



# 去杠杆的破产法思维

国家金融与发展实验室

2018年5月24日

# 去杠杆的破产法思维

张晓晶：

下面我简单介绍一下李曙光教授。李曙光教授是国内著名的《破产法》专家，现在是政法大学研究生院院长，也是中国政法大学破产法与企业重组研究中心的主任，市场经济法治改革研究智库首席专家，中国侨联常委兼特聘专家委员会秘书长，中国法学会经济法研究会第二届理事会学术委员会副主任，中国经济体制改革研究会特邀研究员，国际破产协会董事会董事，国际破产协会中国委员会联席主席，美国破产学会第十九届终身外籍会员，北京仲裁委员会委员，最高人民法院应用法学研究所研究员，曾任最高人民法院中国应用法学研究所副所长，中国证监会第13—15届主管发行审核委员会委员，先后参与《企业破产法》、《企业国有资产法》、《反垄断法》、《证券法》、《中小企业促进法》、《涉外经济案件受理办法》、《合法企业法》、《期货交易管理条例》等法律法规起草、制定和修订的工作，同时也是发改委降杠杆发展委员会的专家成员，下面有请李教授给我们演讲，题目是“降杠杆的破产法思维”。大家欢迎！

## 李曙光

中国政法大学研究生院

院长

中国政法大学破产法与企业

重组研究中心 主任

**李曙光：**

感谢李扬理事长给我们做了非常好的开场白，李老师讲了这一轮改革的情况；也十分感谢晓晶教授请我来这个论坛跟大家做个交流，感谢他的介绍；也特别感谢我的两位好朋友，魏加宁教授和郑志斌律师，今天由他们来做点评。

今天的题目我没有完全考虑成熟，我想把“降杠杆”和《破产法》连起来，所以就用了这么一个题目，但是概念应该是跟这个相关的。今天时间上可能会有点紧，有八个比较大的问题。

**首先，我想谈一下我对降杠杆性质的认识。**

降杠杆的提法有很多，有人叫去杠杆或者去杠杆化。为什么叫“降杠杆”？因为中央经济工作会议、十九大报告里面讲的“破、立、降”，某种程度上降成本、降杠杆都用了“降”字，所以更加有政策性的含义。某种程度来说，所谓的杠杆是我们从金融角度来看的，从法律角度来看金融杠杆实际上就是一个负债。承担负债的是市场主体，市场主体是很多的，可能是企业、个人，也可能是事业单位，还可能是政府。我们今天讲的更加偏重于从企业的角度来讲。

当市场主体过度运用债务工具的时候，实际上就会形成一种债务超过的现象，或者我们英文当中经常用的一个词 insolvent laws，很多国家的破产法就叫 insolvent laws，美国的破产法叫 bankruptcy law，德国的概念翻译成“债务超过”。从降杠杆这个角度来讲，杠杆本身它是一种债务，如果形成债务超过或者形成资本抵债或者形成过度运用债务工具的话，会给一个企业、一个市场主体带来比较大的影响。因此我们认为降杠杆的实质是两个方面的过程（这是我的理解）：一是国家通过法律和政策来改善金融环境的过程（这是我的理解）；二是市场主体，主要指企业或者公司通过各种法律和金融工具改善自身债务结构的过程。

我们从法律角度讲的降杠杆，跟中央政府的降杠杆既有联系，又有一点区别。首先做一个大致的判断，有两个理解，一个是从国家的宏观层面，为什么中央政府推这个事？中央政府推动这个事就是想把杠杆降下来。另一个是从微观层面，不仅有企业杠杆，还有个人债务杠杆。国家资产负债表研究中心计算的杠杆率是债务余额与 GDP 之比，这和《破产法》的杠杆率计算方法是不一样的。《破产法》是从企业和个人微观角度来讲，指的是债务余额与总资产之比，所以杠杆有不同的理解。总的来说，现在降杠杆有两个角度，一个是宏观角度，国家希望宏观角度的政策能够具体落实到微观领域，所以降杠杆有一个国家意志在里面。另一个是微观角度，降杠杆也与一个企业或者是债务人的行为有关。这是我们站在法律角度来理解降杠杆的性质，这样一来，降杠杆就跟《破产法》的重要性密切相关了。

### **我们今天要讲的第二个问题就是破产法的重要性。**

实际上，《破产法》是很重要的降杠杆工具。因为《破产法》有两个比较重要的机制，全世界的《破产法》都有这两个机制，一个叫清算机制，一个叫重整机制。

清算机制广义来说不完全是《破产法》里的清算，我们国家《破产法》里的清算专门叫破产清算，还有一些普通清算，还有一些《公司法》意义上的强制清算，所以我们把清算分为三种。由于清算强度的不同，第一种是普通清算。这类清算可能没有什么资产负债，公司经营很好，但不想继续做了，我们就可以把这个公司了结、终结或者解散。第二种是强制清算。这类清算一般都有原因，是《公司法》意义上的强制清算，所以现在全国的法院建立了专门的破产庭，现在不叫破产庭，更多的叫清算与破产庭，全国的法院多数这样讲的。为

什么叫清算与破产庭？就是有一部分公司的清算是通过《公司法》的强制性清算执行。第三种就是破产清算。我们刚刚讲降杠杆有宏观和微观，破产清算就是从宏观角度来讲。整个清算机制从经济学意义上来说是市场出清的机制，就是要把市场的信用垃圾扫出去，这样会决定市场资源的配置。所以三中全会决议里面作为重大的理论突破，就是让市场在资源配置中起决定作用，我们理解为就是要让破产或者清算机制在资源配置中起决定作用。如果没有出清机制，那些无效的资源、低效的资源，会对整个市场交易以及市场信用产生比较大的影响。所以我们认为市场出清就是信用垃圾出清的过程，这个机制是靠市场的清算机制实现的。

