

破产程序中的“股转债”

——合同法、公司法及破产法的“一揽子竞争”

蒋大兴 王首杰*

内容提要: 本文旨在评价“股转债”在中国目前法规范上之可能性,以回应股东可否在公司破产阶段以“股转债”方式退出公司。遵循从普通法到特别法的解释路径,我们发现由合同法到公司法再到破产法,随着特别法意味的逐渐加强,对“股转债”的否定性评价和限制程度也在增加。“股转债”在合同法上可视为附条件履行行为,倾向于做有效判断。但在公司法上涉及库存股、股权退回公司后是否不减资等问题,法规范上的否定性解释增大。而在破产程序中,因公司原有内部决策程序处于冻结状态,诸多重大事项需债权人会议同意并需法院批准,此时公司已无法发布减资公告,难以进行减资程序。“股转债”即便克服了合同法和公司法上的诸多障碍,一旦遭遇破产法,答案即趋于否定——其既不符合破产法最大化债务人资产、使债权人最大程度受偿的价值理念,也受到衡平居次、破产撤销权等具体破产制度的限制。可见,“股转债”在公司破产之前和破产之后的评价是两套不同的逻辑。在破产前,多交由合同法和公司法进行评价,透过公司内部决策程序即可在法定范围内进行自治决策;而在破产后,多交由破产法进行评价,基于对债权人的保护,破产法设有诸多强制性安排。正常状态下的“股转债”,赋予当事人较大的自治空间,只需协调合同法和公司法的冲突即可。而对破产中“股转债”之评价则涉及多向规制——从合同法到公司法,再到破产法,犹如一环小于一环的“圈”,只有钻过三个“圈”的“股转债”,投资人才可能真正实现从破产程序中“撤退”,顺利将身份由股东转换为债权人。在中国当下的法背景中,要达到这一目的是相当困难的。可见,在全球化的今天,法律规整处于“一揽子立法”的竞争模式之中,中国作为世界经济的重要组成部分,面临的立法竞争无时不在,但我们法体系内到处可见的是——不同部门法之内在在精神及规范结构乃至法律效果都是断裂/分裂的,中国商事法的“一揽子竞争力”严重不足。

关键词: 公司; 股东; 股转债; 合同; 破产

一、问题之形成

甲公司在成立并经营一段时间后,引入机构投资者乙,并与乙签署了“股转债”协议,约定当公司经营不善时,乙可退股,将其原有股权转为对公司的债权。此即典型的“股转债”案例。在今天,“债转股”已为人们所熟知,但与其路径相逆的“股转债”我们还较为陌生,只是随着股权“对赌”现象的兴起,“股转债”条款越来越多地出现在对赌协议中。本文不拟对对赌协议之效力进行一般性评价,⁽¹⁾只拟就针对特定股东所定的在破产程序中进行“股转债”之情形展开讨论,分析该种条款在法理/法律上是否具有正当性。

* 蒋大兴,北京大学法学院教授、博士生导师;王首杰:北京大学法学院2014级经济法博士生。

(1)关于对赌协议之效力问题,我们对于时下流行的论点及法院裁判,有一些不同见解,将另外行文讨论。部分观点也可参见蒋大兴“公司法的方法:私募对赌协议效力”(北京大学法学硕士课程之ppt)。

在公司进入破产程序前,若进行“股转债”,通常需满足两个要件:其一,实体层面,股东退出公司,需由公司处置其所退股权(要么减资消除,要么再转让);其二,程序层面,需按照公司章程的规定,由股东会或董事会决议通过。正常状态下的“股转债”,本文不拟展开讨论。在正常状态下,只要不违反法律及公司章程有关股权回购之安排,“股转债”在很大程度上乃公司内部自治行为。可是,当这种“自治”行为遭遇了破产程序,又将有何种命运——此时是否还可进行“股转债”?谁有决定权?如何定价?股转债之后的债权受偿顺位如何确定?等等,一系列问题均将浮出水面。

“法律规范并非彼此无关地平行并存,期间有各种脉络关联。”⁽²⁾ 本文拟从以下三个法域对“股转债”之合法性问题展开体系性解释:首先,在合同法层面,“股转债”合同若具备合同有效要件,可否在破产阶段为“股转债”之“履行行为”,若可,则履行价格又该如何确定;其次,在公司法层面,可否在破产阶段产生库存股——也即,股东可否在破产阶段以“股转债”方式退出公司,程序上又会受到何种限制;其三,在破产法层面,“股转债”是否会与破产法的价值相冲突,是否会受到具体破产制度的限制。对以上三个问题的回答,将直接回应股转债之合法性。

二、合同法之前奏解释

因为“股转债”现象源于特定股东与公司或其他股东签订的股转债合同或条款,所以在合同法解释中需要明确两个问题:首先,需要判断“股转债”合同或条款之效力,只有合同上有有效的“股转债”合同或者条款,才可能进行后续的公司法及破产法评价;其次,对于有效的“股转债”合同或者条款,可否将破产程序中的“股转债”视为一种合同履行行为?若以上两个问题的答案都是肯定的,则只剩如何确定“股转债”之转让对价的问题,下文将从这些视角一一展开分析。

(一) “股转债”之合同效力

若将“股转债”协议/条款本身视为合同,则只要符合合同有效要件,“股转债”即属有效行为。而合同法上合同的有效要件主要有三:行为人具有相应的民事行为能力;意思表示真实;不违反法律或社会公共利益。⁽³⁾ 因此,我们需要以这些要件来衡量“股转债”合同之有效与否:其一,行为人是否具有相应的民事行为能力。若签约各方的自然人、法人具备相应的民事行为能力,则本要件成立;其二,意思表示真实。对自然人而言,意思真实判断相对简单,在此不拟赘述。考虑到“股转债”合同的相对人,有可能是公司的全体老股东,也有可能是公司,还有可能是二者均为合同签订方。尤其对合同相对人为公司之情形,需特别说明——因为,法人之意思形成和意思表示均区别于自然人。就意思形成而言,需符合公司章程的规定,形成有效的内部决议;就意思表示而言,需代理机构享有充分的代理权并对外表达了团体意志。若合乎以上条件,则本要件亦能成立;其三,不违反法律或社会公共利益。“股转债”主要涉及公司法关于资本维持和资本变动的一系列规则,诸如公司回购股权的限制、股东退出机制的限制,等等。“股转债”在程序上,需遵守公司法的这些安排。

若“股转债”全部符合以上合同有效要件,且不存在《合同法》第52条有关合同无效、第54条有关合同可撤销之情形,则依法成立的“股转债”合同/条款当属有效,其效力判断暂不受公司是否居于破产状态之影响。

