

# 汉坤法律评述

2025 年 10 月 27 日

**HANKUN**  
汉坤律师事务所  
Han Kun Law Offices

北京 | 上海 | 深圳 | 香港 | 海口 | 武汉 | 新加坡 | 纽约 | 硅谷

## 破局重生：101 个重整投资实战指南（十二） — 上市公司重整篇（上）

作者：杜文乐 | 李想 | 庞雅丹 | 潘洵 | 陈晓珊 | 郎佳莹 | 李鑫 | 周昊文

重整投资作为困境企业涅槃的黄金通道，既承载着产业资本的战略野心，也考验着投资人的专业智慧。当前，市场面临着诸多变革：新“国九条”重塑资本市场生态，最高院与证监会联合发文重构上市公司重整规则，房企纾困与保交楼政策密集落地。监管趋严与市场出清双重压力下，重整投资的机遇与挑战并存。

汉坤破产与重组业务团队深耕重整投资领域，作为管理人和投资人顾问亲历多起重大重整案件，现以 101 个真实场景中的典型问题为切口，对法律规则进行穿透式解读，对实务问题提出针对性策略，逐层拆解重整投资的隐秘角落。

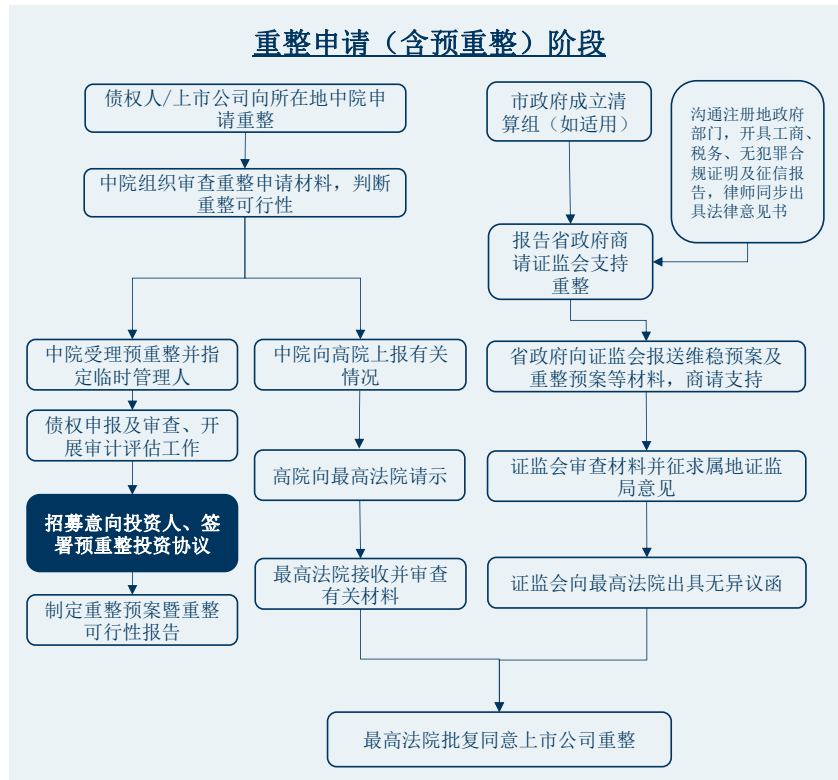
敬请关注，共探破局之道，共同把握重整浪潮中的确定性机遇。

今日推出第十二期：《上市公司重整篇（上）》。上市公司重整申请面对司法与证券监管双重审查，受理前财务退市风险、资金占用、违规担保等如何厘清，本期为投资人拆解相关问题关键。

### 上市公司重整篇（上）

#### 一、什么是上市公司重整双线审批？

所谓行政、司法双线审批，是指管辖法院裁定受理上市公司重整申请前，需经过证监会和最高人民法院的审批同意，行政、司法双线审批是法院受理上市公司破产重整的前置程序。以成立清算组且经预重整的案件为例，简述如下图：