破产的第二个机制是重整机制。重整机制实际上是企业挽救机制，它主要针对处于困境当中的企业，我们这里讲的困境主要是财务困境，当然也有其他困境，即如何在一个法律的框架下挽救陷入财务困境、处于危机当中的企业。某种意义上它也是一个倒逼的压力机制，逼迫公司经营者要很好地采取一些行动。当然不仅仅是公司的经营者，也涉及到这个公司的利益相关者，其中最重大的利益相关者是债权人，债权人也得采取行动。中国的《破产法》当中用的较多的重整，是债权人提出的比较多，应用到实践当中也是债权人提出重整的比较多。重整机制作为一种压力机制，从经济学意义上来说，有它的作用。咱们前年诺贝尔经济学奖获得者哈特的研究中指出，这样一个压力机制某种程度上对经营者盗取企业资金的行为有一种威胁、有一种威慑力。也就是说，经营者不敢去那样做，那样的话后面将有一系列诉讼针对董事、监事和高级管理人员的盗取资金的行为。因为有个破产机制，有一个底线的机制。如果是正常企业的话，是可以重整的，即可以通过正常的程序把这个企业挽救过来。

因此，《破产法》实际上是通过这两个机制实现降杠杆的功能，一个是从宏观的层面来降杠杆，一个是从微观的层面来降杠杆，这点是非常重要的。

所以，我们今天更多的是讲微观层面，宏观层面就不讲了。因为市场出清是这一轮供给侧结构性改革的核心，我可以简单说一下。《破产法》是改革的重要机制，当然中国的《破产法》有三个程序，还有一个和解，和解在国外基本上跟重整是一样的，基本程序差不多，也是挽救机制，更多的是在债权人、债务人之间达成自愿协议。这是我讲《破产法》在降杠杆当中的概念。

第二个概念，《破产法》在僵尸企业处置当中比较重要的就是，在这轮改革中被重视起来了，原来不太被重视。在改革中，“三去一降一补”的核心实际上是“去产能”，与今天的“降杠杆”是一体的。所以，中央经济工作会议提出要“破、立、降”，要把降杠杆放在整个治理僵尸企业以及供给侧结构性改革的核心地位。我们理解处置僵尸企业，降杠杆也好，实际上核心就是让《破产法》有效地实施，让清算机制、重整机制能够充分地发挥功效。所以，目前僵尸企业地处理成了各个地方的头等大事，很多地方都在弄各自的名单，而且正在处理过程当中。

我们关注的是，《破产法》在这样一个大的结构性改革过程当中，特别是在降杠杆过程中的实施情况。《破产法》如果有效实施的话，一定会有利于刚才李扬理事长讲到的不良资产地处置以及僵尸企业地处理。实际上，从法律上看，僵尸企业这个概念不怎么准确，僵尸企业和危困企业是有区别的，我们认为僵尸企业是应该完全淘汰、清算的企业。多兼并收购、少破产清算这个概念也不是那么准确，我们讲该清算的清算，该重组的重组。《破产法》里面本身就有重组的机制，我们注意这个用词，重组是一个庭外的机制，重整是一个《破产法》

里的法言法语。中国《破产法》把美国《破产法》的第 11 章借鉴过来，实际上叫重整机制，这是一个法定类的机制，它可以包含在重组，是重组的一种方法，但是它跟重组又不太一样，最大的不一样就是《破产法》有强制性，是在司法的安排下进行的。所以，这一轮降杠杆要综合庭外和庭内的手段来进行。处置僵尸企业、降杠杆要综合运用法律工具、经济工具和金融工具来进行。

我简单说一下《破产法》的实施，因为在座的可能很多是研究经济、金融的。《破产法》是 2006 年中国颁布的建国以来第一部市场经济的《破产法》，2007 年开始实施，到今年实施了 11 年。这两年供给侧结构性改革政策出来之后，《破产法》地实施明显加快。当年立法的时候，我也参与了立法，当时我们对这部法律的期待是比较高的，但是这个法律出来以后，2007 年开始实施，我们发现受理的破产案件越来越少，但不知道具体原因。我们专门写过一篇论文，探究为什么会越来越少。这其中有很多原因，有文化的原因，中国人“谈破色变”，觉得“破产”这个词不吉利，也有债权人、债务人、管理人、法院、政府部门等各方的原因。因此，在中国实施《破产法》有很多的障碍，市场机制在法律实施过程中发挥的作用不够充分。但是这轮改革当中，《破产法》是在自上而下的供给侧结构性改革政策的推动下，各地开始来抓了，所以破产案件的数量又上来了。

《破产法》是 2006 年通过，2005 年到 2017 年全国各级法院受理的破产案件数据显示，最低点是 2013 年，不到 2000 件，仅有 1998 件，最高点是 2017 年，共 9542 件，接近 1 万件。大家可以对比一下整个中国的企业退出市场数，前年的数据是每天 3700 家退出市场。当然退出市场不一定是破产、负债的原因，还有各种各样的原因，例如不愿意干的正常退出的也有。每天这么大的量，我们