(2) 参见卡尔·拉伦茨《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2003年版,第316页。

(3) 参见崔建远《合同法》(第二版),北京大学出版社2013年版,第82-85页。

(二) 成就履行行为之可能

我国《公司法》第187条第3款规定，清算期间，公司存续，但不得开展与清算无关的经营活动。有学者认为，清算中的公司并未消灭主体资格，不能因该公司解散而擅自单方解除未履行的合同，否则将构成违约。因此，清算中的公司仍当按约履行合同。⁽⁴⁾ 在言及债务人财产范围时，因未履行合同之继续履行而取得的财产，应划入债务人财产范围。⁽⁵⁾

《破产法》第18条规定“人民法院受理破产申请后，管理人对破产申请受理前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同有权决定解除合同或者继续履行。”有学者从双务合同视角展开分析，将“均未履行完毕”限缩解释为仅指双务合同中双方都部分履行、或一方部分履行另一方未履行、或双方都未履行之情形。⁽⁶⁾ 也有学者认为，尚未履行完毕的合同是破产债务人没有履行完合同义务，导致任何一方不继续履行将构成实质违约。⁽⁷⁾ 可见，即使在破产程序中，未履行之合同也仍有履行可能。

回到“股转债”合同之履行，若原股东退出公司之方式为——将股权转让给其他股东，则不会产生其对公司之债权，股权转让对价应由受让股东支付，非本文所讨论的“股转债”情形。若原股东退出公司之方式为——公司启动股权回购程序，在公司未进入破产状态前，公司回购股权后减资，并获得股东会特别决议通过，该种退出方式的合法性原则上亦无疑问。问题在于，一旦公司启动了破产程序，其已无法进行正常的内部决策，也无法进行正常减资，此时的“股转债”将何去何从？如前所述，破产中的公司亦可选择继续履行合同，考虑到“股转债”条款的设定是“有因行为”——多为吸引金钱投资或者吸引某种特定资源，那么订立“股转债”协议的股东（投资者），一旦加入公司，在“股转债”完成之前，实际上已部分履行了其所以订立的合同。但因“股转债”尚未最终完成，股东与公司均仍有合同义务未履行完毕（股东需放弃对公司的股权、公司需对股东负担债务），“股转债”合同只能视为已获“部分履行”之合同。另因“股转债”条款之启动，往往与公司经营不善或破产有关，故可理解为附条件之履行条款，股东与公司均处于“尚未履行”之状态，符合《破产法》第18条所谓“均未履行完毕”之情形，故公司有权选择是否继续履行该合同。

可见，从《合同法》评价，因经营不善或者破产而可选择“股转债”之合约，属附履行条件之契约，其中，至少有一部分“股转债”合同或条款符合《破产法》所规定的有权“继续履行”或“解除合同”（并支付违约对价）之情形，因此，将“股转债”之实施视为已成立的“股转债”契约之履行行为有法律基础。至于该履行行为是否有法律障碍，则需进一步考察公司法及破产法上的安排再行确定⁽⁸⁾——但“股转债之执行”作为“合同履行行为”之性质当无疑义。此外，若“股转债”合同不是在破产程序启动前成立，而是在破产程序中再行订立，则非简单的“股转债”契约之“履行合法性”问题，还会涉及“股转债”契约之“订立合法性”问题。

(三) 转让对价之确定

若“股转债”合同有效，在具体履行该协议进行“股转债”时，仍需考察“转债价格”的确定机制及其合理性。在破产清算程序中，公司的一切财产均属于破产财产，都将用于各类债权

(4) 参见刘敏《公司解散清算制度》，北京大学出版社2012年版，第110页。

(5) 参见李曙光《破产法的转型》，法律出版社2013年版，第119页。

(6) 参见王欣新、余艳萍《论破产程序中待履行合同的处理方式及法律效果》，载《法学杂志》2010年第6期。

(7) See David Hahn, *The Internal Logic of Assumption of Executory Contracts in Bankruptcy*, <http://ssrn.com/abstract=1600424>, 2015年6月1日访问。

(8) 在美国，承认或者拒绝尚未履行完毕的合同，均应通过法院批准。参见王佐发《上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护》，中国政法大学出版社2014年版，第97页。

之清偿，由于破产公司一般资产都小于负债，股东在公司内不太可能存在基于股东身份而取得的财产利益。破产程序中的债权人一般都不能得到全额清偿，因而公司也没有剩余财产可供股东分配。⁽⁹⁾可见，从破产法角度衡量，此时的股权价值为零或为负。但此种按照财务报表对股权价值进行衡量的方法是历史的和静态的——我们需要考虑的是，股权价值不仅包括公司财务报表所能量化的部分，还包括不可量化的无形资产，比如商誉等。股权的价值不仅限于公司的现在值，更多包含一种未来的期待值。若破产中的公司可能被重组，或启动重整，尽管破产受理时对应净资产的股权价格可能为零或为负，但对于期待值所对应的股权部分，肯定不会为零，甚至在中国上市公司中由于壳资源的可贵性，还可能飙升到一个相当高度。⁽¹⁰⁾

当然，就“股转债”的转让定价而言，可能有两种情形需要考虑：其一，“股转债”协议可能明确约定了“转债价格”或者其计算方法——对于“股转债”协议约定了“转债价格”或者其计算方法的，我们面临的问题是需要衡量其定价标准是否会在破产程序中受到破产法评价体系的冲击。其二，“股转债”协议未对“转债价格”做任何安排，只是提及了股东可以进行转债的权利，对于此种“不完备合同”的问题，我们又该如何推定其“合理价格”呢？恐怕首先需要由当事人进行协商，协商不成的，则按照股权交易的惯例进行处理——净资产定价。当然，还需要区分用于转债的“标的股权”之性质，是公开交易公司之股权，还是闭锁性公司之股权。对公开交易之股权，由于存在公开、透明的交易市场，买方和卖方只需花费很少时间就能达成一致，而交易闭锁性公司之股权，简单的谈判行为将成本高昂。⁽¹¹⁾闭锁性公司之股权转让价格形成机制带有很大偶然性，这也导致闭锁性公司股权转让价格差异很大。有的按照原始出资额转让，有的按照所谓净资产价格转让，有的完全依靠私人谈判。⁽¹²⁾有学者认为，对于非上市公司，可以采取以下基准：（1）公司上一财务年度末的净资产（2）股东退股时的净资产；（3）公司在股东退股之前前3年财务会计报告中的净资产的平均值；（4）股东与公司自愿约定的第三价格。⁽¹³⁾我们认为，无论用何种合同解释的方法填补此种不完备的合同条款，都需要考虑股权之未来值——即便以破产受理时公司的净资产价值对股权进行估价，也应充分考虑破产重组和重整的可能性，将股权的未来值纳入考量之中，同时，兼及经常被忽略的无形资产价值，尤其是，还需考虑基于私法自治而产生的“主观定价”问题⁽¹⁴⁾。当然，此种主观定价的妥当性最终仍需接受破产法上的终极检验——是否公平、是否损害债权人利益。

