

关于《中华人民共和国企业破产法（修订草案）》 重整相关内容的实务解读及修改建议

001/

上市公司会计差错更正是否 构成证券虚假陈述分析

027/

中国企业出海投资之 海外架构设计关注要点

035/

项目公司视角应对合作开发 房地产项目中的股东借款纠纷

043/

图解上市公司传承破局： 家族信托控股架构与路径拆解

051/



关于《中华人民共和国企业破产法 (修订草案)》重整相关内容的实 务解读及修改建议

作者：许胜锋 张生 舒金旭 赵越超 汪洋



2025年9月8日，十四届全国人大常委会第十七次会议审议了《中华人民共和国企业破产法（修订草案）》（下称“《草案》”），9月12日，《草案》公布，面向社会征求意见。《草案》共16章216条，在《中华人民共和国企业破产法》（下称“《企业破产法》”）12章136条的基础上，实质新增和修改160余条，对《企业破产法》进行了比较系统和全面的修改，是中国破产法制史上的重大历程。

重整制度是2007年实施的《企业破产法》借鉴域外成熟经济体经验所新设的企业拯救制度。由于此前中国缺乏重整的实践积累，《企业破产法》施行后，随着对重整的需求日渐增多，立法供给不足的问题逐渐显现。虽然地方在实践中进行了积极的多层次的探索，一批大型企业亦通过重整实现重生，但《企业破产法》所存在的系统性不足，仍然阻碍了重整实践的发展。根据全国人大财经委在关于《草案》的说明中披露的数据，已审结破产案件中重整、和解案件合计占比约为4.6%，重整制度适用不足、功效发挥不充分的问题十分明显。《草案》以前述问题为导向，结合实践中的相关成熟经验，对重整制度进行了系统性优化。我们认为，本次修订主要有如下特点：

第一，明显降低重整难度，支持鼓励企业重整。《草案》的修订整体都体现了该特点，如优化重整计划债权人分组及表决机制，有效化解重整计划执行过程中受限股权过户、隐性债务风险和债务豁免收益的税务问题，建立重整企业信用修复制度等。

第二，吸收破产预防理念，鼓励企业早拯救。《草案》支持建立健全破产预警机制，对于困境企业早发现、早救治具有积极意义。《草案》借鉴国际先进立法经验，建立了庭外重组与庭内重整衔接的简易重整（或者称混合重整）机制，重构了当前司法实务中存在较大争议的预重整的概念，使得庭外重组的内涵更加广泛和自由，有助于困境企业通过庭外重组实现早期救治。

第三，进一步调整了重整程序参与各方的权利义务。进一步明确管理人的职责，以信息披露为切入点更充分保障债权人的知情权和参与权，放宽债务人自行管理的适用条件以及建立债务人自行管理的运行机制，从制度上破解债务人适用重整制度动力不足的问题，降低债务人出资人在重整中的权重，建立重整投资人的介入规则并明确其权利义务。

第四，强调重整制度的效益价值，避免重整案件久拖不决。通过明确重整计划草案二次表决期限、重整计划执行的延长期限等，减少程序空转所造成社会资源浪费。

第一部分\

建立庭外重组与重整的衔接制度

《草案》第100条、101条、102条、120条等以立法方式对庭外重组与司法重整的衔接进行创新性制度规定，是本次破产法修订最重要的亮点之一。《草案》规定，经充分信息披露，重整前债务人与利益相关方可以进行以重整为目的的协商，达成重整协议或制定初步重整计划草案（下称“**庭外协商成果**”），债务人于重整申请时一并申请法院批准。重整计划草案与庭外协商成果内容一致的，利益相关方的庭外同意意见视为对重整计划草案的庭内同意，其他事项参照适用有关重整的程序规定。前述规定明确了庭外重组与重整衔接的基本原则：（1）庭外无司法介入；（2）事后法院审查；（3）重整受理审查与初步重整计划草案审查并行。该项创新举措不仅是对美国等域外先进立法制度精髓的吸纳，更体现了对我国长期以来庭外重组（或预重整）与庭内程序衔接实践中的经验总结。

在全国层面，最高院首次于2018年的《全国法院破产审判工作会议纪要》（下称“**《破产会议纪要》**”）中提出要探索庭内外衔接，此后2019年十四部委联合发布的《加快完善市场主体退出制度改革方案》以及最高院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“**《九民纪要》**”）进行了进一步规定。各地方法院对于预重整制度的探索则更为先行与丰富，自2018年后纷纷出台预重整相关规定或指引，各地预重整案件大量增加。推动发展预重整制度的初衷，即是其具备司法层面的“程序衔接”、市场层面的“效率促进”、当事人层面的“自主自愿”，原则上没有或较少公权力介入，由当事人自行协商并将谈判结果延伸至庭内，是重整制度的有效补充。然而近年来预重整制度出现了明显的“异化”倾向，预重整变成了理清破产原因、审查重整价值及可行性、规避重整期限的重整程序前置，甚至被功利主义地作为重整程序的变相延伸，背离了庭外重组的本质特征。

与之相反的是，美国《联邦破产法》通过第1121（a）、1121（b）、1125（g）、1102

(b)、341 (e) 等条文构建了完全“后端审查”式的庭内外衔接规则：在充分信息披露的情况下，重整前债权人利益相关方对于重整计划的同意将被顺接入正式重整程序中。若重整计划已于庭外获得符合规定的同意比例，可在申请重整时一并提交法院并申请审查批准，该类案件通常称为“预先包裹”式重整；若重整计划尚未于庭外获得足够的赞成比例，则可继续于庭内征集债权人意见，该类案件通常称为“预先协商”式重整。在前述两类案件中，美国法院通常仅需专注于审查批准重整计划是否符合法律规定、债权人表决是否有效、信息披露是否充分等内容，从而极大提高效率并降低成本。

《草案》对前述规定的核心要旨予以充分吸纳，不对庭外期间的重组工作构建法律制度，而通过“后端审查”倒逼庭外的利益相关方按照破产法规定进行谈判并形成成果。这种庭内外衔接流程，不仅是对于庭外重组本质特征的回归，更有利于与实践中多样的庭外重组模式衔接，诸如金融机构债委会主导下的谈判、各地成立重组中心为平台所进行的重组、联合国破产立法指南载明的“自愿重组谈判”等，只要符合法院的后端审查标准则均可适用，从而在实践层面因“案”制宜提高当事人的积极性与重整程序效率。

在庭外重组与重整的衔接制度相关事项

上，我们建议可以在如下方面进行优化：

第一，《草案》虽已经搭建基本法律制度框架，但从实践角度出发，利益相关方对于如何践行该项制度，并最终获得法院的认可，仍需要相应的了解与熟悉过程，若盲目实践极有可能无法获得法院认可，并造成时间与成本的浪费。为便于庭内外有效衔接，美国地方破产法院就庭内外衔接制度出台专门指导细则，如纽约南区破产法院“预先包裹”式重整指导规则等。因此，建议《草案》明确由最高院或指导各地法院出台专门的指导细则，在无庭前介入的前提下，对庭外转庭内申请内容、信息披露内容及方式、初步重整计划草案内容、债权人投票表决方式等各方面进行“轻触”式指导。

第二，实践中往往出现庭外重组已经形成相应工作成果，但债权人尚未签署重整协议或表决通过初步重整计划草案，因核心资产面临执行等原因而亟须进入重整程序的情况。已经形成的工作成果包括中介机构聘请、清产核资、债权审查、评估审计、债权人集体决议等，这些成果顺延至重整期间有利于提高重整效率，亦符合利益相关方的利益诉求。但是对于这些工作成果在多大程度上顺延、满足什么条件下予以顺延、由何种方式确定予以顺延，建议后续以立法或司法解释方式予以进一步明确。

第二部分\

优化重整中的债务人自行管理机制

《草案》第103-106条、112条、183条对重整期间债务人的自行管理制度规定进行了大幅优化：第一，明确自行管理的适用条件，即经债务人申请，人民法院经审查，认为不损害债权人利益的，可以准许。第二，明确了债务人自行管理的终止制度，包括终止的情形以及申请主体。就应终止自行管理的具体情形方面，《草案》对此前《九民纪要》有关规定进行较大幅度改动，第105条规定若存在债务人欺诈或恶意行为、债务人迟延程序、债权人会议决议撤销自行管理等情况，管理人应当申请法院中止自行管理。第三，明确自行管理债务人可以聘请经营管理人员以及法律、财务等专业知识的人员。此外，《草案》第183条规定小型微型企业适用本章规定进行重整的，一般由债务人在管理人监督下自行管理财产和营业事务。

债务人自行管理制度发源于美国破产立法中的DIP制度（Debtor In Possession），该制度规定了重整程序以债务人自行管理为默认模式，管理人管理为例外模式。自美国破产法颁布以来，有关重整程序中的管理模式，便是各方关注的焦点，期间充满了争论、博弈与立法观点的碰撞。美国此前1938年破产法规定的重

整制度以管理人接管为默认模式，但实践中出于对丧失控制权的恐惧，债务人极力逃避适用该项制度，导致启动重整时间往往为时太晚，有价值资产被消耗殆尽，破产舞弊、欺诈等情况亦屡屡出现。自美国1978年破产法改革后，DIP制度重新确立了其核心地位。由于债务人在重整程序中掌握一定自主权，其积极性被充分调动，愿意在更早的阶段启动重整，并愿意发挥其对于公司的情况熟悉及经营管理方面的优势，为自己创造更多的谈判筹码。实践中破产重整案件大幅增加，债权人的清偿率也相应提高，DIP制度因此成为了一种稳定的制度并影响至今。鉴于DIP制度的优势，其亦被德国、法国等许多国家和地区的破产法所吸纳。这段历史充分说明了DIP制度在保持重整制度活力、挽救有价值的企业方面的无可替代的作用。

相较于《九民纪要》中对于债务人适用自行管理的多项正面条件规定，《草案》最大的创新之处与进步之举，在于将正面条件规定调整为负面条件规定，并仅要求“不损害债权人利益”这一个条件。该项规定不仅改变了举证责任的分配机制，更是减轻了债务人的举证负担，若有关债权人未能提出对于其利益损害的证据，便可准许债务人进行自行管理，从而极大放宽了自行管理的准入门槛。该种立法态度的转变，很大程度上吸收采纳了德国破产法相关

实践经验。2011年德国颁布了《企业重整进一步促进法》，新法改变了旧法关于债务人自行管理适用条件的规定，不再要求以债权人的同意为前提，而规定只要不存在具体情况可以证明债务人自行管理的授予会导致对债权人的不利益，即可准许债务人自行管理。通过该规定，债务人将可以尽早尝试企业重整，无须担心一旦进入重整就会立即丧失控制权。

在债务人自行管理相关事项上，我们建议还可以在以下方面进行优化：

第一，《草案》应采纳《九民纪要》中关于“债务人提出重整申请时可以一并提出自行管理的申请”的规定。从实践角度来说，此种安排更为顺畅和高效，亦更加有利于提高重整效率并维护企业的经营价值，防止管理人接管后批准自行管理又再移交财产营业事务导致的经营管理权反复变动。

第二，《草案》第106条规定了自行管理债务人可以聘请法律、财务等专业知识的人员。由于重整期间所涉及的各项事务较为复杂，所涉的法律问题、财务问题等较为专业，超过了一般债务人的能力范围。因此，允许聘请法律顾问、财务顾问等专业机构具有十分重要的意义，专业机构是债务人自行管理的有效补充和延伸，专业中介机构的服务亦有利于公平公正地编制符合利益相关方利益的方案。鉴

于此，我们认为有必要明确规定在债务人自行管理下，债务人聘请专业中介机构的，应参照适用管理人聘用工作人员的规定，将专业中介机构的报酬作为破产费用支付。

第三部分\

建立和完善重整中的听证和信息披露制度

（一）扩大重整中听证制度的适用范围

《企业破产法》未规定破产程序中的听证制度。破产程序作为债务集中清偿程序，其涉及利益主体广泛，涉及利益冲突普遍，引入听证程序，能够充分吸收各方意见，对于合法有序推进破产工作具有积极作用。因此，《破产会议纪要》首次引入了听证制度，规定对于债权债务关系复杂、债务规模较大，或者涉及上市公司重整的案件，法院在审查重整申请时，可以组织听证；法院在审查实质合并重整申请时，应当组织听证。

《草案》吸收了破产实践的有益经验，并在重整程序中进一步完善了听证制度。一是扩大了重整申请审查阶段可以适用听证的案件范围，不仅限于《破产会议纪要》规定的重大复杂的案件，所有重整案件在审查阶段均可以组织听证，同时明确听证期间不计入重整申请审

查期限。二是将听证制度进一步扩大适用于法院强制裁定批准重整计划的环节。

《草案》规定的可以参加听证的主体为相关的利害关系人，包括债权人、债务人的出资人、意向投资人、管理人等。实践中，在房地产、金融等强监管行业重整中，行业监管部门的专业意见可直接影响重整计划的合规性判断，在听证参与主体方面，可考虑进一步将住建、金融监管等行业监管部门纳入听证程序，或对重整申请及重整计划征询意见，充分发挥行业监管部门对重整程序的指导作用。

（二）进一步保障债权人的知情权和参与权

《企业破产法》虽然侧重于保障债权人的利益，但是对于债权人的知情权和参与权关注不够，由此导致在后续的破产实践中，债权人获取信息和积极参与存在一定难度，其存在感有限，这与破产法的市场化定位不符，与破产制度的精神和价值追求存在差异。在世界银行的营商环境评估体系中，“商事破产”是其中的一个重要指标，而“债权人参与”是“商事破产”项下的一个重要子指标。债权人参与的前提是其能够获得必要的信息。为了改变债权人参与度不够的局面，最高人民法院在《关于适用<中华人民共和国企业破产法>若干问题的规定（三）》中，专门规定“单个债权人有权查阅债

务人财产状况报告、债权人会议决议、债权人委员会决议、管理人监督报告等参与破产程序所必需的债务人财务和经营信息资料。管理人无正当理由不予提供的，债权人可以请求人民法院作出决定；人民法院应当在五日内作出决定”。《草案》第90条将上述内容原文吸收，作为法律条文，充分体现了对债权人知情权和参与权的重视。

相较于破产清算程序以公平处置财产和公平分配为原则，重整程序是当事人各方在司法框架下的协商和谈判程序，其更为重视债权人的知情权和参与权。因此，在《草案》第90条规定了债权人知情权的情况下，第103条又进一步建立了重整中的信息披露制度，规定了信息披露义务人，规定了信息披露的对象、内容及要求等。值得关注的是，“信息披露”是证券市场广泛使用的概念，《草案》直接将其引入到了破产法中。在证券市场发行制度不断改革的过程中，形成了以信息披露为中心的审核理念，截止目前，信息披露成为了证券市场的核心制度，在监管部门查处的违法案件中，信息披露违法案件亦占比较大。中国证监会于今年3月发布实施的《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》，即对上市公司重整过程中的信息披露事项进行了全方位和系统性规定，立足于通过信息披露制度对上市公

司重整进行监管。《草案》在重整制度中建立信息披露制度，表明了对保障债权人知情权和参与权的立法预期，同时也对管理人和债务人提出了更高的要求。

第四部分\

建立连带个人债务人债务清理制度

《草案》对于就破产企业债务承担连带责任的自然人股东（下称“**连带个人债务人**”）的债务清理规定，系本次破产法修订内容中最为突出的亮点与创新举措之一，突破了长期以来破产法仅适用于企业法人的局限性，打开了自然人破产的“大门”。

不同于西方国家先自然人破产制度后法人破产制度，我国破产法长期适用于法人，自然人破产制度长期缺位。近年来，随着市场经济的不断发展，自然人破产制度对于自然人生存和发展的保护、民营经济与中小企业的成长、提高经济的韧性和抗风险能力所具有的独特价值，获得了越来越广泛的认识。同时，破产学界对于建立旨在拯救“诚实而不幸”的自然人的破产制度的呼声也愈发高涨，深圳、厦门等地纷纷通过制定地方性法规方式对自然人破产制度进行先行实践探索。本次《草案》对于前述呼声予以回应，在坚持以企业法人破产为主要

调整范围的前提下，将连带个人债务人也一并纳入调整范围。这些连带个人债务人往往因其为企业法人借款提供连带担保而承担大额债务，一旦企业经营不善无法清偿，则其个人也将陷入极端困境，几乎丧失恢复发展可能，这也反过来影响企业股东、实控人通过重整拯救困境企业的积极性。在现行制度下，即使企业可以通过重整制度化解债务并脱困再生，连带个人债务人被动接受的债务仍无法获得化解。

《草案》的该项创新举措与庭外重组衔接、庭内重整制度、债务人自行管理准入放宽、小型微型企业破产程序等规定一并形成有力的“组合技”，对于调动债务人积极性并推动其主动适用破产程序化解债务问题具有极为重要的意义。《草案》对于连带个人债务人的债务清理规定主要总结归纳如下：

（一）通用规定

连带个人债务人的债务清理仅适用于对已经进入破产程序的企业法人承担连带责任的自然人股东，非自然人或未直接持有股权的自然人不符合适用条件。法院受理连带个人债务人破产申请的同时作出限制连带个人债务人行为的决定，在解除该决定前，连带个人债务人不得有高消费行为。自法院受理破产之日起至破

