

重整计划强裁规则的误读与重释

高丝敏*

摘要 重整计划强裁规则(《企业破产法》第87条)是引导当事人有效谈判行为的重要制度,但这一规则在我国司法实践中却被“滥用”。强裁规则的滥用与该规则的定位偏差和功能误读有关。本文力图重释强裁规则的功能,认为其不仅仅是法官裁判的规则,更是通过对当事人充分谈判结果的模拟,引导当事人的谈判行为,并化解囚徒困境的规则。为了达到这一目的,强裁规则应当具有动态和静态二元功能。动态功能在于作为破解当事人谈判僵局的最后手段。强裁规则本身包含的一系列最低期望收益规则起到引导当事人谈判行为并形成合理预期的静态功能。本文在对强裁规则应有功能重释的基础上对强裁规则的中国文本提出重塑的建议,并讨论其与重整制度其他条款的协调问题。

关键词 重整计划 强裁规则 充分谈判模拟 最低期望收益规则 期权效应

引言 强裁的中国式困局

破产重整有别于市场拍卖之处在于不是把企业肢解为生产要素,而是在保留企业组织的基础上,由参与其中的主体通过投票系统(voting system)来决定企业要素的配置和未来的价值分配。^[1] 这种制度安排类似于科斯在《公司的性质》中所描述的聚多人之力,聚数人之财

* 清华大学法学院副教授。本研究为国家社科项目(项目编号:17CFX030)“关联企业实质合并破产判断规则的制度化进路研究”,司法部国家法治与法学理论研究部级科研项目(项目编号:14SFB30028)“我国商事信义义务适用范围研究:以路径依赖和制度构建为视角”,和教育部留学回国人员启动基金“系统重要性金融机构危机处置的法律问题研究”的阶段性成果。同时感谢北京市优秀人才培养计划、清华大学“学术新人”奖、清华大学自主科研(项目编号:2014z21014)提供研究资助。

[1] 参见许德风:“论私法上财产的定价——以交易中的估值机制为中心”,《中国法学》2009年第6期,第66页。

而运作的组织。^{〔2〕} 破产重整作为要素的组合产生了市场契约所不具有的制度优势。通过拍卖来决定企业价值所面临的最大的挑战就是不完善的资本市场(imperfect capital markets)无法产生关于价格的真实信息。重整制度的目的在于弥补了市场契约面临的“市场不知价”的缺陷,^{〔3〕}产生大于清算价值的营运盈余价值(going concern surplus),从而增进社会福祉。这种制度优势是建立在当事人有效谈判的基础上。当事人的有效谈判是重整制度的灵魂,也是产生制度价值的不二法门。但当事人的自发谈判不等于有效谈判,容易陷入“囚徒困境”,从而产生损人不利己的结果。因此,仍然需要有引导谈判行为向均衡结果发展的机制:“投票和表决是由能够产生均衡结果的精巧程序控制的”。^{〔4〕} 法规的结构中含有迫使行为达成稳定结果的建筑砌块,因此可以达到“结构引致的均衡”。^{〔5〕} 在重整语境中,引导当事人投票和表决达到均衡的精巧程序就是强裁规则(cram-down rule)。

我国《企业破产法》第87条规定了强裁规则。该条允许法院应计划提出者的申请,在重整计划没有得到全部投票组通过时强制批准计划,只要计划给予反对的担保债权人组、职工组、税务组、普通债权人组、出资人组符合条件的权益分配。强裁规则的目的在于防止当事人滥用投票权,对合理的计划造成“钳制”。^{〔6〕} 该规则继受自《美国破产法典》第1129条,此条被认为是美国破产法的重要的创新,^{〔7〕}但因为涉及到对于当事人意思自治的干涉,所以美国司法实践中强裁规则的适用一直是相当谨慎。^{〔8〕} 德国和中国都继受了美国的强裁规则,德国法院也倾向于谨慎适用。^{〔9〕}

我国《企业破产法》第87条引入强裁规则本意为移植最先进的破产法经验,但是这条规则在我国司法实践中却面临窘境,恰如南橘北枳,叶徒相似,味实不同。一方面,学界对于强裁规则滥用的批评由来已久。^{〔10〕} 2009年至今最高院也发文反复强调法官应当慎用破产重整的强裁规则。^{〔11〕}

〔2〕 参见(美)罗纳德·H·科斯:《企业、市场与法律》,盛洪、陈郁译,格致出版社2014年版,第31页。

〔3〕 关于科斯《公司的性质》的概述参见张五常:《制度的选择》,中信出版社2014年版,第206页。

〔4〕 (冰岛)思拉恩·埃格特森:《经济行为与制度》,吴经邦、李耀、朱寒松、王志宏译,商务印书馆2004年版,第66页。

〔5〕 同上注,第66页。

〔6〕 参见汪世虎:“重整计划与债权人利益的保护”,《法学》2007年第1期,第116页。

〔7〕 See Kenneth N. Klee, “All You Ever Wanted to Know About Cram Down Under the New Bankruptcy Code”, *American Bankruptcy Law Journal*, Vol.53, Issue 2, 1979, p.133.

〔8〕 例如,美国2008年企业重整案件多达10161件,而涉及到法院强裁的案件仅为17件,占其中0.16%。

〔9〕 Vgl. Braun, in Nerlich/Römermann (Hrsg.), *Insolvenzordnung Kommentar*, 2015, § 245, Rdn. 1.

〔10〕 例如,邹海林:“法院强制批准重整计划的不确定性”,《法律适用》2012年第11期,第24—29页。

〔11〕 如《最高人民法院关于正确审理企业破产案件为维护市场经济秩序提供司法保障若干问题的意见》(法发〔2009〕36号)(以下简称《最高院意见》),《最高人民法院印发〈关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要〉的通知》(法〔2012〕261号)。参见吕秋红:“关于法院批准重整计划的实务探索——以割断重整企业担保链为切入”,载《第七届中国破产法论坛论文集(上册)》,第418页(2016年2月25日在全国部分法院依法处置僵尸企业调研及工作座谈会上,最高院杜万华专委代表最高院在讲话中指出“要慎用重整计划强制批准权”。2016年通报人民法院依法审理破产案件、推进供给侧结构性改革典型案例的通气会上,最高院指出“坚持市场化导向,慎重适用重整计划强制批准权”)。

2016年8月份更是公布“浙江玻璃破产案”作为示范案例表明立场。^[12] 最高院发文中反复强调法官应当“谨慎使用”强裁规则,这其中包含着强烈的否定意味,实则为能不用则不用的态度。最高院如此鲜明的否决态度表明强裁规则的滥用已经到了不得不治的地步。另一方面,有的地方法院的法官认为部分法院惧于被学界批评的压力,慎用强裁权,导致第87条被束之高阁,难以发挥应有的作用。^[13] 最高院和地方法院,学界和实务界对于强裁规则的适用口径如此不一折射出两个待回答的问题:从实然上看,强裁规则在我国是被“滥用”还是“慎用”?从应然上看,强裁规则应当被多用还是少用或不用?而上述问题都指向对于强裁规则功能的解读。无论滥用抑或“慎用”,都属于强裁规则的不当适用,皆因法官对规则功能存在误读,结果适得其反,既非真正保护公共利益,又无法使当事人在个案中感受公正。^[14]

强裁规则并非意思自治的对立面,相反该规则是当事人充分谈判结果的模拟,通过规则设置引导当事人的理性谈判行为,达致合意,而非频繁的动用司法能动性进行强裁。而我国恰恰是本末倒置地忽视了规则本身的精细化设置和引导当事人行为的主要功能,而将适用强裁规则视为挽救危困企业的司法能动性。本文试图重释强裁规则的二元功能:强裁规则的动态功能在于作为破解当事人谈判僵局的最后手段,其适用实际处于“引而不发”的状态。强裁规则的静态功能在于应对当事人谈判中的三个困境。从金融理论出发,强裁规则的内容可以解读为若干个最低期望收益规则,这些规则形成了引导当事人克服上述三个困境、进行有效谈判的机制。本文在此基础上对强裁规则的中国文本提出重塑的建议,并讨论其和重整制度其他条款的协调问题。

一、强裁规则法理误区的检讨

我国司法实践中对于强裁规则的适用建立在两个先验的假设上。第一,法官有关于企业价值和当事人债权价值的完整信息;第二,法官比当事人更加了解企业的运营,知道企业持续经营能给不同的利益关系人带来高于其权益现值的未来价值。如果这两个假设均为真,那么在司法过程中是否有意思自治都无关紧要,甚至于任何当事人的反对意见都会被视为是无知、愚蠢的。^[15] 在这样的假设下,立法可以不考虑参与人的最低利益保护,司法过程可以不考虑当事人的博弈。这个逻辑推演看似荒诞,却是司法实践的缩影。而这背后的推力是这两个貌

[12] 参见《最高人民法院发布10起关于依法审理破产案件、推进供给侧结构性改革典型案例》, <http://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-22051.html>, 最后访问日期:2017年11月3日。

