

目 录

| | | | |
|-------------------------|---------|---|---------|
| ➤ 论坛日程安排 | page2 | - | page4 |
| ➤ M&A、Prepackaged 型破产重整 | | | |
| ● 杨东 | page5 | - | page22 |
| ● 李炳周 | page23 | - | page34 |
| ● 阿部信一郎 | page35 | - | page50 |
| ➤ 企业价值评估——以重整计划草案为核心 | | | |
| ● 郑志斌 | page51 | - | page56 |
| ● 全元烈 | page57 | - | page64 |
| ● 松冈真宏 | page65 | - | page72 |
| ➤ DIP Financing | | | |
| ● 尹秀超 | page73 | - | page81 |
| ● 郑峻永 | page82 | - | page99 |
| ● 栗口田太郎 | page100 | - | page105 |
| ● 堀池笃 | page106 | - | page110 |
| ➤ 担保权的处置 | | | |
| ● 尹正友 | page111 | - | page118 |
| ● 李垠宰 | page119 | - | page130 |
| ● 坂井秀行 | page131 | - | page147 |
| ➤ 劳动问题、Legacy Cost | | | |
| ● 康阳 | page148 | - | page154 |
| ● 裴星珍 | page155 | - | page159 |
| ● 森伦洋 | page160 | - | page166 |
| ➤ 跨境交易 (Cross-border) | | | |
| ● 韩传华 | page167 | - | page171 |
| ● 孫元一 | page172 | - | page179 |
| ● 渡边光诚 | page180 | - | page192 |

研讨会日程安排

第一天：2011年10月29日（星期一）

10:00—10:05 开幕式

演讲嘉宾：东亚破产重组协会会长 高木新二郎

10:05—10:35 主题：“重要议题、热点动向、法律修订”

演讲嘉宾：

金炯料（韩国）

韩国首尔中央地方法院法官

王卫国（中国）

中国政法大学副校长、民商经济法学院院长

山本和彦（日本）

日本一桥大学法学研究科教授

10:35—12:35 主题：“M&A、Prepackaged 型破产重整”

主持人：

洪聖焮（韩国）

韩国法务法人（有限）太平洋律师

演讲嘉宾：

杨东（中国）

中国人民大学法学院院长助理、副教授

李炳周（韩国）

韩国法务法人世宗律师

阿部信一郎（日本）

日本东京青山·青木·狛律师事务所与 Baker & McKenzie 外国法事务律师事务所（外国法共同事业）律师

12:35—13:45 午餐（地点：如水会馆2层 Star Hall）

13:45—15:15 主题：“企业价值评估——以重整计划草案为核心”

主持人：

王卫国（中国）

中国政法大学副校长、民商经济法学院院长

演讲嘉宾：

郑志斌（中国）

北京市金杜律师事务所律师

全元烈（韩国）

韩国金·张律师事务所律师

松冈真宏（日本）

日本 Frontier Management 股份有限公司代表董事

15:15—15:25 休息时间

15:25—16:55 DIP Financing

主持人：

林治龍（韩国）

韩国法务法人（有限）太平洋律师

演讲嘉宾：

尹秀超（中国）

北京市信杰律师事务所律师

郑峻永（韩国）

韩国首尔中央地方法院法官

栗口田太郎（日本）

日本 Bingham McCutchen Murase 外国法事务律师事务所与坂井・三村・相泽
律师事务所（外国法共同事业）律师

堀池笃（日本）

日本 Gordon Brothers Japan 股份有限公司

16:55—17:10 休息时间 ※将为您提供咖啡，休息时间延长五分钟

17:10—18:40 主题：“担保权的处置”

主持人：

王欣新（中国）

中国人民大学法学院教授

演讲嘉宾：

尹正友（中国）

北京市炜衡律师事务所律师

李垠宰（韩国）

韩国法务法人广场律师

坂井秀行（日本）

日本 Bingham McCutchen Murase 外国法事务律师事务所与坂井・三村・相泽
律师事务所（外国法共同事业）律师

19:00—21:00 晚餐（地点：如水会馆 2 层 Star Hall）

第二天：2011年10月30日（星期日）

9:30—11:00 主题：“劳动问题、Legacy Cost”