产程序终结或者监督考察期届满之日止，连带个人债务人应当如实披露本人及其家庭财产信息。若个人与企业存在资产负债混同的，可进行实质合并破产。

（二）重整程序规定

对于有未来可预期收入的连带个人债务人，可以向人民法院申请重整，同时提交重整可行性报告或者重整计划草案。

（三）清算程序规定

连带个人债务人应当经过5年的监督考察期，期间不得担任上市公司、非上市公众公司和金融机构的董监高，并应按月向管理人或破产事务主管部门报告情况。超出维持基本生活水平的收入，全部用于清偿债务。监督考察期结束后，连带个人债务人可以向法院申请债务清理完毕。但是对于（1）人身损害赔偿债权、消费者和职工债权以及对企业损失的返还和赔偿等形成的债务；（2）连带个人债务人存在违反限制行为、欺诈、财务造假等行为，有关债务不予免除。

《草案》吸收采纳了《深圳经济特区个人破产条例》《厦门经济特区个人破产保护条例》相关核心内容，并已搭建起初步框架。考虑到自然人破产所涉及的情况较为复杂，有关

自然人破产制度规定可通过渐进的方式进行完善，我们提出如下方向性的优化建议：

1. 适当扩大适用范围

实践中为进入破产程序的企业提供连带担保责任的往往不限于自然人股东，实际控制人、董监高及其亲属，均有可能为企业的债务提供连带担保，但这些主体不一定直接持有企业股权。甚至在特殊情况下，存在普通员工被动地为企业提供担保或以自身名义向金融机构融资后将资金提供于企业使用的情况。前述主体受债务人债务危机影响的深度以及该些主体进行债务清理的必要性不弱于自然人股东。因此建议《草案》以为进入破产程序的企业债务承担连带责任为核心标准，适当扩大可适用破产程序的连带个人债务人的范围。

2. 完善相关机制

如下方面建议通过本次破产法修订或通过后续司法解释等方式予以完善：

（1）进一步明确准入条件，对于存在损害破产企业（抽逃出资、转移资产等）利益、不配合破产程序、损害债权人利益等情况的连带个人债务人，或者虽为破产企业提供连带担保，但实际资金由该自然人使用的，应考虑不准许其使用债务清理制度。

（2）第18条规定了人民法院作出限制连带个人债务人行为的决定的情形，但并未规定在

何种情形下应解除该决定。可考虑至迟于重整计划获得批准以及破产清算程序下监督考察期届满之日止，解除对其行为的限制。

(3)第98条有关重整程序的规定较为原则性，有关重整计划的执行期限是否应予以限制、是否与破产清算程序一样存在不能免除的债务、是否存在最低清偿率要求、重整计划不能执行的后果等方面，需要进一步明确与完善。

(4)考虑到夫妻共同财产的密切关联性，连带个人债务人的配偶是否可同时申请进行债务清理。若可以同时进行，则配偶应满足何种条件，需予以明确。

第五部分\

建立重整投资人参与机制

《草案》首次通过立法方式增加关于重整投资人的规定，明确其招募程序及权利义务。司法实务中，重整投资人对于重整案件具有极为关键的作用，甚至很多重整案件的可行性有赖于重整投资人的参与。然而相较于实践中的重要地位，长期以来法律层面却缺乏对于重整投资人的规定与制度保护。《草案》回应了关于重整投资人普遍关切的几项问题，包括：

第一，第113条明确了重整投资人由重整计划制作主体负责公开招募，但债权人会议另有

决议外。实务中，通过公开招募重整投资人，确保重整程序的公开性与公正性，有效避免暗箱操作嫌疑。但公开招募并非适合所有案件情况，例如已存在较为优质的意向重整投资人、债务人所涉行业涉及较高门槛或准入资格、重整投资人已经或将为债务人提供持续资金支持等情况，可以通过协商、定向意向征询等非公开方式招募投资人，但前提应由债权人会议审议通过，从而在最大程度上尊重债权人的意见。

第二，第96条、第112条、第114条第一款、第127条规定了重整投资人利害关系人的身份以及享有的各项权利，包括重整审查听证会参与权、重整计划协商权、债务人资料查阅权（含意向重整投资人）以及重整计划强裁听证会参与权。明确重整投资人的各项权利，尤其是知情权和协商权，系重整投资人决定是否进行重整投资以及编制重整投资方案的重要前提。而重整投资人通过听证等方式表达自身意愿及投资安排，亦有助于人民法院及其他利益相关方对该公司是否具有重整价值与重整可行性进行深入了解和判断。

第三，第114条第二款及第三款规定了包括意向投资人应缴纳保证金并负有保密义务。该规定符合目前实践中的普遍做法，有利于提高引入重整投资人的确定性并减少相应风险。第

133条规定了经人民法院裁定批准的重整计划，对重整投资人亦发生约束力。该项规定很大程度上填补了现行规定的不足，将重整投资人纳入重整计划效力范围，有助于明确重整计划执行过程中各方权利义务、具体执行安排等方面。

不过，重整投资人以公开招募为原则，以债权人会议另有决议为例外的模式，似有进一步商榷的必要。在大量重整案件中，是否有合适的重整投资人都是决定重整能否成功的关键因素之一。虽然公开招募具有公开公平的特点，但协商引进亦有灵活性的优势。不同于上市公司重整整体为卖方市场，不少的非上市公司重整为买方市场，协商引进的模式，更有利于通过反复的沟通协商形成有针对性的投资方案。但若协商引进只能由债权人会议决议，则可能会错过引进投资人的最佳时机。根据《企业破产法》及《草案》规定，债权人会议有权决定继续或者停止债务人的营业，但在第一次债权人会议召开之前，经法院许可后，管理人可以决定继续或者停止债务人的营业。如此安排的原因，在于继续或者停止债务人的营业属于紧迫性事项。考虑到重整投资人的关键性，以及《草案》实质性压缩了重整期间的时限，重整投资人的引进工作，具有类似的紧迫性。因此，参考营业事项的安排，可考虑就《草

案》第113条补充如下：在第一次债权人会议召开之前，通过非公开方式引进了重整投资人，且提交了重整投资方案，经人民法院审查许可，可以不再公开招募。

第六部分\

完善对担保权人的保护机制

（一）明确重整中担保物权恢复行使条件

《草案》第107条第一款将《企业破产法》第七十五条重整中担保物权恢复行使的条件由“担保物有损坏或者价值明显减少的可能，足以危害担保权人权利”修订为“担保物有损坏或者价值明显减少，危害担保权人权利且管理人、债务人未提供与减少价值相应的担保或者补偿的，或者担保物不是重整所必需”。即存在以下两种情形之一的，担保权人可以恢复行使担保物权：其一，担保物有损坏或者价值明显减少，危害担保权人权利且管理人、债务人未提供与减少价值相应的担保或者补偿；其二，担保物不是重整所必需。

《草案》依然遵循“依法平衡保护担保物权人的合法权益和企业重整价值”的价值理念，并将《九民纪要》第112条规定予以吸收并完善到立法层面。首先，对于不是重整所必须的担保财产可以在重整期间恢复行使与《九民纪要》

第112条规定一致。其次，存在“担保物权损坏或价值明显较少”高度可能性时不再是担保物权恢复行使的条件，《草案》修订为担保物权已经发生“损坏或价值明显减少”的实际危害且未获得相应担保或者补偿时才能恢复行使担保物权。

（二）担保权人申请恢复行使权利的程序和救济措施

《草案》第107条第2款新增了担保权人申请恢复行使权利的程序和复议程序，即“人民法院应当自收到恢复行使担保权申请之日起三十日内作出裁定，担保权人、其他债权人、管理人、债务人对裁定不服的，可以自收到裁定书之日起十五日内向作出裁定的人民法院申请复议。”本条系吸收完善了《九民纪要》第112条规定，但与《九民纪要》第112条相比，对于人民法院是否批准恢复担保物权的裁定，不再限定为担保物权人有权申请复议，而是将有权申请复议的主体扩大为“其他债权人、管理人和债务人”，且申请复议期间也由“十日”延长为“十五日”。实务中，重整企业绝大部分财产特别是核心营运资产往往都设有担保，担保财产是否恢复行使直接关系到重整能否进行下去，因此赋予“其他债权人、管理人、债务人”申请复议的权利能够更好地保护企业的重整价值。

（三）担保财产价值的确定

《草案》第118条规定：“担保债权人应当按照担保财产价值确定的担保债权数额，参加担保债权组表决。超出担保财产价值范围的部分作为普通债权，参加普通债权组表决。前款担保财产价值应当按照重整申请受理时的市场价值并结合担保财产未来使用方式和目的确定。担保债权人对于担保财产价值确定结果有异议的，可以向人民法院提出。”

《企业破产法》对能否以评估价值确认担保债权表决金额并无明确规定，实务中虽存在以“担保财产评估市场价值或清算价值”确定担保债权表决金额的做法，但担保权人不认可并由此引发的诉讼中，人民法院对此问题裁判观点不一，争议较大。各地法院出台的重整案件工作指引如《深圳市中级人民法院审理企业重整案件的工作指引(试行)》第91条、《陕西省高级人民法院破产案件审理规程(试行)》第86条等规定的“经评估的担保财产价值不足以清偿担保债权，对该财产享有担保权的债权人同意对超出评估值以外的债权按普通债权清偿的，可以将评估值作为该笔债权在担保债权组的表决额”，虽允许以评估值确定担保债权表决金额，但要以担保权人同意为前提，增加了操作难度。

《草案》直接明确以担保财产价值确定担

保债权数额并作为担保债权参与表决，超出担保财产价值范围的部分则作为普通债权，参加普通债权组表决。在担保财产价值确定上《草案》以“重整申请受理时的市场价值并结合担保财产未来使用方式和目的确定”作为标准。最高人民法院、中国证监会《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（法〔2024〕309号）中规定：“债务人继续保留担保物的，应当确保担保债权人可以就担保财产现值获得全额清偿，不足部分按照普通债权清偿……担保财产价值应当结合担保物未来使用方式和目的进行评估，不得简单按照清算价值确定。”参照上述规定精神，我们认为，如果重整后继续保留担保物，则《草案》中的“市场价值”应指持续经营状态下的价值，如果重整不再保留担保物而是进行剥离处置，则“市场价值”应指清算状态下的价值。



第七部分\

优化重整计划草案表决机制

（一）债权人会议分组表决规则发生重大变化

《草案》第117条第2款删掉了《企业破产法》的小额债权组，而是修改为“人民法院在必要时可以根据不同的债权种类设立其他表决组对重整计划草案进行表决。”

司法实务中一直存在《企业破产法》对表决分组的规定是强制性规定还是指导性规定、我国应当采取强制性分组还是指导性分组的争议。目前，在我国其他立法中存在许多不同于破产法清偿顺位分组的规定，在制定重整计划草案时需要对债权另行分类并设置单独的表决组。如根据《保险法》第91条规定，破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后的清偿顺序中，在职工债权之后的第二顺序是“赔偿或者给付保险金”。再如《商业银行法》第71条第2款规定：“商业银行破产清算时，在支付清算费用、所欠职工工资和劳动保险费用后，应当优先支付个人储蓄存款的本金和利息。”《草案》第162条也规定了人身损害赔偿债权和消费者债权的清偿顺位在职工债权之前。可见，《企业破产法》列举的担保债权组、劳动债权组、税款债权组、普通债权等四个组别应理解为指导性规定，因此《草案》明确了法院可以根据

不同的债权种类设立其他表决组。而原关于普通债权组中可以设小额债权组的规定也就失去意义，可交由法院一并根据案件情况裁量决定。

需要关注的是，《草案》使用了“债权种类”的概念，规定可以根据不同的债权种类设立其他表决组。“债权种类”和“债权法律性质”在概念上存在一定差异，比如无财产担保的金融债权和经营性债权，其在法律性质上均属于普通债权，但却可视为不同的债权种类，实践中亦存在就该两类债权制定差异化清偿方案的案例。

（二）明确权益不受影响的债权人和利害关系人不参加表决

《草案》第117条第3款明确了“权益不受重整计划草案影响的债权人和利害关系人不参加表决。”

《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)》第11条第2款规定：“权益未受到调整或者影响的债权人或者股东，参照企业破产法第八十三条的规定，不参加重整计划草案的表决。”本次修订吸收了上述司法解释的规定，在立法层面明确“权益不受重整计划草案影响的债权人和利害关系人不参加表决”，将对我国重整计划草案的表决制度产生比较重大的影响，使债权人会议的分

组表决制度更为公平、合理，权益未受到重整计划草案调整或者影响的债权人或利害关系人，不参加表决也是应有之义，否则就会出现自身权益不受不利影响，却可以任意滥用表决权决定、影响他人权益实现的不合理情况。

（三）债权人会议表决通过标准变化

《草案》第121条规定：“参加表决的同一表决组的债权人过半数同意重整计划草案，并且其所代表的债权额占该组参加表决的债权人债权总额的三分之二以上的，即为该组通过重整计划草案。”

《企业破产法》确定债权人会议表决通过重整计划草案的标准有二，其一为人数标准，即出席会议的同一表决组的债权人过半数同意重整计划草案；其二为债权金额标准，即同意人数所代表的债权额占该组债权总额的三分之二以上。本次修订将人数标准中的“出席会议”修订为“参加表决”，将债权金额标准中的“该组债权总额”修订为“该组参加表决的债权人债权总额”，均为与117条第3款衔接。换言之，权益不受影响的债权人和利害关系人不参加表决自然就不计算表决基数，反之权益受到影响的债权人和利害关系人参加表决，即以参加表决的债权人人数及所代表的债权总额作为表决结果计算的基数。司法实务中，很多重整计划草案

对普通债权组中一定数额以下的债权予以全额清偿，目的之一便是以此影响普通债权组在人数方面的表决结果，存在不当影响表决结果之嫌，本次修改有利于堵死“买票”空间，实质性提升对债权人的保护力度。

但个别债权人由于内部决策程序等自身原因在重整计划草案表决时选择不提交表决票甚至不参加债权人会议，那么该类债权人是否应当被排除在《草案》中的“参加表决”的债权人之外，将对重整计划草案表决结果产生较大影响，该问题尚需进一步明确，我们倾向于理解为不参加债权人会议或者不提交表决票的债权人不属于“参加表决”的债权人范围。

第八部分\

完善重整计划批准制度和规则

（一）明确重整计划草案表决通过情况下的法院裁定批准标准

《企业破产法》对债权人会议各表决组均通过重整计划草案时，法院对重整计划草案的审查批准标准未作规定，仅笼统地规定符合法律规定的应当裁定批准。《破产会议纪要》第17条确定了法院审查重整计划的标准，即“1.合法性审查；2.企业重新获得盈利能力的经营方案是否具有可行性；3.表决程序合法；4.内容

不损害各表决组中反对者的清偿利益的”。《草案》吸收了上述经验，并在第123条规定了三项标准，即：“（一）债权人、出资人的分组以及表决程序合法；（二）债务人的经营方案具有可行性；（三）重整计划内容公平、公正，不违反法律、行政法规的强制性规定，且债权人能够获得的清偿比例不低于依照破产清算程序所能获得的清偿比例。”首先，法院要对表决通过的重整计划进行合法性审查，包括程序合法性审查和内容合法性审查，其中程序合法性审查应当审查分组及表决程序是否合法；内容合法性审查则将《破产会议纪要》中规定的审查重整计划内容是否损害各表决组中反对者之清偿利益，统一调整为审查重整计划内容是否公平、公正且不违反法律、行政法规强制性规定，特别是债权人能够获得的清偿比例不低于依照破产清算程序所能获得的清偿比例。其次，法院需要审查经营方案是否具有可行性，重整后的企业是否具有恢复经营和盈利的能力。

（二）完善法院强制批准的审查要件

重组计划草案未获得债权人会议表决通过的，《草案》第126条完善了法院强制批准的审查要件，具体如下：

首先，必须要满足第123条法院正常批准重整计划草案的三项标准。

第二，吸收了《破产会议纪要》第18条规定，增加了一项审查要件，即至少有一组利益受损害的债权人组通过重整计划草案。

第三，删除了《企业破产法》“重整计划草案对出资人权益的调整公平、公正，或者出资人组已经通过重整计划草案”之规定，这与《草案》第115条第二款、第122条前后呼应。《草案》第115条第二款规定：“……普通债权不能获得全额清偿的，重整计划草案应当包括出资人权益调整的内容。”《草案》第122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，表决结果供人民法院批准重整计划时参考。”根据《草案》第123条，出资人组是否表决通过不再是法院批准的审查标准。以上条款共同构成了《草案》新的价值取向，即降低重整中债务人出资人的权重，这也是破产法理论中“绝对优先权理论”在一定程度上的体现。

（三）建立了强制批准重整计划的听证和救济程序

关于《草案》建立的重整计划强制批准环节的听证制度，上文已有分析，不再赘述。

重整计划强制批准裁定是法院行使审判权的结果，其对各重整当事人均产生法律效力，但《企业破产法》未规定对重整计划批准裁定

的异议救济途径。本次《草案》第128条第2款规定了“利害关系人对裁定不服的，可以自裁定送达之日起十五日内向上一级人民法院申请复议。复议期间是否停止裁定的执行由进行复议的人民法院决定。上一级人民法院应当自收到复议申请之日起三十日内作出裁定。”由于复议不具有必然阻止计划执行的效力，而一些重整计划措施一旦实施，可能出现即使认定重整计划错误、不应强制批准也不可逆转的问题，所以由复议法院审慎决定是否停止执行。