[13] 吕秋红,见前注[11],第418页。

[14] 习近平:“努力让人民群众在每一个司法案件中都感受到公平正义”, <http://politics.people.com.cn/n/2013/0224/c70731-20581921.html>, 最后访问日期:2017年11月3日。

[15] 参见(美)詹姆斯·布坎南:《制度契约与自由——政治经济学家的视角》,王金良译,中国社会科学出版社2013年版,第109页。

似为真,实为虚幻的法理假设。下文将检讨这两个假设。

(一)破产语境中的信息盲区

当一个公司进入破产重整之后,市场无法准确地判定公司的资产价格。美国法院的判例表明,法院通常认为进入重整程序会使市场倾向于低估公众公司的股票。^[16]我国的司法实践表明,进入破产重整的公众公司多是交易中特别处理(special treatment,简称ST)公司,“特别处理”的标记给市场释放的信号是该公司可能有退市的危险,所以投资者对于公司的投资活跃度和兴趣会大大减低,而股价也会大大缩水。而对于退市了的公众公司和封闭性公司,由于缺乏资本市场的定价,其资产价格更难确定。除了资本市场的无效性以外,通过拍卖的定价也很困难。如果大债权人对于重整企业有巨大的控制力的话,那么资产的价格可能会被扭曲。^[17]另外,企业估值缺乏参照性、策略性拖延和操纵估值等因素都会造成估值的不准确。^[18]所以,破产语境导致了市场不知价的局面。

市场都不知价,那法官能比市场更知价吗?答案是否定的。法官自己肯定对企业的资产价值一无所知。那么,关于企业价值的信息在哪呢?笔者在第三部分会具体分析,关于企业价值(包括利益关系人权益价值)的信息是私人的,呈碎片化分散在不同的利益主体的手中,通过他们相互之间的博弈和信息披露而揭露出来。因此,当事人的谈判和博弈才是重整的核心,强裁是万不得已的替代。

(二)法官对于商业运营具有外行性

商事裁判的基本原则是对商业运营专业性的尊重,因为法官缺乏商业运营的专业知识。破产案件尤其如此。美国设有专门的破产法院,^[19]破产法官是专任的,对于破产法的问题较之普通法官要专业。但是美国学者仍然倾向于认为即使是破产法官也缺乏企业运营方面的专业知识。^[20]因为破产重整中的问题并不仅仅局限于法律。破产企业的价值和经营方案涉及到企业内部庞杂的部门,如生产部门、销售业务部门的具体运转,以及外部市场环境的预测,这并非法官所擅长。法官即使可以依靠专家证人来预测重整后的市场和企业的情况,囿于信息的有限性,这种判断仍面临着困难,^[21]唯有寄希望于私有信息的所有者(当事人)通过博弈来揭露信息。

(三)小结

重整制度的优势建立在当事人有效谈判的基础上。当事人的有效谈判是重整制度的灵

[16] Citibank, N.A. v. Baer, 651 F.2d 1341, 1347-48 (10th Cir, 1980).

[17] See Mark Roe, "Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization", *Columbia Law Review*, Vol. 83, Issue 3, p.576.

[18] See *ibid.*, pp.577-580.

[19] 参见许德风:《破产法论(解释与功能比较的视角)》,北京大学出版社2015年版,第245页。

[20] See Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, "The End of Bankruptcy", *Stanford Law Review*, Vol. 55, Issue 3, 2002, p.758.

[21] See Mark Roe, *supra* note 17, p.601.

魂。但当事人的自发谈判不等于有效谈判。下文笔者会分析自发谈判容易陷入“囚徒困境”，从而产生损人不利己的结果。因此，仍然需要有引导谈判行为向均衡结果发展的机制。在重整语境中，引导当事人投票和表决达到均衡的精巧程序就是强裁规则。我国重整制度却颠倒了当事人意思自治和强裁制度的主次关系，仅仅将强裁看作法院使命，从而导致了强裁的滥用。为了纠正这一偏差，需要围绕着推动有效谈判的核心，展开强裁规则的动态和静态两种功能。下文对这两种功能展开讨论。

二、强裁规则的动态功能展开

当事人的谈判虽是最优选择，但也有陷入囚徒困境的风险。这就需要法官强裁来破解谈判僵局。引用布坎南的论断来描述法院角色的应有定位：“一个博弈游戏的外部观察者不能通过直接操作的方式来改善处境。相反地，他应该着眼于改变规则后的情形，同时观察到的解决方案，为他自己对于博弈游戏的评估提供信息。”〔22〕在这样的形象假想中，法官展现于外的是观察者的形象，而非主动参与者，或者当事人博弈的替代。所以有形之手的运用仅是破解当事人自治僵局的最后手段。

（一）无知之幕和当事人意思自治

意思自治在破产重整中体现为当事人的谈判。正是当事人之间自利的谈判博弈和契约之达成，自由合作之秩序才得以通过无形之手自发形成。意思自治的原则外化于当事人的谈判，成为重整制度之基础。任何人法律地位的改变，“都必须有本人意志的加入，否则地位被改变之人即被他治（而非自治）”。〔23〕但是，如果我们再追问为何地位之改变不可“他治”呢？在破产重整的语境中，如果存在无所不能的中立者（如法官）可代当事人作出符合公正公平的分配方案，“他治”有何不可呢？但现实是无人知晓企业重整后的真实价值和当事人请求的真实价值，谈何有人知道公平公正的分配方案。在这种情况下，评估公平和正义的便捷手段就是意思自治的路径。只要反映参与者自由同意的行为即可视为公平，即公平仍是反映自愿的同意。〔24〕类似的观点也出现在亚当·斯密关于贸易自由的讨论中。〔25〕从这个角度看，意思自治与其说是对于个人自由和权利的尊重，不如说是无知之幕笼罩下认定公平公正的有效途径。

（二）强裁权介入的前提

一般的语境下，人的自利能够促进相互的依赖和合作，从而增进集体福祉。契约法的基础在于两只手的协力，即不见之手（自我利益）以及可见之手（法律规范）。〔26〕但某些情况下，人

〔22〕 布坎南，见前注〔15〕，第 183 页。

〔23〕 朱庆育：《民法总论》，北京大学出版社 2013 年版，第 66 页。

〔24〕 参见布坎南，见前注〔15〕，第 97 页。

〔25〕 参见布坎南，见前注〔15〕，第 97 页。

〔26〕 参见王泽鉴：《民法总则》，北京大学出版社 2009 年版，第 229 页。

人采取最优的自利行为导致的困境是集体和个人的收益都无法达到最优。破产语境容易导致这种困境。美国的破产法巨擘托马斯·杰克逊曾把陷入破产境地的债务人的财产比喻成“公共池塘”(common pool)中的鱼,债权人都有权利来捕捞池塘中的鱼(以实现他们的债权)。而池塘中的鱼是有限的,不足于满足每位索取者的需要。^[27]于是,债权人都面临囚徒困境,如果没有外部的监督和规则,就无法避免债权人涸泽而渔,池干鱼尽的悲剧。

(三)强裁权介入作为“拟制同意”

当事人谈判中的囚徒困境不仅仅对参与其中的主体不利,而且对社会福祉的增加不利。破解囚徒困境之道在于事后惩罚的威胁。具体而言,如果博弈中的不合作会有事后惩罚的话,那么博弈人就会选择合作。^[28]德国学者指出法官的强裁正是作为一种不合作的惩罚方式。^[29]作为一种事后惩罚,法官强裁权的存在和当事人达成合意的困境有关:首先,取得同意有成本。获得集体一致同意的成本非常高。^[30]在破产重整中尤甚,因为不同个体的利益和偏好差异较大。其次,退而求其次地选择“多数决”的决议方式也不见得容易,因为不同阶层的利益和偏好不同,一个计划要平衡不同阶层的利益、得到不同阶层的多数人的赞同很难。最后,强裁权和矫正正义有关。法官的强裁权源于法官的衡平权,即通过衡平法确保当事人都能得到实质“公平公允的待遇”(fair and equitable treatment)而免受损人不利己之徒的钳制。^[31]而德国继受了美国的重整制度,将法官的强制批准权定义为“妨碍阻却”(Obstruktionsverbot)。因为德国判例将破产计划视为合同,而当事人在投票的过程中承担着诚实的义务。^[32]不诚实地阻却计划之通过将碍于集体福利之实现,所以需要法院强裁。

(四)强裁的界限

尽管强裁制度的设立实属必要,但相对于当事人的谈判,前者永远是次优选择。强裁是在受影响各组没有都通过的情况下适用的,强裁的行使需要有界限。强裁的界限由三个机制构成:强裁规则启动的前提条件、反映交易习惯的规则和方法上的情境模拟。强裁规则启动的前提条件把不合理的重整计划排除在强裁的大门之外,防止其通过“强裁”蒙混过关,也提高了司法效率。反映交易习惯的规则有利于保护当事人的信赖利益,降低交易成本。诚如埃格特森所分析的:当法律框架和交易习惯联系越强,则可预测性越强,订立契约的成本将会相应减低。^[33]此道理亦适用于重整中当事人的谈判。除了规则设定的合理性以外,还要求法官适

[27] See Thomas H. Jackson, “Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors’ Bargain”, *Yale Law Journal*, Vol. 91, Issue 5, 1982, p.864.