目前，我国尚未有明确规定限制双线审批的时间，双线审批的时长决定了案件受理前审查时间的长短。根据已披露的上市公司重整案例情况来看，实践中从开始申请到裁定受理平均耗时约 6 个月。如企业涉及资金占用、违规担保等复杂情况的，往往耗时较长，例如 HW（603007）、ZLJT（002309）、HTY（000525）自申请预重整至法院裁定受理重整分别耗时 28 个月、23 个月、21 个月。为此，研判上市公司重整可行性时，还应当关注上市公司违规情况、当地政府的支持力度、与监管部门的沟通情况等。作为重整投资人如果有产业资源、协调资源，具备沟通优势的，更有希望先行入场。

## 二、上市公司重整投资需关注哪些财务类退市指标？

《中华人民共和国证券法（2019 修订）》删除了暂停上市和恢复上市的相关规定，2020 年 12 月沪深两市修订股票上市规则，取消了暂停上市、恢复上市制度，极大缩短了退市进程。上市公司第一年触及财务类退市指标被实施\*ST 后，亟需在当年解决相应的财务类指标问题，这也对上市公司破产重整时限提出了更高要求。在考虑上市公司重整是否有可行性时，可以关注以下几个方面：

**一是净资产问题。**多数进入破产重整的上市公司，其上一年度被实施\*ST 的通常原因之一是净资产为负，为此该项指标的改善也成为重整年度的关键任务。

1. 关注债务重组收益的确认。确认债务重组收益相应增加上市公司净资产，为此投资人在设计方案时应当对债务重组收益进行初步测算。（1）数额方面，重整计划清偿方案一般包括现金清偿、留债展期清偿、资本公积转增的股票以股抵债等。根据《企业会计准则第 12 号 — 债务重组（2019）》以及证监会《监管规则适用指引 — 会计类第 1 号》，债务人应将所清偿债务账面价值与抵债资产账面价值、发行的权益工具确认金额之间的差额，或者因修改其他条款形成的损益作为债务重组损益计入当期损益。（2）确认条件上，上市公司应在重整计划实施的重大不确定性消除后确认债务重组收益。根据上市公司重整实践以及《上市公司监管指引第 11 号 — 上市公司破产重整相关事项》

（“《11号指引》”）第十条，在判断“重大不确定性已消除”时需要满足全部投资款支付给上市公司或管理人账户、偿债资源已划转至管理人账户、根据重整计划新取得股份已过户登记并披露等条件。（3）时间节点上，针对净资产为负的上市公司，债务重组收益的确认亟需在当年12月31日前完成。考虑到重整投资人足额支付投资款、资本公积转增股票实施（主要是除权问题获得监管认可）均需要一定时间，按一般实践，投资人需要争取在会计年度结束前20日左右完成重整计划的裁定批准。

2. 关注低效资产是否影响上市公司。部分上市公司可能存在大额的商誉、应收账款、投资性房地产等低效资产，低效资产的减值或公允价值变动产生的损失，均可能影响重整后上市公司的净资产。因此在重整当年债务重组收益较多的情况下，需要考虑是否择机剥离低效资产。

**二是营业收入问题。**2024年4月起，沪深两所股票上市规则对“扣除后的营业收入”要求从1亿元提高至3亿元。营业收入应当扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入<sup>1</sup>。因此需要投资人提前关注上市公司的营业收入情况，了解上市公司是否涉及停工停产等影响营业收入的重大事项，根据公开信息、尽调情况等对重整当年度的营业收入进行预测。对于营业收入在退市指标附近徘徊的上市公司更应当审慎评估。例如SC（600306）重整后，其2022年末净资产为负被实施\*ST，2023年扣除后的营业收入低于1亿元（0.90亿元）被强制退市。

**三是审计意见类型问题。**投资人亦应当关注上市公司的无法表示意见、否定意见的审计意见基础能否解决/消除。上市公司上一年度财务会计报告被出具无法表示意见、否定意见的审计报告的，下一年度需要获得无保留意见的审计报告才能保留上市地位。重整上市公司中，其前年度被出具无法表示意见的基础事项通常有：（1）持续经营能力重大不确定性。表现在上市公司连续会计年度净利润为负值、净资产为负、大量借款逾期、面临大量诉讼执行案件等。（2）预计负债的完整性、准确性问题。表现在上市公司涉及大量诉讼执行案件，无法确认计提的预计负债是否充分。（3）违规担保问题。（4）非经营性资金占用问题。（5）无法获取充分适当的审计证据问题。例如子公司失控导致对子公司的审计受限，上下游供应商客户函证受限等等。（6）内控缺陷、失效问题。该类问题往往伴随着违规担保、资金占用或是审计受限等问题。