主持人：

森脇章（日本）

日本安德森毛利友常律师事务所律师

演讲嘉宾：

康阳（中国）

北京市企业清算事务所总经理

裴星珍（韩国）

韩国法务法人地平志诚律师

森伦洋（日本）

日本西村朝日律师事务所律师

11:00—11:15 休息时间 ※将为您提供咖啡，休息时间延长五分钟

11:15—12:45 主题：“跨境交易（Cross-border）”

主持人：

小杉丈夫（日本）

日本律师法人松尾综合律师事务所律师

演讲嘉宾：

韩传华（中国）

北京市中咨律师事务所律师

孫元一（韩国）（取代林志雄）

韩国法务法人律村律师

渡边光诚（日本）

日本律师法人大江桥律师事务所律师

12:45—12:55 闭幕式

中国的公司并购法制发展的现状和展望 ——以合并分立制度为中心

杨东（中国人民大学法学院副教授）

一、公司合并

（一）公司合并的概念——国际比较——

公司合并是指两个或两个以上的公司订立合并协议，依照公司法的规定，不经过清算程序，直接合并为一个公司的法律行为。公司合并具有以下几个法律特征：1、公司合并是数个公司之间的共同法律行为，须以当事人之间订立有合并协议为前提。2、公司合并是当事人之间的一种自由行为，其合并与否及合并的方式完全取决于当事人的意志。3、公司合并是一种毋须通过清算程序即可消灭和变更公司的行为。公司合并可以在不进行清算的前提下改变公司的存在、财产结构和股权结构等。

我国在1993年《公司法》中首次规定公司合并。在该法专设“公司合并、分立”一章，规定“公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式。”“一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散，二个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。”据此，公司合并有两种基本形式，即吸收合并和新设合并。

在英美法系国家，和公司合并相对应的词有两个，即“Consolidation of corporations”和“Merger of corporations”。前者按照布莱克法律词典（Black's Law Dictionary）的解释，是指“两个或两个以上的公司解散，同时成立一个新的公司，并接管解散公司的资产和承担的责任”；后者是指“一个公司被另外一个公司吸收，后者保留自身的名称、实体资格，取得前者的资产、责任、特许权和权力，同时被吸收公司丧失独立的商业资格。”不难看出，“Consolidation of corporations”相当于我国《公司法》上的“新设合并”；

“Merger of corporations”相当于我国《公司法》上的“吸收合并”。

因此，我国《公司法》上的公司合并用英文确切地表示应当是“Consolidation and merger of corporations”。“Consolidation”用公式表示就是“A+B=C”，“Merger”用公式表示就是“A+B=A”。在我国，前者常译为“并合”，“新设合并”；后者常译为“兼并”，亦称“归并”。单就“Consolidation of corporations”和“Merger of corporations”来说，分别译成“公司并合”或“公司联合”和“公司兼并”或“公司归并”较为妥当。

事实上，英美法系国家经常交替使用“Consolidation”和“Merger”，并没有像我国《公司法》那样给它们以确切定义。如《美国标准公司法》直接规定了公司合并的条件，合并计划的内容（《美国标准公司法》第1101条）。《德国股份公司法》直接规定了合并的性质（《德国股份公司法》第339条），不过在《德国关于有限责任公司从公司资金中增加资本和合并的法律》中补充规定了公司合并的两种方式，即吸收合并和新设合并；

2005年日本新《公司法》出台前，在原《有限公司法》中直接规定了“有限公司可与其它有限公司合并”（原《有限公司法》第59条），在2005年修改前《商法》第二编公司法第二章“无限公司”第五节“解散”中规定了无限公司合并的决议、异议、登记、合并效力的发生、合并的效果、合并无效之诉等条件和程序问题（2005年修改前《商法》第98~111条），在该法第四章“股份公司”第八节“解散”中规定了股份和程序（2005年修改前《商法》第408~416条），但都未对合并下一个明确的定义；英国在《英国1989公司法》第六编“合并及其有关事项”也未对合并含义作出规定（《英国1989年公司法》第146~153条）；法国在《法国商事公司法》中也只是描述了合并的一般情况，即“一个或若个公司可以通过合并，将公司财产转移到现存的公司或他们组建的新的公司中”（《法国商事公司法》第371条第1款）