第九部分\

明确重整计划执行的延长和个别条款变更事项

（一）关于重整计划执行的延长

《企业破产法》未明确规定可申请延长重整计划执行期限，仅规定可延长重整计划执行的监督期限。虽然可由此反推出允许申请延长重整计划执行期限，最高人民法院印发的《人民法院破产程序法律文书样式（试行）》中亦有延长重整计划执行期限的裁定书样式，但在法院出具裁定书时，多少存在法律依据不够明确的问题。《草案》就此作出了正面回应，明确可申请延长重整计划执行期限，提供了直接的法律依据。

《草案》同时规定延长重整计划执行期限最长不得超过六个月，该规定具有积极的正面意义。一般性的企业重整，其过程可通俗地归纳为“一手交钱，一手交货”，即重整投资人支付重整投资款，相应取得重整企业的股权。实践中存在的执行期限反复延长的原因，亦主要集中于这两个因素。一方面，重整企业的股权常常存在着质押、冻结以及多轮冻结情况，需要通过协商、强制执行拍卖等程序完成股权过户，常常耗费大量时间；另一方面，亦存在着重整投资人因各种原因拖延支付重整投资款的情况。《草案》第134条从制度上解决了受限股权的过户问题，在此基础上规定延长重整计划执行期限最长不得超过六个月，能够有效督促相关方积极履行义务，减少重整程序的时间成本，提升重整制度的效益价值。更重要的意义在于，由于《企业破产法》对重整计划执行期限的延长未做规定，司法实务中对延长期限是否属于重整计划变更、延长多久属于重整计划变更存在争议，《草案》对延长重整计划执行期限的明确规定，起到了定纷止争的作用。

在此规定下，在制定重整计划草案时，需要更为充分地关注重整计划执行完毕的标准和期限，要做到明确、清晰和合理，既不能为了迎合报表制定等因素刻意降低执行完毕的标准，又不宜过于严苛，避免在重整计划主要事项已执行完毕的情况下，因附属事项未能在规定

期限内执行完毕而导致重整企业被宣告破产。

（二）关于重整计划执行的个别条款变更

重整计划可视为债权人、债务人、债务人股东及重整投资人等相关方达成的一项契约、一份合同。合同在履行过程中因各种原因被变更，是民商事活动中比较常见的情形，因此，《草案》增加了重整计划执行中的个别条款变更制度，亦是契合了商事活动的本质和客观规律。但重整计划毕竟与日常中一般性合同存在差异，其是集合了多数人共同意志的、经法院裁定批准的有法律效力的“合同”，对其进行变更应当施加限制性条件。根据《草案》规定，变更的前提条件是不可抗力等重大原因导致不能执行，变更的对象是个别条款，变更的生效要件是利益受到影响的表决组表决通过。

不过，需要注意的是，《草案》的规定相对比较原则，何谓“不可抗力等重大原因”，何谓“个别条款”，何谓“利益受到影响”，将会在实践中留下较大的自由裁量权。重整计划核心由股权调整方案、债权调整方案、经营方案三部分组成，有的条款和内容的变更能够进行比较清晰的界定。比如，仅调增投资人受让股权的比例和数量，其他内容不变的情况下，该变更即应属于“个别条款”的变更，“利益受到影响”的表决组即应为出资人组。但因量变引起质变，前述假设情形的某些特殊情况亦可能导致

界定存在困难。比如原安排下重整投资人并非重整后企业的控股股东，通过调增投资人受让股权的比例和数量，使其变更为控股股东，在对债权人安排了以股抵债的情况下，即使债权人受让股权数量和比例不变，此时此部分债权人是否属于“利益受到影响”的表决组？虽然债权人的直接利益并未受到影响，但是毕竟控股股东不同，企业后续发展情况也会存在差异，债权人接受以股抵债转化为股东后，即会对其股东权益产生影响。与上述假设情形相类似但发生概率更高的情况是，如果重整投资人发生变更，股权调整方案中的其他内容以及债权调整方案、经营方案等均不发生变化，是否能够适用个别条款变更制度。从形式上看，重整投资人发生变更，可视为是“个别条款”的变更，甚至实务中一些重整计划草案直接载明重整投资人的变更不构成重整计划的变更，但是在有些情况下，不同的重整投资人，对企业后续影响的差异是巨大的。

实践中更可能发生的是，重整投资人发生变更，同时股权调整方案、债权调整方案和经营方案等一并发生变更，笔者便办理过此类案件，此时显然不属于“个别条款”的变更，而应当属于《破产会议纪要》规定的重整计划的变更。《破产会议纪要》规定的重整计划变更程序，实际上赋予了债务人二次重整的机会，但

《草案》仅规定了个别条款变更程序，对实务中存在的重整计划全面性的变更如何处理未予考虑，建议进一步完善。

第十部分\

有效化解重整计划执行过程中的核心堵点问题

（一）解决了受限股权过户问题

在《企业破产法》下，受限股权的过户问题是较为普遍的问题，相关方苦其久矣，为完成受限股权过户，往往需要耗费大量的时间和精力，有的案件甚至因为无法完成受限股权过户，最后导致重整计划不能执行，债务人被宣告破产。《草案》直面该顽疾问题，直接规定管理人可以持批准重整计划裁定申请解除保全，办理股权变更登记、注销质押登记。这是《草案》的重大进步，对提升重整制度的功效具有重要促进作用。

（二）有效降低了隐性债务风险

实践中，对于如下类型的债务通常都会安排或者预留偿债资源：已申报的债务（无论是已确认债务还是暂缓确认债务，无论账面是否有记载），账面有记载但未申报的债务，但是对于账面无记载且未申报的债务，尤其是账面

未记载且未申报的担保债务，由于难以知晓其存在，因此无法为其安排或者预留偿债资源，这便构成了重整中的隐性债务风险。在大多数案件中，这都是重整投资人的核心关切要素，有的案件为了满足投资人要求，制造出十分复杂的交易结构，但由于该问题属制度性缺陷，无法通过交易结构的设计彻底解除隐性债务的风险。2020年笔者承办的一宗上市公司重整案，某家在重整程序中申报过债权的债权人在重整计划执行完毕后，另行向法院起诉上市公司，主张未披露的、账面亦未记载的大额担保债务，最终导致该上市公司在重整成功后被迫退市。

《草案》对该问题未采取一刀切的解决方案，而是区分未申报的原因，正面规定未申报债权或者在重整计划草案提交债权人会议后申报，但有正当理由的，仍可向债务人主张权利。根据该规定，若无正当理由，则不得再行使权利。因此，是否能够行使权利的核心，是未申报或延迟申报是否有“正当理由”。不过，“正当理由”的主观因素过强，可以预料，在本条规定实施后，未申报债权或者在重整计划草案提交债权人会议后申报的，基于对“正当理由”的不同理解，将可能引发新的纠纷和诉讼案件；法院在审理过程中，基于对“正当理由”的不同理解，亦会产生裁判标准不统一的问题，

进而影响重整制度功能的发挥。

如上所分析，隐性债务的风险，集中于账面未记载且未申报的债务。若其后续行使权利的，可以预料其所主张的“正当理由”为对债务人进入破产程序的事实不知情。若有证据证明其知道或者应当知道债务人进入破产程序的事实，则其可能进一步主张其他的“正当理由”，如不知道应当申报债权、不清楚如何申报债权，乃至相关人员身在境外无法申报债权等等。在一些情况下，上述理由可能是真实存在的，但以债权人主观无恶意等认定其理由是“正当”的，则有过度保护债权人之嫌。债权人知道或应当知道债务人进入破产程序的事实后，即应当积极依法主张权利，通过主动与债务人相关人员沟通、与管理人沟通等，获取债权申报的相关要求，并依法申报债权参与破产程序。相反，若其对自身权利漠不关心或不够重视，法律亦无对其进行过度保护的必要。因此，我们认为，可考虑以债权人是否知道或应当知道债务人进入破产程序的事实作为重整投资人和未申报债权风险分担的界限，该标准相较于“正当理由”，其内涵相对清晰，主观因素较弱，相对易于证明。

采取以上标准对于重整投资人而言仍然无法打消其对隐性债务的风险，在一些情况下，隐性债务所涉债权人对债务人进入破产程序的

事实确实不知情。隐性债务风险问题主要涉及三方，重整投资人、债权人以及债务人，不知情的重整投资人和债权人对隐性债务问题并无过错，造成隐性债务风险的责任主体主要是债务人及其相关人员。无论未入账的是担保债务、经营性债务还是其他债务，债务人的相关人员一定有知情者，其若向法院和管理人完整披露债务和担保情况，便不会产生隐性债务问题。隐性债务问题的产生，大多数情况下在于债务人的有关人员未切实履行《企业破产法》等法律规定的义务和职责。因此，有必要明确债务人的有关人员对隐性债务风险的责任，明确债务人的有关人员违反《企业破产法》规定的义务，未完整披露债务情况导致重整投资人利益受损的，重整投资人有权就因重整后企业承担隐性债务清偿责任所造成的经济损失向债务人的有关人员主张赔偿。

（三）解决了债务豁免收益的税务问题

根据现行的税务政策，企业通过重整所豁免的债务，应当作为企业所得缴纳企业所得税。为了避免企业当期纳税的现金流困难，一方面，企业的债务重组所得可先弥补前期亏损，另一方面，该部分企业所得可递延5年纳税。然而在实践中，确有一部分企业前期无亏损或亏损额较小，弥补后仍然有企业所得；对于重整投资人而言，递延5年纳税只是税务的

延期支付，并未实质性减少其税务成本。

对于税务机关而言，作为纳税主体的重整企业在重整前后其主体资格未发生变化，债务豁免收益所产生的税务成本亦应由重整企业承担，至于该税务成本实质上由谁承受，并非其关注重点，但这恰恰是讨论债务豁免收益应否纳税的核心因素。重整投资人在计算收购一家重整企业所需要耗费的成本时，会将债务豁免收益所产生的税务成本计算在内，因此，若税务成本高，则相应留给债权人的偿债资源减少。从形式上来看，税务成本系由重整后的债务人承担，但实际上已在重整期间转移给了全体债权人。债务豁免收益由债务豁免所产生，债权人本就在重整中遭受了损失，还要承担因债务豁免所产生的税务成本，于债权人而言实属不公。

当然，实践中也存在重整投资人在重整期间未发现债务豁免收益的税务问题，而在重整计划执行期间才发现的情况，此时重整投资人需要额外承担一笔费用，这也导致部分案件重整计划难以顺利执行并引发争议。《草案》从根本上解决了该问题，明确债权人减免债务人的债务属于不征税收入，体现了不与民争利的原则，回应了实践中长期呼吁的问题，是重整制度发展史上的重要进步，亦符合国际上对债务重组给予税收优惠的通行做法。

第十一部分\

其他调整事项

（一）完善重整申请主体和重整申请材料

《草案》对重整申请主体和重整申请材料均作出了补充完善。重整申请主体方面，根据《企业破产法》规定，在破产受理后、宣告破产前，债务人或者出资额占债务人注册资本十分之一以上的出资人可以向法院申请重整，《草案》则将债权人新增为此种情况下有权申请重整的主体。

对于新增债权人作为清算转重整的申请主体，能够强化债权人程序主导权，平衡重整利益格局。现行破产法仅允许债务人或出资额占1/10以上的出资人申请清算转重整，债权人缺乏直接转程序的启动权，可能导致有拯救价值的企业因债务人或出资人消极不作为而错失重整机会。此外，扩大申请主体范围，可以向市场传递“程序灵活、救济充分”的制度信号，提升我国破产法治的国际认可度。

重整申请材料方面，《企业破产法》未专门针对重整程序作出特殊规定，其与破产清算程序的要求一致。《草案》特别新增规定申请人提出重整申请时，除一般申请破产需要提交的材料外，还应当提交债务人具有重整价值和重整可行性的相关材料。

《草案》对申请材料要求的细化，通过明确债务人财务、经营、债权债务及重整可行性等关键信息的提交要求，法院能够全面掌握案件核心要素，为实质审查提供充分依据，提升了破产程序启动的规范性与效率，有助于法院在程序启动阶段即识别重整价值，避免司法资源浪费，为后续程序推进奠定基础。但与此同时，对申请重整需提交重整价值和重整可行性材料的要求，在实践中可能进一步增加了重整申请受理难度，特别是在债权人申请重整的情形下，债权人可能难以掌握债务人重整价值和可行性，从而打击债权人提起重整申请的积极性。另外，《草案》并未对重整价值和可行性有关材料作出说明或规范，模糊表述可能导致实务中法院审查过于严格，甚至可能在重整申请受理阶段即要求申请人明确重整投资人、提交重整方案等，人为提高重整受理门槛。鉴于此，我们建议可考虑将表述调整为提交关于债务人重整价值或具备重整希望的说明或材料。

（二）明确重整计划执行期间管理人的具体监督职责

在管理人重整计划执行的监督职责方面，从《企业破产法》到《草案》，呈现出从概括性框架到精细化规则的显著转变。《企业破产法》在重整计划执行阶段，仅对管理人的监督

职责进行了概括性规定，规定由管理人监督重整计划的执行，而对于管理人如何行使监督权、监督期具体职责范围等内容均未规定。

《草案》第131条、第132条增设了管理人监督重整计划执行的具体职责，包括：1.要求债务人提交执行情况和财务报告；2.纠正违法或不当行为；3.审查延长执行期限申请；4.代表债务人参加未终结诉讼；5.监督债权受偿方案执行；6.人民法院认为应当由管理人履行的其他监督职责。同时，明确了监督期满时，管理人应当提交监督报告，监督职责至监督报告提交之日终止。

《草案》对于管理人具体监督职责的明确，通过法律依据、监督内容与程序要求的系统性调整，强化了管理人在重整计划执行阶段的履职能能力，为提升重整监督实效奠定了制度基础。一是将管理人监督职责细化为六项可操作条款，包括动态信息获取、执行纠错、期限审查、代表诉讼和监督清偿；二是补充了监督期限的弹性机制，允许管理人申请延长监督期限，适应复杂重整案件的实际需求，避免监督“真空期”。《草案》通过“清单式职责+程序性保障”的组合设计，管理人从“原则上监督”转变为“有权限、有手段、有责任”的主动监督，为解决重整实践中“执行难、监督弱”问题提供了规则支撑，使管理人履职有章可循，也为司法

实践中的监督标准统一提供了法律依据。

（三）建立重整计划执行完毕的裁定确认机制

重整制度中，重整计划执行完毕后的债务免责与程序终结机制是保障重整程序效力的关键环节。《企业破产法》仅规定执行完毕后债务人免责，无明确裁定程序。本次《草案》中，新增关于重整计划执行完毕的法定程序，由债务人向法院提交重整计划执行报告，并申请法院裁定确认重整计划执行完毕。

《企业破产法》第九十四条规定，“按照重整计划减免的债务，自重整计划执行完毕之日起，债务人不再承担清偿责任”，但未明确法院裁定确认程序，理论上形成“自动免责”的效力模式。然而司法实践中，法院通常会通过裁定形式确认重整计划执行完毕并终结程序。这种实践操作与法条文本的脱节，暴露出现行制度缺乏法定审查程序的结构性缺陷，可能导致债务免责效力的不确定性。

《草案》第138条针对现行制度的不足，构建了“债务人申请-法院审查-裁定确认”的三阶法定程序，具体程序步骤表现为：首先由债务人在重整计划执行完毕后提交执行报告；其次由法院对执行情况进行实质性审查；最终以裁定形式确认执行完毕，该裁定同时成为破产程序终结与债务免责的法定依据。这一修订将

实践中自发形成的裁定惯例上升为明确法律规则，使程序终结与债务免责的效力锚定于法院的司法审查行为，而非单纯的“执行完毕”事实状态。

从法律效力看，《草案》明确“裁定之日起破产程序终结”，并规定“减免债务不再清偿”以裁定确认为前提，彻底改变了现行法“自动免责”的模糊状态。这种制度设计既强化了法院对重整结果的司法监督，也为债务人、债权人提供了明确的权利义务边界，有助于提升重整程序的规范性与公信力。

另外，该条还规定，法院在裁定上市公司重整计划执行完毕前，可以听取国务院证券监督管理机构的意见，这与上市公司的特性相关。相当一部分上市公司，需要在重整当年完成重整，确认债务重组收益，使净资产转正，从而避免退市。能否确认债务重组收益，与重整计划的执行情况密切相关，根据中国证监会的规则，上市公司通常应在破产重整协议履行完毕后确认债务重组收益，除非有确凿证据表明上述重大不确定性已经消除。因此，存在故意降低执行完毕的标准，通过取得法院执行完毕的裁定而实质性提前确认债务重组收益的可能。为此，《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》规定重整计划关于执行完毕的标准、期限应当明确、清晰、合理，

不得为了迎合会计、报表制定等需要刻意降低执行完毕的标准，避免后续衍生新的问题。《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》亦规定上市公司不得在重整计划实施的重大不确定性消除前，提前确认债务重组收益，并列举了判断重整计划执行过程及结果是否存在重大不确定性时的相关标准。

