



财经法治

The Art of Distressed M & A

危困企业 并购艺术

第1辑

主编 李曙光 郑志斌

Editor Li Shuguang & Zheng Zhibin

供给侧结构性改革与企业纾困
不良资产与转机方案 破产并购新规

最高人民法院、中国人民银行等单位知名专家倾力奉献

国内外顶配专家委员会思维碰撞之火花

并购锦囊妙计 为危困企业解燃眉之急



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

The Art of
Distressed M & A

危困企业 并购艺术

——第1辑——

主编 李曙光 郑志斌

Editor Li Shuguang & Zheng Zhibin



法律出版社

LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

危困企业并购艺术. 第1辑 / 李曙光, 郑志斌主编.
—北京: 法律出版社, 2017. 5
ISBN 978 - 7 - 5118 - 7437 - 5

I. ①危… II. ①李…②郑… III. ①企业兼并—文集
IV. ①F271.4 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 095152 号

危困企业并购艺术(第1辑)
WEIKUN QIYE BINGGOU YISHU (DI 1 JI)

李曙光 郑志斌 主编

策划编辑 沈小英
责任编辑 沈小英 刘晓萌
装帧设计 汪奇峰

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 固安华明印业有限公司
责任校对 杨锦华
责任印制 吕亚莉

编辑统筹 财经出版分社
开本 710 毫米 × 1000 毫米 1/16
印张 19.75
字数 310 千
版本 2017 年 5 月第 1 版
印次 2017 年 5 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 7437 - 5

定价:60.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

专家委员会

国际（按姓氏拼音排序）

Reinhard Bork	汉堡大学法学院民事诉讼法及一般诉讼法研究所所长
John Lees	国际破产协会前主席，JLA公司董事长
Harvey R. Miller	美国威嘉律师事务所合伙人
Steven L. Schwarcz	杜克大学法学院教授，国际资本市场中心主任
David Skeel	宾西法尼亚大学法学院破产与金融法学教授
James H.M. Sprayregen	国际破产协会前主席，凯易国际律师事务所合伙人
Felix Steffek	德国马克·普朗克比较法研究院研究员

国内（按姓氏拼音排序）

李 冰	国务院国有资产监督管理委员会资本运营与收益管理局局长
李曙光	中国政法大学教授，破产法与企业重组研究中心主任
刘向民	中国人民银行反洗钱局局长
张劲松	中国银行法学研究会副会长
郑志斌	北京大成律师事务所高级合伙人
朱少平	全国人民代表大会财政经济委员会法案室前主任

序 用市场化的方式解决危困企业问题

危困企业的出现是市场经济的常态,对不同类型危困企业的处理是目前供给侧结构性改革的难点、重点。危困企业是经济中的常态现象,在任何市场经济国家,包括在一些非市场经济国家都是如此。

“危困企业”是一个比“僵尸企业”更大的概念,“僵尸企业”应该被包括在“危困企业”中。危困企业可以分为3种类型:第一种叫“资困企业”,是指现金流短缺,在短期内发生偿付性危机的企业;第二种叫“债困企业”,是指负债太重,债务利息甚至超过本金,陷入难以摆脱困境的企业;第三种叫“营困企业”,这种企业的困境往往是由经营管理特别是成本控制上出现问题而引发的。

对这3种类型的危困企业,采取的措施应该有所差别。危困企业的处置都涉及投资并购。对投资界来说,要尽量避免“危僵企业”,要从危困企业中,找到那些有生机、有投资机会的“危机企业”。

在中国经济下行压力增大的阶段,各地区领域都出现了上述3种企业,这已成为我国供给侧结构性改革的一个主要障碍。对危困企业的处置,已成为供给侧结构性改革的重点、难点,其对于整个宏观经济的改善和经济结构的调整都非常重要,这也是我国下一阶段要着力改革的方面。