对于上市公司面临的净资产为负、逾期负债、诉讼执行导致的预计负债无法确定、持续经营能力不确定性问题，往往能够通过当年度的重整程序解决。对于违规担保、非经营性资金占用问题，《关于进一步提高上市公司质量的意见》（国发〔2020〕14号）已明确“上市公司实施破产重整的，应当提出解决资金占用、违规担保问题的切实可行方案”。此外，部分问题可能无法依靠重整解决：上市公司的内控是否整改完毕，是否有有效的管理制度和管理措施等；对于失控的部分是否有应对方案（例如剥离失控子公司等）；审计机构执行审计是否存在障碍。为此投资人需要密切关注上市公司的整改情况，以及审计机构能否出具涉及事项影响已消除的专项说明审核报告。

### 三、资金占用怎么处理？

上市公司控股股东（无控股股东，则为第一大股东）及其关联人非经营性占用资金，对上市公司退市风险、重整受理的推进产生影响。一方面，目前沪深两所股票上市规则已将资金占用达2亿元以上或占公司最近一期审计净资产绝对值30%以上且经监管部门责令要求改正未改正，且自公司股票停牌后2个月内未完成整改的情形，纳入规范类强制退市指标。根据上市公司披露的公告情况：①证监会责令整改期限通常为自发布责令整改决定之日起6个月，如前述整改期限内未整改完毕的，将对公司股票停牌，停牌期限为2个

<sup>1</sup> 参见上交所《上海证券交易所上市公司自律监管指南第2号—业务办理（2025年8月修订）》第七号 财务类退市指标：营业收入扣除，《深交所投教 | 投资者服务热线问答（2022年第2期）关于退市新规之深市主板退市制度》等。

月；②如停牌期限 2 个月内仍未改正的，将对公司股票实施退市风险警示；③被实施退市风险警示后 2 个月内仍未完成改正，公司股票将被终止上市。另一方面，根据《11 号指引》，公司申请重整时披露资金占用情况的自查报告；根据《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》，如存在资金占用问题的，原则上应当在进入重整程序前整改完毕。目前上市公司重整案件中主要的资金占用应对方案包括以下几种方式（单独或组合应用）：

**一是现金清偿。**根据《上市公司监管指引第 8 号——上市公司资金往来、对外担保的监管要求》（“《8 号指引》”）第二十一条第一款，上市公司被控股股东、实际控制人及其他关联方占用的资金，原则上应当以现金清偿。严格控制控股股东、实际控制人及其他关联方以非现金资产清偿占用的上市公司资金。实践中亦可以由重整投资人提供现金方式处理资金占用。例如，ZLJT（002309）、HTY（000525）、KSLY（000796）等上市公司重整时，均采用了投资人代偿/捐赠现金的方案解决部分资金占用问题。

**二是资产抵债。**通过资产抵债的方式解决资金占用的，应符合《8 号指引》第二十一条的要求，即资产属于上市公司同一业务体系、有利于增强上市公司独立性和核心竞争力、不属于尚未投入使用的资产或者没有客观明确账面净值的资产，并满足相应评估程序、独立董事发表独立意见或者聘请中介机构出具独立财务顾问报告，经股东大会审议等。例如 HYNY（002321）的控股股东将名下价值 3 亿的商业办公楼转让给上市公司，抵偿了三分之二的资金占用款；KMY（600518）一案中，股东将其名下商铺、房产过户给上市公司，通过以物抵债解决部分资金占用问题。

**三是控股股东通过资本公积转增的股本或受让转增股票产生的对价用于解决资金占用问题。**通过资本公积转增股本后形成的股票进行差异化分配，即：针对资本公积转增部分，控股股东转增部分全部让渡、中小股东部分让渡或不让渡，其中控股股东让渡的股票中，一部分用来解决资金占用。实践中，该类型方案较少适用。具体方式包括：①股票由投资人按市场价/一定价格收购，如 HW（603007）、KMY（600518）案件。HW（603007）一案中，对于资本公积转增股本后应向控股股东 HW 集团分配的 2,000 股用于解决公司资金占用问题，该部分股份按照资本公积转增股票实施日二级市场股票收盘价格向重整投资人转让，处置所得现金用于偿还被占用的资金。②股票直接回填上市公司。例如 HNJ（600515）一案中，通过控股股东及其支配的股东向公司回填约 149,229.52 万股转增股票以完成包括资金占用的合规问题的整改，回填股票则可用于引入重整投资人、向债权人分配抵偿债务等。