与外国公司法相比，我国对公司合并并在《公司法》中直接按其形式明确规定含义是有独创性的，具有理论和实践意义。法律概念是法律体系的基石，概念的严谨有助于推动整个法律体系的建立和完善。1993年《公司法》对公司合并规定

的直接条款有3条，分别规定了合并决议的形成、股份有限公司合并需省级人民政府或国务院授权的部门批准、合并的两种方式及合并程序等。2005年修改后，《公司法》一方面总结过去之经验，注意调整原有规定失范、低效的情况，另一方面本着节约法律资源、表述规范、逻辑合理、语言精当的立法技术规则对立法进行完善，其涉及公司合并的规定有第38条、第44条、第100条、第104条、第180条等。

（二）公司合并与相关概念的比较

1. 合并与兼并

在我国的经济生活中，兼并是一个非常流行的用语。它经常在经济学中出现，常常用来指一个企业或公司吞并或控制其他企业或公司的行为。在我国的规范性文件中“兼并”第一次出现是在1989年2月19日国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合发布的《关于企业兼并的暂行办法》中，其规定“本办法所称企业兼并，是指一个企业购买其他企业的产权，使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为。不通过购买方式实行的企业之间的合并，不属本办法规范”。该“办法”又规定了“企业兼并”的四种形式，即承债式、购买式、吸收股份式和控股式。

1991年国务院发布的《国有资产评估管理办法》第3条规定，国有资产占有单位进行资产评估的法定情形之一是“企业兼并、出售、联营、股份经营”，该“办法”《实施细则》规定，“兼并”是指“一个企业以承担债务、购买、股份化和控股等形式有偿接受其他企业的产权，使被兼并方丧失法人资格或改变法人实体。”此概念与《关于企业兼并暂行办法》之规定是一致的。

1996年8月20日财政部印发的《企业兼并有关财务问题的暂行规定》第2条规定：“本办法所称‘兼并’，是指一个企业通过购买等有偿方式取得其他企业的产权，使其失去法人资格或虽然保留法人资格但变更投资主体的一种行为”。“在被兼并企业资产与债务基本等价的情况下，兼并方企业承担被兼并企业债务的，经批准，兼并方企业可以采取划转方式取得被兼并企业的资产。”此处的“兼并”与前述两个“办法”规定的兼并含义略有不同的是，在被兼并企业资产与债务基本等价的情况下，兼并方企业承担被兼并企业债务的，可以直接采取划拨方式取

得被兼并企业的资产，而不需要双方讨价还价去购买。这实际上是为了便于实践中的操作，从实用主义立场出发所作的规定，本质上与《关于企业兼并的暂行办法》中的“承担债务式”没有什么区别，只不过具体方式略有不同。以上规范性文件中兼并的含义与《公司法》中吸收合并及兼并的含义不同。从法律后果上看，它包括两种：一种是被兼并企业丧失法律人格；另一种是被兼并企业并不丧失法律人格，只不过法人实体被改变。前一种实际上就是吸收合并。如果我们把前一种兼并即丧失法律人格的兼并称为狭义上的兼并的话，那么以上规范性文件中的“兼并”可以称为广义上的兼并。狭义的兼并也就是《公司法》上的吸收合并，狭义的兼并包含于广义的兼并之中。

外国公司法中虽然没有直接规定“兼并”一词，但由于英美法系国家法官本身可以通过案例造法，判例中确立的概念的含义与大陆法系国家成文法中直接规定的概念的含义的法律意义并无不同。因此，我们也可以从某判例中看出其概念的含义。

上述两个“办法”是为了适应企业产权交易、体制转轨、产业结构调整的需要而从实用角度出台的，并无完整和严谨的立法含义。而《公司法》中关于公司合并的含义的规定更具有立法意义。为了追求法律概念和体系的严谨，在我国的立法文件中兼并应当采用狭义的兼并即吸收合并的含义，而不应将其滥用。