危困企业在中国存在于3个领域中,这3个领域的

危困企业在政策面或者法律面的特点不同。

第一个领域是政策面的危困企业,即中央和各级地方政府都在着力解决的“僵尸企业”。目前,钢铁和煤炭两个行业去产能的实际效果不是很好。根据发改委主持的部际联席会议上透露出来的信息,在这两大领域中,钢铁产能只“去”了47%,煤炭产能只“去”了38%。我国2016年的全年去产能的任务,粗钢产能是4500万吨,煤炭是2.5亿吨,现在一半都没有完成。

目前,政策面做得不是很顺利,这里有很多原因。首先,对于政策面和去产能以及经济发展的关系,很多地方存在认识误区。例如,有人错误地认为,产能如果保护下来,对地方经济发展有利,是一种政绩。但更重要的原因是,各界对于去产能的工具,特别是对政策工具、金融工具的认识不够。最近债务违约频发,如东北特钢,地方政府希望通过债转股的方式解决其与债权人的矛盾,但在该过程中严重侵犯了债权人的利益。除东北特钢外,还有一大批债券违约,违约数额都在几十亿元、几百亿元,中央层面要着力处理好这个问题。

第二个领域是资本市场的危困企业,主要体现在上市公司大量ST公司中,其中,相当一批可以称为危困企业。这些企业连年亏损,企业在经营上、债务压力和短期资金链上都出现了问题。这些企业的利润连续几年为负数,本来应该退出资本市场,但是我们在监管理念上和法律环境上都没有做到这一点。另外,上市公司的“壳资源”还有价值,这就出现了危困企业的上市公司通过拼命给资产负债表注水的现象,而且很多ST公司都存在注水问题。

同时,资本市场也存在巨大机会,有些危困企业还存在投资价值。例如,山东山水水泥资产状况不错,但是公司的法定代表人出了问题,而且内部在管理和市场的关系上出了问题。这样的企业还是很好的企业,如果能够争取正确的方式、工具,问题就能解决。当然,如果法律更加严格,便应对上市公司中一些明显缺乏清偿能力的企业采取清算措施。在上市公司中,像中核钛白那样,天时、地利、人和都具备,并能从危困中走出来的案例,还是比较少见。很多企业都是“僵尸企业”,投资界要注意避开。

第三个领域是法律领域的危困企业,主要包括两类:第一类是《公司法》第十章第181~184条中的企业,这些企业现在有一个新的概念——应年报未年报企业。商事登记制度改革后,很重要的一个方面是将年检制度改成年度申报制度,原来未年检的注销和吊销制度取消了。我国现在应年报企业为1741万家,但

2015 年年度申报的是 1430 多万家,意味着有接近 300 万家企业没有年度申报,工商行政管理部门把它们列入经营异常名录。这里确实存在不属于危困企业的企业,主要是没有债务但没有经营的企业,但也包括大量“僵尸企业”与营困型的中小企业。《公司法》中的危困企业可以更多地采取市场方式来做。第二类是《企业破产法》上的危困企业。《企业破产法》第 2 条涉及的企业是不能清偿到期债务,明显丧失清偿能力,或者有不能清偿到期债务的可能的,这些企业根据《企业破产法》的规定采取重整的方式。综上所述,法律领域的危困企业,在《公司法》上往往采用重组的方式解决,在《企业破产法》上则往往采取重整的方式来解决。

对于上述三个领域的危困企业,处理方式有所不同。政策性危困企业大致,是停产、半停产、经营连年亏损,不能清偿到期负债,靠政府补贴或者银行续贷来维持的企业。目前,对这类政策领域的危困企业,我国采用的是“多兼并少破产”的方式,对此笔者并不是很赞成。采用“壮士断腕”的手段可能更好。当然,目前我国东部、中部、西部、南北各地情况不一样,应有不同的对策,要“一企一策”。对于这样的企业,现在有一些政策层面的支持,中央政府拿出 1000 亿元解决职工安置问题,各地也主要是争取这样的政策支持。而资本市场领域和法律层面的危困企业,则要通过市场手段来解决。

在危困企业政策层面要关注以下几个问题:

第一,要利用民间资本和民间力量。关于处理危困企业,国资委、发改委、财政部、工信部都采取了很多措施,但目前措施中有很大的欠缺,即市场的力量。十八届三中全会提出,市场在资源配置中要起决定作用。但我们在危困企业处理中,恰恰忽视了市场的力量,没有利用民间资本的力量。国资委在央企中梳理出 400 多家“僵尸企业”进行兼并重组等处理,但在这些“僵尸企业”的处置中,恰恰没有和混合所有制结合起来,没有和民间资本、民间投资结合起来。如果我们引入民间资本,采取市场方式,应该能够更好地解决危困企业的拯救问题。

第二,要用法律方式、法律思维、市场方式、市场思维来解决危困企业问题。20 世纪 90 年代解决危困企业主要是通过行政方式,这种解决方式的后遗症现在仍然存在。大量危困企业的处理都是地方政府通过省长、市长办公会议,用红头文件解决的。而这些红头文件有的过几年就不算数了,有的甚至当时就是违法的。很多企业拖到现在还有烂账、坏账、拖账,很多法律争讼都是因为过多地运

用行政手段而产生的问题。目前,危困企业一定要用市场手段、法律手段处理,应该避免上一轮的处置方式。

第三,改善政策环境。在危困企业处置中,政府要有契约精神,不能先“开门迎客”,然后“关门打狗”。地方政府要全力以赴帮助危困企业救助者解决职工安置、债务问题,让投资者放心;要着力搭建投资环境、经营环境、司法环境。在司法环境方面,最高人民法院出台了建立破产审判庭、企业重整信息平台等一些措施。但更重要的是,地方政府应打造一个适宜的市场环境,这对于危困企业救助至关重要。

本书在编纂过程中我的好友——在通用汽车、美国航空公司、世界通讯公司、安然公司、雷曼兄弟公司等美国近30年来所有著名的破产案件中发挥举足轻重作用、曾被纽约时报评价为“美国最杰出破产律师”的Harvey R. Miller离我们而去,对此笔者表示沉痛的哀悼。同时,感谢重庆高级人民法院党组书记、代院长杨临萍院长、中国人民银行反洗钱局刘向民局长、Edward I. Altman 和 Lynn M. LoPucki 等作者的赐稿,这些高质量的稿件为本书增添了成色,使本书熠熠生辉。感谢张钦昱博士对稿件的统筹和编排;感谢刘颖、武卓、龚新怡、张彧通博士对优秀文章和作者的引荐和联系;感谢戴玥、汤怀恩、毕莹对文章的校对。衷心感谢法律出版社财经分社沈小英社长、刘晓萌编辑对本书的宝贵意见和悉心编辑,使本书高质量地及时付梓。

读者若有感悟、问题或建议,欢迎关注“破产法快讯”微信公众号(微信号:insolalerts),致信中国政法大学破产法与企业重组研究中心(chinainsol@cupl.edu.cn)或在中国破产法网(www.chinainsol.org)的“留言讨论区”中留言。我们期待得到您的反馈与支持!

李曙光

2017年4月于蓟门法大

目 录

供给侧结构性改革与企业纾困

供给侧结构性改革与破产法的完善	李曙光	张钦昱	3
依法推动市场化出清的法治原则与制度完善	杨临萍	郁琳	44
软预算约束视角下破产清算程序之反思及重构		张钦昱	68

不良资产与转机方案

不良资产市场化处置机制研究	刘向民	武卓	牟田田	89
不良债权市场与对冲基金在美国破产重整程序的角色 [美]爱德华·阿特曼 著	戴玥	译	111	
限制性条款在债权融资与公司治理相互关系中的作用	何陆成	汤怀恩	译	162
民事再生程序中的破产处理方案 [日]高田贤治 著	刘颖	译	188	
破产公司的存续 [美]林·洛普基 约瑟夫·多尔蒂 著	张彧通	译	207	