**四是债权人豁免债权后上市公司获得账面收益以抵消资金占用损失。**重整投资人收购相关债权并对上市公司豁免，例如 DFH（002086）一案中，投资人收购了部分债权并豁免了上市公司清偿义务，豁免金额相应抵偿原控股股东对上市公司同等金额的资金占用，剩余部分由投资人按照投资比例以现金补足。

**五是代偿上市公司债务。**例如 KSLY（000796）一案，通过控股股东将所持 KSLY（000796）9,300 万股股票抵偿给债权人，代 KSLY（000796）偿还债务，等额抵偿 3.7851 亿元资金占用。

#### 四、违规担保怎么处理？

上市公司违规担保是指上市公司及其控股子公司对外提供担保时，未履行内部董事会或股东大会审议决策程序与信息披露义务，或超过规定限额对外提供担保的行为。涉及违规担保事项的企业应当在进入重整程序前提出妥善的解决方案。目前上市公司重整案例中处理违规担保路径包括：

**一是控股股东或投资人补偿上市公司因违规担保遭受的损失。**例如，ZLJT（002309）一案，产业投资人以现金形式对上市公司进行补偿（补偿金额=偿债现金+偿债股票的股抵债价格折算为现金）。MC（600136）一案中，股东及其关联方向上市公司出具书面承诺函，豁免对上市公司的债务，豁免金额与上市公司应承担

的赔偿责任等额，以解决上市公司的违规担保问题。TM（002122）一案中，对于因违规担保等引发的诉讼案件可能造成上市公司损失的部分债权 2.82 亿元，由控股股东、重整投资人提供 3,163.63 万股股票清偿。KRD（002072）一案中，投资人保证债权人放弃向上市公司主张担保责任，对于法院未判决违规担保部分，如未来法院判决公司承担还款责任金额超出已保证放弃部分，对于超额部分由投资人以现金方式补偿。

**二是债权人或重整投资人受让相关违规担保债权，并豁免上市公司清偿义务。**例如 DFHY（002086）一案，重整投资人通过收购违规担保债权并豁免公司清偿义务的方式解决上市公司违规担保问题。

**三是控股股东/投资人将资本公积转增后获分配的股票无偿提供给上市公司清偿债务。**采用差异化转增让渡的方式，控股股东转增股票部分无偿让渡给上市公司，其他股东正常获得转增股票。例如 ZJZY（002021）重整案，控股股东承诺无偿让渡 105,688,798 股转增股票，按照重整受理日前后共 10 个股票交易日均价对违规担保债务实施以股抵债清偿。YFGF（002427）重整案，控股股东将部分转增股票专项用于清偿违规担保债务。

## 五、如何应对上市公司资本公积不足问题？

上市公司重整中，普遍应用出资人权益调整方案，除存量股让渡外，一般实施资本公积金转增股票。可以转增的资本公积类型包括：根据《企业会计准则》，资本公积科目分为“资本公积—股本溢价”和“资本公积—其他资本公积”两大类。“资本公积—股本溢价”可以转增，“资本公积—其他资本公积”中的原制度资本公积转入项目（含债务重组收益、接受捐赠的非现金资产、关联交易差价、按照权益法核算的长期股权投资因初始投资成本小于应享有被投资单位账面净资产的份额计入资本公积的金额）可以转增，除此之外的“其他资本公积”不能转增。