[28] 参见(美)曼昆:《经济学原理:微观经济学分册》,梁小民译,北京大学出版社2015年版,第367页。

[29] Vgl. Lüer/Streit, in Uhlenbruck (Hrsg.), *Insolvenzordnung Kommentar*, 2015, § 245 Rdn. 1.

[30] 参见布坎南,见前注[15],第179页。

[31] See Irving D. Labovitz, “Outline of ‘Cram Down’ Provisions Under Chapter 11 of the Bankruptcy Reform Act of 1978”, *Commercial Law Journal*, Vol. 86, Issue 2, 1981, p.51.

[32] BGH NZI 2006, 100.

[33] 参见埃格特森,见前注[4],第46页。

用规则的方法得当。既然作为弥补意思自治僵局的“拟制同意”，就需要法官在适用规则时能够“代入角色”，进行情境模拟。

1. 谁受影响？

需要法院批准重整计划是因为部分受影响的(impaired)债权人组没有同意。这里判断一个债权人组是否受影响就成为了至关重要的一步,因为根据《美国破产法典》第十一章第 1126 条的规定,不受影响的组无论表决结果如何都被视为同意重整计划。根据《美国破产法典》第十一章第 1124 条的规定,受影响指的是重整计划改变了任何请求权和利益,并且没有给予充分的补偿。如果重整计划迟延支付某一个请求和利益而没有给予迟延的时间价值(time value)足够的补偿会被视为构成了影响。^[34] 这里的“改变”不仅仅是减少,增多一个请求或者利益也会被视为是“受影响”。^[35] 受影响的原因必须是因为重整计划,而不是因为破产法的其他条款。例如,德克萨斯西区破产法院明确认为权利因为自动中止(《美国破产法典》第 362 条)受到影响不属于第 1124 条所谓的“受影响”。^[36] 类似的条款如第 502 条对于请求权设置上限(cap),因为这样的条款而受到影响不属于第 1124 条所谓的“受影响”。^[37] 这里的请求权和利益指的是破产法以外的法律(non-bankruptcy law)、合同赋予,以及法院的衡平权赋予的请求权和利益。^[38] 虽然补偿可以治愈影响,但是符合第 1124 条规定的补偿标准很高,需要能够在计划生效前或者生效时能够完全将(受影响方)利益恢复到债务人破产之前的状态。^[39]

2. 强裁规则启动的前提条件

在前提条件的建构上,《美国破产法典》第 1129 条提供了范例。第 1129 条包含“一致同意批准”(consensus approval)和“强制批准”(cram down)两款。“强制批准”的适用必须先满足除了受影响组没有全部通过以外的“一致同意批准”的所有要件。强裁的前提条件是设在“一致同意批准”的规则内的。法院行使“一致同意批准权”之前必须审查重整计划是否满足 13 个前提条件:即符合《美国破产法典》第十一章的规定(§ 1129(a)(1)),计划的提出者遵守了《美国破产法典》第十一章的规定(§ 1129(a)(2)),计划之提出必须为善意,并且合法(§ 1129(a)(3)),对于计划的支出和管理层任命有充分的披露(§ 1129(a)(4)和(5)),已经取得必要的监管批准(§ 1129(a)(6)),受影响之债权人所得不得低于清算所得,即债权人利益最大化的测试(§ 1129(a)(7)),每一个债权人组要么没有受到影响,要么同意重整计划(§ 1129(a)(8)),重整计划生效之日起支付行政费用、某些职工工资和薪金、无担保税金(§ 1129(a)(9)),至少有

[34] *In re Schwartz*, 622 Fed. Appx. 485 (6th Cir. 2015), subsequent determination, 2016 WL 323364 (6th Cir. 2016).

[35] See *In re L. & J. Anaheim Associates*, 995 F.2d 940 (9th Cir. 1993).

[36] *In re Mangia Pizza Investments, LP*, 480 B.R. 669 (Bankr. W.D. Tex. 2012).

[37] See *In re PPI Enterprises (U.S.), Inc.*, 324 F.3d 197 (3rd Cir. 2003).

[38] *In re Energy Future Holdings Corp.*, 540 B.R. 109 (Bankr. D. Del. 2015).

[39] *In re Cottonwood Corners Phase V, LLC*, 2012 WL 566426 (Bankr. D. N.M. 2012).

一组受影响组的同意,并且同意的受影响组为非内部人(insider)(§ 1129(a)(10)),计划必须具有可行性(§ 1129(a)(11)),必须支付所有的管理人费用和评估费用,必须支付第 1114 条下的退休金。这里法院判定一个重整计划是否符合十三个前提条件时一般沿用第五巡回法院在布里斯科一案所采纳的证明原则,即要求重整计划提供者能够提出优势证据来证明计划已经达到了要求。^[40] 对于冗长的十三个前提条件,有评论者认为概括起来主要有三种情形:(1)计划符合《破产法典》其他条款要求,包括信息披露和善意等;(2)计划符合合理和可行的要求;(3)符合债权人利益最大化的测试。^[41] 其中可行性测试和债权人利益最大化的测试是核心,分别保障重整价值优于清算并且无导致再次清算之虞,以及每一个权益人(特别是反对计划的少数派)不会被置于比清算更坏的境地。这三种针对重整计划的测试实际上是法院进行“强行批准”的前提。

除了对于计划本身的要求外,强制批准的前提条件还应反映表决方面的“最低限度接受原则”,即要求计划至少被部分利益相关者认可。《美国破产法典》第 1129 条要求至少有一个受影响的组同意。而德国的《破产法》要求只有当大多数组同意时,法院才能考虑是否适用强裁规则,即必须存在至少三个投票组才可以适用《破产法》第 245 条“妨碍阻却”(即强裁规则)。^[42] 如果重整的最核心机制在于当事人意思自治,一个遭到受影响组“全否”的计划肯定是不合理的。在这种情况下,法官就不应拂逆众意。最低限度接受原则能够防止法官的专断和恣意。

3. 反映交易习惯的规则

规则是法官适用时必要的度量尺。重整中法官面临着信息不充分和对商业管理不熟悉的双重难题。法官代替当事人做出“拟制同意”时最大的挑战是“子非鱼,焉知鱼之乐”的困惑。所以,强裁规则应当模拟交易中理性当事人可以接受的限度。强裁规则和交易习惯贴合度越高,越有利于约束法官的恣意,保护当事人的合理预期。作为各国强裁规则蓝本的《美国破产法典》第 1129 条根据理性人的假设详尽地设置了关于计划应给当事人的最低期望收益规则(例如,债权人利益最大化条款、绝对优先权等),并配以“公平公允”和“可行性”测试等弹性规则,有效地防止了法院的恣意。德国破产法比较忠实地移植了美国的制度,也有类似的设计。

4. 方法上的情境模拟

单有规则组成的藩篱不够。要想疏而不漏还需法院掌握正确的裁判方法。法院行使强裁权不应以居高临下的态度来干涉。相反,法院应以谦逊的姿态进行角色扮演,从当事人的视角来进行判断。德国学者精辟地指出法院的强裁是对于当事人同意缺失而做的“拟制同意”

[40] IN re Matter of Briscoe Enterprises, Ltd., 994 F.2d 1160 (5th Cir. 1993).

[41] Irving D. Labovitz, *supra* note 31, p.51.

[42] Vgl. Andres, in Andres/Leithaus (Hrsg.), Insolvenzordnung Kommentar, 2014, § 245, Rdn. 11.