(四) 建立重整企业信用修复制度

《企业破产法》没有对重整后的企业信用修复作出规定，我国目前关于破产企业的信用修复方面的规定也较为笼统，散见于司法解释、指导性政策文件中，包括：

《最高人民法院关于公布失信被执行人名单信息的若干规定》规定，因破产程序中止执行的，人民法院应当删除失信信息；

国务院办公厅《关于进一步完善信用修复制度的实施方案》（国办发〔2025〕22号）规定重整计划执行完毕后，行业主管部门应当重新评定企业信用状况，及时更新信用信息，并向“信用中国”网站共享更新后的信用信息，保障企业正常经营和后续发展；

《国家税务总局公告2021年第31号》：重整企业破产重整前发生的相关失信行为，可按照《纳税信用修复范围及标准》中破产重整企业适用的修复标准开展修复；

《市场监督管理信用修复管理办法（征求意见稿）》：重整企业或者管理人可以持信用修复申请书、人民法院批准的重整计划裁定书向登记地市场监督管理部门申请信用修复等。

虽然我国各地目前在破产重整企业的信用修复方面已有积极的探索，并出台了对应的文件，但大多采用了粗线条的模式，并未通过立法层面明确重整企业信用修复制度。《草案》第139条明确规定，人民法院裁定批准重整计划后，有关部门或者机构应当经申请暂时屏蔽相关失信信息，并中止相关失信惩戒措施。重整计划执行完毕后，有关部门或者机构应当根据相关主体的信用修复申请和人民法院的裁定，解除相关失信惩戒措施。

《草案》对重整企业信用修复制度的构建，对解决重整实践中的核心矛盾、完善破产法功能体系及优化营商环境具有多重价值。该制度通过系统性消除重整企业的信用壁垒，不仅为企业重生清除现实障碍，更从制度层面深化了破产法的拯救理念，为市场经济循环注入新动能。从现实意义看，信用修复制度直击“重整成功但企业无法正常经营”的突出矛盾。实践中，部分企业虽通过重整程序完成债务调整，但因历史失信记录被列入失信被执行人名单或受到其他信用惩戒，导致无法正常开展招投标、融资、签订合同等经营活动，陷入“法律上

重生、商业上死亡”的困境。信用修复机制通过“暂屏蔽+终局解除”的双层路径破解这一难题：暂屏蔽失信信息可使企业在重整计划执行期间恢复基本经营资格，确保生产经营连续性；终局解除惩戒则在重整计划执行完毕后彻底清除信用污点，使其完全回归市场竞争序列，真正实现“重整成功即能持续经营”的目标。《草案》通过第139条确立的分阶段修复机制，首次实现了信用修复与重整程序的同步衔接——“裁定批准后暂屏蔽”解决了企业重整期间的经营信用障碍，“执行完毕后全解除”则为企业彻底回归市场清除了信用壁垒，形成了从程序启动到实质完成的全周期信用保障。

此外，根据规定，企业被采取限制消费措施后，企业的法定代表人、主要负责人、影响债务履行的直接责任人员、实际控制人不得实施高消费行为。对企业的相关个人采取限制措施，主要目的是为了督促企业积极履行生效法律文书所确定的义务。启动破产程序后，针对债务人的执行程序依法中止，债务人财产由管理人接管或监督，以督促被执行企业履行义务为目的的惩戒措施已无必要。目前，部分地区地方性司法文件中明确了破产受理后应当解除限高措施，例如广东省高级人民法院《关于限制消费及纳入失信人名单工作若干问题的解答》中明确人民法院作出破产申请受理裁定书

后，应解除对被执行人的限制消费措施。北京市高级人民法院《关于加强破产审判与执行工作协调运行的通知》（京高法发〔2020〕206号）第七条亦规定：“债务人主动申请破产，且配合管理人接管、移交完整、全部印章、账簿、财产、文书等，其法定代表人、实际控制人、主要负责人申请解除对其本人的限制消费措施的，应提交书面申请。管理人与申请执行人进行协商，经申请执行人同意后，由破产审判部门移送执行部门。执行部门应在收到后五日内在执行办案系统中解除限制措施。”因此我们建议，可考虑在《草案》中补充启动破产程序后可依法解除对法定代表人等相关人员的限制高消费措施的有关内容，特别是在重整案件中，债务人法定代表人往往承担日常经营管理责任，同时还需要与重整投资人、债权人等各方利害关系人协商谈判，仍对其限制高消费措施，既无助于调动参与重整的积极性，亦一定程度上影响其推进重整事务。

（五）关于重整计划草案提交及二次表决期限问题

关于重整计划草案提交期限问题，《草案》与《企业破产法》保持一致，均为六个月基础期限，可延长三个月，总计不超过九个月。而对于部分表决组未通过重整计划草案时，协商二次表决的协商期，《企业破产法》

并未进行规定。一方面，未对协商期进行明确规定有助于管理人或债务人就重整计划草案与各组债权人充分协商调整，灵活运用协商期间，确保重整计划草案能够表决通过。另一方面，缺乏对协商期的时间限制，也导致实践中存在滥用重整计划草案二次协商期无限期协商，导致重整程序久拖不决，在显著缺乏重整成功可能性，各方无法就重整计划草案达成一致的情况下，仍然不愿进入清算程序，导致重整程序长期空转，并对债权人清偿利益造成进一步的损害。针对该情况，《草案》第114条明确规定，协商和再次表决的时间合计不得超过三十日。

本条规定将协商期程序时间刚性化，直接回应实践中“僵尸重整”问题。通过时间边界明确化、程序转换及时化和资产价值最大化，当重整成功可能性较低时，快速终结协商程序可减少程序拖延导致的资产贬值风险，避免“拖延清算”造成的二次损害。同时，时间限制倒逼债务人在制定重整计划时更审慎评估可行性，提高首次表决通过率。同时防止债务人利用协商期停息规避责任。但结合实践经验来看，《草案》对于二次表决协商期规定的时间较短，一次表决未通过，或因各方存在巨大的利益分歧，或因未能成功招募到投资人，仅给予三十日，很难完成再次协商调整工作，可能无法满足管理人、债务人与债权人、重整投资人沟通

协商的实际需求。从司法实践看，重大复杂的重整案件往往也难以在九个月或者十个月的时间内完成，在当前经济下行、投资人难觅的背景下更是如此。

此外，实务中确实存在一些能够正常经营的企业，特别是重点行业、关系到国计民生的行业、涉及公共事业稳定的行业，在重整中仅因未能短期内招募到适格的投资人而无法完成再次协商调整工作，即被宣告破产，确实不利于发挥重整挽救企业的制度功能，而且可能带来一系列难以估量的严重后果和不利影响。例如笔者承办的涉及基础民生行业的辉山乳业系八十三家企业合并重整案中，在重整计划草案首次表决未获通过的情况下，管理人充分利用二次表决协商期，通过公开招聘投资人、金融机构债权人委员会推荐投资人等方式与多名潜在投资人进行了多轮接洽协商，历经一年九个月的协商期，最终经各方努力顺利引入同行业的优质重组方，基于新投资方案制订的重整计划获得债权人会议高票通过。自案件受理开始至重整计划由法院裁定批准共经历两年十个月，最终实现企业重生，保住了70余年的国民乳业老品牌，盘活资产133亿元，化解数千家债权人近300亿元的债务，7000余名职工实现继续就业。因此，我们建议适当延长二次表决协商期或建立协商期延期机制，即在经债权人会议表决同意前提下，可适当延长协商期，将

是否允许以重整成功为目标延长协商期限的决策权交由债权人决定，同时可以限定延长期限最长不超过三个月。一方面能够合理限制无限期协商造成“僵尸重整”、损害债权人权益的问题，另一方面又能够充分兼顾重整时长灵活性，尽最大可能促进企业重整成功。

以上为我们对《草案》重整部分的实务解读及相关初步意见和建议，鉴于《草案》修订幅度巨大，本文难免存在疏漏和误读之处，尚请各位专家同仁批评指正。

扫描二维码，可获取《中华人民共和国企业破产法（修订草案）》重整相关部分



许胜峰
合伙人
债务重组与破产部
深圳办公室
+86 755 3325 6833
xushengfeng@zhonglun.com



张生
非权益合伙人
债务重组与破产部
深圳办公室
+86 755 3325 6838
zhangsheng@zhonglun.com

上市公司会计差错更正是否构成证券虚假陈述分析

作者：刘新辉 张璨 黎木章



据统计，2024年有215家A股上市公司做出前期会计差错更正，其中涉及对收入进行更正的有116家、占比约54%。更正原因大多为总额法调整为净额法，此外还涉及收入时点变更等。2025年以来也有超30家上市公司做出会计差错更正、将总额法调整为净额法。

近年来，个别上市公司通过虚假贸易做大营收或通过滥用会计政策调节业绩，此种情形导致实践中出现了监管机构未对更正行为做出行政处罚、而投资者已经大规模提起索赔诉讼的情况。但是，部分会计差错更正行为系基于会计准则适用标准日趋明晰而做出，与故意财务造假、滥用会计政策等行为存在明显区别。就该等单纯的差错更正行为，是否应与财务造假等行为适用同等标准进行审查，对投资者承担同等民事侵权赔偿责任，是目前司法实践中较受关注的问题。

我们结合近期办案实例，在本文展开探讨。

第一部分\

财务视角下的会计差错更正调整

会计差错更正，是对财务报表中前期差错的更正。根据财政部发布的《企业会计准则第28号--会计政策、会计估计变更和差错更正》，前期差错是指企业因未使用或错误使用编报前期财务报表时预期能够取得并加以参考、或前期财务报告批准报出时已能取得的可靠信息，从而对前期财务报表造成遗漏或错报，通常包括计算错误、应用会计政策错误、

疏忽或曲解事实以及舞弊产生的影响以及存货、固定资产盘盈等。

从上市公司会计差错更正涉及的事项看，主要体现在收入、金融工具、存货等领域。

实务中，上市公司对营业收入进行更正的情况较多，主要涉及总额法调为净额法、虚增收入的剔除、收入确认时点的后移等。

就会计差错更正的性质来看，可分为重大和非重大会计差错。财政部《企业会计制度》指出，重大会计差错，是指企业发现的使公布的会计报表不再具有可靠性的会计差错，一般

金额比较大，通常为某项交易或事项的金额占该类交易或事项的金额10%及以上。不具有前述影响的，可以理解为非重大会计差错。

财务处理视角下的违法责任，根据《中华人民共和国会计法》（下称“《会计法》”），其未直接规定会计差错更正导致相应法律责任。若会计差错更正本身不涉及《会计法》规定的违法情形的，原则上不会直接引发处罚后果。

第二部分\

证券监管下的会计差错更正

当会计差错导致上市公司信息披露不真实、不准确或不完整，从而构成虚假记载、误导性陈述或重大遗漏等违法违规行为时，公司将被采取自律监管措施，或被证券监管机构处以行政监管措施或行政处罚。

以“总额法调整为净额法”为例，其在证券监管视角下是否违规，可分为下述三种情形：

（一）因业务造假，引发证券违法违规

实务中，因面临业绩压力等原因，上市公司通过“空转”、“走单”、无实物流转的交易而虚增业绩，通常是监管关注重点。

例如，专网通信案中，有的上市公司通过合同、资金、票据流转构成闭环的专网通信虚

假自循环业务等方式，虚增营业收入过百亿元，而被证监会处以高额罚款。该案中，上市公司用无商业实质的专网通信业务确认营业收入、营业成本及利润，并用总额法确认收入，致使其累计虚增营收高达百亿。

就此类案件中，虽有当事人主张，公司已将“总额法调为净额法”，进而请求减轻或免于处罚。但证券监管机构普遍认为，会计差错的更正行为，不影响财务造假的事件性质、以及信息披露违法违规的客观后果。

另对此类行为的收入确认，2024年《关于严格执行企业会计准则 切实做好企业2024年年报工作的通知》明确指出，通过“空转”、“走单”等方式开展的虚假贸易业务，不符合收入准则总额法的确认条件。

（二）业务虽真实，但滥用会计政策，引发证券违法违规

此情形下，采用总额法核算的对应业务真实存在，但根据业务性质、收入准则，明显不应采用总额法进行核算。上市公司故意错用总额法，以达到虚增营收等目的。

例如，某公司开展互联网广告代充值业务，采用总额法确认收入，进而虚增营业收入，导致2021-2022年相关定期报告存在虚假记载，证券监管机构对其予以行政处罚。

事实上，上海证券交易所于2022年2月发布的会计监管动态2022年第4期（总第10期）已经指出，广告营销业务的公司在向客户提供数字媒体投放充值服务时，实质上不承诺投放效果，不对广告投放承担主要责任，无定价自主权，也不需买断广告位。公司在投放客户广告前无法取得对投放服务的控制权，公司实际为代理人身份，应按照净额法确认收入。因在当时，广告代充值业务采用净额法已是普遍共识；而该公司仍然采用总额法，则被质疑滥用会计政策、做大营收。

可见，在判断会计主体是否存在“滥用”行为时，除结合对应业务性质、合同条款等作出判断之外，同行业可比公司采用的收入确认方法，对于违规的性质认定也具有重要意义。

（三）业务真实，上市公司因会计准则适用调整主动做出更正

关于总额法、净额法的适用标准，虽然《企业会计准则第14号——收入（2017修订）》早已做出规定，但相关标准原则性较强，在实践中始终存在适用分歧。随着会计准则适用标准不断明晰、细化，部分上市公司根据新的行业标准或自身审慎判断原则，对会计处理做出调整。

例如，经营充电业务的奥特迅、北巴传

媒、科达自控、金冠股份等上市公司，长期以来按总额法确认收入。之后，证监会于2024年8月23日发布《上市公司2023年年度财务报告会计监管报告》、财政部于2025年4月17日发布《收入准则应用案例——充（供）电业务的收入确认》，前述公司随之按照净额法确认收入，并分别做出会计差错更正。对于此类因新政策的出台而调整会计适用方法的，交易所或证券监管机构少有给予自律监管措施或行政监管措施。

另一种情形是，所处行业未有新政策出台、公司仅是基于审慎原则而做出会计差错更正的，交易所或证券监管机构可能会根据更正行为给信息披露造成的客观结果，给予上市公司相应的自律监管措施或行政监管措施。

当然，上述更正，并不意味着上市公司的行为达到行政违法的程度。上市公司系基于审慎原则，主动对财务信息质量的自我修正，与刻意造假存在实质性区别。



第三部分\

民事赔偿视角下，会计差错更正是否构成虚假陈述

业务造假及滥用会计政策行为，因其本身的行政违法性，通常会引发证券虚假陈述责任纠纷。对于因新的会计政策出台，而导致的会计差错更正，由于其不具有行政苛责性，一般不会引发证券虚假陈述责任纠纷。

而实践中较有争议的是，如果上市公司业务真实、未滥用会计政策，那么其会计差错更正是否构成虚假陈述而需进行民事赔偿？

自2022年《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（下称“《虚假陈述司法解释》”）取消前置程序以来，针对被交易所或监管机构实施自律监管措施或行政监管措施但未被行政处罚的行为，投资者提起虚假陈述诉讼的案件显著增加。

与此同时，证券虚假陈述侵权作为特殊侵权责任，对投资者适用因果关系推定原则。在此种制度安排下，一旦应对失策，将使上市公司面临巨额赔偿责任。

对此，广东省高级人民法院民二庭课题组在《证券虚假陈述侵权责任纠纷疑难问题研究》中，就“重大性司法认定标准的再认识”指出，“在行政监管日趋严格的背景下，应当根据

行为人的主观过错，体现宽严适度的司法政策，避免虚假陈述民事赔偿制度异化为投资保险，对上市公司及其背后的产业链、员工、债权人等利益带来冲击”。¹

因此，法院应审慎认定单纯的会计差错更正行为是否具有重大性、是否构成虚假陈述，避免引发投资者滥诉的可能性。

结合近期我们的案件代理经验，此类案件存在如下难点，有待司法实践进一步厘清。

（一）会计差错更正行为是否具有“重大性”

根据《虚假陈述司法解释》第十条²，相关行为是否具有重大性主要有两种判断标准：一是“重大事件标准”，即从行为性质出发，通过客观比对，相关内容是否属于《证券法》或相关规定要求披露的重大事件或重要事项；二是“价格敏感性标准”，即相关行为的实施、揭露或更正是否导致证券交易价格或交易量发生明显变化。

对于前述第一种标准涉及的重大事件或重要事项，如能证明相关行为并未引发价格或交易量的显著波动，人民法院应认定该虚假陈述

1. 参见《法律适用》2025年第2期“法官说法”栏目，第134-176页。

2. 《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第十条 有下列情形之一的，人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性：（一）虚假陈述的内容属于证券法第八十条第二款、第八十一条第二款规定的重大事件；（二）虚假陈述的内容属于监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或者重要事项；（三）虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化。前款第一项、第二项所列情形，被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的，人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。被告能够证明虚假陈述不具有重大性，并以此抗辩不应当承担民事责任的，人民法院应当予以支持。