转增股票需要以资本公积存在为前提，且转增比例有限制。《11 号指引》第七条规定了“资本公积金转增比例不得超过每十股转增十五股”。如资本公积不足的，则需要考虑另外增加资本公积。常见办法有：直接豁免既有的对上市公司的债权，收购债权人对上市公司的债权后豁免，收购对上市公司享有债权的企业后由该企业豁免，直接对上市公司进行现金捐赠或资产捐赠等。大部分案例均采用债权豁免的方式。实施主体上，控股股东、非控股股东、或潜在股东及其关联方均可豁免或捐赠形成资本公积<sup>2</sup>。实施时间上，对于重整投资人而言最理想的、最有确定性的时间节点当然是重整计划裁定批准之日（例如早期的 XY（600145）重整案），然而为推动重整受理和预重整方案获得表决支持，在预重整确立重整投资人身份后即可能需要实施（如 AK（300370）重整案）。需要注意的是，2024 年《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》以及《11 号指引》要求权益调整方案涉及资本公积金转增股本的，可供转增的资本公积金应当以最近一期经审计的定期报告为准。

此外，还需要关注涉税问题。根据国家税务总局公告 2014 年第 29 号《关于企业所得税应纳税所得额若干问题的公告》，企业接收股东划入资产（包括股东赠予资产、上市公司在股权分置改革过程中接收原流通股股东和新非流通股股东赠予的资产、股东放弃本企业的股权，下同），凡合同、协议约定作为资本金（包括资本公积）且在会计上已做实际处理的，不计入企业的收入总额，企业应按公允价值确定该项资产的计税基础。对于关联方（非股东）豁免的，其实质与股东豁免相同，可根据个案情况与税务机构沟通。

<sup>2</sup> 《企业会计准则解释》（[2012]第 5 号）、《上市公司执行企业会计准则监管问题解答》[2009 年第 2 期]（会计部函[2009]60 号）“由于交易是基于双方的特殊身份才得以发生，且使得上市公司明显的、单方面的从中获益，因此，监管中应认定为其经济实质具有资本投入性质，形成的利得应计入所有者权益”。

## 六、解决违规担保、资金占用等问题的出资节点？

过去在资金占用、违规担保问题的解决，如涉及现金清偿的，通常将在法院裁定受理批准重整计划时随重整投资款一并支付；如涉及收购债权后豁免、代偿等解决方案的，则通常在法院裁定受理重整前会着手处理。例如 HW（603007）重整案，除了预重整投资人在受理前代偿的 200 万元资金占用外，剩余的资金占用问题通过对控股股东进行权益调整方式解决，投资人于法院裁定批准重整计划后向管理人账户支付受让股票的现金对价。2024 年 12 月 31 日《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》，明确了“控股股东、实际控制人及其他关联方违规占用上市公司资金、利用上市公司为其提供担保的，原则上应当在进入重整程序前完成整改”的要求。资金占用和违规担保前置解决已成为趋势，在重整计划裁定批准时才解决的做法可能成为历史。我们理解投资人可以通过以下方式增强资金保障：

**一是充分运用预重整程序。**一方面，通过预重整程序将重整程序中各项工作前置，包括投资人遴选、债权审查、制定重整计划等，以便高效推进重整程序，避免程序拖延导致强制退市。另一方面，通过预重整程序提前锁定投资人身份参与上市公司重整事项，在预重整程序中根据上市公司和管理人披露的信息，充分评估投资风险。对于企业存在资金占用、违规担保等问题，提前与各方谈判制定解决方案、做好预重整方案与重整计划衔接工作，减少投资的不确定性。

**二是通过临时管理人代管资金或设置共管账户。**由临时管理人强化对债务人的行为监督，投资人亦可以考虑作为监督方，监督投资款提取、使用。

**三是投资人向控股股东或其关联方提供资金并签署相应协议。**即通过投资人与控股股东或其关联方达成相应借款协议或代偿协议的方式提供资金，由控股股东或其关联方径直解决违规担保、资金占用问题。根据《中华人民共和国民法典》第五百二十四条第二款：“债权人接受第三人履行后，其对债务人的债权转让给第三人，但是债务人和第三人另有约定的除外”。第六百七十五条：“借款人应当按照约定的期限返还借款。”投资人能够就代偿或出借的款项获得对控股股东或其关联方的追偿权。例如 DS（603377）一案，投资人在预重整阶段与上市公司控股股东及其关联方签署了《代偿协议》，由投资人无条件、不可撤销地代为清偿资金占用款项。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 杜文乐

电话： +86 755 3680 1991

Email: [wenle.du@hankunlaw.com](mailto:wenle.du@hankunlaw.com)