(Fiktion der Zustimmung)。〔43〕拟制同意被德国学者视为解决重整中价值创造和价值分配的紧张关系的良方。〔44〕德国的强裁规则拟制了理性的参与者的决议行为,即如果一个计划使反对者处于比没有计划更好的境地,并且 he 可以从该计划中获得足够的合理的经济利益,那么理性的参与者不可能拒绝,除非出于阻止的恶意或者无法认知计划对己对人的益处。〔45〕通过这样的情境模拟,法院代替不同意的当事人做出了拟制的同意,并通过这一制度来防止投票权的滥用。而情景的模拟在美国司法判例中同样需要。〔46〕另外,为了更加贴近商业世界的真实情境,德国法院可以聘请专家来调查和评估重整计划和相关事实。〔47〕《美国破产法典》规定法院可以任命专业的受托人和测试者协助信息收集和分析。〔48〕

三、强裁规则的静态功能展开

(一)当事人谈判的三个困境和“最低期望收益规则”

强裁规则的动态功能是作为破解当事人意思自治僵局的最后手段。“引而不发”的强裁规则更重要的功能在于引导当事人的谈判行为。为什么当事人的谈判行为需要引导呢?因为当事人的谈判行为面临着三大困境:第一,不同阶层的诉求和利益具有异质性,导致他们在参与谈判的意愿和能力上都处于不均衡状态;第二,因为破产重整计划以投票方式决定是否通过,不同阶层利益的实现取决于他方的配合。因此,最终利益的获得处于不可预期状态,容易出现肆意压价的“掠夺者”和漫天要价的“钉子户”;第三,每一个谈判参与者都掌握了不同的信息。每个参与者掌握的信息都是“私人信息”,而且这些信息零碎地分布于不同所有者手中,无法形成关于价值的完整图景,所以每个参与者都需要对方手中的信息来帮助自己做出判断。

这三个困境的纾困之道在于强裁规则中设置精巧的“最低期望收益规则”。在此,仍以《美国破产法典》第 1129 条为例。第 1129 条虽然臃肿,但仅从利益关系人在计划中可得收益来考察,可以把该条简化成一个可行性测试加上若干最低期望收益规则的集合。〔49〕任何一个重整计划都必须符合可行性测试和债权人利益最大化原则。满足这两个基本要件的重整计划,如果又同时满足各组一致同意,就进入“一致同意批准”的考量程序。满足这两个基本要件的重整计划,如果有任何利益受损组没有通过,则进入强制批准的考量程序,考察重整计划是否存在任何不公正的歧视(discriminate unfairly)以及是否符合“公正公允”(fair and equitable)。

〔43〕 Vgl. Lüer/Streit, in Andres/Leithaus (Hrsg.), Uhlenbruck Kommentar, 2015, § 245, Rdn. 3.

〔44〕 S.O., Rdn. 3.

〔45〕 Braun (Fn. 9), § 245, Rdn. 3.

〔46〕 See *In re Rolling Green Country Club*, 26 B.R. 729, 735 (Bankr. D. Minn. 1982).

〔47〕 InsO § 5 Abs. 1 Satz 1.

〔48〕 11 U.S.C. § 1103(c) (4) (2006).

〔49〕 这里做简化处理,法官还需考察提出方的善意、是否符合信息披露、是否符合破产法其他条款等。具体参见 11 U.S.C. § 1129。

无不公平的歧视并非禁止歧视,而是禁止不公平的歧视。所谓不公平的歧视在司法实践中刚开始是一个很模糊的标准,即反对的组获得的待遇不得低于和它拥有同样的请求权的组获得的待遇。^[50] 2004年的“斯奈斯德药店案”确定了四步判定法,即①歧视是否有合理的基础;②如果没有歧视是否债务人可以使计划获得通过以及完成计划;③歧视是否是善意的;④被歧视的组如何被对待的。^[51]

“公正公允”原则看似抽象,实际上是通过三个具体的最低期望收益标准来体现的:有担保债权人,无担保债权人和股权持有者的最低期望收益规则。这一系列的最低期望收益规则组成了精巧的机制,针对当事人谈判行为面临的三大困境,发挥着三种功能。

(二)最低期望收益规则协调阶层冲突的功能

谈判之维系在于势均力敌,交易之达成在于利益互换。在破产重整中各个阶层的诉求和利益具有异质性导致他们协商的意愿和谈判能力处于不均衡状态,从而影响有效谈判。而法官强裁规则正是通过一系列最低期望收益规则的设定,平衡各个阶层之间以及阶层内部的成员之间的利益,使他们的谈判能力和意愿达到相对均衡的状态,从而促进有效谈判的进行。

1. 阶层诉求的异质性及其行为偏好

破产重整中不同类别的利益关系人清偿顺序和利益诉求不同,这决定了他们对于重整的偏好和因清偿迟延付出的成本不同,也决定了他们对于有增值潜质的计划反对的概率不同。首先,不同的利益关系人在破产财产中的清偿位序是不同的,有担保债权人以担保物保障其债权的清偿。股东是剩余价值索取者,债权人的优先权高于股东。在无担保债权人中,有优先权的债权人先于劣后债权人得到清偿。不同的清偿地位决定了他们对于重整的态度不同。清偿顺序越靠前的参与重整的积极性越小,因为他们在清算中获得高比例的清偿机率比其他人来得大;而重整中的时间消耗和风险的不确定可能会减损他们已经到手的权益。因此,一般而言清偿顺序越靠前的参与人反对重整计划的可能性越大。

不同的债权人之间的偏好差异较大。例如,担保债权人因为有抵押品可以保障他们的权益,通常对重整漠不关心。对于重整可能导致清偿的延迟,他们是非常敏感的。因此有担保债权人很可能反对计划通过。相对于有担保债权人,无担保债权人可能愿意牺牲当前债权以换取公司重整后对其享有更大的控制权。特别是对于拥有大额债权的无担保债权人,如果重整计划给予债权人控制权上的优势,他们会倾向于赞同。反之,即使重整计划有增值前景,他们很可能也会反对。另外,无担保债权人中的贸易债权人和普通债权人不同,他们因为和公司有合作关系,可能会倾向于支持公司的重整,以避免建立合作关系的成本被耗费掉。但是,贸易债权人由于所占的债务比例一般较少,如果和其他普通债权人划分在一个投票组,他们的谈判能力会被削弱。所以我国的《企业破产法》第82条允许法院设立小额债权人组。重组中的另

[50] *In re Pine Lake Village Apartment Co.*, 19 B.R. 819, 831-32 (Bankr. S.D. 1982).

[51] *In re Snyders Drug Stores, Inc.*, 307 B.R. 889, 894 (Bankr. N.D. Ohio 2004).

一个重要当事人是职工,虽然我国《企业破产法》第82条赋予他们优于其他无担保债权人的优先受偿权,但他们真正的利益不仅限于公司还未偿付的工资和福利,而包括他们投入的建立雇佣关系的成本,但是后者并不构成他们的请求权,无法转化成他们的谈判能力,这正是劳工组的尴尬之处。所以,如果一个公司的重整计划有增值潜力,他们会愿意做出一些让步,先改善债务人的财务状况以平衡眼前利益和长期利益。因为股东是剩余价值索取者,其清偿顺序位于所有人之后,如果企业被清算,他们往往一无所获,所以他们会倾向于支持重整计划,无论是否能够增值。但是,如果他们的控制权在未来被稀释或者被净身出户他们就会反对重整。

2. 通过规则协调利益冲突和平衡谈判能力

不同的阶层有着不同的利益诉求和偏好,如何调整他们的利益和谈判能力,使其处于相对平衡的状态,而不会因为差距过大而出现谈判的分裂?强裁规则包含了一系列的最低期望收益规则,其目的就在于调整不同阶层的利益,并平衡他们的议价能力,提高他们的参与积极性。

(1)清算地板规则:平衡多数派和少数派的利益。因为破产重整是以组为通过单位,而考量是否通过的基本规则是多数决。例如我国《企业破产法》第86条规定如果同意的人超过重组人数的1/2并且同意的人的请求份额占到整组份额的2/3,即视为通过。在考虑是否通过时,“组”是最小的考察单位。“组”内的个体,特别是反对的少数派个体是不在考察范围内的。这就是多数决的议事规则。破产法上的多数决讲求的是技术理性而非政治民主,多数人的意见不见得是正确合理的,只是作为确定方案的标准。反对的少数派的利益怎么保护呢?例如,《美国破产法典》第1129条(a)(7)项规定了债权人的利益最大化原则,要求给予每个债权人不低于清算中所能获得的权益。这条规则俗称为清算地板规则(liquidation floor)。该规则其实不是保障每一位债权人的利益最大化,而是保障其收益底线不低于清算所得。否则即使所有的组通过了方案,也不能得到法院批准。这个规则迫使方案的提出方考虑每一个债权人的最低收益,将其提升到至少等于清算价值。在确定清算地板的时候,美国法院进行企业清算模拟,以确定在清算的场景里债权人的债权能够获得多少清偿。^[52]模拟清算得到的结果和债权人在重整计划下得到的现值(present value)做对比,看重整中获得的现值是否不低于清算中获得的清偿。当然,即使同为清算,火线出售(fire sale)的清算和正常期间的清算所产生的价值也是不同的,前者虽然变现的速度快但价值会比后者低很多。因此,在“马克河谷石油公司案”中,法院明确了适用清算地板规则进行判断时,清算的期间必须拟定为合理的期间,即排除了火线出售。^[53]

(2)担保债权人最低期望收益规则:平衡有担保债权人和无担保债权人的利益。有担保债权人和无担保债权人的冲突在于前者是既得利益者,后者是未来获益者。如果不重整,前者有

[52] *In re Sierra-Cal*, 210 BR 168, 172 (BC ED CA 1997).

[53] *In re Merrimack Valley Oil Co.*, 32 B.R. 485, 487 (Bankr. D. Mass. 1983).