（四）合同法上之撤销权

《合同法》第74条规定“因债务人放弃其到期债权或者无偿转让财产，对债权人造成损害的，债权人可以请求人民法院撤销债务人的行为。债务人以明显不合理的低价转让财产，对债权人造成损害，并且受让人知道该情形的，债权人也可以请求人民法院撤销债务人的行为。若公司以高于股权实际价值的价格进行“股转债”，让公司承担虚高的负债，相当于公司在未能获得收益的情形下增加了自己的债务负担，可解释为无偿增加债务负担。此时，因“股转债”一方当事人（债务人）为公司，于是出现了公司之债权人可否行使撤销权的问题——即，公司的其他债权人是否有权行使合同法上的撤销权，撤销某股东与公司之间发生的此种“股转债”交易行为？此种撤销权乃合同法上的撤销权。对公司破产过程中，公司债权人能否再依据合同法行使债

(9) 参见郑志斌、张婷《公司重整制度中的股东权益问题》，北京大学出版社2012年版，第34页。

(10) 如郑百文案，在债权人申请破产的同时，公司启动重整过程中股票价格数度涨停。

(11) See David Walker, *Rethinking Rights of First Refusal*, <http://ssrn.com/abstract=188190>, 2015年6月1日访问。

(12) 参见蒋大兴“股东优先购买权行使中被忽略的价格形成机制”，载《法学》2012年第6期；蒋大兴“私法自治与国家强制——闭锁性股权收购中的定价困境”，载《法制与社会发展》2005年第2期。

(13) 参见刘俊海《论公司并购中的小股东权利保护》，载《法律适用》2012年第5期。

(14) 蒋大兴“私法自治与国家强制——闭锁性股权收购中的定价困境”，载《法制与社会发展》2005年第2期。

权人撤销权? 理论上不同认识。有人认为, 按照特别法优先于一般法之原则, 此时合同法上的撤销权应当让位于破产撤销权。⁽¹⁵⁾ 但多数人认为, 民法上的撤销权在破产程序中仍具适用效力 (不过通常依照民事程序行使), 并不因破产程序之启动而被排除适用, 但在其与破产撤销权竞合时应优先适用破产撤销权⁽¹⁶⁾。最高人民法院在《关于哈尔滨百货采购供应站申请破产一案的复函》(法函 [1995] 48 号) 中也指出, 债务人的逃债行为虽然发生在法院受理破产案件前 6 个月以外, 但仍可依据《民法通则》的规定予以撤销。从而, 事实上认可了民法上的撤销权对破产撤销权的补充适用的作用。⁽¹⁷⁾ 2004 年 6 月, 联合国国际贸易法委员会发布的《破产法立法指南》对于撤销权“可启动程序的当事人”建议如下: “破产法应规定, 破产管理人负有启动撤销程序的主要责任。破产法还可允许任何债权人在破产管理人同意的情况下启动撤销程序, 如果破产管理人不同意, 债权人可寻求法院的许可而启动该程序。”⁽¹⁸⁾ 可见, 合同法上的撤销权不仅在正常状态下的“股转债”过程中有用武之地, 在破产过程中, 其仍可与破产撤销权交相呼应。

因此, 我们赞同破产撤销权不排斥民法/合同法撤销权的观点。之所以赞成, 不仅是从功能主义的角度——多元撤销权有助于破产公司财产的维护, 而且是从规范主义的角度——在规范构成上, 合同上的撤销权与破产撤销权有着实质的区别。首先, 从撤销权的主体归属来看, 合同上的撤销权归于公司其他债权人, 而破产撤销权归于破产管理人, 二者存在权利主体的差异; 其次, 从撤销权的权利范围来看, 合同法上的撤销权之行使以债权人之债权为限, 而破产法上撤销权之行使范围没有特别限制; 再次, 从撤销权的利益归属来看, 合同法上的债权人行使撤销权后所取得的利益归属于债务人, 但单个债权人可就该部分利益直接要求受偿。而行使破产法上的撤销权所追回的财产属于破产财产, 全体破产债权人只能通过破产还债程序受偿。可见合同法上的撤销权有“自益行使”的性质, 而破产法上的撤销权有“他益行使”的性质; 最后, 从撤销权的“射程”来看, 合同法上的撤销权射程期间为 1 年, 但从债权人知道或者应当知道撤销事由之日起算, 而且, 自债务人行为发生之日起 5 年内没有行使撤销权的, 撤销权才消灭,⁽¹⁹⁾ 可见, 其最长射程可以达到 5 年。而破产撤销权限于法院受理破产申请前 6 个月⁽²⁰⁾ 或者 1 年⁽²¹⁾, 即使行使追回权, 也仅能扩张到 2 年时效期间⁽²²⁾ 或者破产程序终结之日其 2 年内⁽²³⁾。因此, 进入破产程序后, 合同法上的撤销权不仅可以扩充权利人之范围, 还可在破产撤销权的短期射程之外,

(15) 参见姚建、邹忠平《浅析破产程序中破产撤销权、债权人撤销权与无效合同制度的适用》, 载王欣新、尹正友《破产法论坛》(第八辑), 法律出版社 2013 年版, 第 129 页。

(16) 参见姚建、邹忠平《浅析破产程序中破产撤销权、债权人撤销权与无效合同制度的适用》, 载王欣新、尹正友《破产法论坛》(第八辑), 法律出版社 2013 年版, 第 129 页; 王欣新《破产撤销权研究》, 载《破产法理论与实务问题研究》, 中国法制出版社 2011 年版, 第 195 页。

(17) 参见前引 [15]。

(18) See *UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law*, United Nations Publication, p. 138. 转引自乔博娟《论破产撤销权之行使》, 载王欣新、尹正友《破产法论坛》(第八辑), 法律出版社 2013 年版, 第 140 页。

(19) 《合同法》第 75 条规定“撤销权自债权人知道或者应当知道撤销事由之日起一年内行使。自债务人的行为发生之日起五年内没有行使撤销权的, 该撤销权消灭。”

(20) 例如, 《破产法》第 32 条规定“人民法院受理破产申请前六个月内, 债务人有本法第二条第一款规定的情形, 仍对个别债权人进行清偿的, 管理人有权请求人民法院予以撤销。但是, 个别清偿使债务人财产受益的除外。”

(21) 例如, 《破产法》第 31 条规定“人民法院受理破产申请前一年内, 涉及债务人财产的下列行为, 管理人有权请求人民法院予以撤销: (一) 无偿转让财产的; (二) 以明显不合理的价格进行交易的; (三) 对没有财产担保的债务提供财产担保的; (四) 对未到期的债务提前清偿的; (五) 放弃债权的。”

