法，是“特别法优先、一般法补充”。

剩余索取权的理论，源自公司金融学。其核心命题是：公司的现金流，先支付债权人，再支付股东；股东索取的是“剩余”，即扣除全部支付后的余额。

剩余的数额，可能为正，也可能为零。为正时，股东获得分红；为零时，股东一无所获；为负时，股东不仅无所得，其出资亦已损失。理论的意义，在于揭示股东的风险地位。

风险地位的揭示，为重整中的股权调整提供了依据。既然股东索取的是剩余，则剩余为零时，其索取权亦为零；调整为零，不过是确认事实。论证的力量，在于逻辑的连贯。

但逻辑的连贯，不等于结论的正确。若“剩余为零”的判断有误，则结论亦误。故判断的方法，须有保障；保障的核心，是评估的独立与透明。

评估的独立，要求评估机构与重整的各方无利害关系；评估的透明，要求评估的方法、假设、数据向各方公开。二者欠缺，评估的结论便难以服人。

实务中，有的评估报告仅列结论，不列过程；有的评估机构由管理人直接指定，未经各方确认。此种做法，削弱了评估的公信力，也为争议埋下伏笔。

改进的方向，是引入“评估的抗辩”：各方可以对评估报告提出异议，评估机构应当答复；异议成立的，应当重新评估。抗辩的机制，是评估公正的保障。

除了剩余索取权，还有“期权理论”的解释。该理论认为，股权类似于对公司资产的看涨期权：当资产价值高于负债时，期权有价值；低于负债时，期权无价值。

期权理论的优势，在于解释了股权的“时间价值”：即使当前资不抵债，若未来有升值的可能，股权仍有价值。这一解释，对重整有重要的启示。

启示的内容，是“不能仅看当前”。若公司有挽救的价值，则股权的未来价值可能为正；此时，一律清零，可能剥夺了股东的期权价值。判断的时点，应当考虑未来的可能。

但期权价值的计算，依赖于对未来的预测；预测的不确定，使计算难以精确。故实务中，期权理论多作为辅助的论证，而非独立的标准。

辅助的作用，体现在“谈判的筹码”：股东可以主张其期权价值，据此争取保留部分权益；债权人可以主张期权价值的微弱，据此主张清零。谈判的结果，取决于双方的论证。

三、正当性论证

股东对公司财产的权利，性质上是剩余索取权。其在清偿顺序上，次于全部债权；只有在全部债务清偿完毕后，才能就剩余财产主张分配。这是公司法的基本原理。

剩余索取权的定性，决定了股权的经济价值。当公司资产大于负债时，股权有价值；当资产等于负债时，股权价值为零；当资产小于负债时，股权价值为负，但股东仅以出资

为限承担责任。

重整中的公司，多为资不抵债或者濒临资不抵债。此时，股权的经济价值趋近于零；调整股权，实质上是对既有状态的确认，而非对权利的剥夺。

这一论证，被称为“无价值即无保护”。其逻辑是：法律保护的是有价值的权利；无价值的权利，不受保护。逻辑的成立，以“价值为零”的事实为前提。

前提的证明，须依靠清算价值测试。测试的方法是：模拟公司清算，计算可供分配的财产；若该财产不足以清偿全部债务，则股权无价值；若有剩余，则股权有价值。

测试的重要性，在于防止“假性资不抵债”。有的公司账面资不抵债，但资产的公允价值高于负债；此时，股权仍有价值，不得清零。账面的数字，不能代替市场的判断。

实务中，有的管理人直接以资产负债表的净资产为负为由，主张股权无价值。此种做法，忽略了资产的公允价值与负债的或有性，可能导致股东的权益被误夺。

正确的做法，是委托评估机构，对资产与负债作公允评估；评估的基准，是清算价值而非持续经营价值。基准的选择，直接影响测试的结果。

若测试的结果是股权无价值，则调整具有正当性；若测试的结果是股权有价值，则调整须有其他的正当性依据，如股东同意、或为新投资人的进入所必需。

其他的正当性依据，须严格把握。股东同意，须是真实的意思表示，不得有欺诈、胁迫；新投资人的进入，须是重整所必需，且对价的分配公平。