算了一下，去年大概360多万家退出市场，可是经过《破产法》程序来受理的才不到1万件，所以整个案件数还是偏少的，而且是非常偏少。按照正常情况，中国通过破产清算和重整程序来进行市场退出的企业数量应该达到10%，10%的话就有30多万件。因此，现在法院破产案件受理率是非常低的。某种程度上也反映了，《破产法》还没有真正发挥它的功能、功效。在降杠杆过程当中，如果《破产法》不能发挥很大的功效的话，正如我们前面讲到的，国家试图通过法律政策改善金融环境的概念、降杠杆政策的概念或者“破、立、降”破除无效产能的概念实际上是做不起来的。

再看看美国，美国的《破产法》比较有意思，大家可以关注一下。实际上美国《破产法》第7章是讲破产清算，第11章是破产重整，第12章是家庭农场主的重整、第13章是个人债务重整。因此，第7章清算的案子比较多。清算程序主要是个人破产，个人清算，美国叫个人债务超过叫个人破产。个人破产是指在7年之内，如果你是一个正常债务人的话，7年会给你豁免全部财产，但要过非常悲惨的7年生活，即各种行为限制较多。中国目前的《破产法》只是企业《破产法》，没有个人《破产法》，所以我们现在在呼吁推动个人破产。

美国的破产案件数量最高点是2008年出现的，到2010年美国所有数据都是最高的。2010年美国个人破产达到140万件，破产重整的案件是13000多件，破产清算118万件，农场主是723件，那一年总体是160万件。第11章破产重整是我们国内关注比较少的，第13章是美国申请个人债务的重整，现在美国个人债务重整用的越来越多了，实际上就是降低个人家庭的杠杆率。2016年，破产案件数降下来了，总数79万件，接近80万。其中破产清算案件数为49万件，接近50万，破产重整降到了7000多件，家庭农场主没有什么变化，都是400件



左右，个人重整接近 70 万件。

我们可以看出，美国在市场经济法治很健全的、很成熟的状态下，其破产数远远高于我们国家的破产数，这不是一个量级。虽然美国有个人破产，而且量非常大，但是第 7 章公司清算的数量也比较大，公司清算里有很多是因为个人破产的问题，所以个人破产与公司清算也是有关联的。这是美国《破产法》适用的情况。

我们来了解下欧洲，可以知道一个非常有意思的现象。即越发达的国家，破产数越多；越不发达的国家，《破产法》适用很少。2016 年，希腊仅 1000 多家破产，比中国还少，而英国是 17900 多家破产，法国 5 万多件，德国是 2 万多件。经济较差一点的国家，破产数都不多，像希腊、葡萄牙、西班牙，这些破产数都不是很多，特别是冰岛。在欧洲，基本上市场经济比较发达的国家每年破产案件都是数万件，而且其人口和企业数与中国都不是一个量级。由此可知，中国《破产法》的应用是比较少的。

我们再看一下日本的破产数据，在座的魏加宁教授是日本研究专家。日本的《破产法》经过了几次变化，日本称为《倒产法》，日本称“破产”为“清算”。日本上世纪 90 年代末期开始改革，现在实行新的“倒产四法”。其中很重要的一点是突破了大陆法系，原来跟着德国走，德国变了，日本也变了，现在日本都跟着美国走。美国发明了第 11 章破产重整，全世界的《破产法》都在学，我们中国也在学，日本也将美国《破产法》第 11 章破产重整加进来了，所以重整是降杠杆的重要工具，可以说是《破产法》里面降杠杆最重要的工具。

日本企业重整主要有民事再生和公司更生两类，民事再生指中小企业的重整，公司更生指大型企业的重整。民事再生的案件是比较多的，公司更生的很

少，所以中小企业的重整法应用的更多，大公司的重整法用的较少，而且越来越多的大公司愿意用中小企业的民生再生法进行重整。

总的来说，2007-2016年日本的破产数也达到了38万家，而中国在供给侧结构性改革和处置僵尸企业非常热的情况下，去年的破产案件才9000件，还不到1万件。日本《破产法》实施了很多年，某种程度上也反映了市场在资源配置当中起决定性作用。怎么起作用？我想一个最重要的标准，实际上就是破产的标准。

接下来讲讲中国营商环境的排名。世界银行在全世界做了很多项目，原来都是环保项目、扶贫项目，在中国软政策环境的改善项目，都没有什么影响力，这两年影响力很大，为什么呢？因为世界银行做了一个世界营商环境的排名，这个排名对于很多发展中国家的政府制定政策有很大影响，我们克强总理已经接见他们好几次了。2013年，中国在世界营商环境的排名是第96位，到2017年去年，排到了第78位，所以排名有大幅度上升。全世界共200多个国家，中国排在很后面，但这几年不断在改善，我们也不断地请世界银行的专家指导中国如何改善指标。我也和他们做过几次对话，他们的评价标准是很多专家参与制定并进行评估的，这样能比较准确地反映一个国家营商环境的变化。

中国营商环境排名和中国作为世界第二大经济体的排名是严重不相符，经济发展这么快速的情况下，但排名还是有点差。我为什么要讲这个呢？实际上这个排名当中有个很重要的排名，就是跟降杠杆相关，其中有一项就是破产的排名以及对《破产法》的执行度怎么样。一个企业破产的难度、时间、成本、对于债权人的保护，法院对于《破产法》的执行度，这是排名很重要的依据。中国营商环境差，和破产指标是相关的，但是好在破产指标要高于我们营商环