破产并购新规

欧盟破产程序规则(重订)	龚新怡	译	255
--------------------	-----	---	-----

Supply-Side Structural Reform & Distressed Enterprise Disposition

Supply-Side Structural Reform and Bankruptcy Law Reformation	Li Shuguang,Zhang Qinyu	3
Principles of Rule of Law and Legislation Improvement of Marke- tization Clearing	Yang Linping,Yu Lin	44
Reflection and Reconstruction of Bankruptcy Liquidation Procedure under Soft Budget Constraint	Zhang Qinyu	68

Non-Performing Loan & Turnaround Plans

Marketization Disposition Mechanism of Non-Performing Loan	Liu Xiangmin,Wu Zhuo,Mou Tiantian	89
The Role of Distressed Debt Markets, Hedge Funds and Recent Trends in Bankruptcy on the Outcomes of Chapter 11 Reorganizations	Edward I. Altman, translated by Dai Yue	111

The Role of Covenants in the Interplay between Debt Finance and Corporate Governance
..... Look Chan Ho, translated by Tang Huai'en 162

Bankruptcy Disposal Plan of Civil Regeneration Procedure
..... Kenji Takata, translated by Liu Ying 188

Bankruptcy Survival Lynn M. LoPucki, Joseph W. Doherty,
translated by Zhang Yutong 207

Updated Rules

Regulation (EU) 2015/848 of the European Parliament and of the Council of 20 May 2015 on Insolvency Proceedings (recast)
..... Translated by Gong Xinyi 255

供给侧结构性改革与企业纾困

供给侧结构性改革与破产法的完善

李曙光* 张钦昱**

一、经济发展新常态与破产原因

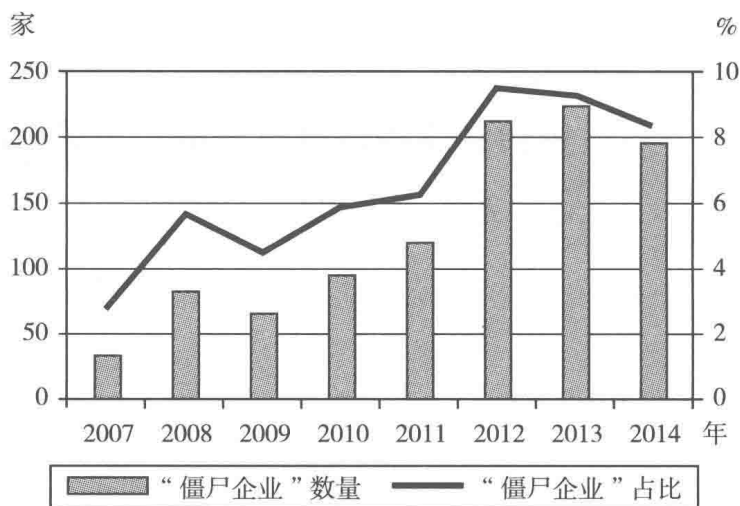
(一) 产能过剩与僵尸企业

我国 27 个大行业中有 21 个产能严重过剩,既有钢铁、水泥、平板玻璃、有色、冶金等传统行业,又有风电行业、光伏产能等新兴产业,这些行业中的企业必然面临兼并重组或破产倒闭。此外,在我国调整产业结构和消费结构的背景下,一部分企业也面临政策不支持、产业重叠以及在与诸如“互联网+”等企业竞争中被淘汰的命运。产能过剩这个结构性矛盾得不到解决,工业品价格就会持续下降,企业效益就不可能提升,经济增长也就难以持续。

产能过剩引发了“僵尸企业”的大量滋生。何帆、朱鹤利用多种统计方法得出,截至 2014 年,中国上市公司中约有 10% 的僵尸企业。2016 年 4 月 8 日广东省人民政府《关于全省国企出清重组“僵尸企业”促进国资结构优化的指导意见》指出,截至 2015 年年底,广东省国有“僵尸企业”共计 3385 家。