(22) 例如, 《破产法》第 34 条规定“因本法第 31 条、第 32 条或者第 33 条规定的行为而取得的债务人的财产, 管理人有权追回。”

(23) 例如, 《破产法》第 123 条规定“自破产程序依照本法第 43 条第 4 款或者第 120 条的规定终结之日起二年内, 有下列情形之一的, 债权人可以请求人民法院按照破产财产分配方案进行追加分配: (一) 发现有依照本法第 31 条、第 32 条、第 33 条、第 36 条规定应当追回的财产的; (二) 发现破产人有应当供分配的其他财产的。有前款规定情形, 但财产数量不足以支付分配费用的, 不再进行追加分配, 由人民法院将其上交国库。”

扩张撤销权之射程，从而给破产公司的债务人以更周全的保护。当然，在破产程序中行使撤销权仍应受到破产法其他规范的限制——破产程序中合同债权人行使撤销权也应具有“他益行使”的性质，透过撤销权而追回的财产不能由合同债权人直接受偿，而应归入破产财产，由按照破产程序分配，此系体系解释和目的解释、法益衡量之结果。

综上，“股转债”合同的效力判断原则上适用合同法，只要不违反公司法的相关规定、不违背公司章程，符合合同生效要件，无合同无效及可撤销之情形，即为有效合同。在破产程序中，以破产为履行条件的该类合同符合“均未履行完毕”之情形，应可视为待履行之合同，由此，在破产程序中的“股转债”实施行为属于合同履行行为。在该合同履行过程中，“转债价格”若有约定，只要不与破产法相冲突，即可遵照该约定执行；若无约定，则可推定只能按照“合理价格”转债。至于该“合理价格”之取得，不仅应参考财务报表、根据公司净资产判断，还应充分考虑无形资产未完全进入财务报表之事实，兼及考虑破产公司重组、重整之可能，加计股权之未来价值。当然，如果转让定价高于股权之实际价值，则有可能引发合同法上的撤销权。即便在破产程序中，合同法上的撤销权仍有其适用空间，其与破产撤销权交相呼应，扩张了破产撤销权之权利人范围，也增大了破产撤销权之“射程”范围。

三、公司法之中间解释

“股转债”合同及其履行的合法性，不仅涉及《合同法》上的法效评价，还涉及《公司法》上的法效评价。在《公司法》上，因“股转债”行为涉及公司资本的变化及股东退出问题，必须符合公司法上有关资本变更（减资）及股东退出的实体与程序要求。不合《公司法》要求的“股转债”，会影响到相应合同的效力或其有效履行。下文基于我国《公司法》的上述限制，对“股转债”可能涉及的《公司法》上的问题进行讨论。

（一）股转债之实质与通道结构

在《公司法》上，“股转债”协议之实质是公司收买其股东所持股权，股转债协议的履行结果是一——将股东对公司的股权转变为对公司的债权。因此，“股转债”需要符合《公司法》上有关公司收买自身股份的规定。对此，需要考虑股转债后，相应股权的回流方式。

在股转债契约中，按照股权的终极流向，股东所持股权可能有以下几种归属（股转债之通道）：其一，转回公司，由公司“暂存”，再迅速移转给他人⁽²⁴⁾；其二，转回公司，作为“库存股”，留作他用；其三，转回公司，在法定期限内进行减资。上述转债渠道的法律评价并不完全一致，因此，在《公司法》上，股转债契约是否具有合法性，与股转债契约所设定的上述诸种“转债渠道”的合法性有关。

此外，若“股转债”在合同法上得到认可，还可能在《公司法》上衍生出另外的问题——“无股东之公司”是否具有合法性？例如，若经过若干次股权转让，某一公司的现存股东可能都是机构投资者，都与公司签订过类似“股转债”协议，一旦公司进入破产程序，若这些股东纷纷行使“股转债”之权利、集体退出公司，则可能导致公司出现“无股东”之状态。在《公司法》上，无股东之公司是否可以合法存在？必将产生争议。

从股转债中股权回流的三种通道而言，第一种通道可供讨论的问题较少——此时，公司基本上相当于股权之终极受让人的代理持股人，值得关注的是第二种和第三种通道的合法性，即“库存股”、“转债减资”及与其相关的股东退出的问题。下文将会从库存股、股东退出机制以及股东退出的限制等角度评价“股转债”在《公司法》上的合法性。

(24)参见(2010)江法民初字第711号(一审)、(2010)渝一中法民终字第3206号(二审)。

(二) 股转债之通道合法性 “股份库存”

股转债可能涉及“库存股”。各国对“库存股”的合法性有不同态度，总体上趋向于缓和。美国允许公司在公开发行股票时，预留部分股票作为“库存股”，用于将来的股权激励计划。⁽²⁵⁾在无授权股份的法定资本制下，公司股份在公司成立时均发行认缴完毕，公司不可能在设立之初预留“库存股”，⁽²⁶⁾但公司在其成立后回购自己股份时，有“库存股”可能，只是这种“股份库存”多因回购原因不同而有期间或数量限制。在中国，公司回购自己股份通常有四种渠道：其一，减资回购；其二，合并回购；其三，推行股份奖励回购；其四，基于异议股东行使回购请求权而回购。⁽²⁷⁾在这四种情形，是否均允许股份库存，学界有不同见解。一般认为，减资回购，法律要求在10日内注销有关股份，合并回购和基于异议股东行权而回购，法律也要求应在6个月内转让或者注销，似乎在立法意旨上均不允许库存——但在法定日期内（10日及6个月中），回购之股份未被处理则事实上仍有“客观库存”之可能。对于第三种用作股权激励之回购股份，则存在“法定库存”之可能——因此，公司回购、尚未授予激励前的该部分股票具有比较明显的“库存股”性质。在实务中，也确有法律文件将该种公司回购却尚未用作激励的股票明确界定为“库存股”。⁽²⁸⁾而且，对于该种库存股，法律将其库存时间限定为一年，⁽²⁹⁾将其额度限定为不超过公司已发行股份总额的5% - 10%。⁽³⁰⁾

可见，在我国，没有争议的是——在公司正常状态下，是可能存在基于股权激励、为期一年且受比例限制的“库存股”。但在破产状态，公司因“股转债”所购之股权能否直接归为“库存股”，尚有疑问：首先，从制度因目的来看，库存股的设计主要在于股权激励，而破产中非重整公司不存在此类目的需求；其次，“库存股”的可存期间被限制为一年，破产中非重整公司很难在一年内将此库存股用于股权激励目的。可见，在破产状态中，即便公司仍有库存股额度，是否可以运用库存股权利，主要取决于公司是否有股权激励之必要及在一年内进行股权激励之可能——简言之，若公司重整或重组，则有适用库存股通道之可能，若公司清算后归于消灭，则不存在适用库存股通道的空间，无论此时公司是否存在库存股额度。总之，由于破产阶段的股份回购及库存，面临公司是否重整、回购比例以及库存期限等诸多限制，只有很小一部分“股转债”有运用“库存股”通道之可能——“库存转债”不可能成为“股转债”的主要渠道，故欲以“股转债”方式流回公司的股权，最有可能运用的通道也许就是后文即将讨论的回购减资。