2. 合并与收购

在我国的资产重组、国企整体上市、外商投资中，经常出现“并购”这个时髦用语。“并购”是“合并”和“收购”这两个词的合称，源自英文“Merger and Acquisition”即“M&A”。“Merger”就是我国《公司法》上的“吸收合并”，即狭义的兼并。按照Black's Law Dictionary的解释，“Acquisition”是指“成为某项财产所有人或者获取任何财产所有权的行为”，“尤指通过任何途径取得物质性财产所有权。”它又分为“Original Acquisition”和“Derivative Acquisition”，也就是民法上的原始取得和继受取得。从该辞典的解释中可以看出，“Acquisition”直译就是“获得、取得”。在证券市场上，“Acquisition”经常用来指某一公司通过购买目标公司的股票而获取目标公司

的经营控制权。因此，它经常被译成“收购”、“买收”。

我国立法文件中正式出现收购是在1993年4月22日国务院发布的《股票发行与交易管理条例》中，其第四章规定“上市公司的收购”。但条例并未直接规定“收购”的明确含义，只是规定“任何个人不得持有一个上市公司5%以上的发行在外的普通股；超过的部分，由公司在征得证监会同意后，按照原买入价格和市场价格中较低的一种价格收购。”（《股票发行与交易管理条例》第46~52条）。倒是深圳市政府发布的地方性法规《深圳市上市公司监管暂行办法》第47条，对收购和合并联合下了定义，“收购与合并是指法人或自然人及其代理人通过收购，拥有一家上市公司（或公众公司）的股份，而获得对该公司控制权的行为。”“控制权是指拥有一家上市公司25%以上的股份或投票权。”该“办法”第49条规定，“凡购入一家上市公司的股份或投票权累计达到25%以上的行为属于收购与合并”，该“办法”第50条又规定，“收购包括部分收购和全面收购两种”。该“办法”把“收购与合并”合在一起使用，混淆了两者的概念。但从以上规定中，我们至少可以看出“收购”在证券市场上就是指在股票市场上通过一家上市公司的股票而获得对该公司的控制权，它并不一定导致目标公司的法律人格丧失。“在一个兼并中，数个公司合并共享他们的资源完成共同的目标。合并方的股东经常保留成为被合并实体的共同股东。”“收购更像一个长臂方案，其中一个公司购买另一个公司的资产或股份，同时被收购公司的股东不再是其股东。在一个兼并中，纳入兼并公司的一个新的实体形成；而在一个收购中，被购买的公司变成收购方的附属。”因此，从取得控制权的角度看，兼并和收购是表示取得控制权的行为，兼并导致被控制方丧失法律人格，而收购一般不会导致被控制方丧失法律人格。尽管正如P·S·Sudarsanam所说“兼并和收购经常交替使用”，但那只是在经济学上的概念。从追求法律概念严谨这一目标上讲，应该按照兼并和收购不同的内涵合理地使用。

从以上分析，可以看出，合并的含义与收购完全不同，合并和收购共同组成并购的概念。英文中的“M&A”不包括合并中的新设合并。但笔者认为，中文的并购概念比英文中的“M&A”概念大，应包括吸收合并、新设合并和收购。

从我国《关于企业兼并的暂行办法》中关于兼并的含义和分类可以知道，该“办法”中广义的兼并基本上包括了并购（新设合并除外）。这是因为，该“办法”出台之时，我国尚未建立股票市场，也就没有证券市场上的“收购”概念。1998年的《证券法》（2005年修改），专门设立规范上市公司收购活动的章节，2002年颁布实施了《上市公司收购管理办法》并于2006年进行了大规模修订。我国市场经济体制正逐步完善，证券市场的也逐渐走向成熟发展阶段。因此，应当遵循国际惯例，用公司法中的合并，证券法中的收购等并购概念表示在证券市场上获取控制权的行为。广义的兼并概念作为一个历史阶段的产物，随着国企改革完成将会逐步退出法律舞台。