这一问题的实务面向，站内破产重整中的「出资人权益调整」，股东股权被清零合法吗一文已有讨论；本文则试图为“何时可以清零”提供一个可检验的教义学标准。

绝对优先原则，是正当性的第二重约束。其内容是：债权获得全额清偿前，股东不得保留任何利益；反之，债权未获全额清偿时，股东亦不得被要求承担超出股权价值的损失。

前一句，是对股东的限制；后一句，是对股东的保护。原则的完整性，在于两面兼顾：既不允许股东在债权未清偿时“插队”，也不允许债权人把股东当作“提款机”。

实务中，前一句常被强调，后一句常被忽略。有的重整计划，在债权仅获部分清偿的情况下，仍要求原股东追加出资或者提供担保；此种要求，超出了股东的责任范围。

股东的责任，以出资为限。这是公司法的基石，不因重整而改变。重整计划可以调整股东的权益，但不能创设股东的债务；创设的，须经股东同意，否则无效。

绝对优先原则的适用，也有例外。若债权人自愿放弃部分债权，则股东可以在债权未全额清偿时保留利益；放弃的意思，须明确，且不得损害其他债权人的利益。

例外的正当性，来自意思自治。债权人有权处分自己的权利；其放弃部分债权，换取重整的成功，属于商业判断。法律的尊重，是对自治的尊重。

让渡的具体安排，须明确三个要素：让渡的比例、让渡的对象、让渡的对价。三者的组合，决定了让渡的公平性。

让渡的比例，可以按持股比例均摊，也可以按股东的过错区别。均摊的优点是简单，缺点是忽略差异；区别的优点是精准，缺点是难以量化。选择的标准，是案件的实际情况。

让渡的对象，可以是债权人，也可以是新投资人。让渡给债权人的，实质是“以股抵债”；让渡给新投资人的，实质是“以股换资”。二者的经济效果不同，程序也不同。

让渡的对价，可以体现为债务的减免，也可以体现为现金的注入。对价的公允，是让渡正当性的基础；对价明显偏低的，可能构成对股东的侵害。

缩股的技术细节，须予注意。缩股后，注册资本减少，每股的面值不变，股数减少；股东的地位不变，比例不变。变化的，是公司的资本规模。

缩股与减资的区别，在于目的。缩股的目的是配合重整，减资的目的是返还出资；前者不涉及财产的流出，后者涉及。目的的差异，决定了程序的差异。

增资扩股的技术细节，亦须注意。发行的价格，应当以评估为基础；发行的对象，应当公开遴选；原股东的优先认缴权，应当保障。三项要素，缺一不可。

优先认缴权的保障，可以有两种方式：一是通知原股东，给予其认缴的机会；二是若原股东放弃，则由新投资人认缴。方式的选择，依公司的实际情况确定。

实务中，有的重整计划未通知原股东，直接向新投资人发行，导致原股东的优先认缴权被侵害。此种做法，违反了公司法的规定，可能被撤销。

股权清零的技术细节，最为敏感。清零的方式，可以是无偿转让，也可以是注销；前者须经股东同意，后者须经法院裁定。方式的选择，影响程序的正当性。

债转股的技术细节，涉及债权的评估、股权的定价、转换的比例。三者环环相扣，任何一环的偏差，都会影响转换的公平。评估的独立，是债转股正当性的前提。

四、调整的方式与限度

出资人权益的调整，有多种方式：让渡、缩股、增资扩股稀释、股权清零、债转股。方式不同，对股东的影响不同，适用的条件也不同。

让渡，是指股东将其持有的部分股权无偿转让给债权人或者新投资人。让渡的比例，依重整的需要确定；让渡的对价，通常体现为债权的清偿或者新资金的注入。

让渡的正当性，在于“以股抵债”。股东以股权清偿公司的债务，实质上是替代出资；其效果，是减少公司的负债，提高重整的成功率。让渡的比例，应当与债务的规模相当。

缩股，是指按一定比例减少股东的股份，如二股缩为一股。缩股的效果，是减少注册资本，提高每股的价值；其目的，是使新投资人以较低的成本取得控制权。

缩股涉及减资的程序，须履行公司法的要求：编制资产负债表及财产清单、通知债权人、公告、办理变更登记。程序的欠缺，可能导致缩股无效。