(三) “股转债”之结果合法性 “股东退出”

因股权具有财产性和人身性双重属性，上文从财产角度——财产形态的转换（股份库存）论证“股转债”的合法性，本部分则从人身角度对“股转债”进行评价。从人身角度而言，“股转债”可能导致股东全部或部分退出公司，丧失或者部分改变其股东身份及其权利。

在法理上，根据股东退出的自愿程度，可将股东退出公司的“制度情形”分为两类：其一，股东主动退出的制度形式，主要包括股权转让、行使股份收买请求权、申请公司司法解散等。随着特别股类型的多样化，若公司发行附回购请求权的特别股，当条件成就时，特别股股东有权要求公司回购其股份，从而退出公司。⁽³¹⁾此亦属股东主动退出之情形；其二，股东被迫退出公司

(25)美国《1984年示范公司法》已经取消了“库存股”这个概念，但有些州对此有所保留。根据保留的法典，具有“库存股”性质的股票现在统称为“已授权但尚未发行的股票”。

(26)参见张国平《法律全球化视角下我国的注册资本制度》，载《法学评论》2006年第4期。

(27)四种回购情形可以参见《公司法》第74条及第142条。

(28)例如，财政部财企【2006】67号文规定：公司回购的股份在转让前，作为库存股管理，回购股份的全部支出转作库存股成本。

(29)参见《公司法》第142条。

(30)《公司法》的限制为5%，证券上《管理办法》的限制是10%，可见法律允许的空间之最大限度也不会超过10%。

(31)参见王东光《股东退出法律制度研究》，北京大学出版社2010年版，第12页。

的制度形式，主要包括股份被强制注销、挤出式合并、被强制排除、岗位股的强制转让以及股权的强制执行等。⁽³²⁾ 从履行结果来说，“股转债”也是一种股东退出公司的方式——转债结果会导致行使转债请求权之股东部分或者全部退出公司。在《公司法》上，此种退出行为之合法性，取决于是否符合法律关于股东退出的各种实体及程序限制。

虽然结社自由是宪法权利，对于营利性之组织，其成员——股东也有结社自由，因此，股东退出是一种权利的表现。只是，为维持商事组织的特定成立的——能够继续按照股东意志从事商事营业——公司股东之退出受到诸多明示或隐含的限制——诸如，退出之程序控制、退出之其他限制（限制之比例、时间及主体），等等。

1. 满足明示限制：程序控制

在法律上，股东有自由决定是否成立及是否续存于公司的权利，因此，对股东退出的明示限制，主要集中于退出权行使的程序限制方面。这种程序限制因股东退出方式不同而有差异。例如，在有新股东加入之“转让退出”方面，法律主要设计了优先购买程序，确保新老股东能相容共处；在减资退出方面，主要设计了公司内部决议和外部公示程序。“股转债”因其具体渠道不同，会涉及不同的程序控制机制。因“股转债”而流转回公司的股权有三种路径——回转暂存、回转库存以及回转减资。在法律程序上，根据公司经营状态是否正常，可以做适当区分。

首先，在公司处于正常经营状态下，有关的程序控制主要如下：第一，在回转暂存中，公司暂时持股更类似于一种股权变动的经手人（代理人），程序上需遵循股权变动的一般程序——无论是股权回转公司，还是公司暂存后再转出，均需遵守该程序；第二，符合比例限制和期限限制的股份库存，除需遵守股份转让的一般程序限制外，还需考虑章程对股份回收有无特别限制/约定，若章程有约定的从其约定，无约定的，可先由董事会决策。在涉及优先购买问题时，还须征求其他股东意见；第三，回转减资则是法定的股东会决议事项，并须公告，债权人提出异议的，还需提供担保。在公司正常状态下，减资程序十分严格。例如，在英国，减少资本的，必须要有章程授权，以特殊决议通过，并且要经过法院同意。⁽³³⁾ 在我国，减资也是法定的股东会决议事项⁽³⁴⁾，且作出减资决议之后，需进行减资公告，若债权人提出异议，公司还需提供担保或提前清偿债务⁽³⁵⁾。

其次，在公司处于破产状态时，有关控制程序会因公司治理的冻结而发生变化——由于破产管理人、债权人会议的介入，破产阶段的公司内部决议程序大多被冻结，这自然会影响到有关股东退出程序的运行：第一，暂存转出路径缺乏现实可操作性——即便此时有愿意接受转让之人，因暂存之股权属公司财产，能否转出的决策权在破产管理人手中，且其转让定价还需接受公平性要件的实质审查，受到合同撤销权和破产撤销权的双重限制，可谓难上加难；第二，库存股路径的程序适用范围有限，在非重整公司中缺乏实施必要性，在重整公司中，交由破产管理人行使此项权利并无不当；第三，减资路径的适用程序发生部分变异，在破产程序中进行减资退出，首先面临是否可行的问题——因为此时减资，一则意味着减少了公司股东的责任范围；二则，由于难以根据公司内部决议发布减资公告，⁽³⁶⁾ 减资可行性出现障碍。唯在重整情形，仍有可能将虚高的资本部分予以减除，从而发生减资，但此时之减资决议可能需要债权人会议、破产管理人同

(32) 参见前引 (31) 王东光书，第 11 - 14 页。

(33) 参见英国《1985 年公司法》第 135 条。

(34) 参见《公司法》第 37 条。

(35) 参见《公司法》第 177 条。

(36) See Winfried F. Schmitz, Joren de Wachter, Pekka Jaatinen, *Rescue of Companies: The Role of Shareholders, Creditors and the Administrator*, Association Internationale des Jeunes Avocats, 1998, p. 11.