（三）公司合并的程序

依《公司法》规定，公司合并程序如下：

1. 董事会制定合并方案，并以提案形式提股东会或股东大会决议。
2. 股东会或股东大会作出合并决议。根据《公司法》第44、67、104条规定，有限责任公司股东会作出合并决议，必须经代表2/3以上表决权的股东通过；股份有限公司股东大会作出合并决议，必须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过；国有独资公司的合并由国有资产监督管理机构决定。
3. 合并各方订立合并协议。《公司法》第174条规定：“公司合并，应当由合并各方签订合并协议”。合并协议是公司合并的基础，是参加合并的各方在平等协商的基础上，就合并的有关事宜如：合并的方式，存续或创立公司的组织，各方债权、债务的安排等达成的书面协议。合并协议缔结后，必须经过股东会议通过才发生效力。
4. 合并协议的通过、批准。公司合并事关股东权益，必须由股东大会通过。根据《公司法》的规定，公司合并属于公司重大事项，适用特殊表决程序，有限责任公司必须经代表2/3以上表决权的股东通过，股份有限公司必须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。
5. 资产负债表及财产清单的编制、通告债权人。资产负债表是反映公司资产及负债状况、股东权益的主要会计报表。资产负债表是公司合并中必须编制的报

表。公司还要编制财产清单，以清晰反映公司的财产状况。《公司法》第174条规定：“公司合并，应当由合并各方签订合并协议，并编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出合并决议之日起10日内通知债权人，并于30日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起30日内，未接到通知书的自公告之日起45日内，可以要求公司清偿债务或者提供相应的担保。”

6、办理合并登记。依照合并中不同公司的生灭变化可分为三种情况办理工商登记：（1）设立登记。适用于公司新设合并的情况。（2）变更登记。适用于公司吸收合并的情况。存续公司因合并行为的完成，使其股东、公司章程、资本结构均发生了重大变化，需办理变更登记。（3）注销登记。无论新设合并、吸收合并都导致其中一方或多方当事公司主体资格的消灭。这是《公司法》规定的解散情形之一，必须向工商行政管理机关办理注销登记。公司应当自合并决议或者决定作出之日起90日内申请登记，向登记机关报送的文件包括：合并协议、合并决议或者决定、公司在报纸上登载公司合并公告证明等。《公司法》第175条规定：“公司合并时，合并各方的债权、债务，应当由合并后存续的公司或者新设的公司承继。”

新《公司法》删去了1993年旧《公司法》第183条“股份有限公司合并或者分立，必须经国务院授权的部门或者省级人民政府批准”的规定。

针对旧《公司法》存在的问题，新《公司法》为了提高公司合并中的效率和降低合并公示阶段的成本，对公司合并的程序作有以下完善：第一，将作出决议后30日内在报纸上公告3次，改为公告1次即满足法定要求（第174条），当然公司也可以公告多次。第二，未接到通知书的债权人对公司提出“清偿债务或者提供相应的担保”的要求，旧《公司法》规定“自第一次公告之日起90日内”，过于拖沓，也无实际必要，此次改为“自公告之日起45日内”（第174条）。第三，新《公司法》删去了旧《公司法》第184条第3款中的最后一句话：在法定期限内债权人向合并的公司提出清偿债务或者提供相应的担保的要求后，“不清偿债务或者不提供相应的担保的，公司不得合并”。该规定在公司合并与债权人利益安全上，优先考虑债权人的利益。新《公司法》删去了原来的强制性规定，

体现了立法机关对合并行为的支持倾向。但即使删去了该规定，也不能理解为特定的债权人在合并公司不清偿债务或者不提供相应的担保的情况下，提出禁止合并的诉讼请求就失去了法律根据。如果债权人的请求合理，法院就应当发出禁令。