增资扩股稀释，是指公司向新投资人发行新股，原股东的持股比例相应下降。稀释的效果，取决于发行的价格：价格越低，稀释越严重；价格越高，稀释越轻。

稀释的正当性，在于“新资金的必要性”。若公司确需资金，且原股东无力提供，则引入新投资人是合理的选择；但发行的价格须公允，不得以明显低价稀释原股东。

实务中，有的重整计划以极低的价格向新投资人发行股份，导致原股东的权益被大幅稀释。此种做法，实质上是以稀释代替清零，规避了出资人组的表决。

规避的防止，须靠实质审查。法院应当审查发行的价格是否公允、是否经过评估、是否给予原股东优先认缴的机会。审查的实质，是防止形式合法、实质不公。

股权清零，是指原股东的权益全部消灭。清零的适用，以股权无价值为前提；若无价值的事实不成立，则清零构成剥夺，须有更强的正当性依据。

债转股，是指债权人将其债权转换为股权。债转股的效果，是债权人成为股东，原股东的持股比例下降；其正当性，在于“以债换股”的自愿性。

债转股的自愿性，须予保障。强制债转股，实质上是强迫债权人接受股权，可能损害其利益；故须经债权人组表决通过，且不得违反绝对优先原则。

方式的选择，应当依重整的需要确定，不能一刀切。有的企业只需让渡部分股权即可重生，有的则须清零方能吸引投资人。方式的选择，是商业判断，也是法律判断。

限度的把握，须兼顾两端：一方面，调整的力度须足以吸引新资金，否则重整失败，各方俱损；另一方面，调整的力度不得超出必要，否则股东被过度挤压，失其公平。

必要性的判断，可以参照“最小侵害”的原则：在多种可行的方案中，应当选择对股东侵害最小的方案；若清零可以达到目的，则不应当附加其他负担。

最小侵害的原则，与比例原则同源。其适用，须以“目的正当”为前提：若重整的目的本身不正当，如仅为大股东逃避债务，则任何调整都失去正当性。

表决机制的设计，须回答三个问题：谁有权表决、如何表决、表决的后果。三个问题，对应主体、程序、效力三个层面。

谁有权表决，取决于股权的归属。登记在册的股东，有权表决；隐名股东，须先确权；质押的股权，由出质人表决，但质权人的利益应当考虑。

质押股权的表决，是实务中的难点。出质人表决，可能损害质权人的利益；质权人表决，又缺乏法律依据。折中的方案，是出质人表决前须征得质权人同意。

如何表决，取决于表决的方式。现场会议、书面表决、网络投票，均可采用；方式的选择，应当以便利股东参与为原则。便利的原则，是程序正当的体现。

表决的后果，取决于表决的结果。通过的，计划生效；未通过的，协商或者强制批准。后果的明确，是程序安定的保障。

须注意，表决的效力并非绝对。即使表决通过，法院仍须审查计划的合法性；违法的计划，不因表决通过而有效。审查的保留，是司法监督的体现。

这一保留，被称为“合法性审查的独立性”。其意义在于：表决是当事人的处分，审查是法律的底线；处分不能突破底线，底线不能因处分而放弃。

实务中，有的法院仅审查表决的比例，不审查计划的内容，导致违法的计划被批准。此种做法，放弃了司法的监督职责，也损害了股东的权益。

五、表决机制

出资人组的设立，是第八十五条的要求。设立的时点，应当在重整计划草案提交表决之前；设立的方式，可以由管理人提议，也可以由法院决定。

出资人组的构成，包括全体股东。不同类别的股东，如普通股与优先股，是否应当分设小组？本文认为应当分设，因为两类股东的权利内容不同，利益诉求也不同。

分设的理由，在于“同类同权”。同类的股东，应当同等对待；不同类的股东，应当分别表决。分设的目的，是使表决更为精准，避免多数决压制少数类。

表决的比例，参照第八十四条：人数过半数，且所代表的出资额占该组总额的三分之二以上。两个条件，须同时满足；缺一，即为未通过。

比例的设计，体现了“双重多数”的理念：既考虑人数的多数，也考虑资本的多数。前者保护小股东，后者尊重资本的力量。二者的平衡，是表决机制的精髓。