意，亦应征得法院许可⁽³⁷⁾，以避免不当减资对公司债权人产生新的损害。然而，即便对于将要进行重整的公司，主要需要解决的也是如何限制债权人在一定期间的偿债请求权问题，更多是通过增资增强债权人信心而非继续减资的问题——后者在价值理念上与重整不符。可见，在破产阶段，即便对将要重整的公司，法院可能批准的减资也可能会因为在多数情形下不合逻辑，使得这种特殊程序很难走通。

2. 满足隐含限制：实体控制

所谓隐含限制，主要是实体限制，是指对公司股东退出的实体条件，虽然在法律上没有很明确的限制安排，但可以根据公司之社团本质、公司资本的法定要求等推导出来的限制规则。这些限制规则主要体现在以下方面：

其一，限制股东退出之比例，避免无股东之公司存在。在转让退出之情形，股东退出之比例无法定限制，但若公司章程设定限制，则应予以遵守。在库存退出之情形，法律对存股份的比例已有明确限制，若全体股东均将其股份库存，则公司股东会之召开将成为问题（公司持有自己股份不能行使表决权，此时自然无股东能在股东会上决议），相应可能会产生公司瘫痪的连锁反应。同样，减资退出之情形，法律虽无明确限制，但将全部资本都消除（没有任何股东）而公司仍然存在的现象，显然不合常理。可见，股转债的比例限制，非常难以量化，但一些国家对减资退出是有明确限制的。例如，在英国，若公司净资产低于已召集资本的一半，则董事负有义务召集会议，采取措施。⁽³⁸⁾可见，在英国，减资不能超过已召集资本的一半。鉴于资本维持原则，股转债的比例也至少限制在原实缴资本的50%应当是可以转的最低限度了。也就是说，在非破产状态下，不能通过减资而消灭全部股东，在破产当时股东企图透过“股转债”而全部离场更加不可能。因此，必须限制“股转债”之具体比例，以避免通过“股转债”产生“无股东”之公司。若不限转债比例，当全体股东均将其持有的股份转债时，则公司会出现无股东（例如，全部股转债进而减资退出之情形）或者无人能行使表决权之情形（例如，股份全部由公司库存之情形⁽³⁹⁾）。可能有人会质疑——为何不允许存在无股东之公司呢？我们认为，理由如下：其一，公司乃社团法人⁽⁴⁰⁾，系由人的集合构成（该种集合包括股东与股东及员工与员工的集合，一人公司就是股东与员工的集合），无股东背离了社团法人之本质；其二，无股东构成公司解散之事由。无股东状态与基金、信托、契约具有同质性，这种组织性的弱化，意味着公司的“契约化解体”。例如，若公司股东全部死亡又无继承人，此时，公司是否可以继续存在？换言之，若公司管理人愿意继续治理公司，此时“股东全体死亡”是否构成公司解散的法定事由？答案是肯定的。而且，无股东之公司与财产之信托仍存在区别，在财产信托情形，信托财产之委托人（相当于公司投资人）仍然存在，只是公司中的“股东性主体”由信托中的“契约性主体”所取代。

其二，实施限制的时间。若对转债股份能设定比例限制，则限制之时间是否还应有所限制——换言之，转债股份的比例是在签订转让协议之初予以限制，还是也可以在进入破产程时予以限制？理论上来说，若将转债协议视为契约，则此种限制应在最初契约中得以体现。当然，如果最初契约没有体现，股东也可事后与公司签订补充契约限制转债比例。可见，实施限制的时间似无太多要求——况且，所谓比例限制是“约定的比例限制”还是“履行的比例限制”？仍可能会

(37) See Lynn M. Lopucki and William C. Whitford, *Corporate Governance in Large Publicly Held Corporations*, 141 U. Pa. L. Rev. 669, 716 (1992-1993). 转引自王佐发《上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护》，中国政法大学出版社2014年版，第115页。

(38) 参见英国《1985年公司法》第142条。

(39) 实质上，当所有股份全部收归公司所有时，也会形成特殊的无股东状况。只是，此种无股东状况可能只是一种暂时现象，公司可透过股权的再转让或股权激励，重新设计或者形成新的股东结构，从而终结无（公司外）股东之局面。

(40) 参见蒋大兴《公司法的观念与解释I》，法律出版社2009年版，第141-142页。

产生争议，需要在契约中予以明确。但无论如何设定限制时间，均需签订转债协议的股东知悉公司与其他股东是否已签订过类似协议，及所达成的可转债（股权）比例，以方便其决定自己可签署的转债比例。由此，似应赋予新增股东对公司全部可转债股份比例以知情权，也即对董事会课以强制披露的义务，以减少不必要的纠纷。

其三，实施限制的主体。在限制可行的情况下，接踵而至的问题是——谁或者说公司内部哪个机构可以限制股转债之比例及时间？对此，须考虑转债协议之本质，同时考量转债限制行为发生的具体时间。从本质而言，转债协议是契约，按照契约主体的订约权，契约双方均可在契约订立之处就成为转债比例及时间的限制主体。但，若就公司一方而言，具体进行转债限制的主体则相对较为复杂——首先，若是契约订立前的“事前限制”，则因董事会对公司日常经营行为的决策权，转债限制配置给董事会即可实现限制之目的。当然，若系以“减资退股”方式进行转债，则还需经公司股东会决议。其次，若系在破产程序中进行嗣后决断——具体实施转债限制，则宜将此权力配置给破产管理人及债权人会议行使较为可行。

可见，对股转债的各种隐含限制主要是实体限制。其中，比例限制系核心——“转债减资”不能低于一定限度（例如英国的50%），尤其是可转债之股权额只能小于等于可减资本额，否则可能形成“无股东”或“无法行使表决权”之局面。所以，在公司经营正常时，只要不违反资本原则、按照法定程序，以“股转债”方式退出公司是可行的，问题仍是破产时股东是否还能以“股转债”形式退出公司？答案基本是否定的，因为在破产阶段，公司内部决议程序基本冻结，股东进退公司的自治空间几不存在，除非特殊情形下经债权人会议同意并经法院批准。而且，即便股东在破产过程中退出公司，但其成为原公司的债权人仍有问题，因为股东和债权人之间存在诸多利益冲突，比如资本不足、权利稀释、投资不足和红利支付等。⁽⁴¹⁾若公司发生了另外的债务，可能影响到初级债权人的权利，这又被称为共担问题。⁽⁴²⁾这些问题的存在，都是股东向债权人身份转化的障碍。

因此，对“股转债”之公司法解释，可从诸多方面展开。首先股转债之本质乃公司收购自己股份，必须符合相关法律规定。由于股权回归公司有三种可能路径——暂存转出、库存和减资。股转债之合法性取决于转债通道的合法性。由于破产时企业内部治理程序基本被冻结，暂存转出的决策权可由破产管理人行使，但其价格公平性会受到合同撤销权和破产撤销权的双重限制；库存股路径在重整的公司当中交由破产管理人决策并无不当；减资则是最严格的程序，根据“举轻以明重”的原则，应比正常状态下的减资更为严格，恐怕需由破产管理人、债权人会议甚至法院批准并公告。此外，“转债库存”唯在公司重整且符合比例限制和时间限制时才具合法性。股东退出尤其是减资退出，需符合法定的明示程序以及隐含的实体限制，公司股东不能藉由“股转债”协议在破产中全部离场。

3. 破产法之终局解释

债权人保护在公司制度中占据相当重要的地位，历史上，僵化的债权人保护被看作给予股东有限责任的先决条件。⁽⁴³⁾尤其是当公司濒临破产时，法律提供债权人保护的收益是很大的。⁽⁴⁴⁾破产法的目标是最大化资不抵债公司的价值，以最大化债权人能够获得的价值，并在事前减少公

(41) See Smith Clifford W. Jr. and Ross L. Watts, *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, 1992.