* 中国政法大学破产法与企业重组研究中心主任。

** 中国政法大学民商经济法学院副教授。

图1 上市公司中“僵尸企业”占比^①

“僵尸企业”是指已停产、半停产、连年亏损、资不抵债，主要靠政府补贴和银行续贷维持经营，按照破产法应该破产清算但又没有破产清算的企业。“僵尸企业”已经丧失了自我发展能力和市场活力，处于停产或半停产状态，连年亏损、资不抵债，甚至难以为继、濒临倒闭，没有生存空间。“僵尸企业”之所以“僵”而不死，是因为它们依赖非市场因素生存，靠政府补贴、银行续贷等方式获得给养，优胜劣汰的市场机制奈何不了。

“僵尸企业”对于经济的负面影响巨大。首先，“僵尸企业”加剧产能过剩。其存在会打断去产能过程。在市场需求减少时，本该减少的产能却没有减少，自然成为多余产能。这部分多余产能并不是因经营需要而出现，而是“僵尸企业”阻碍了行业去产能的过程。其次，“僵尸企业”挤占社会资源。2016年1月我国新增人民币信贷达到2.51万亿元，创下单月最高纪录。而同期全国工业用电量和规模以上工业增加值出现下降，这意味着大量的信贷资金并未流入实体经济。“僵尸企业”“冻”住信贷资金是其中一个重要原因。“僵尸企业”像“无底洞”一样吸收银行的贷款，使银行难以将稀缺的资金投入新兴行业和创新企业。而小

^① 采用CHK方法II实际利润法II测度出的僵尸企业占比。参见何帆、朱鹤：《中国究竟有多少僵尸企业？》，载 http://mp.weixin.qq.com/s?src=3×tamp=1491728152&ver=1&signature=Nf-sIgx4I6rfdm-7Z80urpSjX9*2ndz3FVF0HvSmnec506*mZXWzPy6lr-wJRYL1OiiVVE6zXJc6M7TYhJVZnDKVo8kmcZ-kn0mfmnj6xaJlhQ7efvzRs*Fs0o3XrZuJKg8vv8Hbn*m3T7Mif73SRA，最后访问日期：2016年4月6日。

微企业转向“影子银行”等融资渠道,又会显著加大融资成本和金融风险。最后,“僵尸企业”阻碍推陈出新。若企业不必依靠创新、加快生产效率、节约生产成本即能维持生存,则对于市场各参与主体显然不公平竞争,会引发其他企业的效仿,“大众创业,万众创新”的战略导向势必成为泡影。

(二)宏观经济形势与经济增速压力

增速回落是经济进入新常态的一个重要特征。近两年,我国呈现产业结构趋于优化,工业结构调整和转型升级加快,城乡居民收入差距缩小,节能降耗不断推进,创新创业不断增加,新技术、新产品和新商业模式加快形成的现象。尽管如此,经济下行压力加大仍是我国经济运行面临的最突出问题。一方面,主要经济指标呈现连续下滑态势。GDP 增速连续下滑,目前已经降至 2008 年金融危机以来的最低点。投资和消费目前都已经降至 21 世纪初的水平,外贸发展波动加大,虽然顺差较大,有利于经济增长,但出口绝对量间或下降;居民收入增速稳中趋落,政府财政收入增速回落至零附近,工业企业利润时隔两年再次下降,传统制造企业经营困难、外迁甚至破产倒闭现象不断出现。另一方面,经济下行状态尚无明显改观。国家统计局制造业 PMI 均连续半年左右在 50 附近徘徊,表明经济景气程度和企业对未来一个时期的预期不够乐观,经济下行压力近期难以根本缓解。

在当前全球经济和国内经济形势下,国民经济不可能通过短期刺激实现“V 形”反弹,而可能会经历一个“L 形”增长阶段。在我国经济增长速度放缓但并未出现断崖式急速下滑的新形势下,应当允许一部分企业因竞争失败而退出市场。市场经济以自由竞争为重要特征。竞争的结果必然是优胜劣汰,进而推动社会发展进步。破产便是淘汰竞争失败者的一种方式,是市场经济社会发展发展到一定阶段必然出现的法律现象。市场竞争失败是企业破产的一般原因,是市场优胜劣汰的一般机制。在我国经济历经高速发展后的回落期,应当允许部分企业因无法适应市场、经营不善或者产生过剩而退出市场,以优化市场资源配置,促进社会信用的流转。