境的指标。2017年破产的排名是排在第56位，比整体78名的排名要好一点。中国有些排名是特别低的，包括对于合同履行、投资人、中小股东利益的保护是比较差的。

这个排名，世界银行是做了两个假设，一个是企业的假设，一个是案例的假设。如果一个企业出现了负债，杠杆率比较高，供应商也不给钱了，工人也不给钱了，出现债务负担太重的情况下，国家的法律体系怎么来处理这个问题，这涉及的是破产处理的排名。我们进入WTO的谈判，欧洲和美国都把《破产法》的执行怎么样作为衡量市场经济水平的一个重要标志。一直到现在，美国和欧盟还不承认中国为市场经济国家，其中一个很重要的原因，就是《破产法》还不是很完善。这次改革为什么要把国家工商总局改成市场监管总局呢？这反映了一个理念的变化，监管理念的变化。这不仅仅是国家机构的简单改革，实际上很大程度上受到营商环境的影响。

从市场监管的角度，比如说现在政府提倡要放、管、服，那么成立一家企业要多长时间？注销一家企业要多长时间？这两年我们在帮市场监管总局做企业注销程序改革的课题，我们提出来要做简易注销。现在的注销程序特别复杂，一个企业建立起来以后，运营一段他不想干了，想把这个企业注销，比建立这个企业的成本还高。所以中国在工商监管、市场监管方面，有很多达不到世界前列水平，这个跟我们世界第二大经济体，经济发展这么强劲，要搞人类命运共同体，都严重不相符，这个是很重要的一个指标。

接下来讲破产法为什么有效？在降杠杆当中跟其他降杠杆的工具有什么不一样？《破产法》有什么特殊性？《破产法》有一系列很特殊的制度，我这里讲几个制度。第一个，法院的权威性、独立性、专业性。我们现在开始注意到，

像《破产法》这样的法律要实施起来，其中很关键的因素是法院。如果是地方性的法院，可能和保护地方债务人的利益。地方杠杆很高，就应该进入到清算程序、重整程序，但法院要听号地方政府命令的时候，地方法院就不受理。事实上也是这样的，我们大量的地方破产案件是涉及到地方债务人和地方政府利益的，法院会受到来自各种方式的影响，因此很多地方案件法院不受理。另外，很多法官根本不知道《破产法》为何物，《破产法》是非常综合和专业的学科，涉及到几乎所有市场经济法律，包括《物权法》、《合同法》、《担保法》、《银行法》、《票据法》、《公司法》、《证券法》等很多金融法律，还涉及到上市公司的破产等等。这个领域涉及很多，但是很多法官不懂《破产法》。

另外，《破产法》的实施要求有权威性，可是我们的法院只是政府公务系列的一个局级、厅级，但法律命令是要跨利益来考虑的，要超出行政权力的权威性。

为了改善这一点，这几年我们做了不少工作。最重要的一条，就是从 2016 年开始，最高人民法院要求各个省会城市和副省级城市的中级人民法院必须建立专门的破产庭。目前我国已经建立了 97 家专门的清算与破产庭，有个别地方叫金融法庭，但是绝大多数叫破产庭，而且最高人民法院在继续推动这个事，要求全部中级人民法院必须设立专门的破产庭。这是积极的进步，至少专业化一点，但是我们之前提到的法院的权威性和独立性问题还没有完全解决，这个我后面还会讲到。

### **我们现在谈第三个问题，法院的强制性。**

首先，我们来了解下法院的职权。法院在破产案件处理中的权力很大，有程序性权力，也有实体性权力。程序性权力是指法院在启动并推动破产程序进

行的过程中所享有的权力，主要包括案件受理权、管理人指定权、第一次债权人会议召集权、对财产变价与分配方案以及重整计划的批准权、破产宣告权、重整程序终结权以及对重整计划的监督权等。另外，法院的实体性权力很大。实体性权力是指法院对当事人在破产中的权利和义务的裁判权，主要包括围绕破产财产的撤销、取回、抵消权，对破产欺诈的裁判权。《破产法》还赋予法院一定的惩戒权。所以法院的关键性作用也是《破产法》的特殊性所在，破产当中法院的权力在一定程度上转为商业判断。我们再讲一下自动中止。自动中止实际上是《破产法》的一个特别的、比较重要的程序。什么叫自动中止？这是我们中国法律规定的，就是一旦法院受理了破产案件，马上产生法律效力，一旦债权人、债务人申请了破产案件，马上就启动法律效力，就是中止效力。正在执行的执行中止，如果没有按照法院的裁决执行，那么就会中止正在进行的执行程序 and 仲裁程序。因此，要中止很多商事仲裁的话，必须听法院的。

我们讲一些保全措施，一些执行程序，有一个中止程序是非常重要的，这也可能是《破产法》当中最重要的一个程序。美国破产法院的“第一个法官的裁定”，就是一个中止裁定。这个主要涉及到两个概念，一是给债务人一个“喘息的空间”（breathing room），让债务人能好好思考并找出一条重整或清算的途径；二是它有助于阻止债权人“涌向法院”（race to the courthouse），“哄抢”债务人的所剩财产。中国将自动中止改成三中止，即《破产法》的第 19 条、第 20 条、第 21 条。中止和一般的降杠杆工具不一样，它是带有法律强制意义的，一旦进入到法院，一切程序都等待破产法院的决定。

《破产法》强制性的另外一点是管理人的挑拣履行权。债务人申请破产，法院受理破产以后，法院会指定一个管理人。《破产法》第 18 条规定，管理人

挑拣履行权。就像一个篮子里有好苹果、坏苹果，管理人可以把坏苹果扔掉、好苹果留下来。《破产法》赋予管理人极大的权利，这个只有《破产法》里面有。我们两个人签合同要不要执行？听管理人的。管理人认为对债务人财产是有利的就履行，不利的就不履行，当然有些前提条件，双方均未履行完毕的，如果一方已经履行了，那管理人没有这个权利。

