



财经法律

The Art of Distressed M & A

危困企业 并购艺术

第2辑

主编 李曙光 郑志斌

Editor Li Shuguang & Zheng Zhibin

回顾与展望 并购的艺术 特殊并购程序
合并重组案例 破产数据 论坛纪实

洞悉企业市场出清法律制度10年风云 融汇国内外最新数据时讯

深入剖析经典前沿案例 倾授企业纾困之灵丹妙方



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

The Art of
Distressed M&A

危困企业 并购艺术

第2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2辑 / 李曙光, 郑志斌主编.
—北京: 法律出版社, 2017. 5
ISBN 978 - 7 - 5197 - 0807 - 8

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 095410 号

危困企业并购艺术(第2辑)
WEIKUN QIYE BINGGOU YISHU (DI 2 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 晁明慧
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 15.5
字数 245 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 - 5197 - 0807 - 8

定价:50.00 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
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、债务压力上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。

感谢北京大成律师事务所高级合伙人郑志斌律师、中伦律师事务所合伙人刘经涛律师等作者的赐稿,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、赵惠妙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

回顾与展望

论我国市场退出法律制度的市场化改革——写于《企业破产法》 实施十周年之际	李曙光	3
---	-----	---

并购的艺术

破产并购——如何兼并重组困境企业	郑志斌	31
日本再生型 M&A 的特征与现状	[日]阿部信一郎 著 刘颖 译	53

特殊并购程序

刍议跨国破产程序与国际商事仲裁程序的冲突	刘经涛	79
企业破产程序中的非诉讼纠纷解决机制——法官的视角	[美]伊丽莎白·S.斯当 著 毕莹 译	91

合并重组案例

大型企业合并:破产公司原则在唱片业的应用	[美]约书亚·惠勒 著 赵惠妙 译	107
-------------------------------	-------------------	-----

托姆重组——一个复杂的英国整理方案制度中的丹麦重组兼并案

…… [英] 克里斯·马龙 阿历克斯·罗根 詹姆斯·福尔克纳 著

赵惠妙 译 136

破产数据

美国公司破产数据(2015 年)

…… [美] 新世代研究有限公司 著 蔡泽桐 译 145

会议纪实

中国困境房地产投资并购峰会会议纪实 …………… 193

Contents

Review and Prospect

Marketization Reform of the System of Chinese Enterprise Withdraw from Market—At the time of 10th Anniversary of the Implement of Chinese Enterprise Law	Li Shuguang	3
--	-------------	---

Arts of M&A

How to M&A Distressed Enterprises	Zheng Zhibin	31
Characters and Current Status of Japanese M&A of Regeneration Mode	阿部信一郎, translated by Liu Ying	53

Special M&A Procedure

Conflicts between Cross-Border Bankruptcy and International Commercial Arbitration Procedure	Liu Jingtao	79
ADR Meets Bankruptcy: Cross-Purposes or Cross-Pollination?: Some Reflections from the Bench on Alternative Dispute Resolution in Business Bankruptcy Cases	Elizabeth S. Stong, translated by Bi Ying	91

Cases

- Mergers of Majors: Applying the Failing Firm Doctrine in the
Recorded Music Industry
..... Joshua R. Wueller, translated by Zhao Huimiao 107
- TORM A/S-A Complex Danish Restructuring and Merger Tied
Together by an English Scheme of Arrangement
..... Chris Mallon & Alex Rogan & James Falconer,
translated by Zhao Huimiao 136

Statistics

- Statistics of Bankruptcy Cases in the U. S. (2015)
..... New Generation Research, Inc.,
translated by Cai Zetong 145

Conference

- Minutes of Investment and M&A Summit of Chinese Distressed Real
State Agency 193

回顾与展望

论我国市场退出法律制度的市场化改革

——写于《企业破产法》实施十周年之际^①

李曙光*

一、市场退出制度的市场化改革方向

市场经济是在价值规律的引导下通过价格机制和竞争机制实现资源配置的经济体制,其本质是通过市场机制进行资源配置,以市场反映的价格信号调节社会生产,鼓励优胜劣汰的竞争,推动社会的发展。^② 包括市场准入、市场交易和市场退出三个部分。开放的市场进入通道对于鼓励竞争意义重大,而畅通的市场退出通道同样必不可少。在一个充满竞争与优胜劣汰的市场经济中,人们信奉适者生存的竞争哲学,只有实力雄厚的企业才能生存,弱小、低效、浪费资源和不成功的企业只会被竞争淘汰掉,从而退出市场。^③ 在“狼驱羊”死亡机制的“倒逼”下,市场主体能够最大限度地提高生产效率,积极创