（四）公司合并后债权、债务的承受

公司合并后，合并的各方公司的股东，取得经合并而存续或另立的公司公司的股东资格。原公司对外的债权、债务，则应由合并后存续的公司或者新设的公司承受。

《公司法》第173、174和175条的规定为公司合并时对债权人保护确定了基本原则，但是仍有许多问题需要进一步加以明确。

1. 公司合并时有权提出异议的债权人范围

《公司法》对此未作明文规定。实践中有两种理解，一种观点认为，有权提出清偿债务或提供担保要求（以下称异议）的，仅限于被合并公司的债权人，另一种观点认为，合并各方的债权人均有权提出异议。第二种观点符合法律规定本意。公司合并对合并各方的债权人均会产生影响，而且对合并方债权人的不利影响可能更大（如被合并的是亏损企业），所以应对合并各方的债权人给予同等的保护，法国、意大利等国也采此做法。此外，企业合并时可能只有一方是公司，另一方是非公司型企业。但只要有一方当事人是公司，就应当适用公司法关于公司合并的规定，合并各方的债权人均有权提出异议。

2. 哪些性质的债权不宜享有异议权

首先，合并公告登出后产生的债权，不享有提出异议的权利。因合并公司已履行其告知义务，债权人已知或应知债务人的合并，仍与其发生债务，视为自愿承担相应风险。其次，公司内部职工对公司享有的劳动债权不宜享有对合并的异议权。因对此种债权的清偿及对职工的安置，一般均属于合并合同的重要条款，通常已在合并中予以解决，加之其在清偿顺序中处于优先地位，故不宜再给其提出异议的权利。再次，税务债权以及其他相似的国家债权亦不宜享有异议权。这些基于行政关系产生的债权，通常也是需在合并中加以解决的问题，且其清偿顺序优先，已有较充分的保护。对此的原则是，凡其权利在公司合并中未受实际影响

的债权人类别，不宜享有异议权，反之，就应享有异议权。

3. 对债权人的保护程序模式

在公司合并中，各国立法对债权人的保护，分为在合并之前进行与合并之后进行两种模式，即有事前防范与事后救济之别。

事后救济模式可简化合并程序，公司的合并自变更登记之日起生效，有利于提高效率，但可能存在对债权人的保护不够及时、充分的问题。事前防范模式可为债权人提供及时、充分的保护，但可能影响合并的效率。我国旧《公司法》采取事前保护的立法模式，新《公司法》实际上接近事后保护的立法模式。

4. 债权人的权利内容

债权人在公司合并中享有的权利包括知悉权、异议权即清偿或担保的请求权、权利损害的救济请求权等。

在公司合并即债务人变更的过程中，债权人享有知悉权。合并各方公司有义务向债权人告知合并的事实及其享有的异议权，公司应当自做出合并决议之日起10日内通知债权人，并在30日内在报纸上予以公告。

根据我国公司法的规定，对债权人的个别通知是合并公司作为债务人的法定义务，并未依合并公司类型而作有区分规定。所以，上市公司在证券法上信息披露义务的履行，如发布公告，不能免除其在公司合并中对债权人的个别通知义务，公司章程的自我规定，也不能作为免除其法定义务的依据。

合并公司通知和公告的内容应当包括公司合并的基本情况，债权人的异议权即可以要求公司清偿债务或提供相应的担保，异议提出的期间、方法等，以及了解公司合并详细情况的渠道。如果告知的内容不详，债权人无法确认其利益未受到损害而行使异议权，反而对合并公司不利。保护债权人程序的核心是确认债权人对公司合并的异议权。如果合并公司未履行通知和公告义务，损害债权人利益，债权人还可就其权利损害提出救济请求权。