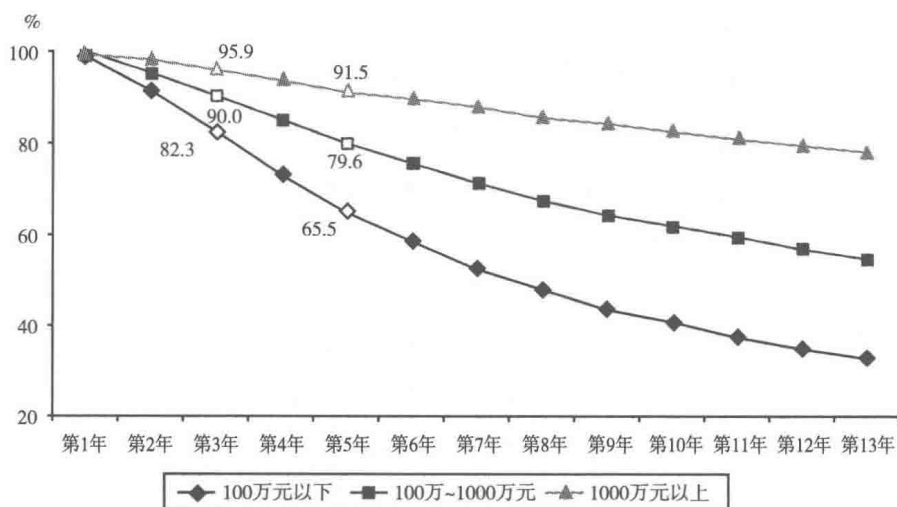


图2 不同规模企业存活率曲线①

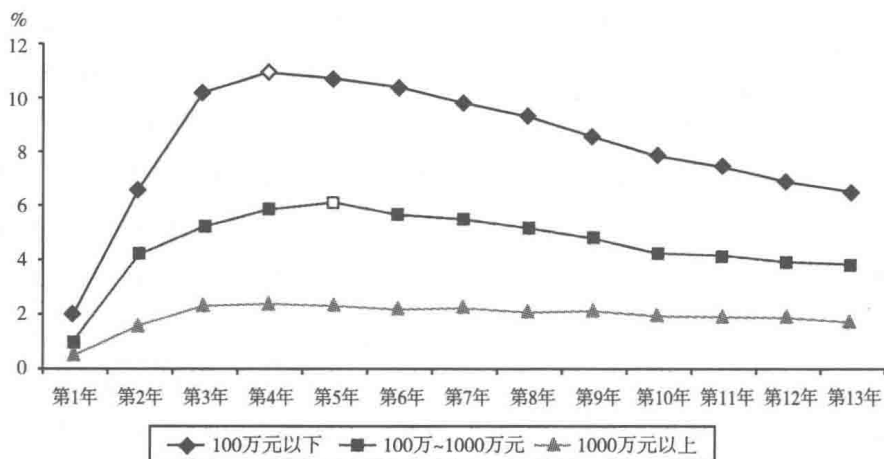


图3 不同规模企业当期死亡率②

① 数据来源:国家工商行政管理总局网站。通过分析企业规模发现,企业规模越大,存活率越高,而且当期死亡率也会越低、趋势越平稳。企业存活率与注册规模呈正比的态势。大规模企业由于其抗风险能力比小规模企业强,其生存曲线较为平稳;并且由于行业进入政策、规模经济、技术等壁垒以及进入市场较谨慎等原因,较大规模的企业存活率比规模小的企业高。

② 数据来源:国家工商行政管理总局网站。企业规模越大,当期死亡率越低、趋势越平稳。从不同规模企业当期死亡率来看,企业规模越大,则当期死亡率越低,其中注册资本100万元以下的企业第4年当期死亡率最高,随后呈逐年下滑趋势;注册资本100万~1000万元和1000万元以上的企业当期死亡率最高但并不明显,说明死亡率较为平稳,并且随着企业成立时间增加,当期死亡率维持在相对较低的平稳状态。