(42) See Kanda Hideki, *Debt-holders and Equity-holders*, Foundation Press, 2002, pp. 133 - 134.

(43) See *Re Exchange Banking Company, Flitcroft's Case* [1882] 21 Chancery Division 518. 转引自莱纳·克拉克曼等《公司法的剖析：比较与功能的视角》，刘俊海、徐海燕等译，北京大学出版社2007年版，第86页。

(44) 参见莱纳·克拉克曼等《公司法的剖析：比较与功能的视角》，刘俊海、徐海燕等译，北京大学出版社2007年版，第85页。

司资不抵债的可能。⁽⁴⁵⁾ 同时“债权平等原则”⁽⁴⁶⁾也是破产法的核心原则之一，强调同等债权受到同等比例的清偿，也强调了区分不同种类债权的重要性。

即便进入破产重整阶段，破产管理人的权利依然会受到债权人保护体系的限制。波斯纳指出，“破产重整可能在有些案件中由于可能使经理、小债权人和股东将成本加于其他债权人而使清算不适当地延期”⁽⁴⁷⁾而且，当公司面临支付不能时，⁽⁴⁸⁾股东会不可避免地存在抽逃有价值的资产或冒险投资的动机。⁽⁴⁹⁾为限制这种行为，各国公司法都引导公司在此情形之下及时申请破产，比如德国和瑞典在董事义务部分就规定了董事具有及时申请破产的义务，而英国的破产法则规定了董事不及时申请破产的责任，还有美国，通常会保留现任董事加入破产管理人队伍，则激励了董事及时申请破产。⁽⁵⁰⁾现代民法理论突破了侵权行为法和合同法的界限，侵权行为法开始向合同法渗透，世界上越来越多的国家开始承认或确立第三人侵害债权制度。⁽⁵¹⁾借此理论，可以解决清算活动中对债权人利益的保护问题。

可见，对于引导申请破产、防止股东权利滥用而对债权人造成损害，各国破产法在制度层面都给予了相关设计。破产法的价值贯穿于制度当中。下文从“股转债”与“债转股”的比较、“股转债”与衡平居次和“股转债”与破产撤销权的角度分别展开“股转债”在破产法上的制度评价。

(一) “股转债”与“债转股”的比较

如上文所述，破产法的基本价值在于保护债权人公平受偿，最大化公司资产以最大化清偿债权人，“债转股”，尤其在破产重整过程中所大量存在的这一现象，减少了破产人的债权总量，反过来还增大了破产人的支付能力，这一“此消彼长”的过程，赋予了破产人更大的“生还”可能性。《美国破产法》第十一章的基本目标是：“(1) 债务人公司的复兴。(2) 使债务人的资产最大化。(3) 避免债务人的清算。(4) 鼓励利害关系人就债务人的财务困境达成一致的解决方案。”⁽⁵²⁾因此，在破产程序中，债转股这一方向的财产转移，符合破产法保护债权人的基本价值。⁽⁵³⁾

而转移方向相逆的“股转债”，可能会增加破产人的债务总量，反过来减小了破产人的支付能力，这一“此长彼消”的过程，降低了破产人“生还”的可能性。因此，这一方向的财产转移，不符合破产法的基本价值，当破产人的原股东在破产债权中占据一席之地，只要其债权额度不为零，就会实际减少其他债权人的可受偿额度，进而侵害其他债权人的利益。

(二) “股转债”与衡平居次

(45) See John Armour and Douglas J. Cumming, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship*, <http://ssrn.com/abstract=762144>, 2015年6月1日访问。

(46) See Goode, *Principles of Corporate Insolvency Law*, Sweet&Maxwell2005, p. 175.

(47) 参见理查德·波斯纳《法律的经济分析》，蒋兆康译，中国大百科全书出版社1997年版，第529页。

(48) See Winfried F. Schmitz, Joren de Wachter, Pekka Jaatinen, *Rescue of Companies: The Role of Shareholders, Creditors and the Administrator*, Association Internationale des Jeunes Avocats, 1998. pp. 1-8. 支付不能有许多不同的含义，但是有两个主流标准：债务人的债务超过其资产即为支付不能（资产负债表的标准）；债务人在较长的一段时间无力偿还到期债务（现金流标准）。

(49) See Brain R. Cheffins, *Company Law: Theory, Structure And Operation*, 1977, p. 75.

(50) See Reinier Kraakman and Paul Davis, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press2004, P78.

(51) 参见奚晓明主编《最高人民法院关于公司法司法解释（一）（二）理解与适用》，人民法院出版社2008年版，第312页。

(52) See Alan W. Kornberg and Patrick J. Trostle, *Chapter11 of the United States Bankruptcy Code: Reorganization Theory and Selected Case law Results.*, p. 1.

(53) 在制度层面，“债转股”仍然存在诸多问题，权力滥用之下也会损害债权人利益，本文只比较其价值目标，不对“债转股”展开具体讨论。

美国大法官 Brandeis 说过“大股东掌握着控制公司经营的实力，而当大股东行使其控制的权力时，不论其所用的方法如何，诚信义务即应产生。”⁽⁵⁴⁾ 衡平居次原则的确立就是在破产程序中，为了防止大股东权力滥用进而侵害债权人利益，所以，强调股东及关联人的债权，在破产过程中应劣后清偿。1977 年的 Benjamin v. Diamond 案（又称 Mobile Steel Co. 案）第一次明确了“衡平居次原则”的具体适用条件。根据第五巡回上诉法院对 Mobile Steel Co. 案的判决，“在行使衡平居次的权力之前必须满足三个条件：第一，原告必须已经从事了某种不公平的行为；第二，该不公平的行为已经损害了破产人的债权人或者为原告带来不公平的好处；第三，对其债权的衡平居次绝对不能违反破产法典的规定。”⁽⁵⁵⁾

在股转债过程中，即便在理想状态之下，原股东身份转化成功，此时可以展开两个逻辑层面的思考：第一，在股权转化为债权之前，根据破产法的规定，股东对公司的股权无疑是极其“劣后”的，因为股东只有在剩余分配环节才有可能从破产公司获取支付。第二，转化成功之后，股东身份已经去除，即便其转让定价不是零，其所对公司的债权，仍可类推衡平居次原则，因为其完全满足衡平居次的三个条件：其一，原股东已经从事了某种不公平的行为，其在破产程序启动之后，意图增加债权总量，对原债权人来说，是不公平行为之成就；其二，该不公平的行为已经损害了破产人的债权人或者为原股东带来不公平的好处；其三，对其债权的衡平居次没有违反破产法的规定。在德国，债权人的身份会影响到衡平居次原则的适用，如果是内部债权人，则更容易适用。⁽⁵⁶⁾ 故此，即便股权转化为债权，原股东成功离场，其所对破产公司享有的债权，仍为受到清偿顺位的限制，如同关系人对破产人持有的债权和利息、罚金等劣后债权，⁽⁵⁷⁾ 其应列于普通债权之后一顺位。⁽⁵⁸⁾