5. 异议权的法律效力

有的国家法律规定，异议的成立应以公司合并对债权人形成实质危害为条件，法国、意大利等国采用此种做法。如前所述，我国1993年旧《公司法》规定了只

要债权人对公司合并提出异议时，公司就应对其进行清偿或提供相应的担保，否则公司不得合并。新《公司法》删除了“公司不得合并”的规定。

债权人的异议应在法定期间内提出，否则视为同意合并。《公司法》规定，债权人的异议应在接到通知之日起 30 日内或公告之日起 45 日内（未接到通知者）提出。

6. 公司不履行告知义务或不履行清偿、担保义务而合并时的责任承担

《公司法》第 205 条规定，“公司在合并、分立、减少注册资本或进行清算时，不按照本法规定通知或者公告债权人的，责令改正，对公司处以 1 万元以上 10 万元以下的罚款”。但对债权人来说，责令改正或罚款的行政处罚已无法改变公司已经合并的现实。即使公司合并真的损害了债权人的利益，债权人主张公司合并无效，也不一定能使其受到损害的权利得到救济。因为在公司合并后，尤其是在进行了一段的经营活动后，是很难因合并无效而恢复原状的。无论是对原合并各方资产的分离，对新产生的利润、亏损、债权债务等的划分，都是非常困难的，而且最终的结果并不一定更有利于债权人，当然，更不利于其他善意第三人。

（五）上市公司的合并

2006 年新《公司法》、新《证券法》实施以来，上市公司并购重组的数量迅速增多、方式不断创新。仅 2007 年 1 月至 10 月，证监会就收到 234 项上市公司并购重组行政许可申请。并购重组的支付手段也发生了重大变化，除了传统的现金方式，向特定对象发行新股购买资产、吸收合并等创新方式也大量出现。¹上市公司合并的动因很多是源于低成本扩张的需要，同行业的横向合并、上下游企业的纵向合并，多数是寻求整合后的协同效应而降低企业整体成本水平。上市公司多元化式的合并则是希望拥有多个不同行业的业务，通过这些行业不同景气周期调整，分散经营风险，使上市公司层面拥有稳定的收益。上市公司通过合并，有利于减少同行业的竞争对手，有利于扩大经营规模和调整经营范围，形成规模经济，降低成本，增强盈利能力和市场竞争力，从而促进公司的迅速发展及公司的优化组合。

¹ 欧阳波：《上市公司吸收合并管理办法正研究草拟》，《中国证券报》2008 年 3 月 21 日。

在市场经济发达国家的证券市场上，通过吸收合并的方式进行公司并购的运作很多，相关立法也较为完善。而在我国，由于过去长期以来存在的股权分置问题，使得在上市公司之间的吸收合并缺少必要的体制环境和内在动力。股权分置改革的基本完成使长期制约我国证券市场发展的股权分置问题得到了解决，为进行吸收合并创造了条件。国有股全流通后的流动性大大增强，国有股及其他法人股的股东与流通股股东的利益不再是相互对立的，更容易建立互信机制，有利于并购及并购后的整合。通过吸收合并、换股等方式，对并购目标企业进行资产重组和结构调整，不仅能够盘活大量的存量及闲置资产，而且能够形成相当数量的优质资产，使资源向高效产业、优势企业集中，从而提高存量资源和增量资源的配置效率。

我国证券市场中操作的案例主要为上市公司对非上市公司的收购，如新潮实业通过对山东新牟股份有限公司定向增发新股的吸收合并、青岛双星吸收合并青岛华星、亚盛集团吸收合并龙喜股份。TCL 通讯通过与母公司 TCL 集团换股，以被母公司吸收合并的方式退市，而 TCL 集团将吸收合并 TCL 通讯并通过 IPO 实现整体上市。其中，第一百货吸收合并华联商厦的案例是最为典型，针对该案例本章后文另行分析。

二、 公司分立

（一）公司分立的含义

1. 公司分立的含义

公司分立俗称“公司拆分”或者“公司分家”，是指公司因生产经营或管理上的需要，依据法律或合同的规定，将公司依法变更为两个或两个以上公司的法律行为。

1966 年法国第一次在其《商事公司法》确立了这一制度，欧盟 1982 年实施了第 6 号公司法指令后，在该指令确立的公司分立制度的基础上，大多数欧盟国家在本国的立法中确立了公司分立制度。

我国在 1993 年《公司法》中将公司合并、分立列为一章专门规定，但没有对公司分立做出定义。我国的部门规章对公司分立的概念进行了明确的定义。原对

外贸易经济合作部和原国家工商行政管理局联合颁发的《关于外商投资企业合并与分立的规定》，第一次对公司分立进行了定义，第4条规定：“分立，是指一个公司依照公司法有关规定，通过公司最高权力机构决议分成两个以上的公司。”公司分立是现代公司开展资产重组、调整公司组织结构、降低投资风险、提高公司盈利能力的重要经营战略之一。