不具备重大性。

1.仅适用“价格敏感标准”的问题

仅从股票价量的变化，判断会计差错更正行为是否具有“重大性”，存在不足之处。由于场外因素的存在，价量变化能否充分体现相关行为实施时、会计差错更正时投资者投资决策因素，值得商榷。

例如，上市公司在前期披露相关定期报告时股价上涨，可能源于其他重大利好因素；而做出会计差错更正时，因其他利空因素的同步释放，而引发股价下跌。基于保护中小投资者的价值倾向，法院对于上市公司关于其他因素对股价的影响的证明责任要求非常高；一旦相关主张未被采纳，案涉行为便会直接被认定为具有“重大性”。

2.更正涉及的财务数据可能数额巨大，但若不足以影响投资者决策，更正事项是否依然具有“重大性”

更正的财务指标，是否成为理性投资者的投资决策依据，是重大性抗辩的重要考量因素。如会计差错更正仅涉及营业收入，未影响其他核心财务指标、未改变企业核心竞争力和盈利实质等，则需要考虑会计差错更正行为对投资者的投资决策是否存在实质影响，从而判断会计差错行为是否具有“重大性”。

以互联网电商公司为例，对于自营模式下

的电商公司如京东自营，企业自行采购、销售、负责物流运输、对货物具有控制权，通常适用总额法确认收入；而对于电商交易平台如淘宝，其仅提供交易平台服务，收取一定比例的佣金，通常适用净额法确认收入。

总额法较净额法，会呈现更大规模的营业收入。在上述两个案例中，投资者会仅因总额法确认的巨额营业收入，而投资自营模式电商公司、而不投资电商交易平台公司么？这显然存在探讨空间。

以2024年度财务数据为例，采用总额法确认收入的京东自营，2024年度此部分营业收入约为9,280亿元³；而采用净额法确认收入的淘天集团，2024年度此部分营业收入约为4,349亿元⁴。也即，京东自营的营业收入近万亿、是淘天集团相关营业收入的两倍。但是，两家公司均为优秀的行业代表，都受到投资者的高度关注和认可，投资者不会仅因营业收入近万亿，而选择投资京东自营、不投资淘天集团。

可见，营业收入指标并非投资者决定投资电商平台的关键决策因素，真正影响投资者投资决策的，是商业模式、市场份额占有率、用户数量、行业前景、毛利和净利润及其增速等。

3.《京东集团股份有限公司2024年度报告》，P183

4.《阿里巴巴集团控股有限公司2024年度报告》，P102

3. 审计意见类型对“重大性”判断的影响

根据相关审计准则，财务报表的审计意见主要有四种，分别为无保留意见、保留意见、否定意见、无法表示意见。后三者统称“非标准审计意见”。

无保留意见审计报告，包含标准无保留意见和带有解释性说明的无保留意见。后者通常包含强调事项段、其他事项段或与持续经营相关的大额不确定性的提示，此类提示主要为便于财务报表使用者理解，对已恰当列报或披露、不影响无保留意见且非关键审计事项的重大事项所作的特别提示。对于无保留意见中存在关注事项段情况的，是否存在重大性应审慎考虑。因此，审计意见类型也会影响对“重大性”的判断。

对于单纯的会计差错更正行为，如审计师对当年度审计报告出具无保留审计意见，能否从侧面说明相关事项不具有“重大性”？

从审计理论上来说，即便审计师在无保留审计意见中，额外增加强调事项段等提示，只是增加审计报告的信息含量，提高审计报告的可用性，不影响其所发表的审计意见，表明审计师认为财务报表整体不存在重大错报，符合会计准则。特别的，如果次年年报中，相关强调事项段已经消除，是否也可证明，相关更正事项在审计判断标准中尚属情节轻微，相应地

不应被认定为具有“重大性”。

（二）会计基础编制合理，能否作为抗辩理由

会计基础编制具有合理性，是《虚假陈述司法解释》对预测性信息所涉案件的豁免事由之一⁵。

但是，能否以会计基础编制合理作为抗辩理由，对抗会计差错更正引发的证券虚假陈述责任纠纷？

仍以“总额法调净额法”为例，上市公司会计差错更正，追溯更正前的情形，上市公司依据当时普遍适用的会计准则标准、行业实践、监管口径等采用总额法，但并无违反或滥用会计准则的意图；审计机构亦认为相关编制基础合理。此情况下，基础编制合理，能否作为虚假陈述责任纠纷的抗辩理由，也是司法实践中需要重视和考虑的重要问题。鉴于与其他虚假陈述案件相比，会计差错更正具有更强的专业性，我们认为，将会计基础是否编制合理纳入裁判考量因素之中，具有一定的合理性。

5. 《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第六条：“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持，但有下列情形之一的除外：（一）信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的；（二）预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的；（三）预测性信息所依据的前提发生重大变化时，未及时履行更正义务的。”

第四部分\

结语

近年来，做出会计差错更正的上市公司较多，由此引发的证券诉讼也随之增加。不同公司做出更正的成因与影响，各不相同，如司法实践中采取统一标准判断应否承担民事赔偿责任，将会忽视个案中差错更正的主观状态、具体背景、真实原因等因素，将差错更正行为与财务造假行为等同审理。如判决相关上市公司承担巨额赔偿责任，将会对上市公司的正常经营造成巨大冲击，并引发连锁式的的大规模无序索赔。

因此，单纯的会计差错更正而引发的证券诉讼，对其民事可赔性的认定，有必要与财务造假等做区别处理。这种精细化认定思路，不仅有助于厘清责任边界、维护市场秩序，更能引导投资者回归理性价值判断，推动资本市场长期健康发展。 ■



刘新辉
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2074
liujason@zhonglun.com

中国企业出海投资之 海外架构设计关注要点

作者：陶媛园 林逸韵 王雨萱



近年来，越来越多的中国企业于疫情后时代选择出海。驱动这一波出海热潮的不仅是扩张市场版图的商业野心，更体现着中国企业为应对当前日益复杂的国际政治环境而作出的战略决策。包括芯片行业、生物科技行业在内的高科技领域企业希望通过出海增强供应链韧性及灵活度，以面对国际贸易及技术出口管制与经济制裁复杂多变的态势；传统制造业企业也在贸易摩擦不断升级、关税政策扑朔多变的大局势下企望通过出海破局；也有部分企业考虑到境内资本市场审核趋严，决定境外布局为未来资本运作建立基础；还有一些企业，为开拓海外市场、分散地缘政治风险、优化资产全球配置而选择走出国门。

在此背景下，设计并完善海外投资架构已跃升为中国企业国际化战略布局成功与否的核心环节。受制于自身不同情况及战略考量，中国企业设计架构时需结合其所处的行业类型及特点、面临的国际贸易制裁与管制风险、上下游产业布局及供应链情况、已有的境内外股权架构及资产人员状况等因素，选择最匹配该企业需求的海外架构搭建方案并于最合适境外法域落地方案。一个精心设计的架构不仅是应对监管的“合规盾牌”，更是实现商业目标、提升运营效率、保障供应链及资产安全的“战略桥梁”。

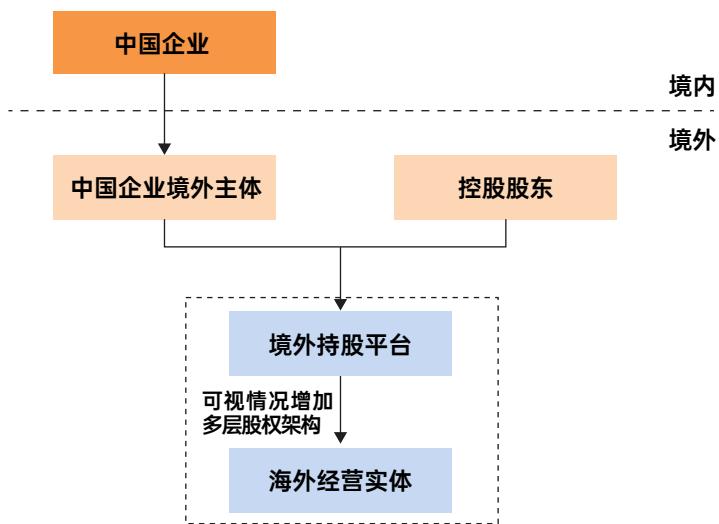
第一部分 | 海外架构方案

面对当前多变的国际规则环境，中国企业出海投资大多仍以保留绝对控制权为投资前提。但除了传统海外投资方式中最常见的直投控股方案外（出于篇幅考虑，本文不再对此传统方案赘述），我们观察到近期实践中有不少中国企业出于兼顾架构保密性等核心商业诉求，选择采用其他灵活变通方案来实现对海外实体的控制，如海外参股、寻找恰当主体代持海外权益、设立信托或协议控制等。对于前述架构安排，我们简要梳理如下，并附上股权结构示意图供读者参阅。

- 参股方案：**该方案下，中国企业倾向于选择于对股东信息保密程度较高的法域（如BVI、开曼、百慕大等）设立境外持股平台，并直接或间接持有该境外持股平台一定比例的权

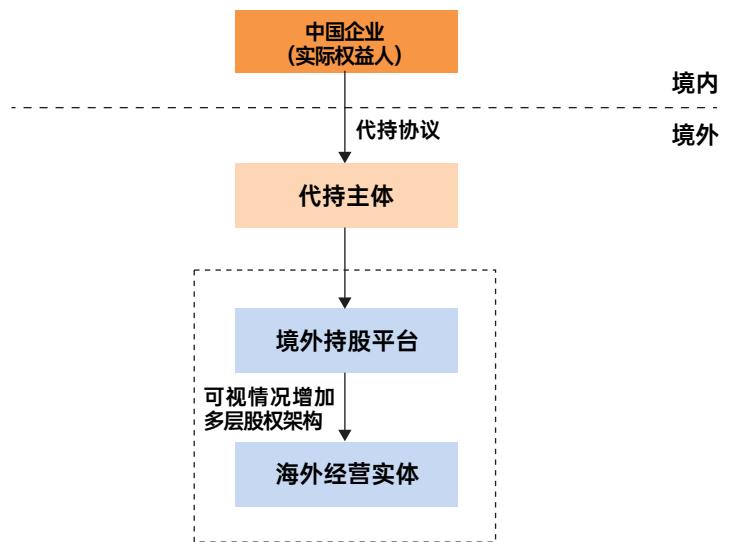
益（多数中国企业选择将其持股比例设置为低于控股股东/实际控制人的认定门槛值），控股股东则由境外信赖人士担任。此方案下，就股权结构角度来看，直接或间接控股股东并非中资企业，但中资企业可获得对境外持股平台的一定影响力。

参股方案股权结构示意图：



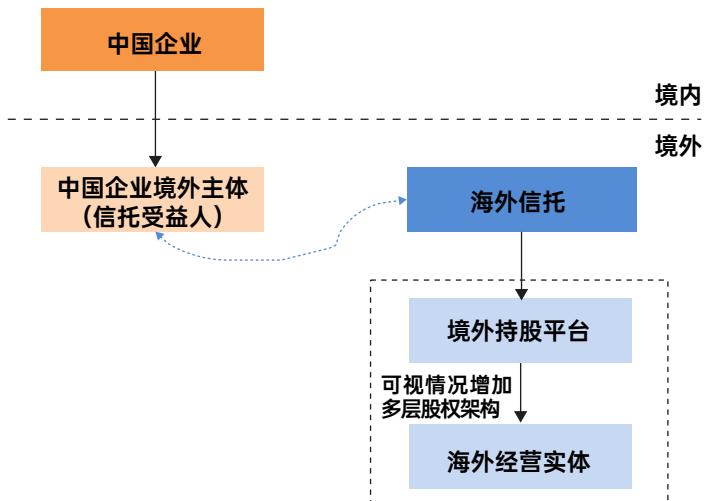
- 代持方案：**为从股权结构层面完全隐蔽境内实际权益人身份之目的，部分中国企业选择寻找恰当人士代为持有海外实体权益，并与其达成代持协议，以明确实益所有人及代持人的权利义务边界。

代持方案股权结构示意图：

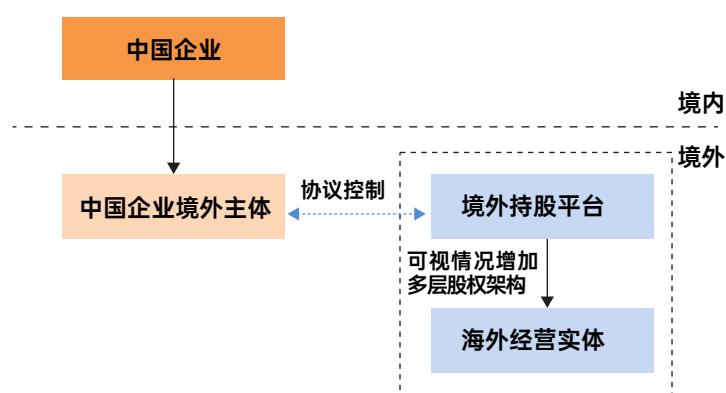


- 信托方案：**通过搭建海外信托架构，将海外经营实体股权或其上层境外持股平台的股权作为信托财产装入信托并交付与信托管理人，并由中国企业控制的境外主体作为信托受益人。搭建完成后，中国企业将以信托架构对海外经营实体享有权益。

信托方案股权结构示意图：



- **协议控制方案**：该方案下，中国企业控制的境外主体与境外持股平台和/或其股东达成系列控制协议（如表决权委托协议、知识产权许可协议、独家购买权协议等），以通过不持股的方式达到控制海外经营实体及收益汇回的目的。



我们理解，部分中国企业之所以会放弃高效直观的直接控股型架构、转而选择以上更为灵活的海外架构方案，系出于其对保密性、税务优化、政治风险隔离等现实需求的平衡。但同时，上述方案亦各自存在一定程度的短板：例如，参股方案仍保留持股关系，就对股东身份国籍敏感的行业而言，在日趋严峻的地缘政治态势下仍容易受到挑战；代持、协议控制等方案虽更为隐蔽，但对海外主体的控制有赖于当地法域对相关协议合法性及有效性的认可，以及相关协议签署方对约定的遵守及履行；信

托在保密性与控制力上均有优势，但设立及维护一个合法有效的信托需满足严格的合规要求，适用场景相对受限。

由于上述方案均存在一定的优势和劣势，在实操中，往往需要结合中国企业的具体情况由专业团队设计组合型的方案，方能尽可能地利用参股、代持、信托、协议控制等方案的优势，规避或降低具体方案的劣势，实现整体方案的最优化。

第三部分 | 海外架构搭建合规要求

依法合规是保障中国企业顺利出海的基石。所搭建海外架构的合法性、稳定性有赖于在方案设计及方案落地过程中严格遵守中国、东道国、甚至是其他潜在第三国的监管合规要求。

从境内合规要求而言，受制于具体采用的海外架构搭建方案，出海投资可能负有不同的备案登记义务。具体而言，当中国企业以法人主体身份进行境外直接投资活动时，需事先完成ODI备案程序。该程序包括三大主管部门（即发改委、商务部、外管局）的核准/备案与登记手续。实践中，办理ODI手续通常需要向主管部门披露最终目的地（一般为拟从事海外

实体业务的东道国、而非开曼、BVI等离岸平台壳公司注册地）、股权结构、投资金额及资金来源、海外实体经营范围、投资具体安排等信息；整体流程通常需要2至4个月时间；若项目较复杂或金额较大的，流程时间可能更长。而对于参与海外架构搭建的境内居民个人¹，为确保其开展境外投资的合规性及后续境外收益汇回的合规性，该个人的境外持股通常需办理《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发〔2014〕37号，以下简称“**37号文**”）登记。实践中，外管局授权银行通常接受对境内居民个人以投融资为目的、使用其所合法持有的境内企业股权为出资权益、在境外设立持股平台且该持股平台将对境内开展返程投资的情形办理37号文登记；对于其他情形的境内居民个人拟设立或控制境外企业，受制于具体情况，办理37号文登记可能存在一定实操障碍。

上述登记备案手续是海外架构所涉资金合法跨境流动的“通行证”，是中国企业满足境内外汇、税务等多重合规义务的前提。事实上，采取不同的架构方案对ODI备案或37号文登记的办理难度及未来的变更登记要求会带来不同的影响，例如，当投资路径涉及海外信托等特殊安排时外汇登记办理难度将有所增加、而通

过已完成ODI备案的境外主体进行海外再投资或由再投资主体进一步对外投资则可能简化甚至免于办理ODI备案。建议企业在架构设计初期即由经验丰富的专业团队评估拟议架构所需完成的境内合规义务，于方案中提前嵌入合规路径，在合规的前提下前瞻性地降低投资及后续维护成本。

企业除需关注上文所述境内合规要求外，在海外投资过程中也需关注海外架构搭建所涉法域合规要求，如外商准入限制、国家安全审查、经营者集中申报、最终受益人登记等，且应在架构方案设计阶段就予以充分考量及提前规划，毕竟不同的架构设计方案会一定程度影响这些境外法域合规要求的适用与审查通过的难度。实践中存在一些企业因其中资背景或者所涉行业为“卡脖子”行业等原因，而选择通过灵活的投资形式或交易结构来降低敏感因素导致的合规负面影响，此种情况下构建合规性与实操性兼具的方案是投资成功的关键，需要专业团队统筹规划且必要时会同相关法域法律、财税等专业人士一同评估。