担保物作担保,可以及时变现其债权。^[54] 后者无担保物,只能获得按比例清偿。故重整对于前者而言是变现的拖延,和风险不确定的成本;对于后者可能是放手一搏,获得更大比例清偿的机会。平衡此二者的不同利益和偏好的机制是担保债权人最低期望收益规则,典型例子如《美国破产法典》的第1129条(b)(2)(A)项。该条规则的核心意旨在于给予担保债权人金钱的时间价值和风险溢价补偿。因为金钱的价值随着时间的推移而下降,未来现金的通货膨胀率、利率的不确定性,以及商业风险使得在现在收到一元钱好于一年后收到一元钱。有担保债权人在时间成本上做的让步,将在未来重整计划实现后获得财富上的补偿。具体而言,该规则规定如果有担保债权人保有担保物权,必须给予延迟变现的价值补偿,即金钱的时间价值^[55]和风险溢价;^[56]即使担保物被拍卖了,有担保债权人获得的价值和其担保物权价值也需要具有不容置疑的等同性(indubitable equivalent)。^[57] 所谓不容置疑的等同性要求综合考虑许多未来的风险因素。第九巡回法院认为在考虑担保债权人是否收到公平公正的补偿时有许多因素必须被考虑,例如:债务和价值比,债务人的财务预测,担保品会升值或者贬值,预防计划失败的机制,以及担保债权人组因为迟延清偿面临的风险等等。^[58] 而在一些无法被认为具有不容置疑的等同性的案件中,法院的质疑集中在替换担保债权人利益的条件本身的风险性上。例如:“向日葵赛马公司案”中法院认为债务人给债权人的担保债券提供的清偿条件,即以债务人开立的由其父母为保证人的信用证不足以起到不容置疑的等同性,因为信用证的偿付存在风险。^[59] 相似的案例还有第七巡回法院在“河东广场有限责任公司案”中认定的以30年国债来替代债权人的有担保债权不构成不容置疑的等同性。^[60]

(3) 无担保债权人最低期望收益规则:平衡优先债权人和次级债权人的利益。无担保债权人最低期望收益规则的核心在于“绝对优先权规则”。例如:《美国破产法典》第1129(b)(2)(B)(ii)条。这是一条设计得很巧妙的条款,规定不同意的组要么得到完全的清偿,要么排序其后的组得不到任何清偿。美国破产立法资料显示,反对的组得到全额清偿指的是在重整计划中获得的“财产(property)的现值(present value)必须等于无担保债权人被认定的债权之

[54] 这里仅讨论担保债权人的债权价值可以为担保物价值所覆盖的情形,而不讨论担保价值低于债权的情形。

[55] 例如,法院会给予债权人市场利率的补偿。See *In re Victory Constr. Co.*, 37 B.R. 222 (1984, BC CD Cal).

[56] 例如,法院会考虑相同的商业环境中的借款人会索取风险溢价补偿。See *In re Crane Automotive, Inc.*, 98 B.R. 233 (1989, BC WD Pa).

[57] *In re Fur Creations by Varriale*, 188 B.R. 754 (1995, BC SD NY).

[58] *Great Western Bank v. Sierra Woods Group*, 953 F.2d 1174(9th Cir. 1992).

[59] *In re Sunflower Racing, Inc.*, 226 B.R. 673, 687 (D. Kan. 1998).

[60] *River East Plaza, LLC v. Geneva Leasing Assocs. (In re River East Plaza, LLC)*, 669 F.3d 826 (7th Cir. 2012).

价值。^{〔61〕}而此处财产根据立法原意可做广泛的解释,包括债务转化的证券等。^{〔62〕}当然,对于证券的价值比较不好确定,此时法院需要确定该证券等于债权的现值的可能性(likelihood)。^{〔63〕}

在“朗道船厂”一案中,无担保债权组反对重整计划,密苏里西区法院没有批准强裁,因为无担保债权组仅仅获得50%的清偿率,而股权组在重组企业中可以保有股份。在修改的重整计划中,股权组放弃了所有的股权,公司在此基础上发行新股,即使无担保债权人组仍然反对,法院也强裁通过了重整计划。^{〔64〕}另外,因为第1129(b)(2)(B)(ii)条所谓的完全清偿也可以是未来清偿,所以在“朗道船厂”一案中,另一种可以被接受的方案是无担保债权人组在重整计划开始实施时获得50%的清偿,而剩余的50%未来几年分期支付,并且计算合理的利息。在这种情况下,股权组可以保有股权,并且不违反绝对优先权规则。这条规则的巧妙之处在于既保护了优先债权人的利益,也保护了次级债权人(理论上也包括排位于无担保债权人之后的股权组)的利益。《德国破产法》第245条的第2款第2项也有类似的规定。该规则保护的是不同债权的优先权顺序,使得这一顺序不会因为当事人无序的博弈受到损害。这一条同时又叫做“填满规则”,即只要方案为优先债权人提供的待遇符合法定的最低标准,即使其不接受方案,法院也能批准方案。这在一定程度上保护了次级债权人,防止他们的利益因为优先债权人恶意不接受方案而受损。

(4) 股权持有者的最低期望收益规则:平衡股东和其他利益关系人的利益。由于股东是剩余价值的索取者,所以在破产中本没有太多的话语权。但是,由于重整中控制权可能发生变化,原股东的股权可能会被稀释或者被新的出资方扫地出门。而我国的司法实践中大量股东否决重整计划的原因都是因为原股东被净身出户。所以控制权受损的股东极容易反对重整。股权持有者的最低期望收益规则意图平衡股东和其他利益关系人的利益。例如:《美国破产法典》第1129(b)(2)(C)条规定重整计划如果没有为股东分配任何的利益,则需要同时满足三个条件:债务人资不抵债没有任何剩余价值留给股东,没有任何比股东清偿顺序更低的组得到任何清偿,并且清偿顺序优先于股东的所有的组得到的利益不比他们总的债权多。^{〔65〕}第三个条件其实是对于其他组的杀手锏,即在一个具有增值潜质的企业中,其增值不可能不给清偿顺序较为优先的组带来好处,一旦这些好处超出所有组的债权总和即被视为违背了股东的最低

〔61〕 参见美国众议院法律修改委员会关于11 USC 1129的立法说明(legislative statement), <http://us-code.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title11-section1129&.num=0&.edition=prelim#sourcecredit>, 最后访问日期:2018年1月29日。

〔62〕 Ibid.

〔63〕 Ibid.

〔64〕 *In re Landau Boat Co.*, 13 B.R. 788, 7 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 1367, Bankr. L. Rep. (CCH) P 68439 (Bankr. W.D. Mo. 1981).

〔65〕 *In re Johns-Manville Corp.*, 801 F.2d 60 (1986).

期望收益规则。股东可能会因此要求评估公司的价值。而评估程序会带来不确定性,为了避免不确定结果,债权人可能愿意向股东分配一定的权益,以求换取评估的免除。^[66] 在这种压力下,重整计划不免要让股东有一定的利益均沾。

除了以财产评估威胁以分得一杯羹以外,不甘心放弃股权的股东保有利益的方法可能是贡献新价值。在1978年《美国破产法典》制定之后,新价值能否作为《破产法典》第1129(b)(2)(C)条的例外一直是争议比较大的问题,因为1978年《美国破产法典》并没有把新价值规则纳入进来。杜波斯坦(Duberstein)法官认为1978年《破产法典》既没有规定新价值规则,但是也没有禁止股东贡献新价值,而既然允许其他人贡献资本,这又是重整所必需的,那么为什么不允许原有的股东贡献资本以保有一定的股权呢?^[67] 但是没有法律明文规定实质上导致了法官在判定是否原有的股东可以通过新的价值贡献来获得股权的保留时极其谨慎地要求新价值必须满足一系列的要求:法院要求新价值的贡献必须是债务人重整所必需的,并且该贡献也是最为可行的(feasible)的融资来源。^[68] 而旧的股东保留的股权利益必须和贡献的新价值具有同等性(equivalent)。^[69] 具有同等性这一要求很好地平衡了股东和其他债权人的利益,因为当股东所获得的权利等同于他的贡献时,股东并不是作为剩余索取者通过不公平的“插队”获得利益。相反,股东所获得的利益是他在破产后新增加的价值,而这些新价值也部分地被分配给了其他债权人,使之受益。并且,贡献的新价值还不可以太少,和无担保的债权人的债权的比例必须足够大,以至于可以被认定为实质性的(substantial)新贡献。^[70] 新的价值必须是以金钱或者等价物体现,而不再允许以劳务或者保证来充当新价值。^[71] 另外,最重要的是,债权人必须没有获得股份的愿望。^[72] 而美国最高院在“LaSalle”一案中明确指出,所谓没有愿望指的是给予债权人机会去竞购股份,或者重整方案中提出转让股份给债权人,而债权人拒绝了。^[73] 美国最高院在“LaSalle”一案中精辟地指出所谓的“凭借”(on account of)新价值的贡献而保有股权利益,这里的“凭借”一词实际上是希望平衡破产法下的两个利益,保存持续经营价值的利益和使得债权人可以分配的财产达到最大化的利益。^[74] 因此,当股东为保有

[66] See Douglas G. Baird & Donald S. Bernstein, “Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain”, *Yale Law Journal*, Vol. 115, Issue 8, 2006, p.1957.