未通过的法律后果，依第八十七条处理：管理人可以与出资人组协商，修改草案后再次表决；协商不成的，可以申请法院强制批准。

强制批准的条件，须严格把握。第八十七条列举的六项条件，须全部满足；其中“出资人权益调整公平且无差别”，是保护股东的核心条款。

“公平”的判断，应当以清算价值测试为基础：调整后的待遇，不得低于模拟清算下的所得。若低于，则不公平；若不低于，则可能公平。

“无差别”的判断，应当以同类股东的比较为基础：同类的股东，应当获得同等的待遇；不同类的，可以区别对待，但须有正当理由。

实务中，有的重整计划对控股股东与小股东区别对待，如控股股东让渡全部股权，小股东让渡一半。此种区别，是否有正当理由？须依具体情况判断。

若区别的理由是“控股股东对困境负有责任”，则具有正当性；若理由仅是“便于操作”，则缺乏正当性。理由的审查，是实质审查的核心。

强制批准的程序，应当保障股东的参与权。法院在批准前，应当听取出资人组的意见；出资人组有异议的，应当记录在案，并在裁定中回应。

回应的义务，是说明理由的要求。裁定不能仅写“符合第八十七条的条件”，而应当逐项说明：哪一项条件满足，依据何在，异议为何不成立。说理的具体，是裁定正当性的基础。

救济的途径，亦有讨论空间。现行法未规定对强制批准裁定的上诉；股东不服的，只

能通过审判监督程序救济。救济的不足，影响了股东的保护。

本文主张，应当允许股东对强制批准裁定提起上诉。理由在于：强制批准涉及股东的实体权利，应当给予程序的保障；上诉的制度，是最基本的保障。

司法审查的价值，在于为重整提供“合法性背书”。重整计划一经批准，即对全体利害关系人产生约束力；约束力的正当性，来自程序的合法与内容的公平。

审查的启动，可以是管理人的申请，也可以是利害关系人的异议。前者是强制批准的程序，后者是异议的处理程序。两种启动，适用的规则不同。

管理人的申请，须提交计划草案、表决结果、评估报告等材料；法院应当审查材料的完整性，材料不全的，应当要求补正。补正的要求，是审查的第一步。

利害关系人的异议，须在法定期限内提出；异议的内容，可以是程序的瑕疵，也可以是内容的违法。异议的审查，应当听取各方的意见，必要时可以听证。

听证的程序，包括陈述、质证、辩论。陈述由异议人先发言，被异议方答辩；质证围绕证据的真实性、合法性、关联性；辩论围绕法律的适用。程序的完整，是审查公正的保障。

审查的结论，应当以裁定的形式作出。裁定应当载明理由，理由应当回应异议；未回应的，属于说理不充分，可能被上级法院撤销。

上级法院的监督，通过复议或者审判监督程序实现。复议的期限较短，适用于程序性的事项；审判监督的期限较长，适用于实体性的事项。二者的分工，是救济体系的安排。

救济体系的完善，还有空间。本文主张，应当建立“重整计划异议之诉”，使利害关系人可以通过诉讼挑战计划的效力；诉讼的程序，参照撤销之诉的规则。

异议之诉的意义，在于提供“独立的救济”。现行的复议与监督，均依附于批准程序；独立的诉讼，可以使争议在正常的程序中得到解决。

六、司法审查

司法审查的对象，包括重整计划的合法性、表决程序的正当性、强制批准的条件。三者层层递进，缺一不可。

合法性的审查，关注计划的内容是否违反法律的强制性规定，如是否违反绝对优先原则、是否损害职工的优先权、是否违反税收的法定性。

程序的审查，关注表决组的设立是否合法、表决的比例是否达标、未通过的处理是否合规。程序的瑕疵，可能导致计划不被批准。

条件的审查，关注第八十七条的六项条件是否满足。审查的方法，是逐项核对，而非整体判断；任一项不满足，即不得批准。

审查的强度，应当适当。法院不是商业判断的替代者，不应当对重整方案的优劣作评价；但法院是合法性的守护者，应当对方案的合法性作审查。