1.按照37号文等外汇规则要求，境内居民个人包括持有中国境内居民身份证件、军人身份证件、武装警察身份证件的中国公民，以及虽无中国境内合法身份证件、但因经济利益关系在中国境内习惯性居住的境外个人。

第四部分 |

海外实体设立地的选择

当企业有出海想法时，通常已有初步的心仪投资目的地。属意某地的原因可能是该地是出海热门地、同行业企业选择推荐、专业文章建议等。热门地点自然代表着当地存在不少利好政策、业内同行选择推荐也表明该地对于客户所在行业有着特定吸引力；然而，海外实体设立地的选择实际更需要的是“量体裁衣”，即便是相同的行业、类似的商业模式，也可能因某一商业考量而走向其他更优的目的地选择。此外，海外架构下将存在多个海外实体，可能为海外投资的运营实体、夹层平台、成本中心等，其用途和功能各不相同，最优的设立地选择也各有不同。中国企业在选择海外实体设立地时，通常需要重点考虑并提前规划下列因素：

- **股权结构及外资审查：**部分法域对于其所在国法律实体的股东数量（如泰国法律法规要求私人有限责任公司至少有2名股东）、外资股比（如企业所处行业及经营业务涉及外资限制性行业）、自然人或法人股东待遇（如外籍自然人和外籍法人在担任泰国私人有限责任公司股东时其注册金实缴时限要求不同）等存在一定的限制性规定。企业出海时需结合当地法规要求选择适合拟设实体的法律组织形式，提

前充分考虑股东人选，并需就股比分配、内部治理及决策效率等予以充分评估。此外，受制于海外实体拟开展的具体业务情况，建议在设立前先行确认当地外商投资审查及安全审查制度，以相应选定适宜的股权架构并及时履行向当地有权机关的申报程序（如需）。进一步地，若中国企业有弱化中资背景、提升保密性诉求的，建议架构中的涉及保密需求的海外实体（如境外持股平台）设立地选定在公司注册信息（如实益所有者、股东与董事的名称/姓名、国籍、住址等）不公开或有限公开的法域。

- **税负待遇及税务筹划：**税负筹划作为企业降低成本、提高利润的重要问题，在海外项目筹划过程中亦尤为关键。如若海外实体将开展实际业务并涉及将所得以分红等方式汇回的安排，建议选择基本税种较少且税率较低的法域作为设立地。另外，部分国家对于有经济实质的企业（通常指满足在当地有实际经营场所、适当资产、足量全职员工等要求）或从事特定行业的企业给予减免所得税的优惠，且部分行业或业务类型在特定自由贸易区内亦可能享受一定的税收优惠，故选择设立地时可留意前述优惠减免政策。此外，基于税收协定等安排，于架构中加设一定的夹层公司亦可有效降低整体税负。但值得注意的是，为应对税基侵蚀和利润转移问题，近期欧盟、阿联酋、韩国

等不少国家和地区已经或正在加紧立法，以响应国际税收BEPS 2.0的全球最低税率方案，该方案要求大型跨国集团²在其经营的各个管辖区有效税率不低于15%；对于有效税率低于15%的管辖区，相关企业将依据具体规则履行补足该辖区有效税率与最低税率间差额的义务。因此，大型跨国集团的出海布局还应重点关注相关法域BEPS 2.0方案的立法及实施进展，进行税务的统筹规划。

- **银行账户及外汇管制：**将银行账户开立及使用纳入考量范围系因实际业务经营涉及款项收取与汇出，且收益汇回亦需要银行账户。根据我们的经验，虽非明面上的要求，实操中不少法域（如日本）的银行存在诸多隐形的门槛要求，如要求公司高管参加现场面试、公司需满足特定经营实质要求（如有当地办公室）、注册资本需达到隐形最低额或已完成一定金额的实缴、公司有本地董事或本地员工等。出于提高银行开户成功率的考虑，建议提前摸清银行隐形要求，慎重选择银行审核严苛的法域作为设立地。另一方面，当存在代持情形或选用挂靠董事时，亦需特别考虑当地法域银行对于账户使用及资金划拨的实际操作方式，以确保资金安全。此外，对于有跨境资金频繁往来需求的海外运营实体，应慎重选择有较为严格外汇管制的国家或地区（如越南）。

- **当地董事要求及代理人风险：**董事作为公司治理的核心于各法域间既有共性也有差异，值得关注的是部分法域（如新加坡、爱尔兰、马来西亚）存在当地董事要求，即要求公司至少有一名设立地国籍董事或常住地为设立地的董事。此等情况下，企业是否有合适的当地人选或考虑由挂靠董事担任，需提前充分评估。特别地，海外多数法域均认可董事为公司法定的授权代表，因此若选择通过挂靠董事满足本地董事法定要求的，需提前评估该等法域下的代理人风险，并建议通过对公章及银行签字印鉴等物项控制、在公司章程等文件中限定董事权限、于法律文件中明确签署方式等方法降低挂靠董事擅自代表公司行事令公司担责的风险。

- **其他：**对于架构中的海外运营实体，在选择设立地时还应格外关注注册资本、业务资质证照、设立时限、后续维护等其他因素。例如，就注册资本而言，对于境外自有资金或投资资金汇出额度有限的项目，海外主体设立地建议慎重选择注册资本要求较高（如泰国）或存在限期实缴要求（如日本）的法域。就业务资质证照而言，部分法域要求在该国从事特定

²大型跨国集团的判断标准为最终母实体合并财务报表年收入在之前的四个财年中至少有两个财年中达到7.5亿欧元及以上。

业务的需在业务开展前取得许可证（例如马来西亚要求从事贸易服务的公司取得批发与零售贸易许可证，即Wholesale Retail Trade License），具体项目需结合拟开展业务先行对需取得执照的类别及取得程序与时限进行确认，以保障方案整体可执行性。此外，考虑到海外架构搭建过程中往往涉及诸多法域且流程进度环环相扣，个别法域海外实体的设立时限往往影响整体架构的设立进度，为效率起见，建议优先选择设立流程便捷、申请文件审查快速的法域以使海外项目尽快落地。最后，海外实体的设立并非是投资项目的终点，而恰好是进入运营与合规新阶段的起点。因此，设立地的后续维护要求也需在方案设计阶段充分考虑。根据我们的观察，海外实体除需符合惯常的年度审计并提交年度报告外，部分法域还有如编制并公告资产负债表、定期向当地监管机关报告外商投资项目进展等要求（例如日本、越南）。该等要求将增加的时间及金钱成本负担亦是企业在选择设立地时需提前纳入考量的因素。

第五部分 | 结语

中国企业出海投资的海外架构设计，绝非一蹴而就的模板化工作，而是一项需要前瞻视

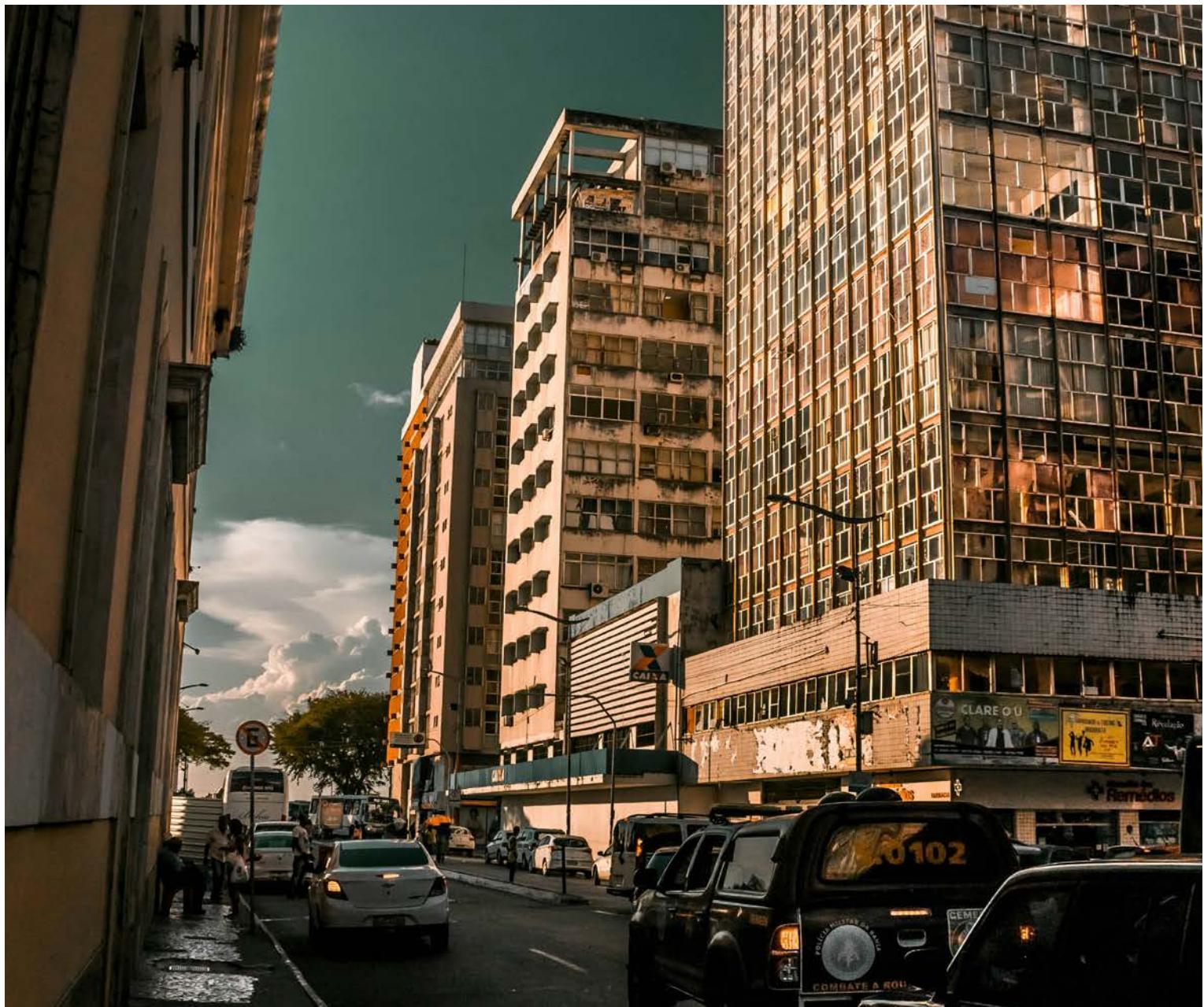
野、全局思维和精妙平衡的动态艺术。它必须深度嵌入企业的全球化战略图谱，精准服务于商业目标，同时在高强度、多层次的全球合规网络中稳健穿行。在当今日益复杂的国际政治经济环境下，一个精心设计且持续优化的海外投资架构，将是中国企业把握机遇、抵御风浪的坚实方舟。相信在专业团队的护航下，中国企业必能在复杂的国际棋局中落子从容，行稳致远。 ■



陶媛园
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2165
taoyuanyuan@zhonglun.com

项目公司视角应对合作开发 房地产项目中的股东借款纠纷

作者：张粒 李依依



房地产合作开发需要大量资金，早期拿地、启动开发等资金多依赖股东投入，待获得融资、项目销售回款后，项目公司可逐步返还股东的投入。以较少的资金注册公司，以股东借款作为项目资本金的补充是房地产合作开发项目常见的投资模式情况，俗称“小股大债”。

尤其是在地产行业的上升期，“小股大债”模式运行十分顺畅，股东进退自如，可以满足股东及项目公司的各种经营需求。一般来说，合作各方会先签署合作开发协议，明确组建项目公司和项目开发建设等有关事宜。随后，由合作各方作为股东，依约共同投资设立项目公司，依公司章程约定履行出资义务，包括提供股东借款，满足项目资金需求。通常在项目公司出现资金需求时，会由股东按持股比例同步以借款形式向项目公司投入资金并签署借款合同。

近几年“股东借款”纠纷诉讼因地产行业整体亏损出现了暴增的趋势，司法判决的走向也在逐步发生变化。本文将重点从项目公司视角，提出应对股东起诉要求归还股东借款资金的主要抗辩思路及依据。

第一部分 |

提供股东借款是义务还是权利？

（一）案由——是民间借贷纠纷还是合资、合作开发房地产合同纠纷

根据《最高人民法院关于印发修改后的〈民事案件案由规定〉的通知》，第三级案由“103.借款合同纠纷”中的第四级案由“（3）民间借贷纠纷”，以及第三级案由“90.房地产开发经营合同纠纷”中的第四级案由“（2）合资、合

作开发房地产合同纠纷”，两者分属不同法律关系下的案由。

股东起诉项目公司请求归还借款本金、利息及有关费用（俗称股东借款纠纷案件），往往只提交双方签署的借款合同及有关转账凭证。据此，法院立案时常常将案由确定为民间借贷纠纷。但回顾纠纷背景，争议款项实际系合资、合作开发房地产法律关系项下合作方对项目建设资金的补充。《最高人民法院关于印发修改后的〈民事案件案由规定〉的通知》明

确，在审理阶段发现当事人主张的法律关系与实际诉争的法律关系不一致的，人民法院结案时应根据法庭查明的当事人之间实际存在的法律关系的性质，相应变更案由。

笔者认为，为了准确适用法律，项目公司可在诉讼中建议法院将案由变更为“合资、合作开发房地产合同纠纷”，在合资、合作开发房地产法律关系项下审查的“股东借款”不同于一般意义上的“民间借贷”，还应当适用合资、合作开发房地产有关法律规定，和合资或合作开发房地产合同的相关约定，准确认定纠纷各方的权利义务内容。

（二）股东借款——是民间借贷资金还是履行合资或合作开发协议项下的合同义务而支付的投资款项

《中华人民共和国民法典》第六百六十七条规定，“借款合同是借款人向贷款人借款，到期返还借款并支付利息的合同。”民间借贷背景下，贷款人没有法律强制的必须向借款人出借资金的义务，贷款人是否提供借款基于其自由意愿。贷款人向借款人提供资金，收取的是资金占用费，考虑的是提供资金的利息成本。

《最高人民法院关于审理涉及国有土地使用权合同纠纷案件适用法律问题的解释（2020修正）》第十二条规定，“本解释所称的合作开

发房地产合同，是指当事人订立的以提供出让土地使用权、资金等作为共同投资，共享利润、共担风险合作开发房地产为基本内容的合同。”合资、合作开发合同关系下，合作方遵循共同投资、共享利润、共担风险的基本原则。根据最高人民法院意见，合资、合作开发房地产的出资是指合作各方将自有资金或资产用于项目开发、通过项目收益得以回收的出资。¹利用项目进行的融资不属于合作各方的投资，也不属于共同投资。²

合作开发协议通常会约定“股东借款安排”，体现合作各方为项目公司提供“股东借款”是重要的合作安排和投资义务，目的是确保项目公司经营资金的充实，满足项目的开发建设需求。后续股东为项目公司提供资金，并签署借款协议，实际系履行合作开发协议的结果。

笔者认为，借款协议与合作开发协议之间密切关联，不应当割裂开来、单独对待。为了更好地理解各方的权利义务内容，合作开发协议也应当纳入审理范围。从合作开发协议内容看，股东为项目公司提供借款与其持股比例直接关联，借款是履行其投资义务，而非其单纯获取利息的权利。股东根据实际开发需要投入

1.最高人民法院民一庭发布的指导性案例“甲公司与乙公司建设工程施工合同纠纷案”（载于《民事审判指导与参考》2012年第2辑（总第50辑），第100-105页）

2.最高人民法院民一庭《以合作开发项目国有土地使用权抵押所取得的贷款的归属》（载于《民事审判指导与参考》2012年第4辑（总第52辑），第137页）

的资金虽约定为“借款”，但投入条件、金额、利息等均由股东会、董事会等决定，具有不同于普通民间借贷的特点。借款协议对于资金用途的约定，也不是用于项目公司短期的资金周转，而是为了开发建设房地产项目。此外，合作开发协议的违约责任条款还将合作方未按约定提供股东借款认定为违约行为，应向其他守约方承担违约责任，违约责任包括但不限于调整股权比例和支付违约金等措施。这些条款的约定都可以看出争议款项有别于一般的民间借贷资金。

因此，股东为项目公司提供的资金不具有普通民间借贷资金的特点，而是股东根据“共同投资、共担风险、共享收益”的基本原则及合作开发协议约定，与其他合作方进行项目开发建设而投入的资金。

第二部分 | **约定的资金使用期限届满即应无条件归还资金还是项目公司有富余资金时才归还资金？**

合作开发协议或借款协议通常对“资金使用期限”约定为二至三年，同时对“还款方式和资金来源”约定为项目公司取得金融机构开发贷款和/或项目销售回笼资金后，在不影响项目建设

的情况下扣除项目开发所需资金，剩余资金优先归还股东借款。在楼市销售火热时期，项目公司资金回笼迅速，股东收回投资或预分配利润没有障碍。而目前股东起诉请求项目公司归还资金时，项目公司往往即将或已经出现资金流断裂的问题。