（三）“股转债”与破产撤销权

《破产法》将破产前 6 个月之内公司无偿转让财产、以不合理价格进行交易、对没有财产担保的债务提供财产担保、对未到期的债务提前清偿及放弃债权等私权处分行为，作为可撤销的行为加以规定。为了达到债权人的公平受偿，《破产法》限制个别清偿，并对延迟给付课以责任。⁽⁵⁹⁾ 在德国，对于直接或间接对债权人不利的行为，也纳入破产撤销权的范围。⁽⁶⁰⁾ 撤销权作为体现破产法公平原则的一项关键制度，在保障破产立法宗旨实现、维护诚实信用原则、纠正债务人损害债权人利益的行为、维护经济秩序等方面具有不可替代的重要作用。⁽⁶¹⁾

在“股转债”过程中，如果转让定价不为零，则有可能会引发类推适用破产撤销权的法律后果。原因在于，股转债与撤销权制度存在根本特征上的相似性：首先，破产撤销权的根本特征为：（1）在公司可能破产的危险之下；（2）基于这种危险而不合理减少公司财产，增加债权总量。反过来看，破产程序中的“股转债”的根本特征是：（1）公司已进入破产危险中，此时危险程度增加且从可能性变为现实性；（2）定价不为零的股转债也在某种程度上不公平地增加了债权总量。由此可见，转让定价不为零的股转债，除了受到清偿顺位的限制，还可能会受到破产撤销权的打击。

(54)转引自施天涛《关联企业法律问题研究》，法律出版社 1998 年版，第 198 页。

(55)See Benjamin v. Diamond (In re Mobile Steel Co.), 563 F. 2d 692, 700 (5th Cir. 1977) .

(56)See Michael J. Holleran etc., *Bankruptcy Code Manual*, Thomaon & West, pp. 470 - 471. 转引自王佐发《上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护》，中国政法大学出版社 2014 年版，第 84 页。

(57)See Marco Celentani, Miguel Garcia - Posada, Fernando Gomez. *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle*, http://den-ning.law.ox.ac.uk/news/events_files/GOMEZ_SPAN-ISH_BANKRUPTCY_PUZZLE_, 2015 年 6 月 1 日访问。

(58)参见许德风《论破产债权的顺序》，载《当代法学》2013 年第 2 期，第 80 页。

(59)参见刘敏《公司解散清算制度》，北京大学出版社 2012 年版，第 122 页。

(60)参见波克 (Bork, R.):《德国破产法导论》(第 6 版)，王艳柯译，北京大学出版社 2014 年版，第 114 - 122 页。

(61)参见王欣新《破产撤销权研究》，载《中国法学》2007 年第 5 期，第 147 页。

可见,在《破产法》上,“股转债”首先不符合“破产法”的基本价值和目标,尤其是在与此相逆路径之“债转股”的比较中,“股转债”这一路径对于破产法价值的突破尤为明显。在具体制度层面,转让定价不为零的“股转债”,在转债之后,可类推“衡平居次”规则,将其列为劣后债权,清偿顺位居于普通债权之后。同时,破产撤销权也可类推适用于此,转债行为还可能受到破产撤销权制度的打击。因此,在《破产法》层面,从价值到制度,对于“股转债”的评价都是否定的,并且可类推适用诸多制度对“股转债”进行限制。

四、结 论

本文对破产程序中的“股转债”的正当性评价遵循了“从普通法到特别法”的路径,即遵守“从合同法——到公司法——再到破产法”的演进逻辑,“股转债”首先是一种“契约行为”,其次是一种公司法上的“回购契约”,再次也是破产程序中受到特别规制的“财产转换”行为。从合同法到破产法,随着法律规制中“特别法”意味的逐渐强化,对“股转债”的否定评价和限制程度也随之增加。详言之,在合同法上,“股转债”可能被视为附条件之合同履行行为,多倾向于有效认定。只是股权这一特殊标的物的定价难以完全适用合同法逻辑——应从股权本身的特殊性出发,充分考虑其“未来值”。在公司法上,“股转债”之合法性与转债通道相关。例如,涉及库存转债的合法性,这在国内现行法下多难以操作。再如,涉及股东减资退出的程序和机制,因破产过程中公司原有的内部决策程序处于冻结状态,诸多重大事项需债权人会议同意并需法院批准,且破产中的公司已无法发布减资公告,无法进入减资程序。即便其克服了合同法和公司法的诸多障碍,一旦遭遇破产法,答案即为否定性的,其既不符合破产法最大化债务人资产,使债权人最大化受偿的价值理念,也受到衡平居次、破产撤销权等具体破产制度的限制。可见,“股转债”在破产前和破产后的评价是两套不同的逻辑,在破产前,多交由合同法和公司法进行评价,公司内部决策程序即可以在法定范围之内进行自治决策;而在破产后,多交由破产法进行评价,出于对债权人的保护,破产法设有诸多强制性的制度。

正常状态下的“股转债”,赋予了当事人以较大的自治空间,只涉及合同法和公司法上的评价,故只需协调这两部法律的冲突即可。而破产中“股转债”问题的评价涉及多向规制,从合同法到公司法,再到破产法,犹如一环小于一环的“圈”,只有钻过三个“圈”的“股转债”,才有可能在现实当中真正实现从破产中“撤退”,并将身份由股东转换为债权人。依本文分析,在目前之法背景下,达到这一点相当困难。

尤应注意的是,今天美国等商事法发达的国家,日益强调国内法体系的融洽一致,以实现法律规整的整体竞争效果。诸如,学者强调当今社会是公司法、证券法、破产法一揽子立法的竞争模式。⁽⁶²⁾为此,我们需要更多地思考破产法与其它两部法律的协同。破产法的作用并不仅限于保护债权人受偿,还是国家立法竞争的重要环节。我们应当意识到,在经济全球化的今天,中国作为世界经济的重要组成部分,立法竞争无时不在,而我们的法体系内部到处可见的现象是——不同部门法之内在精神及规范结构乃至法律效果都是断裂的和分裂的,中国商事法的“一揽子竞争力”严重不足。

责任编辑:齐 明

(62) See Stefano Lombardo and Piero Pasotti, *Disintegrating the Regulation of the Business Corporation as a Nexus of Contracts: Regulatory Competition vs. Unification of Law*. <http://ssrn.com/abstract=1112091>, 2015年6月1日访问。