[67] *In re Marston*, 13 B.R. 514, 517 (Bankr. E.D.N.Y. 1981).

[68] *In re Coltex Loop Central Three Partners, Ltd. Partnership*, 138 F.3d 39, 45-46 (2nd Cir. 1998).

[69] *In re Kham & Nate's Shoes No. 2, Inc.*, 908 F.2d 1351 (7th Cir. 1990).

[70] *In re Snyder*, 967 F.2d 1126 (7th Cir. 1992).

[71] *In re Ahlers*, 794 F.2d 388 (8th Cir. 1986); *In re Kham & Nate's Shoes No. 2, Inc.*, 908 F.2d 1351 (7th Cir. 1990).

[72] *In re Potter Material Service, Inc.*, 781 F.2d 99, 103 n.3 (7th Cir. 1986).

[73] *Bank of America National Trust & Savings Ass'n v. 203 North LaSalle Street Partnership*, 526 U.S. 434 (1999).

[74] *Ibid.*, p.452.

利益所贡献的新价值比其他人本应付出的要低时,这样的重整计划就是违反绝对优先权的。

(三)最低期望收益规则的“期权效应”

强制批准制度中的最低期望收益规则不仅平衡了不同阶层的偏好差异,而且保护了不同阶层的期待利益,亦即最低期望收益规则实际上为不同的阶层创设了“期权”(option)。期权赋予其持有者做某件事情的权利,但是持有者并不必然行使其权利,所以简单的说就是一种选择权。期权赋予出卖者在固定期限内不得撤销要约之义务,相应的期权持有(买受)方有固定期限随时接受或拒绝要约的权利。期权分为可以买入的看涨期权(call option)和可以卖出的看跌期权(put option)。〔75〕

期权之精髓在于选择权。这种选择权的拥有者可以锁定其风险和损失,从而具有较为固定的预期。最低期望收益规则对于破产重整的当事人起到了期权的功能。重整中的利益关系人手中的权益是待价而沽的,其价格是不确定的,完全取决于自己和计划提出方的谈判以及其他权益人的决策行为。〔76〕所以,利益关系人会希望其权益的价格在重整中不会跌到自己无法容忍的地步,否则可能会反对进入重整以避免此种风险。法律为了提高各利益关系人参与重整的热情,也保护原有的债权利益和位序不会受到无序博弈的影响,创设了最低期望收益条款来锁定风险。例如:对于所有的利益相关人而言,清算地板原则给了他们一个以清算价格卖出权益的看跌期权。当重整方给予他们的价值低于清算价值时,他们可以要求的卖出价格为清算价格,因为如果重整方案给予他们低于这个价格就会被认为违反规定。清算地板原则同样给予了方案提出者一个以清算价格购买“钉子户”权益的看涨期权。当少数派“钉子户”漫天要价时,〔77〕重整方可以不理睬他们,按照清算地板规则给他们清算价格即符合规定。强裁规则中的其他最低期望收益规则也可以做类似的期权效应的分析,限于篇幅,这里不再赘述。

(四)最低期望收益规则的信息弥补功能

1.信息的私有化和碎片化

每一个谈判的参与者都掌握了不同的信息。每个参与者掌握的信息都是“私人信息”,而且这些信息零碎地分布于不同所有者之手时是无法形成关于价值的完整图景的,所以每个参与者都需要对方手中的信息来帮助自己做出判断。单纯地说谁处于信息不对称的状态是不准确的,因为相对于别人掌握的信息,任何一个参与者都处于信息不对称的地位。例如,债务人对于破产企业的经营和财务状况比任何人都了解,对于企业未来的价值掌握的信息最多。但这并不意味着债务人可以仅仅根据这一信息做出决定,因为企业未来的价值有多少会归诸于债务人还取决于企业现有的债权人会索要多少。所以债务人需要知道给予不同的债权人组多少价值才能换得他们表决的通过。而债权人对于企业未来的价值掌握的信息最少,虽然有披露

〔75〕 Bryan A. Garner, *Black's Law Dictionary* (7th ed.), Thomson West, 1999, p.1121.

〔76〕 价格信息缺失以及囚徒困境是造成价格不确定的因素。

〔77〕 这里必须是少数派,因为清算地板原则是适用于所有的组中的大多数都同意的情况。

制度,但无法根除信息不对称。另外,债权人不了解自己索要多大利益在债务人可以接受的范围内。债权人掌握最多的价值信息是债务人给自己多少价值是自己可以接受的。而这一价值的确定是一个综合的考虑,包括自己的债权在整个破产清偿中的排序、债权随着时间的推移和风险的增加的减损率以及自己的风险偏好。特别是第三项因素更是他人无从探知的纯私人的信息。

在信息私人化并且碎片化的前提下,需要与人互相交换信息。信息的真实性和全貌随着谈判的不断深入而逐步呈现。例如,当债务人在第一轮谈判中给出企业价值时,债权人可能会怀疑是债务人刻意压低企业价值以减少分配给债权人的份额。债权人试探这一信息真实性的办法是提高自己索取的份额。如果几轮试探下来,债务人依旧坚持原有的份额安排,那么最初揭示的企业价值应该是接近于真实的。与此同时,债务人也以不断调整分配的方式试探着不同债权人的偏好和底线。参与各方通过一轮一轮的谈判来不断地进行信息交换,从而不断地增进其真实性并把碎片化的信息拼成趋近完整的全景图。这里笔者谨慎地用了“趋近”这个词,因为完全精准和全面的信息只在理论上能够达到,而实践中受制于谈判时间的限制(不能无限谈判下去)、当事人有限的理性(例如无法认识到自己债权的真正价值)和私利的驱动(例如:希望通过虚伪表示得到更多利益)等等而难于达到。

2. 信息弥补功能

零碎的私人信息只有拼凑完整才能确定出分配方案。由于当事人的有限理性或者私利驱动导致没有揭示真正的信息,这就好比拼图少了一片,无法完成全景。这种情况怎么办?这就需要法官来把这块缺少的拼图补上。而强裁规则的构造其实是起到了弥补缺失的信息碎片的作用,具体体现如下:

(1) 弥补企业价值信息的功能。强裁规则中的计划“可行性”测试可以起到弥补企业价值信息的功能。例如:美国判例中所谓“可行性”是按照一般的商业理性人的角度来判断计划是否合理,能否成功。^[78]在具体决定一个计划是否通过可行性测试时,法院必须排除该计划失败导致后续清算的危险。^[79]而要证明这些,债务人需要向法院详细的展示计划满足如下六个要素:充足的资本结构、盈利能力、市场前景、管理能力、未来获取信贷的能力和满足资本支出的能力。^[80]对于可行性的判定是具体案件具体分析。如果债务人无法完全满足这六个要件,则计划会被认为不具有可行性。例如,有的计划因为缺乏每个月的详细具体的收支而被认为不具有可行性。^[81]而有的计划因为没有稳定的补充性资金来源而被否决。^[82]“可行性”测试对信息弥补的进路主要是通过设定价值标准(可行性)促进债务人主动披露企业价值,并

[78] *In re Trail's End Lodge, Inc.*, 54 B.R. 898 (1985, BC DC Vt).

[79] *In re Northwest Recreational Activities, Inc.*, 8 B.R. 10, (1980, BCND Ga).

[80] *In re Agawam Creative Marketing Associates, Inc.*, 63 B.R. 612(1986, BC DC Mass).

[81] *In re Keaton*, 88 B.R. 154 (1988, BC SD Ohio).

[82] *In re Doemling*, 127 B.R. 954 (W.D Pa. 1991).