笔者认为，对合同条款的解释应以文义解释为基础，以体系解释为支撑，最后以目的解释为印证。虽然合作各方对资金使用期限进行了约定，但从合作开发协议、借款协议等约定来看，项目公司无偿还能力或收入时，合作各方仍有按持股比例投入资金的义务，资金投入的目的是完成开发建设，资金收回以项目公司获得贷款或销售回款等为前提，允许股东提前收回资金的特殊情形是股东不再持有项目公司的股权。故对期限的理解，应是暂定期限，这才更符合各方当事人之间的真实意思表示。

因此，股东向项目公司提供资金是约定的义务，提供资金视项目公司的经营需求而定，股东并不享有随时收回资金的权利；合作开发协议或借款协议已对偿还股东借款的条件作出了明确约定，在没有证据证明项目公司存在富余资金时，股东请求返还借款资金的主张没有事实依据。退一步讲，即便合作开发协议或借款协议的条款约定不明，或二者衔接上不畅，对于合同条款的理解也应将体系解释规则纳入

考量。

第三部分\

如何平衡股东、项目公司和其他债权人之间的合法权益？

房地产开发项目具有一定的民生意义，社会公共利益和公共秩序也应纳入审理范围。根据《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》（国发〔1996〕35号）《国务院关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发〔2004〕13号，已于2015年11月27日废止）《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发〔2009〕27号）《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发〔2015〕51号）《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（国发〔2019〕26号）等规定，房地产开发项目必须首先落实资本金才能进行建设，保障性住房和普通商品住房项目的资本金占总投资的最低比例为20%，其他房地产开发项目的资本金占总投资的最低比例为25%。投资项目资本金，是指在投资项目总投资中，由投资者认缴的出资额，对投资项目来说是非债务性资金，项目法人不承担这部分资金的任何利息和债务；投资者可按其出资的比

例依法享有所有者权益，也可转让其出资，但不得以任何方式抽回。这些规定可以概括称为项目资本金制度。

笔者认为，项目资本金制度的本意是建立投资风险约束机制，要求投资者必须有一定的自有资金，实现风险共担，避免将项目投资风险转嫁金融机构或消费者。而实践中，不少项目的资本金远不及规定要求的最低比例金额，股东往往约定以少量的注册资本认缴出资，再以提供“借款”的方式补充项目资本金制度下的投资缺口，替代履行出资义务；但在项目陷入经营困局或资金困境时，股东不仅没有履行后续的投资义务，相反还主张请求归还已投入的资金，试图降低自身风险，等同于变相抽回出资。一旦法院支持某一位股东的诉请，势必引发其他股东效仿，届时只能由项目公司独自面对外部债权人，而项目公司的资金显著不足以化解全部债务风险，其后果便是内部风险外部化，势必损害公司其他债权人的合法权益。

另外，结合《全国法院民商事审判工作会议纪要》之“（四）关于公司人格否认”之“12.【资本显著不足】”、《全国法院破产审判工作会议纪要》之“六、关联企业破产”之“39.协调审理的法律后果”等规定，及（2020）豫0726民初322号、（2021）苏08民终1855号、（2022）苏0812民初6298号等案例，法院均

认为当公司注册资本明显不足以负担公司正常运作，公司运作依靠向股东负债筹集，股东因此而对公司形成的债权为劣后债权，安排在普通债权之后受偿。对于采取“小股大债”投资模式的房地产项目而言，项目公司的注册资本显著不足是普遍现象，公司运作实际主要依赖于股东负债筹集。因此，股东对项目公司提供的“借款”应属劣后债权。在项目公司举证证明尚需对外支付工程款、税费、员工工资等大额支出时，如法院作出支持股东诉请主张的判决，则无异于支持股东滥用公司独立人格，将有限责任股东的投资风险转嫁于其他债权人。



第四部分\ **近期案例**

在（2024）鄂0106民初9910号案件中，湖北省武汉市武昌区人民法院认为股东提供的款项并非股东与项目公司存在借贷合意的结果，而是根据合作开发协议约定，履行同股同投义务，对股东起诉主张返还借款的请求不予支持。主要理由如下：对向平台公司、项目公司超出注册资本的投入，合同文本表述为“借款”，但根据《合作开发协议》的约定，应系两公司按照股权比例向平台公司或项目公司投入资金，对于超出注册资本的部分，双方的投入金额与股权比例直接关联，所投入的款项并非用于短期的融资周转，而是优先用于启动及维持平台公司、项目公司的经营及合作进行房地产项目建设，并非一般的债权性投入。我国法律并不禁止股东在认缴出资额以外向公司出资，该部分款项应属于公司的其他收入，应由公司根据财务管理制度及会计准则进行处理。其次，原告及其关联方向公司支出款项亦不具有普通借款的特点，款项往来并非是基于其与公司存在借贷合意，而是根据《竞地前合作框架协议》“双方共同投资、共担风险、共享收益”及《合作开发协议》“第三条合作开发基本原则3.1同股同投，同股同权。双方应按照各自

在平台公司所占股权比例及本协议的约定，向本项目及项目公司投资”的约定，为履行《合作开发协议》、与其他股东合作进行房地产项目开发建设而投入的资金，故法院对原告以返还借款为由起诉请求被告返还相应款项，不予以支持。

在（2024）鄂01民终21337号案件中，湖北省武汉市中级人民法院认为，双方之间借款关系的成立及履行是合作开发协议中目标项目合作安排的重要环节，系协议履行内容的一部分，该协议对公司偿还股东借款的条件作出了明确约定。现无证据证明项目公司存在盈余资金，上诉人将借款关系与合作开发协议割裂开来，独立请求项目公司偿还借款本息缺乏事实依据。...房地产开发项目具有一定的民生意义。被上诉人作为案涉房地产开发项目的开发、建设以及后续运营主体，其财务情况对房地产市场有重要影响，上诉人作为其股东应切实加强企业社会责任。在现有证据不足以证明案涉房地产项目实际清盘、项目公司存在盈余的情况下，考虑到社会整体利益，上诉人现阶段直接要求返还借款本金的主张也并不恰当。...驳回上诉，维持原判。

在（2024）苏11民终2562号案件中，江苏省镇江市中级人民法院认为，合作协议中约定，四方股东应该本着“共同投资、合作开发、

共担风险，共享收益”的原则合作开发项目地块...各方股东应根据股权比例同股同投，股东投入主要用于支付竞买保证金、注册资本金、土地款、前期费用、工程款等项目开发及建设资金。...案涉纠纷实则是因各方股东履行合作开发房地产合同引起的纠纷。本案中，结合合作协议的相关内容，合作协议的有关“共同投资、合作开发、共担风险、共享收益”及“按照股权同股同投”的表述说明了四方股东依据合作协议的约定对项目公司负有等额的资金投入义务。此外，根据合作协议约定，项目公司董事会负责审议批准公司的融资解决方案、融资限额和负债规模，包括向公司借款及对外借款计划的制定及其条款与条件的确定。...本案查明的事实表明，上诉人向被上诉人转账的款项性质应当属于履行合作开发协议合同义务的投资款，而不是借款。...驳回上诉，维持原判。

近期，笔者代理了多起项目公司应对合作开发协议中股东起诉返还借款的纠纷案件。在笔者代理的（2024）鄂01民终11959号案件中，涉及房地产合作开发项目资产设定股东借款抵押担保被认定无效，也是基于以上类似理据。

第五部分\

结语

司法实践是一个动态的司法过程，更是不断体现追求各方法益平衡的价值导向和理念的过程。在地产行业上行和平稳发展时，司法将“股东借款”定性为“民间借贷性质的借款”并不会直接损害其他方的合法权益，也契合合作方降低税负成本的商业逻辑。但当行业发展遭遇困难，地产项目不再是绝对盈利的局面时，尤其是合作开发协议签署较早，且存在惯性思维的影响，对项目遭遇的系统性行业风险估计不足的纠纷案，对“股东借款”的定性则必须系统运用合同解释规则准确解读合同条款的真实意思，如果仍然仅从个别条款的表面意思解读为“民间借贷性质的借款”，则会严重影响项目公司和外部债权人的合法权益。 四



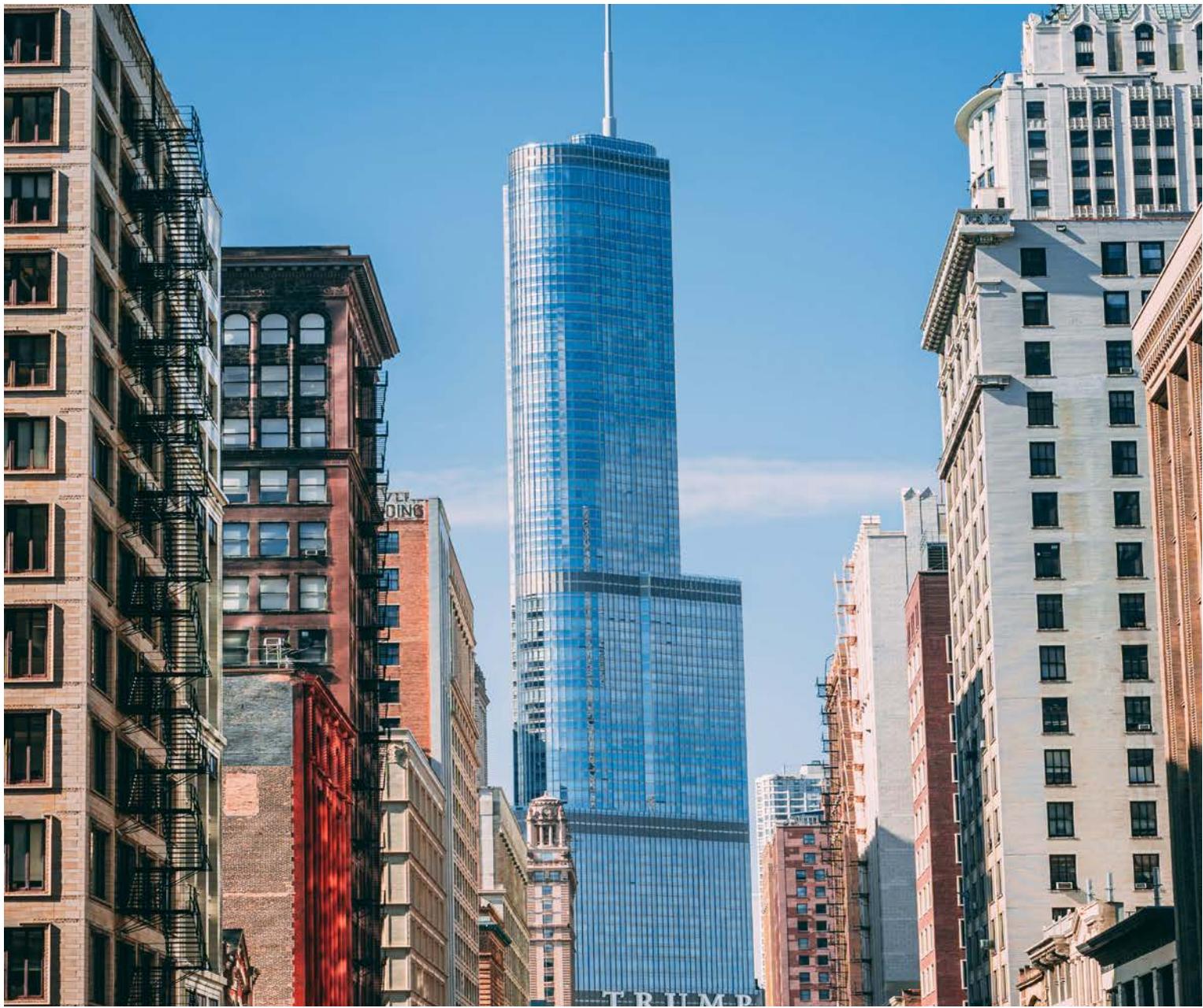
张粒
合伙人
公司业务部
武汉办公室
+86 27 5942 5199
zhangli@zhonglun.com



李依依
非权益合伙人
公司业务部
武汉办公室
+86 27 5942 5101
liyiyi@zhonglun.com

图解上市公司传承破局： 家族信托控股架构与路径拆解

作者：龚乐凡



中国上市公司实控人的传承困局：聚光灯下的高空走钢丝

对于上市公司和大型民企而言，传承就像是在聚光灯下高空走钢丝：一边是股权控制，一边是家族和谐；连续走稳，可以成就百年基业；一步失误，可能换来万丈深渊。为A股上市公司的实控人设立家族信托，其难度亦是如此。然而，我们始终看到业内的努力，纵然前方没有路，少有先例，仍然不断艰苦摸索，在此过程中也逐渐柳暗花明。

继三孚股份、绿茵生态等上市企业家族之后，濮阳惠成实控人家族的家族信托是又一宗典型的境内上市公司股权家族信托的实践案例。海外“中概股”上市公司的实际控制人采用家族信托的案例已经屡见不鲜，而境内A股上市公司的家族信托案例则相对较少。究其原因，一方面是因为境外上市公司设立家族信托模式和路径较为成熟，另一方面是因为将境内上市公司的股份置入家族信托还面临着不少法律和政策上的难点和不确定性，其中有些问题在公司申请上市之前就应该加以考虑和规划。本文将就这些难点展开逐一讨论。

第一部分\

传承规划失误对上市公司的四大潜在危害

由于上市公司的特殊性，实控人及其家族的股权稳定性对于公司的长期发展以及股价市值都有深远的影响。我们研究发现，如果实控人没有进行有效的财富传承规划，会为上市公司带来四大潜在危害。

（一）对于股价和投资者信心的不利影响。如果公司的控制权不稳定，发生继承纠纷

或突发实控人变更等事件，容易引发资本市场猜疑，导致股价大幅波动，影响投资者信心和公司市值。另外，市场对“人治”色彩较重的民营企业的判断，往往高度依赖实际控制人的个人信用与管理能力。若实控人突然离世或退出，而未做好权力交接安排，可能引发投资人、债权人的担忧，影响融资能力和商业信誉。

2012年11月，某企业实控人离婚消息传出后，其作为香港上市公司的股票应声下跌4%，市值蒸发约43亿港元，反映了资本市场对实控人婚姻变动的高度敏感。值得庆幸的是，公司

后续表示双方早已各自设立了家族信托，离婚不影响控制权，公司运营基本稳定，股价方逐步修复。

(二) 传承失败导致实控人家族纷争，进而影响公司的经营和管理。由于实控人离世往往涉及遗产金额巨大，无论是否设立遗嘱，都极易发生继承人争产的争议诉讼，最终的结果往往是两败俱伤、企业消亡。

例如，某家族企业因创始人突然离世，其未留下合法有效的遗嘱，触发法定继承的规则。结果，已实际接班的二代继承人所得股权比例远低于创始人现任配偶（继母），进而丢失董事席位。企业随后陷入治理僵局与经营困境，最终步入破产重组程序。事后回看，该企业股权架构设置的致命缺陷以及实控人缺乏紧急预案，是导致这一悲剧的重要原因。

(三) 资产隔离与婚姻风险问题——这是笔者在实践中较常遇见的客户痛点需求问题，尤其涉及二代继承人的婚姻风险。如果二代要结婚，可能出现对方不愿意签署“婚前协议”的情况，但二代迟早要通过受让、受赠或继承取得部分乃至全部家族企业股权。因此，如果没有隔离机制，一旦婚姻破裂，配偶即可主张分割价值数亿乃至数十亿的股权，瞬间撼动家族企业控股格局，这往往是实控人家族难以接受的。

实践中，二代“遇人不淑”惨遭算计，贸然

结婚又在短期内离婚，导致家庭损失数亿元乃至数十亿元的案件比比皆是。因此，做好家庭资产的“保全”和隔离设计，对于上市公司的实控人家族非常重要。

(四) 二代接班和股权分散、权力失控或者旁落的问题——中国家族企业传承的最大难点是股权的传承，正如笔者在《跨越世纪的传承密码：欧美老钱家族最值得借鉴的三个核心要素》一文中所言，**股权传承的最大悖论则在于：老板交出股权，担心生前“会失控”，如果不交出股权，担心身后“会失控”。**那么，该如何设计，方能做到“给，也不给”？

另外，一旦将控股公司的股权分给子女，若无“一致行动人”安排，家族成员持股比例将被层层稀释，从而失去控股股东的地位，此时如果第三方发起敌意收购，上市公司极易“易主”，家族控制权瞬间旁落。

就上述的四大潜在危害和不利因素，我们通过图例总结如下。





图1：传承规划失败的四大危害与不利影响

第二部分\

家族信托成功案例图解：要素拆解与障碍梳理

2025年2月14日，深交所A股上市公司濮阳惠成电子材料股份有限公司（股票代码：300481）（下称“公司”或“濮阳惠成”）披露公司实际控制人王中锋先生作为委托人设立了家族信托，并将濮阳惠成的控股权、控制权置入