强度的把握，体现为“形式审查与实质审查的结合”：对程序的合法性，作形式审查；对实体的公平性，作实质审查。二者结合，才能兼顾效率与公正。

实质审查的方法，包括评估报告的审查、清算价值的测算、同类股东的比对。方法的应用，须借助专业力量，如评估机构、财务顾问。

评估报告的审查，关注评估的基准、方法、假设是否合理。基准应当是清算价值，方法应当是市场法或者收益法，假设应当有事实依据。

清算价值的测算，关注资产的可变现性、负债的完整性、清算费用的扣除。测算的结果，是判断股权是否有价值的基础。

同类股东的比对，关注待遇的差异是否有正当理由。比对的对象，是同一类别的股东；比对的内容，是让渡的比例、清偿的比例、未来的权利。

审查的结论，应当体现在裁定中。裁定应当载明：计划的内容、表决的结果、批准的理由、异议的处理。载明的详细，是裁定质量的体现。

若计划不被批准，则管理人应当修改后重新提交；修改仍不通过的，法院应当裁定终止重整程序，宣告破产。程序的后果，是各方须审慎对待。

实务中的经验，值得总结。成功的重整，往往有几个共同点：评估的独立、方案的透明、协商的充分、监督的有效。四者具备，争议便少；四者欠缺，争议便多。

评估的独立，是基础。评估机构应当由各方共同选定，或者由法院指定；评估的费用，从重整费用中支付，不由一方承担。独立的地位，是公信力的来源。

方案的透明，是关键。方案的内容应当向各方公开，包括资产的状况、负债的清单、清偿的比例、股权的调整；公开的程度，决定了信任的程度。

协商的充分，是途径。管理人在提交方案前，应当与各表决组充分沟通，听取意见；意见的吸收，应当体现在方案的修改中。沟通的过程，是共识的形成。

监督的有效，是保障。计划的执行，须有持续的监督；监督的主体，可以是管理人，也可以是债权人委员会；监督的结果，应当向各方报告。

四者的结合，构成了“程序正义”的完整链条。链条的完整，使实体正义有实现的可能；链条的断裂，使实体正义沦为口号。

还有一个问题，是重整的期间。重整的期间过长，成本高企，各方疲惫；期间过短，方案粗糙，执行困难。期间的设定，须兼顾两端。

我国破产法规定，重整期间为六个月，可以延长三个月。期间的设定，较为紧凑；实务中，延期的情况常见。期间的管理，是重整成功的重要因素。

七、实务问题

第一个问题，是评估的时点。清算价值的测算，以何时为基准？受理时、计划提交时、批准时，结果可能不同。本文主张以“计划提交时”为基准，因为此时的信息最为完

整。

第二个问题，是或有负债的处理。担保、诉讼、税务争议等或有负债，是否计入清算价值？本文主张应当计入，但须依其发生的概率作折价；折价的比例，依具体情况确定。

第三个问题，是股东借款的处理。控股股东对公司的借款，在重整中是否应当劣后？学理上有争议，实务中有不同的做法。本文主张，若借款具有资本性，则应当劣后。

资本性的判断，可以参照“是否与股权相当”“是否无固定期限”“是否无担保”。三项具备的，视为资本，劣后清偿；不具备的，按普通债权处理。

第四个问题，是新投资人的遴选。遴选的方式，应当公开、竞争；遴选的标准，应当包括资金的规模、方案的可行性、对职工安置的安排。公开的遴选，是公平的保障。

有的重整案件，新投资人由管理人直接指定，未经竞争程序，引发质疑。质疑的核心，是价格的公允性；若价格明显低于市场，则可能损害债权人与股东的利益。

第五个问题，是重整计划的执行监督。计划的执行，由债务人负责，管理人监督；监督的期限，依计划的约定。监督的缺失，可能导致计划的落空。

监督的内容，包括资金的到位、债务的清偿、经营的恢复。监督的方式，可以是定期报告、专项审计、现场检查。方式的组合，依案件的复杂程度确定。

第六个问题，是重整失败的处理。若计划执行不能，法院应当裁定终止执行，宣告破产；此时，已经调整的股权，是否恢复？本文主张不恢复，因为调整已经生效，恢复将损害交易的安定。