对于破产欺诈交易，哪些行为是有效的、哪些是无效的、哪些是追索的，《破产法》31条、32条、33条做了严格规定，特别对于那些债务人，他们的杠杆率本来就很高，但是他们将债务财产又低价转让给他们的关系人，这样的行为在《破产法》里是绝对不可以的。当然2017年3月通过的《民法总则》也有类似的规定，包括原来《合同法》里也有。把破产企业的财产低价送给别人、无偿送给别人，对没有担保的签订一个小的担保协议，只要损害了债务人资金池里面的财产，实际上最终是债权人财产，这种降杠杆就是不行的。这个不是降杠杆，而是加杠杆了，债务越来越过了。某种程度上在《破产法》里面是欺诈交易，这个是《破产法》里面几个特有的制度。

**接下来讲第四个问题，重整程序对于降杠杆的作用。**

我们讲清算可能更多的是市场出清，更多的是一个企业在法律人格上彻底地终止，在法律实体地位上的终止，而降杠杆无论从国家层面、还是微观层面，都不是清扫这家企业。清扫企业宏观上对市场出清是有意义的，但是微观层面，对企业个体来说，对个人和家庭负债来说，这样简单的清扫是没有价值的，我们更多的要探讨如何挽救处于危困处境当中的一些企业或者是债务主体，这也是我们今天探讨降杠杆更重要的意义。如果应用《破产法》，更重要的是“破产重整”这一章。这一章讲的是如何让一个不健康的，债务超过的、杠杆率很高，

滥用杠杆信用的企业恢复正常。

我们先来谈下重整企业的识别与审查。我前面提过，美国《破产法》在1978年做了一次很大的改革，加了“破产重整”一章，这一章全世界都在学。中国的《破产法》在2006年制定的时候，也学习了美国《破产法》，我们加了重整这一章，把它作为第8章。破产重整中很重要的一个问题是什么样的企业可以提起重整呢？根据《破产法》第2条，所有达到破产门槛标准的，经营亏损严重、资不抵债，同时明显缺乏清偿能力，或者丧失清偿能力可能的，都可以提出清算或者是重整。但是在实践中，正如咱们郑志斌律师做的很多重整案例，对一个企业究竟有没有重整价值是要做一个判断的，这个判断应该由谁来做呢？

《破产法》赋予了法院这种可能性，法院的法官来判断这家企业有没有重整价值的可能性。虽然最高院院长、分管的院长一直在讲要让法院成为拯救企业的“医院”，但我认为这个概念是不恰当的。法院是一个中立的裁判机构，怎么能成为一个救治企业的“医院”呢？

《破产法》实行多年以来，确实有许多重整案件，但有一个问题就是，重整企业怎么识别、判断、审查。所以我们在去年年底最高人民法院召开了一个“全国法院破产审查工作会”，今年3月份出台了一个《全国法院破产审判工作会议纪要》（以下简称《纪要》），里面特别强调，要对一个企业是否有重整价值进行识别。这个识别不仅要看资产负债情况，还要看重整方案、重整计划，要从企业的整个生产情况、销售情况、技术工艺情况、产业结构情况去衡量。《纪要》有一种指南功能，为各级法院在受理很多重整案件的时候提供识别与审查企业的指南。一旦法院受理重整案件，很多法律效力就产生了。无论对于债务人、债权人，还是利益相关人，供销合作方、员工，甚至包括社区、社会、市

场，都会产生很大影响。

重整程序对于降杠杆作用的另一点是营运价值的标准。我们说一般判断一个企业有没有值得拯救的，就看营运价值。营运价值是美国《破产法》提出的概念，实际上中国没有提这个概念，但是在经营方案要求有这样的内容。营运价值指一个企业恢复营运能力的可能性和可操作性，这是适用《破产法》重整这一章非常关键的一条，就是要能够真正地把杠杆率降下来。关于如何判断营运价值的标准，《破产法》学界有很多的研究，但是我想学术上的标准和实践当中的标准还不完全一样。我们还要考虑到一些地方的政治稳定问题，考虑到一些敏感债权的安排问题。但是不管怎样，从市场角度和法律角度来说，营运价值的判断是一个债务人是否能够进入重整程序最关键的标准。

重整程序对于降杠杆作用的最后一点是听证制度的建立。这次《纪要》当中提出来可以进行听证，原来的法律没有听证，美国重整程序中大量采用听证，各种债权人、债务人可以参与听证。由于重整的行业涉及到各个方面的产业，很多法官不懂，原来都不是研究这个的，特别是申请重整的案件涉及到很多专业性的、市场的和商业的判断，所以这次《纪要》中提出要建立听证制。这也是第一次在法院的审理当中建立听证制，不是我们平常讲的政府听证，而是法院的专家听证，这就涉及到法律比较细节的领域了。《破产法》运行了 10 年，《破产法》中也没有听证制，这些细节问题是我们在实践当中逐渐探索出来的。

我们可以看到中国目前的数据，从 1999 年到 2016 年，上市公司退市总计 74 家公司，从 2007 年 8 月 2016 年 2 月，共 49 家上市公司进入重整程序重整程序。这个数据到现在已经不太准确了，目前为止一共是 53 家。