家族信托下的传承架构。

我们就该信托的架构进行图解，以展示实控人股权信托所带来的的重要价值。

2.1 濮阳惠成——家族信托案例拆解

濮阳惠成在家族信托搭建前后的实控人持股架构见下图：

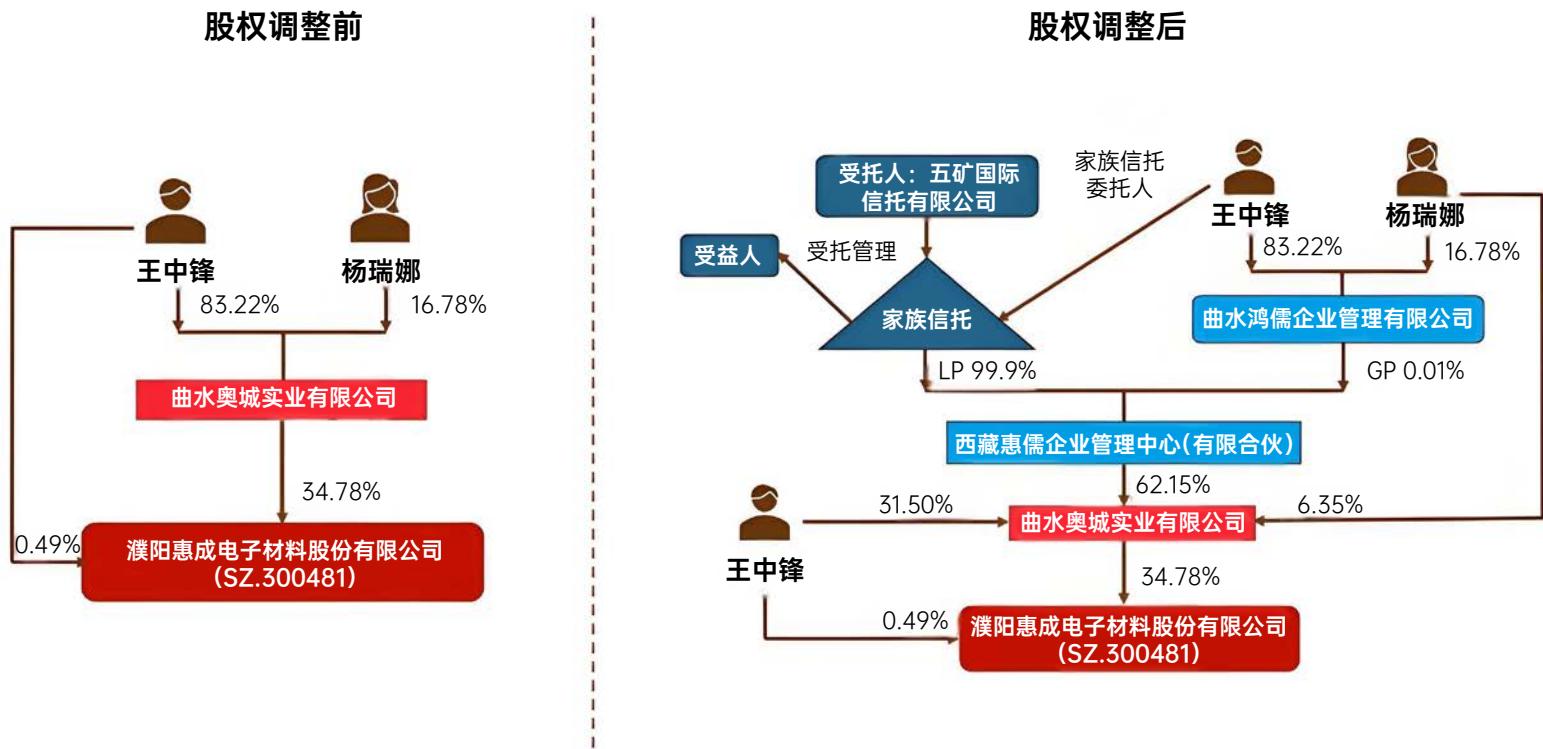


图2：濮阳惠成家族信托设立前后——股权架构对比图

整个架构以“家族信托-有限合伙-控股公司”为核心链条，层层穿透，最终实现对上市公司濮阳惠成的控制，各层级定位与策略清晰明确：

- 第一层（顶层）：家族信托（受托人为五矿国际信托有限公司）

这一层是财富隔离与传承的核心载体，主要扮演“有限合伙人（LP）”角色——持有中间层主体“西藏惠儒企业管理中心（有限合伙）”99.9%的财产份额，但仅享有该主体产生的收益权（比如后续分红、股权增值收益等），不

参与具体经营决策。其核心功能有两个：一是通过信托财产的独立性，隔离王中锋夫妇的个人债务风险，即便未来出现个人负债，信托持有的股权也不会被追偿；二是将收益权定向分配给家族成员，提前规划财富代际传承。

- 第二层（中间层）：西藏惠儒企业管理中心（有限合伙）

这一层是“控制权与收益权分离”的关键枢纽，采用“普通合伙人（GP）+有限合伙人（LP）”的经典治理结构。其中，王中锋夫妇100%控股的“曲水鸿儒企业管理公司”作为GP，

仅持有西藏惠儒0.1%的财产份额，但依据《合伙企业法》及合伙协议约定，享有绝对的合伙事务执行权——包括决定是否对下游公司增资、如何分配收益、处置财产份额等核心决策权限；而顶层的家族信托作为LP，持有99.9%份额却仅享收益权，不干预决策。

在架构落地过程中，西藏惠儒还完成了关键动作——向底层控股公司“曲水奥城投资有限公司”增资1243万元，将曲水奥城的注册资本从757万元增至2000万元，最终获得曲水奥城62.15%的控股权，成为其第一大股东。

- 第三层（底层）：曲水奥城投资有限公司→濮阳惠成

曲水奥城是直接持有上市公司股权的控股股东，其股权结构在增资前后发生了明确调整：增资前，王中锋直接持有曲水奥城83.22%股权，配偶杨瑞娜持有16.78%，此时曲水奥城已直接持有濮阳惠成34.78%的股份；增资后，股权结构变为西藏惠儒持股62.15%、王中锋持股31.5%、杨瑞娜持股6.35%。通过这一调整，西藏惠儒借助曲水奥城，间接控制了濮阳惠成35.24%的含表决权股份（该比例已剔除濮阳惠成回购专户中的股份），加上王中锋夫妇直接持有的少量濮阳惠成股份，最终家族合计控制上市公司35.73%的表决权，仍保持实控人地位。

这样的架构设计优势在于，虽然后期家族信托持有西藏惠儒99.9%的大额份额，但王中锋夫妇通过全资控制的曲水鸿儒（GP），以0.1%的小额份额牢牢掌握决策权——这种设计既满足了“将大部分经济利益注入信托传承”的需求，又避免了因信托持股导致控制权旁落，同时符合A股对“上市公司实际控制人清晰”的监管要求，未触发“实际控制人变更”的红线，这也是该案例在A股上的重要突破。

2.2 上市公司家族信托——六大障碍图解梳理

与非上市的一般民企不同，境内A股上市或新三板挂牌企业搭建家族信托会面临更严密的监管约束——既要应对证券法层面的额外要求，还绕不开证监会、交易所的规则限制，同时需适配银保监会对信托公司的监管标准（如受托人忠实义务履行、信托财产登记流程等），且这些障碍的影响程度完全随项目特性变化，绝不能简单照搬他人经验。

基于实战经验，上市公司实控人要设立家族信托，我们归纳了六大方面的障碍与挑战，图解如下：



- ① **股权清晰问题**
上市公司必须“股权清晰”的要求
- ② **限售期和减持**
限售期内股份转让限制及限售期后减持限制
- ③ **实控人问题**
转让是否触发实际控制人变更问题
- ④ **要约收购问题**
转让比例过高可能触发要约收购要求
- ⑤ **披露问题**
股份转让需遵守证监会“减持规定”
- ⑥ **高税负问题**
股份权属变更涉及的巨额税负问题

图3：上市公司实控人家族信托——六大障碍与挑战

首先，以证券法的“股权清晰”要求为例，在A股IPO阶段尤为严格，拟上市企业若存在信托持股情况，常被证监会要求还原实际股东、说明控制权归属，部分企业甚至需要清理信托架构；而新三板挂牌企业虽允许信托持股，却需详细披露受托人资质、受益人与实控人关系，避免规避股东人数限制。

再看有关“限售期”和减持相关的证监会规则。A股上市企业将股权注入信托时，需遵守控股股东36个月限售期、3个月内集中竞价减持不超1%的限制，转让比例超30%还可能触发要约收购；新三板企业减持约束稍松，但仍需履行权益变动披露义务。

此外，银保监会要求下，信托登记与A股股份过户的衔接流程尚无统一标准，部分案例因登记耗时过长，直接延长架构落地周期。

在信息披露上，架构设计还需要充分考虑监管要求与家族隐私的平衡——例如是否需公开具体受益人名单？如何既满足上市公司信息披露义务，又保护家族财富分配的隐私？此外，如何约定有限合伙的执行事务合伙人？GP份额是否可以转让？这些问题对于控制权的稳定性、避免未来因家族成员变动而导致治理纠纷有着重大意义。

在税负方面，设立模式和注入模式该如何考虑税务筹划的因素，将税负成本降至最低？同时，怎么做才能符合《上市公司收购管理办法》第62条的豁免情形，无需履行要约收购程序，同时也不涉及二级市场减持，可以避开减持新规的限制？

除了以上提及的六大障碍和挑战，**还需要关注的是，即便是境内上市企业，A股与新三**

板的监管要求不同、拟上市与已上市的阶段约束不同，甚至同一板块内不同行业的审核尺度也存在差异。有的企业能在新三板通过信托持股挂牌，不代表其他企业也能在A股IPO前搭建同类架构。有的企业能通过要约收购豁免完成注入，也不代表其他企业可直接复制该模式——必须结合自身板块、阶段、业务特性做个案分析，才能针对性破解障碍。

第三部分 |

家族信托的利弊图解：托得起财富，托不起人性

3.1 家族信托：是答案，还是问题的开始？

家族信托是传承的答案，还是问题的开

始？基于成功案例的拆解，我们发现家族信托对于实控人及其家族而言，至少能带来四大优势。然而，经验告诉我们，家族信托设立后，还只是传承的“开始”。那些表面看似可行的解决方法，带来的可能是另一种危机和风险。正如并购交易一样，经历了交易架构的设计和艰苦的谈判，再到成功签约和交割，看似画上了句号，然后真正有挑战的阶段才刚刚开始——即并购完成后的整合。对于信托的设立与传承的规划也是如此，这是进行传承规划时需要保持高度谨慎的，成立家族信托并不等于传承和接班顺利完成，更不等于家族企业能够管理有序、基业长青。那么，还需要完成哪些关键工作？

本章将对家族信托的四大优势进行“图解”，同时对信托存在的问题和局限予以说明。



图4：上市公司实控人家族信托的四大价值优势

如图所示，利用信托实现家族企业传承筹划具有四大价值优势：一是可提前应对突发意外等不确定性风险，通过设计科学机制保障传承稳定有序；二能实现企业资产与债务、婚姻等风险的有效隔离，避免企业核心资产因外部纠纷受牵连；三是助力二代顺利接管企业，通过系统的接班安排减少代际交接摩擦，保障企业发展的延续性；四是可借助合法税务筹划降低传承过程中的税务成本，提升传承的经济性与效率。

家族信托的价值是毋庸置疑的，但是，是否设立了家族信托，家族企业的传承就画上了圆满的句号？显然不是。

3.2 祛魅：寻找家族传承和基业长青的关键拼图

回顾笔者写的《跨越世纪的传承密码：中

国民企最该借鉴的三个核心要素》一文（以下简称“前文”），存续数百年的欧洲老钱家族的基业长青之底层逻辑和强有力的“操作系统”展示了三个关键点，而设立家族信托只是其中的一部分，甚至有的欧洲世家根本没有采用家族信托模式。

所以，**我们需要对家族信托“祛魅”**，因为再完美的家族信托设计，只起到了传承规划“一小部分”的重要作用，例如一定程度上解决了一代对二代的“既给也不给”的“控制”问题，解决了婚姻风险的资产保全与隔离问题，但是对于“传承规划”的庞大体系来说，这只是系统中的一个重要齿轮。

前文清晰地说明，结合欧洲老钱家族的数百年传承经验，要做到基业长青，需要围绕三大关键点（如下图）。



图5：借鉴欧洲老钱家族——基业长青的三大关键点

对照这三大关键点，家族信托虽在一定程度上解决了“既给也不给”的“控制”问题，但仍然缺乏必要的“紧急预案”以及家族治理系统（“制衡”）。

3.3 家族信托之上：图解五大重点问题

具体而言，传承还需完成大量工作。从濮阳惠成的架构来看，公司经营由GP掌控，而GP仍然由两位实控人担任股东的家族控股公司。这就意味着，公司的交接并未完成，从法律的角度，该公司的股权未来仍需由二代继承，从管理上看，一代如果退休，就会触发谁来接班的问题。这些问题，并非由信托方案“自动”解决，更不会由信托公司负责指派人员接班。

即使已确定接班人，若其能力不符，应由谁来推动更替、主导新领导人选拔？

若接班人是职业经理人，家族成员如何以股东和董事身份，有效参与治理、监督而不越位？

若接班人是家族成员，一旦其不再胜任，

家族应建立怎样的责任机制与更替流程，确保企业领导权平稳过渡、管理责任可追溯，避免因用人失误拖累企业发展？

在家族财富传承中，管理权与收益权应当如何合理分配？

二代子女人数较少尚可通过“平分”方式处理；但随着家族代际延伸，**三代、四代乃至更多后代成员逐渐增多，家族资产与财富又该如何有效管理与分配？**

更进一步，当家族成员之间因利益、观念或角色差异产生**内部矛盾与纠纷时，应如何通过机制加以预防、应对与妥善化解？**

此外，若家族成员中，一部分积极参与企业经营管理，另一部分则完全不参与，**他们在家族信托中的受益权是否应当“一视同仁”？又该如何体现“权责对等”与“贡献匹配”的原则？**

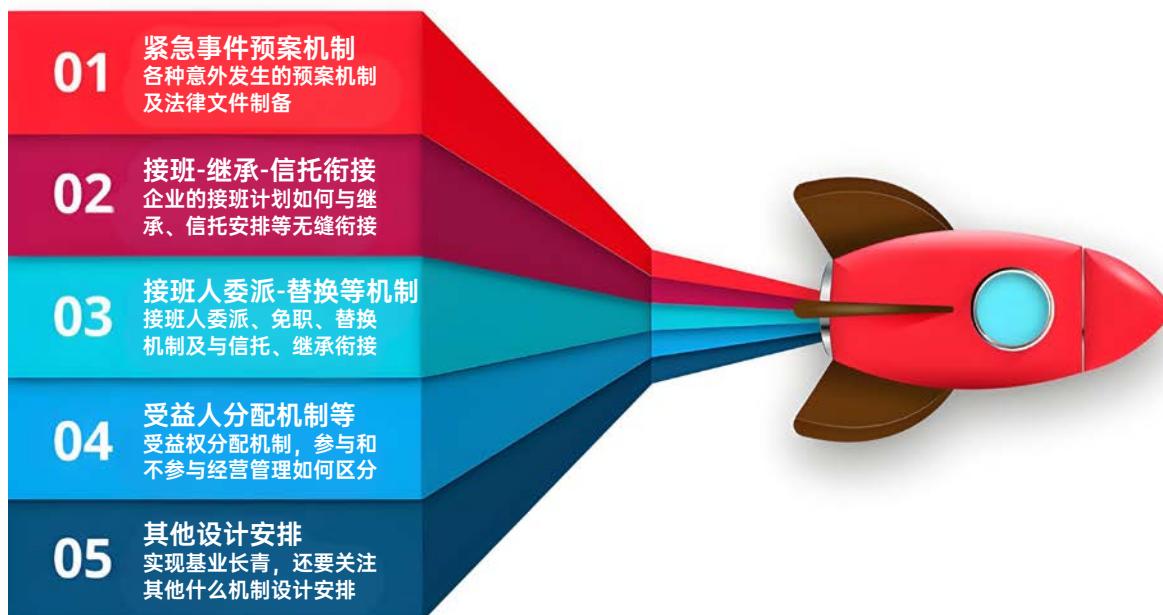


图6：“基业长青”的传承模式——家族信托之外的关注问题

第四部分\

小结：破局与新生

“如果前方没有路，那我们就走出一条路。”

对上市公司的股份设置信托，从来不易——上市前的提前布局、上市后的被动调整、“中概股”的海外架构、A股的多元持股模式（含个人直接持股、控股公司持股等），在不同情境下难度迥异，不少企业更因错过关键筹划节点，不得不面临高额税费”。

破局关键，在于看透信托本质：这是法律、金融与家族治理交织的精密工程，核心是融合资本市场规则、家族财富诉求与传承逻辑，搭建动态适配的“操作系统”，使家族在传承筹划窗口期提前锚定合规路径，在错过时机后仍能通过专业分析优化税费成本。借助优化的股权架构调整，在合规与稳健的平衡中，在控股权稳定与风险缓释间找到最优解。

信托架构的落地仅是传承工程的序章，**真正的挑战在于如何将法律工具转化为治理效能**：如何通过受益人条款设计实现跨代际激励相容？如何借助信托委员会的决策机制平衡家族成员权益与专业管理需求？如何将企业文化基因编码至信托条款中，避免财富传承沦为简单的资产转移？这些问题，需要超越单纯工具

思维的系统思考，更需要专业机构与企业家共同绘制从“架构搭建”到“治理赋能”的全周期传承地图。

真正的传承，从不是单点突破，而是系统性的新生。 四



龚乐凡
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3666
lefangong@zhonglun.com



中伦研究院出品



特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。