不恢复的后果，由股东承担。其理由在于：股东在计划表决时，已经知晓风险；其同意或者被强制批准，均意味着承受该风险。风险的分配，是制度的安排。

最后须指出，重整制度的成败，不只取决于规则，也取决于市场。若缺乏有能力的投资人、缺乏专业的服务机构、缺乏成熟的资本市场，则规则再精细，也难以落地。

市场的培育，需要时间。投资人的成长、机构的成熟、资本的积累，都是渐进的过程；制度的完善，应当与市场的发育同步，不能超前，也不能滞后。

同步的实现，依赖于实践与规范的互动。实践提出问题，规范回应问题；规范的回应，又引导实践的深化。互动的过程，是制度生长的过程。

愿这一生长，能使重整制度真正成为“救活企业”的工具，而非“分配失败”的场所；愿每一位参与者，都能在规则的框架内得到公平的对待。

还有一个维度，值得提及。重整中的股权调整，往往涉及税务问题：股权让渡是否视同转让、是否产生所得税；债转股是否确认债务重组所得；缩股是否影响计税基础。

税务的处理，直接影响各方的实际收益。若让渡被视为转让，股东须就“所得”纳税，而实际并未取得现金；此种处理，可能加重股东的负担，影响方案的可行性。

实务中，有的地方对重整中的股权调整给予特殊性税务处理，递延纳税；有的地方则按一般规则处理。处理的差异，影响了重整的成本，也影响了方案的设计。

统一的规则，是实务的期待。统一的路径，可以由财税部门就重整中的税务处理作出专门规定，明确特殊性税务处理的条件与程序。规则的统一，是公平的前提。

公平的前提具备，重整的道路才走得通。走得通的道路，才有到达的可能；到达之后，各方的损失才真正得到分担。

八、结语

回望全文，出资人权益调整的争议，实质是“谁承担失败的成本”的问题。企业的困境，由谁负责？股东、债权人、职工、社会，各承担多少？

本文的答案，是“依顺位承担”：债权人先于股东受偿，股东在债权清偿后才有剩余；故资不抵债时，股东先承担损失。顺位的安排，是风险分配的规则。

但顺位不是绝对的。绝对优先原则的另一面，是股东不承担超出股权价值的损失；清算价值测试，是确保这一面的技术；表决机制，是确保股东参与的途径。

三者结合，构成了一个完整的保护框架：既防止股东逃避责任，也防止债权人过度挤压。框架的平衡，是重整制度成熟的标志。

对法官而言，重要的不是记住条文的序号，而是理解条文背后的顺位逻辑：谁先受偿，谁后受偿，谁承担损失。理解顺位，才能在复杂的案件中作出合理的判断。

愿重整制度既能救活企业，也能公平分担损失；愿每一个股东的权利，都在顺位的框架内得到尊重。此即本文的初衷。

参考文献

- [1] 《中华人民共和国企业破产法》第二条、第七十条、第七十三条、第八十二条、第八十四条、第八十五条、第八十六条、第八十七条、第八十八条、第九十三条。
- [2] 《中华人民共和国公司法》第二十二条、第二十六条、第六十六条、第一百一十六条、第二百二十四条。
- [3] 《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）》（法释〔2019〕3号）第十一条、第十五条。
- [4] 《全国法院破产审判工作会议纪要》（法〔2018〕53号）第十八条、第二十一条。
- [5] 王欣新：《重整制度中出资人权益的调整》，《法学杂志》2021年第8期。
- [6] 许德风：《破产法论：解释与功能比较的视角》，北京大学出版社2020年版。
- [7] 邹海林：《重整计划强制批准中的利益平衡》，《中国法学》2022年第3期。