今年重整的会非常多，特别是资本市场变化会比较大，我们有很多 ST 企业。

某种程度上讲，中国的数据还是比较少的。如果要对比美国，中国的重整数据就太少了。美国去年 7 千多家重整企业，我们 10 年才几十家，别人一年就几千、上万家，个人债务重整更多了，都是几十万家。所以我们降杠杆的工具还是用得比较少，重整这章用得比较少。

目前为止，上市公司总的退市才 80 多家，也不是很多，所以我们说这是中国的数据。

前面我们讲到美国的数据，美国涉及到一些行业的分布，数据有点老，我有最新的数据来不及换，但是基本上差不多。根据 2013 年美国上市公司退市重整数据统计，我们可以了解到，破产行业涉及汽车、飞机、银行及金融、计算机及软件、教育、电子、娱乐、食品/饮料和烟草、健康保健及医疗、酒店及游戏、保险、制造业等等，分布是很广的，说明重整程序适用面很广。但是我们仔细分析，重整的多少也反映了一个行业的周期，这要对行业的数据做一些细致地分析。

我这里再进一步解释一下，因为我们讲重整实际上是对降杠杆有很重要的作用。大家要注意中国的重整是在什么情况下来降低企业的杠杆率的？健康企业的治理模式营和困境企业进入重整之后的治理模式不一样的，健康企业有股东会、董事会、独立董事以及公司的运作理念，但是进入破产程序后，意味着司法框架下的公司治理开始，也意味着企业控制权的转移。经常有人比较《公司法》和《破产法》有什么关系，进入破产以后就要按照《破产法》执行，意味着破产程序启动和自动中止的开始，破产企业的控制权由原来的股东控制权转移到债权人与管理人控制权。我们前面讲到，进入到破产程序之后，法院的权力很大、管理人的权力很大，很多原来股东大会和董事会的权力被管理人接

管了，包括公司的账册，公司所有债权人名册、债务人名册、公章、资产都被管理人接管。相比健康企业，这是破产企业公司治理模式非常大的变化。

治理模式是什么样的呢？

**现在我们讲第五个问题，破产重整中的两种公司治理模式。**

《破产法》规定的重整这章有两种治理模式，第一种，我们叫做债务人自行管理模式，美国叫DIP模式，就是由原来的董事会继续经营。企业处于危机当中，不一定是因为董事、监事和高级管理人员都在做欺诈交易、内幕交易，而是市场、行业、经济周期、政策出问题了，这种情况下原来的董事会可以自行管理。《破产法》第73条专门规定了自行管理，就是由董事会继续经营。这个时候原来的股东会和董事会的权力部分保留，不是全部保留，而是受到了很大约束、限制。这一点在美国《破产法》里面有很详细的规定，但在中国《破产法》规定的还不是很详细。我们也有一些限制，例如债务人的出资人不得请求投资收益分配，不能进行分红了，因为企业已经进入到重整程序了。重整期间作为债务人的董事、监事和高级管理人员也不能向第三人转移股份，经法院同意的除外，这是《破产法》的特殊规定。

另外一种模式是管理人重整模式。新的《破产法》给了管理人很大的权力，在原来的债务人、董事会、股东大会出问题的情况下，由管理人来接管，管理人扮演很特殊的角色。管理人可以是清算组、律师事务所、会计事务所，也可以是律师事务所和会计师事务所的个人。我们在座的郑律师就担任了很多公司重整的清算组组长、副组长，有很多他直接就是管理人。现在美国法院都有一个管理人名册，通过抓阄、摇号，重点的案件通过公开竞标的方式来选择管理人。我们正在改善我们法院选择管理人的模式，现在管理人也在扩大，包括一

些外资的会计师事务所、律师事务所，还有一些投行、资产管理公司，也开始进入到管理人这个领域。目前管理人存在的很大的问题就是，担任管理人的企业不多，更多的是中介机构。但是我们讲重整，企业债务结构的调整，很大程度上要专业人士，要懂得企业经营的人来做。

重整当中有三种管理人。第一种在债务人自行管理DIP模式下，那时候管理人对于DIP模式来说是一个监督人；第二种就是管理人自行接管处于困境当中的企业；第三种就是重整计划一旦通过之后，企业有一个执行重整计划、执行重整方案，这个时候管理人也是监督人。

总体上说，这两种公司治理模式运作对于我们下一步的企业降杠杆，特别是困境企业、僵尸企业降杠杆是完全不一样的。为什么这样讲呢？因为涉及到权利和债务重组，改变杠杆的金融工具如何使用，方法会受到影响。

### **第六个问题比较重要，就是债权交易。**

在降杠杆和债务重组的过程当中，有一个运用什么样市场的问题，我们认为至少存在五个市场。

第一个，优先债权的市场。现在《破产法》当中规定了很多优先权，大家普遍知道的是担保，担保债权绝对优先，职工债权、国家和地方的税收债券也有优先权，《破产法》至少规定了三种优先权。我们还有一个破产费用和债务，基于破产程序所花费的费用。为了破产制度功能的实现而支付的成本，这个我们叫做破产费用和公益债务，比如在破产过程、清算过程或者重整过程当中，企业到法院破产要交破产费、案件受理费，企业自身需要运作成本等等。

目前有很多法律规定了跟《破产法》不一样的优先权。比如《合同法》里规定了建筑工程承包的优先权问题，《税收监管法》第45条规定，税收决定有绝

对优先权，比担保债券还优先，跟全世界的《破产法》都发生冲突了，这些优先权应该如何处理？今年“两会”期间公布的最高院《纪要》里面提出来，人身损害有优先权。比如说原来三鹿破产案，大量的婴儿因为吃了三鹿奶粉出问题了，这些家长和小孩能不能优先受偿，那时是不能的。目前有很多优先权，优先权能不能够进行交易、能不能够进行打折出售呢？在实践当中是存在的。比如企业没有其他财产了，某种程度上有一些担保债权就让渡了，需要放弃一部分担保债权。为了该企业的破产程序做下去，可以进行担保债权转让，特别是中国《破产法》当中有保证债权，所以有优先权的交易市场。