① 本文为中国市场监督管理学会委托课题“市场主体退出制度研究”的阶段成果,课题编号:1021-23216111。

* 中国政法大学破产法与企业重组研究中心主任。

② 参见尤春媛:《市场经济·契约文明·法治政府》,中国政法大学2012年版,第101页。

③ 参见李曙光:《转型法律学——市场经济的法律解释》,中国政法大学出版社2003年版,第96~97页。

新,提高竞争力,以保证自己在市场生态系统中生存并实现利益最大化。

市场退出制度的改革必须遵循市场化导向,换言之,必须发挥市场机制在资源配置中的决定性作用,采取经济手段和法治方法协同推进市场主体的有序退出。健全的市场经济法律制度不仅要降低准入门槛鼓励参与,也要完善市场退出制度,及时清理劣质主体。

(一) 市场退出制度的二分体系

市场退出制度是指运用市场系统组成要素之间的相互作用,推动主体退出市场生态系统的过程和方式。市场退出包括“法庭内”退出与“法庭外”退出两种方式。市场主体在法院的主导下终结现存的法律关系、处理剩余财产,最终归于消灭的过程被称为“法庭内”退出;市场主体因章程、决议、司法判决、行政决定等原因解散,应当自行组织清算,这构成“法庭外”的市场退出途径。

“法庭内”的退出方式是在法院的主导下进行的清算活动,更强调司法审查对清算活动的监督作用。在“法庭外”退出过程中,法律充分尊重市场主体的控制权及其自治行为,非因法定事由并经法定程序,法院不能介入清算活动。只有当“法庭外”的清算活动出现法定障碍,或自行清算主体出现破产事由时,法院才能依当事人申请启动清算程序,实现“法庭外”退出与“法庭内”退出程序的对接,以“法庭内”的司法审查弥补“法庭外”的主体利益失衡。

当下中国学界越发重视市场退出问题的研究,主要聚集于其中的“法庭内”退出制度,特别是破产重整、清算和和解这三种列于《企业破产法》的制度,而对于“法庭外”退出制度的关注寥寥。本文立足于市场退出制度的市场化改革,重点关注“法庭外”的退出规则以及“法庭外”与“法庭内”退出制度的衔接问题,希冀在这块“理论荒地”上搭建研究架构,为我国市场退出制度体系的改进提供政策建议。

(二) 市场退出制度改革的必要性

市场退出制度是商业活动持续流转与市场经济保持活力的前提。企业的优胜劣汰引发了“创造性破坏”,^①人类文明始得不断高速演进。当今中国,解决产

^① Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (New York: Harper Perennial Modern Thought, 2008), pp. 82-83.

能过剩问题要求市场出清制度的辅助,市场退出制度大有作为。现有的市场退出制度对社会信用文化的重视程度不足,对行政机关与司法机关的职权划分及联动规则关注较少,亟须通过改革加以完善。

1. 市场化改革的政策导向

中共十八届三中全会决议提出“紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用,深化经济体制改革”的理念,为结构性改革提供了政策指引。调整经济结构,矫正市场要素配置扭曲,一个关键的举措在于去产能,这在2016年中央经济工作会议中被强调为供给侧结构性改革的关键任务。在2016年政府工作报告及“十三五”规划纲要中,“淘汰落后产能”亦成为频繁出现的一项措辞。市场化改革的政策导向,要求市场退出制度的完善应当尊重经济规律,利用市场机制、经济方法、法律手段实现落后产能的清理,深化结构性改革。中央纷纷出台市场化改革政策的大环境为市场退出制度的完善提供了契机,在顶层设计的导向下,改革者应当着力于促进社会主义市场经济与社会主义法治进程的良性互动,实现市场主体退出制度的市场化与法治化的统一。

2. 产能过剩的化解之道

2008年金融危机之后,国内经济发展增速放缓,长期将呈“L”形走势发展。处于转型期的中国,政府身兼社会管理者、市场管理者和生产者三重角色,为了保护其他方面的利益,往往借助行政专权介入市场运作。^①泛滥的政策指导和难以克服的政府失灵导致大量资源流向低效率生产部门。目前,在我国27个大行业中,有21个产能严重过剩,2015年产能过剩行业企业8243户,比前一年增长67%,形成严重的“僵尸企业”现象。^②钢铁、水泥等特定传统行业过剩产能反复出现,风电、光伏等新兴产业也开始出现过剩问题,这两个重要现象是“中国式产能过剩”的主要特征。^③产能过剩是市场资源配置错位的结果,最终将导致企业出现严重亏损,市场竞争动力不足,影响经济的可持续发展和结构的优化升级。

① 参见张维迎:《产权、信誉与政府》,三联书店出版社2001年版,第100~102页。

② 参见《〈关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见〉解读材料》,载工业和信息化部网:<http://www.miit.gov.cn/n1146295/n1146562/n1146655/c5528124/content.html>,最后访问日期:2017年3月13日;《企业简易注销试点将继续扩围》,载国家工商行政管理局网:http://www.saic.gov.cn/wjz/gzxt/201602/t20160229_166872.html,最后访问日期:2017年3月13日。

③ 参见杨振:《激励扭曲视角下的产能过剩形成机制及其治理研究》,载《经济学家》2013年第10期。