防止债务人恶意压低企业价值以减少利益相关人应当享有的份额。

(2) 弥补权益价值信息的功能。强裁规则通过法律推定对权益价值(包括债权和股权)的信息缺失进行弥补,即如果权益人在给定的时间内不能合理地确定权益价值,而是漫天要价,那么法律即推定其权益的价值。这个机制可以防止钉子户的漫天索价。如果当事人对于权益的价值达成协议,那么依照约定;如果没有,则法律进行价值推定。强裁规则中关于有担保债权人、普通债权人,以及股权持有者在重整中应获得的最低期望收益规则实际上是法律对其权益价值的推定。诚如德国学者评价,该推定的合理性和法理基础在于“任何人不被置于比没有计划更差的境地”。^[83]当然,该推定并不是指权益人权益的真实价值,而是指计划给予权益人应不低于法律设定的价值底线。法律推定的价值底线可能会低于协商确定的价值,这也反向激励当事人通过协商确定价值而非法律推定。

四、中国文本的重塑

(一) 概述

美国公司重整的经验引领了世界各国的破产法改革。^[84]美国破产制度的核心就是将重整视为法院引导下当事人有效谈判的过程。我国《企业破产法》第 87 条虽然以《美国破产法典》第 1129 条为蓝本,但是没有正确解读这一核心,所以移植的结果可谓文本徒相似,功能实不同。诚如前文所批判,我国在理论和实践中对于强裁规则的功能解读存在偏差。强裁规则和当事人意思自治的割裂明显。强裁规则的存在非但没有起到促进当事人意思自治的功能,反倒成了替代。强裁权仅被当作对于法官的赋权,加上适用的边界不清,这不可避免地导致滥用。移植过程中对于制度的曲解和定位的偏差导致文本设置上必然存在问题:首先,我国的移植是不完全的移植。《美国破产法典》第 1129 条是很庞杂的体系,包含不可分割的 a 款(一致同意批准)和 b 款(强制批准)。前者蕴含着进入后者程序的必要条件。而我国移植时断章取义地仅把 b 款的部分条款引入,并且安放的位置和文字上都有差别,导致差之毫厘,失之千里;其次,我国的《企业破产法》第 87 条标准过于简略模糊,没有相应的细则作为裁判指引,难于遏制强裁规则被滥用之势。

破解中国式困境的根本之道在于通过对现有文本的修改,达到功能重塑的目的,使其具有上述的二元功能。具体可以有两个层次的修改:第一,为使用强裁权设定清晰的界限,从而避免法官越俎代庖,滥用强裁规则;第二,修改强裁规则中的最低期望收益规则,以应对当事人谈判中的三个困境,引导当事人进行有效谈判。

[83] *Andres* (Fn. 74), § 245, Rdn. 3.

[84] See Terence C. Halliday & Bruce G. Carruthers, “The Recursivity of Law: Global Norm Making and National Lawmaking in the Globalization of Corporate Insolvency Regimes”, *American Journal of Sociology*, Vol. 112, No. 4, 2007, p.1187.

(二) 强裁规则边界的重置

我国《企业破产法》缺乏强裁规则前提条件的设置,无法达到预排除明显不合理计划的效果。在“主和不主分”的裁判倾向下,不合理的计划可能被法官强裁通过。因此,有必要在《企业破产法》中设置起到预排除功能的前提条件,包括计划本身和投票组接受两方面要求。

我国《企业破产法》第86条^[85]可以仿效《美国破产法典》第1129条的模式,规定法院应当审查(获得所有组通过的)计划是否满足①合法善意,②合理可行,③每个债权人从计划所得不低于清算所得,④通过的组中必须至少有一组是利益受影响的。第87条可以修改为计划满足第86条中除了获得所有组通过的条件以外的全部条件。

这四个要件的具体适用标准可以在司法解释中明确。例如,合法要求中的“法”应做狭义的解释,特指《企业破产法》,而不包含其他的法。对于重整计划“合法”的狭义解释是美国司法判例确立的原则,因为重整对于权益的约定可以不同于非破产法对于权益的规定。^[86]合法指的是重整计划无论是内容和形式上都要符合《企业破产法》的要求。“善意”需根据不同个案的情形判定,司法解释中可以明确判定的方向。判定的方向可以参考美国法上的标准,要求法官判定:重整计划符合《破产法》的宗旨。借重整削债,借重整保壳卖壳的投机行为都是违反破产法意旨的;^[87]计划之提出是出于诚实善良的目的,并且基于重整可以达到的确信。判断时需考虑提出计划相关的行为,包括真实充分及时的信息披露。重整计划必须让理性人确信重整可以成功。这点和“可行性”判断相关;计划在对待债权人时体现最基本的公平。^[88]

我国《企业破产法》第87条第2款第6项也规定了重整计划须具有可行性。该规则理应要求当事人举证,来揭示其计划的运营价值高于清算价值以及通过何种方式来产生该增值。^[89]但实践中该规则没有被严格执行。如前文所讨论的现有的司法裁定书中均没有提及当事人对于“可行性”的举证和分析,使其无法发挥信息补充功能。这一现象和我国现有规则中缺少“可行性”的具体检验标准有关。这一问题可以通过在司法解释中增加关于可行性的具体测试标准来解决,如要求法官从资本结构、盈利能力、市场前景、管理能力、未来获取信贷的能力和满足资本支出的能力来具体判断计划是否具有可行性。正如笔者在前文所讨论的,对于“可行性”要求的实质化判定有利于促进债务人主动披露企业价值,弥补企业价值信息的不足,并防止债务人恶意压低企业价值以减少利益相关人应当享有的份额。

我国没有最低限度接受原则。我国《企业破产法》第87条规定“部分表决组未通过重整计

[85] 《企业破产法》第86条规定“各表决组均通过重整计划草案时,重整计划即为通过。自重整计划通过之日起十日内,债务人或者管理人应当向人民法院提出批准重整计划的申请。人民法院经审查认为符合本法规定的,应当自收到申请之日起三十日内裁定批准,终止重整程序,并予以公告”。

[86] *In re Buttonwood Partners, Ltd.*, 111 B.R. 57(1990, BC SD NY).

[87] *In re Maxim Industries, Inc.*, 22 B.R. 611 (1982, BC DC Mass).

[88] See *Stonington Partners, Inc. v. Official Comm. of Unsecured Creditors (In re Lernout & Hauspie Speech Prods. N.V.)*, 308 B.R. 672 (2004, DC Del).

[89] 参见最高人民法院《管理人破产程序工作文书样式(试行)》。

划草案的”,协商后仍未通过的,适用强裁规则。“部分表决组未通过”字面上可以理解为“部分表决组”通过了。但是,需要有多少组通过,法律没有规定。法律也没有要求通过的组必须是利益受到影响的组。实践中往往只有利益没有受到影响的组通过,如职工组、税务组。而利益实际受到影响的组,如有担保债权组、无担保债权组和股权组均没有通过。这种情况下,法院强行通过重整计划无疑违背了强裁规则保护大多数利益的基本目的。因此,建议把第 87 条“部分表决组未通过重整计划草案”修改为“部分表决组未通过重整计划草案,但是至少有一个利益受影响的组通过”。在决定是否构成利益受影响时,可以借鉴《美国破产法典》第十一章第 1126 条的规定,受影响指的是重整计划改变了任何请求权和利益,并且没有给予充分的补偿。受影响和重整计划必须存在因果关系,并排除因为破产法的规定而遭受的影响。同时建议允许通过重整计划的充分补偿来切断因果关系,并且补偿必须达到能够完全将(受影响方)利益恢复到债务人破产之前的状态的要求。

我国《企业破产法》对于法院适用强裁规则的方法没有具体规定,也没有规定可以借助专家证人。角色代入的缺失导致了法院裁判结果和商业世界中理性人的行为之间的明显差距。司法解释可以通过提炼和模拟理性人有效谈判的结果,作为法官适用时参照的细则。另外,司法解释可以鼓励法院判断时更多地参照商业专家的意见。

(三)最低期望收益规则的重塑

我国《企业破产法》第 87 条没有设计合理的最低期望收益规则,这使得现有的文本难于平衡不同群体的谈判能力,解决“钉子户”和“压价者”的问题。因此,需要重塑最低期望收益规则。

首先,我国缺乏“债权人利益最大化原则”。我国的“债权人利益最大化原则”(即“清算地板”原则),从字面看来和美国的規定并无二致:反对计划的“普通债权所获得的清偿比例,不低于其在重整计划草案被提请批准时依照破产清算程序所能获得的清偿比例”(第 87 条)。但该规则的位置很值得玩味。和美国不同,中国文本中该原则并不是规定在正常批准条款中(第 86 条)。相反,这个原则规定在法院强制批准条款中(第 87 条)。条款位置的不同微妙地折射出作为个体的债权人的利益诉求其实是湮没于“多数决”中。这样的规则设置使得表决人为了能得到最低限度的保护,会一味否定重整计划,迫使程序进入第 87 条的强裁程序。这可能是导致实践中需要适用强裁规则的案件居高不下的原因之一。因此,应当回归“债权人利益最大化原则”的应有之义,将其置于第 86 条中,即作为一致同意批准和强裁规则共同的前提条件。

其次,我国《企业破产法》第 87 条中担保人最低期望收益规则还是相对合理的,也比较接近规则蓝本。第 87 条规定担保债权人因延期清偿所受的损失将得到公平补偿。不足的是缺乏具体的补偿计算标准。司法实践中担保债权人关心的金钱的时间价值和风险溢价补偿无法体现。对于担保物被拍卖的金钱补偿,第 87 条并没有“不容置疑的等同性”那样的衡量标准,也导致了实践中担保债权人实际获得的清偿缩水的问题。因此,对于“公正补偿”有必要在司法解释中作进一步的细化,把金钱的时间价值和风险溢价作为法官认定补偿是否符合“公平公

正”的考量因素。认定的标准是第三人提供和担保物价值等额融资时会索取的补偿。^[90]另外,如果担保物被拍卖的情况下,给予担保债权人的金钱补偿必须达到“不容置疑的等同性”。例如,以无担保票据偿还债权人,有担保证券不构成“不容置疑的等同性”。