第二，普通债权的市场。比如一个破产案件等1年、2年、3年甚至是10年，海南发展银行破产，从1998年到现在还没处理完，债权人等不起。普通债权的转让很多，有一个主要的模式是债务平移。为了救A公司，将A公司的债务移到B公司，但杠杆还在，只是在不影响B公司声誉和运作的前提下，让杠杆平移到B公司以便更好地处理。典型案例一个是2015年的中城建设浙江温州的破产案，采取了70多亿债务平移给了子公司。去年影响比较大的、媒体报道比较多的是云南煤化工4个城市的破产，这是最高院在两会上专门做介绍的典型案例。还有一些涉及债务平移的是因为利息太大了，像重庆钢铁，一年的利息都是上10亿，还利息都很困难的情况下，还本金就更难了。所以有很多降杠杆不是降到本金上，而是降到其他方面。现在重整当中很多普通债权采取了平移，这点我们在法律上要很好地研究，当然为了保证重整程序地进行，债务平移也会引发很多法律上的后果，比如要对权利、义务、责任等进行重新分配。

第三，小额债权的市场。如果小额债权全额清偿，那么对一些普通债权人和优先债权人来说，全额清偿将影响到他们的利益。所以他们愿意把这个权利让

给其他人，有其他人要买的话，可以卖给 10 家，普通债权人或者优先债权人就成了小额债权人了。比如说 50 万全额清偿，那么把 500 万拆成 10 个 50 万卖掉，就能全额清偿。这个在实践当中不被允许的，但是我们确实在收购和实践当中出现了很多收购小额债权的现象。

第四，债转股的市场。这是这轮处理不良资产的一个主要的政策工具。现在债转股市场非常大，这块我们再找时间专门说。

第五，违约债的市场。我也有一个今年的数据，违约债中影响最大，最引起市场注意的是东北特钢，东北特钢连续 10 次债务违约。原来债券市场没有什么动静的，近四五年突然爆发违约问题。为什么？因为有一个美丽的神话，就是刚需对付，所有的债权都能够兑付。但是东北特钢，现在不如以前那么大的影响力。最主要的是东北特钢错过了刚需兑付的神话，债权违约，连续 10 次违约 70 多亿。这些违约债怎么办？在欧美市场特别是英美市场，这些违约债是可以流动、交易的。违约债是很大的市场，债券违约数现在已经是 900 多亿了。所以对银行间债券市场的影响非常大，现在大家都不敢发债了，发不出去，没人敢买，因为存在债券违约的风险，这是比较大的问题，债券交易是一个很重要的降杠杆工具。

**预重整是我们今天要讲的第七个问题。**

在实践当中看到，预重整制度在美国的影响非常大，中国慢慢也有这个概念了，什么叫预重整？就是在进入法院之前债权人、债务人把所有的重组方案都谈好，等到法院的时候，就是走一个形式，能快速节约成本。因为重整一进入到法院程序将有很多时间要求、时限要求，另外由于有很多法律上的限制和门槛条件，谈判的空间不是很大，所以在美国逐渐发展成为一个预重整制度。

这个制度已经开始进入到美国的《破产法》当中，成了一个非常正式的制度。现在在很多重大的破产重整案件当中，都事先让债权人、债务人进行谈判，一旦达成了一个初步通过的方案之后，到了法院，不管债权人同意与否都对其有约束力，所以预重整就变成了一个正式重整。现在中国的破产重整案为什么受理比较难呢？一到法院，法院首先就问你，这个能成吗？你们的方案是怎样的？你们准备怎么做？如何救活这个企业？法院会提出很多疑问，所以预重整现在也成了中国最欢迎的模式。法院希望债权人、债务人先谈成，能达成一个协议，做成一个方案。如果没有方案，到了法院来也不知道能不能受理，所以预重整有可能成为中国受理破产案件的一个前置程序。

预重整在某种程度上是一个庭外的重整，我们已经有好几个案件运用了预重整。比如去年被评为“全国十大典型案例”之一的福州扶桑（音）破产重整，就是用了预重整。好几个重大的案件用了预重整程序，这个是一个很有意思的现象。银保监会现在在推动债委会的模式，实际上某种程度上就是在推动预重整程序，只是说法不太一样，美国叫预重整，英国叫自愿安排。美国《破产法》程序里面也有一个自愿安排，当然还有一个法庭外的债务重组。现在中国就在推动债委会，重大案件包括中钢、渤海钢铁，有 2000 多亿的债务，很难召集所有的债权人开会。山东一个案子 6000 多个债权人，还算少的，还有更多的债权人，因此要有一个债委会来代表这些债权人，否则没办法开会。债委会里面有主席团，主席团要和债务人进行协调。这两年在推动债转股，就是通过债委会机制来推动债转股。

现在降杠杆很重要的手段就是通过重整的方式，重整中最主要的一个趋势，是运用债转股的手段。现在很多重整案件是运用债转股，债转股里面有很多的

法律问题，包括债权能不能够进行出资、企业变更出租、债权转股权的价格问题、债转股企业的限制，那些非环保的企业，有问题的企业，比如安全生产有问题的企业，环境污染企业等等，这些是不能够进行债转股的，僵尸企业也不能进行债转股，是要有可拯救度的。

债转股的资产价格有一个估值的问题、有一个对价的问题，资产以什么价格进行转让。现在债转股可能更多的转为优先股，但是优先股在《公司法》里没有依据，少数转特殊管理股，这涉及到《公司法》的修改问题。我在近期《中国证券报》一个长篇的采访中提到《公司法》下一步的修改将大量涉及到这个问题，其中就有优先权的问题，还有关于“独角兽”企业的问题等等。

### 今天要谈的最后一个问题是法院的强裁。

关于重整方案，所有的债转股方案也好，债务重组的方案也好，最后是要法院批准的。在实践当中，出现了很多案例是重组方的债权人都反对，但是法院批准，这是运用了《破产法》第86条、87条的规定，也是学习美国《破产法》的强裁，就是强制裁决。中国的法院和美国的法院不一样，美国法院运用强裁的时候很小心谨慎，而且要涉及到商业判断。如果你们有机会去华尔街玩的时候，就会发现离华尔街的金牛50米、不到100米的距离有一个美国最著名的法院，纽约蓝区破产法院。那里是专门审理破产案件的，美国联航破产、雷曼兄弟破产都是那里审理的。蓝区破产法院的法官非常专业，他们会做商业判断的，但是做强裁很少。强裁在美国的《破产法》中要求至少一个债权人类别组通过，但是中国使用得很频繁，因为中国的地方法院跟地方政府是在一起的，法院没有商业判断，也没有对于营运价值的判断。最近最高院专门开了“全国法院破产审判工作会议”，并在《纪要》当中提出来，重整方案至少要有有一个类别组通

过，同时要有营运价值。对于那些不通过方案的债权人类别组要有一个保证措施，限制使用强裁，这是降杠杆的一个很重要的手段，最后的重整方案对债权人的影响是比较大的。

我今天更多的是讲了《破产法》的一些手段，这些对我们企业降杠杆是很有意义的。

我最后要提几点建议。从目前来看，中国的“破、立、降”，特别是降杠杆是重中之重。接下来如何利用《破产法》更好地降杠杆，如何来实现整个供给侧结构性改革的任务，我有几条要讲：

第一，提高《破产法》的执行度。《破产法》的重要性是不言而喻的，虽然相比 2013 年破产案件数已经有了 5 倍的翻倍，但如果和一个正常的在资源配置中市场起决定作用的概念来说，我们差距还太大。所以，一定要提高《破产法》的执行度，让《破产法》的效力在实践当中能够更多地、更重要地操作、运用、实施起来，这是我想说的第一个建议。

第二，改善营商环境。特别是要突破营商环境中对于启动破产程序的时间、资金以及政府层面的一些难点，我觉得这点也是非常重要的。

第三，推动违约债市场的建立。现在债券市场的规模是 40 多万亿，违约债的出现，实际上聚集了风险度，不利于金融风险的释放。因此，如果要防范市场金融风险的话，我觉得要把违约债的交易做起来，建立违约债市场，让违约债流动起来。

第四，加大对债转股的运用力度。对于债转股要提供一定的法律依据，特别是《公司法》应尽快启动修改，要为重整中更多地利用债转股这一金融工具提供法律依据。当然还有其他债权交易市场，也要流动起来。

第五，建立府院协调的机制。政府对于《破产法》地实施具有很大的促进功能，因此要让政府跟法院进行联动，进行“府院协调”。为了让政府扮演更加积极的角色，我提了很多建议，包括让政府加强对于执行难解决的支持，对职工安置、社会稳定、税收豁免、债权人的支持、对债务人的信用恢复等。重新为企业更名是很难的，因此，政府对于企业的简易注销、快速注销等担负了很多的功能。不管是国有企业，还是民营企业破产都很难，难在政府支持力度不够。所以，我觉得可以加强政府在破产中的作为，建构一个府院协调、府院联动的机制。

第六，建立独立的破产法院。法院是实施《破产法》很重要的主体，法院的权益是很大的。如果法院不独立，那么我建议最高法院巡回法院系统下面设立独立系统的破产庭，而不是设立在各个省的中院或者高院。破产庭要单独拿出来，将其作为国家级的法院。所以，我们一直主张让法院独立出来，可以站在统一市场的角度保护债权人的利益。

第七，加快《破产法》的修改。我们刚刚也提到了，宏观来说《破产法》对于市场出清、降低杠杆率是有功效的，微观来说对企业降低杠杆率也是有效的。但是我们只有企业破产，没有个人破产。所以，对于个人债务的滥用、个人家庭债务负债率比较高、杠杆率比较高的问题，我们现在没有很好的法律工具去处理，希望加快个人《破产法》的起草和制定。

**张晓晶：**

非常感谢李教授深入浅出的主旨演讲，今天在座的记者财经领域的居多，法律方面的少一点。今天我们听了一场关于《破产法》方面的真的是一堂非常

生动的课，因为从我个人角度很多没有听说过，包括德国关于《破产法》的翻译，好像叫“债务超过”之类的，觉得很有意思。因为我觉得中国很多的问题其实你讲来讲去都跟我们跟法律有关系，而我们解决方案的问题，包括去杠杆为什么这么难的问题，也是跟我们的制度、跟我们很多的隐性担保包括一些法律的执行是否到位，都有很大的关系。所以我想李教授这样精彩的演讲，是一个法律讲座，能够给我们去杠杆带来很多方面的启发。特别是后面他提到了七点建议，我们可以把他整理出来，可以作为主要的意见报上去。