再次,我国没有明确的绝对优先权规则。有的学者认为第87条第2款第1、2、5项构成绝对优先权。^[91]第87条第2款第1项指的是反对的担保债权人组就担保物得到清偿。第2项指的是反对的职工和税务组必须得到足额的清偿。这两项都没有涉及到绝对优先权所要解决的无担保债权人组内以及无担保债权人和股权组的关系。第5项要求债权清偿顺序不违反第113条的规定。第113条规定的破产清算中的清偿顺序,是“以债务人不能清偿全部债务为前提,没有涉及普通债权人和股东间的分配顺序问题”。^[92]也没有涉及到无担保债权人中的优先债权人和劣后债权人的关系。绝对优先权规则的缺失导致了实践中优先权较高的组和位序劣后的组之间的紧张关系。因此,建议《企业破产法》第87条第3款更改为不同意的组要么得到完全的清偿,要么排序其后的组得不到任何清偿。

最后,我国《企业破产法》缺少股东最低期望收益规则。第87条第2款第4项仅仅要求对异议出资人权益的调整“公平、公正”,但是没有任何具体标准,导致了非上市公司出资人经常被净身出户。建议可以学习美国的规定,将该项改为“如果没有为股东分配任何的利益,则需要同时满足三个条件:即债务人资不抵债没有任何剩余价值留给股东,没有任何比股东清偿顺序更低的组得到了任何清偿,并且清偿顺序优先于股东的所有的组得到的利益不比他们总的债权多”。对于分配有异议的股东应当赋予其申请重新评估公司价值的权利。因为获得融资对于重整成功有重要意义,因此为了鼓励股东为重整企业注资,应当在第87条第2款第4项中规定股东可以凭借新的价值贡献而保有和其新价值贡献等额的股权利益。

(四)宏观层面上的协调

长期而言,根除强裁规则滥用的困局还需要立法和司法上的观念转变:从法院主导转变到当事人谈判主导,这就需要立法对于现有重整制度有一个系统地改进。目前,我国重整制度给当事人的自治空间有限。重整计划提出后,当事人之间并没有协商空间。仅仅在第一次表决未通过之后,计划提出者可以同未通过计划的表决组协商(第87条)。而当事人之间相互的信息交换也被压缩到极低的限度。法律仅规定重整计划提出者在债权人会议上需要对重整计划进行说明,并回答询问(第84条)。当事人之间缺乏交流和协商的机会导致当事人之间的信息不对称,^[93]不同的诉求没有机会在计划中得到体现,相互间易因不理解而生对抗,难以达成

[90] 参见尹正友、张兴祥:《中美破产法律制度比较研究》,法律出版社2009年版,第182页。

[91] 参见王欣新、徐阳光:“破产重整立法若干问题研究”,《政治与法律》2007年第1期,第93页。

[92] 李志强:“关于我国破产重整计划批准制度的思考——以债权人利益保护为中心”,《北方法学》2008年第3期,第55页。

[93] 实践中部分强裁案件涉及到通讯表决更无从谈起信息披露了。如浙江中捷环洲供应链集团股份有限公司管理人合同、无因管理、不当得利纠纷破产案,浙江省玉环县人民法院民事裁定书,(2014)台玉破字第7-2号。

共识。当事人意思自治的无形之手的缺位必然导致强裁的有形之手的滥用。因此,长期而言,根除强裁规则的滥用还需要对《企业破产法》第八章做系统修订,提供当事人谈判的保障机制。例如:第79条中重整计划的提出者可以由债务人和管理人专属改为债务人和管理人享有在专属期间提出重整计划的排他性权利。在4个月内如果债务人或者管理人不能提出重整计划或者6个月内债务人或者管理人提出的重整计划不能得到各组通过的,任何利益相关人都可以提出竞争性重整计划。^[94]第81条重整计划包含的内容应当进一步细化,特别是未来的执行手段必须明确,包括未来现金流产生方式、财产转移和分配、是否增发股票、是否引入新的投资者,以及未来公司中投票规则等等。第82条分组的标准可以进一步细化,不应禁止性质相同的组划入不同的组,只要划分是有合理依据的。另外,区分权益受影响和未受影响的组。第84条由方案提出方被动性地回答询问改为主动式的信息披露,并且披露的标准须达到理性投资者可以做出决定的充分程度。在涉及上市企业估值时还需要考虑我国资本市场壳资源的稀缺性,传统的贴现现金流的计算方式未必适合。诚如笔者前文所讨论的壳资源的价值类似于期权,其价值的估价方法应当是对于实物期权(real-option)的估价方法。该方法主要评估一种选择权(机会)所能够创造的价值,而非贴现现金流,这种计算方式更加适合评估公司的战略性机会(strategic opportunities)的价值。^[95]当然,再科学的评估方法也有误差,而在重整中更重要的是鼓励当事人通过博弈来发现价值,这就需要精巧的规则引导让当事人讲真话。^[96]

六、结 语

重整制度的目的在于弥补市场契约面临的“市场不知价”的缺陷,产生大于清算价值的营运盈余价值,从而增进社会福祉。这种制度优势是建立在当事人有效谈判的基础上的。对于强裁规则的理解也不例外。强裁规则的适用和当事人的谈判本应是水乳交融的关系。强裁规则应当被视为引导谈判行为向均衡结果发展的精巧的控制机制,达到“结构引致的均衡”。为了达到这一目的,我国现有的强裁规则应当进行重构,使其具有动态和静态两种功能:在当事人谈判陷入僵局时,强裁规则发挥动态功能作为替代合意的“拟制同意”。而强裁规则本身包含的一系列最低期望收益规则会产生引导当事人有效谈判,并形成合理预期的静态功能。强裁规则犹如“有形之手”,而当事人谈判犹如“无形之手”。在破产所面临的信息碎片化、私人化的特殊语境中,成功重整既不是当事人自发无序谈判的结果,也不是司法程序的产物,而需要无形之手和有形之手的密切配合。

[94] 立法范例参见 11 U.S.C. § § 1121 (b)和 11 U.S.C. § § 1121 (c) (2006)。

[95] See Rogier van Aarle, “A Real-Options Approach To Company Valuation”, master thesis of University of Twente (June 30th, 2013), p.5, available at http://essay.utwente.nl/63576/1/scriptie_Rogier_van_Aarle.pdf, last visited on Nov 3rd, 2017.

[96] 参见许德风,见前注[1],第71页。

反观我国,长期以来在理论和实践中,强裁权和当事人意思自治不可分割的关系并没有被充分理解和重视。强裁权仅仅被当作对于法官的赋权,这难免导致适用的恣意。最高人民法院关于慎用强裁权的警戒出发点虽好,但乏于规则构建和法理阐明,引导作用有限。后者也恰恰是法学界对于实践擅长的贡献。本文对于强裁规则的价值理论和二元功能重塑的出发点亦在于此。本文提出的二元功能的重塑是在现有条文的基础上,对于条文本身进行改进,并在相应的司法解释中增加操作细则。该建议不涉及《企业破产法》的大幅度修改,在短期内有一定的可行性,也可在一定程度上减少强裁规则的滥用。长期而言,根除强裁规则的滥用还需要立法和司法上观念的转变:从法院主导转变到当事人谈判主导,这就需要立法对于现有重整制度有一个系统地改进。诚如美国破产法的巨擘拜尔教授所言:“一旦破产中的动态谈判真正被理解,现代破产法理论中的很多假设需要被改写。”^[97]长期来看,在理解动态谈判的基础上改写我国现有的重整制度是有必要的。本文以强裁规则滥用的现实问题切入,但讨论上仍以如何通过强裁规则促进动态谈判的基础问题展开,也是希冀能够以小见大,对于重整制度的反思有所裨益。

Abstract: Although the cramdown rule for the reorganization plan (article 87 of Enterprise Bankruptcy Law) is designed to be the pivotal mechanism for guiding the effective bargaining among the parties, such mechanism is overused in the judicial practice in China. It should be noted that the overuse of the cramdown rule is caused by the deviation of its missions and the misinterpretation of its functions. This article aims at reinterpreting the functions of the cramdown rule, which not only provide the rule for judicial decision but also serve as the rubric to avoid the Prisoner's Dilemma for parties' bargaining behavior by imitating the optimum and efficient bargaining. Towards this end, the cramdown rule should have both active and passive functions. The active function is as a last resort for the deadlock of the bargaining. The cramdown rule's passive function works through a series of minimum expected return measures, which guide the parties' bargain behavior and protect their reasonable expectation. Based on the above analysis, this article offers new suggestions for amending the existing cramdown rule in China and improving its consistency with the other clauses of the reorganization regime.

Key Words: Reorganization Plan; Cramdown Rule; Imitation of the Optimum and Efficient Bargaining; Minimum Expected Return Measures; the Effect of Option

(责任编辑:贺 剑)

[97] Douglas G. Baird & Randal C. Picker, "A Simple Noncooperative Bargaining Model of Corporate Reorganizations", *Journal of Legal Studies*, Vol. 20, Issue 2, 1991, p.312.