2. 公司分立的法律特征

公司分立具有以下法律特征：

(1) 公司分立是在原有公司基础上的“一分为二”或“一分为多”，它与公司合并恰好是反向操作。原公司与分立后的公司之间、分立后公司相互之间，既无公司内部的总公司与分公司的管理关系，也不是企业集团中成员相互间控股或参股的关系，而是彼此完全独立的法人关系。

(2) 公司分立是公司组织法定变更的一种形式。公司的分立无须经过清算程序。在这个意义上，公司分立是法律设计的一种简化程序，使公司在无须消灭的情况下实现“一分为二”或“一分为多”。

(3) 公司分立是依照法定条件和程序进行的行为。由于公司分立将会引起分立前公司主体和权利义务的变更，为保护相关各方主体的利益，分立行为必须严格依照公司法规定的条件和程序进行。

(4) 公司分立的目的，第一，出于企业经营的需要；第二，为了扩大股东资本控制范围；第三，为规避法律限制。

3. 公司分立的形式

关于公司分立的形式，欧盟第6号公司法指令将公司分立区分为新设分立与取得分立。新设分立 (divisions by the formation of new companies)，指一家公司不必经过清算程序而解散，然后将其全部资产和负债转移给一家以上的新设公司；作为对价，被分立公司的股东获得新设公司的股份；还有可能获得不超过分配股份的票面价值（在无面值股份的情形下，为记账价值）10%的现金。取得分立 (divisions by acquisition)，指一家公司不必经过清算程序而解散，然后将其全部资产和负债转移给一家以上的公司；作为对价，分立公司的股东获得继

受公司的股份；还有可能获得不超过分配股份的票面价值（在无面值股份的情形下，为记账价值）10%的现金。

有的国家立法没有明确规定公司的分立方式。我国《公司法》并没有对公司分立的形式作出规定。关于公司分立形式的立法规定只能见前述《关于外商投资企业合并与分立的规定》的第4条规定，该条对公司分立规定了存续分立和解散分立两种形式。其第4条规定：“公司分立可以采取存续分立和解散分立两种形式。存续分立，是指一个公司分离成两个以上公司，本公司继续存在并设立一个以上新的公司。解散分立，是指一个公司分解为两个以上公司，本公司解散并设立两个以上新的公司。”

借鉴国外的立法经验，笔者认为我国今后在公司法修订中，应该明确规定以下两种公司分立的形式：

第一，新设分立。新设分立也称之为消灭分立或解散分立，是指将一个公司的资产营业分离组建为两个以上公司，原公司解散。这种分立使公司的解散和公司的设立同时发生。新设分立表现为两种形式：其一，单纯新设分立，即分立公司将其营业分立出来，以该营业为基础组建两个以上公司，分立后分立公司解散。其二，新设分立合并，是指将分立公司的一部分营业和其他已有公司的营业相结合设立新的公司。

第二，吸收分立。吸收分立也称之为存续分立或派生分立，是指将公司的部分资产营业分离，新设一个以上的公司或投于其他已有公司，而分立公司继续存在。这种分立不发生公司的消灭。吸收分立通常表现为两种形式：其一，单纯吸收分立，即分立公司将其部分资产营业分离以组建新公司，而分立公司继续存在。其二，吸收分立合并，是指将分立公司的部分资产营业分离并出资至已存在的其他公司，使其成为该其他公司的一部分，而分立公司继续存在。无论是吸收分立合并还是新设分立合并，其与公司合并不同，作为公司分立的一种形态，其分立与合并是同时进行的，分立后组建的新公司既是分立的结果，也是合并的结果。反之，如果分立在先，合并在后，则此种分立合并不属于公司分立的范畴，而应按照先分立后合并的程序看待，先适用分立规则，后适用合并规则。

4. 与相关制度的区别

(1) 公司分立与公司设立子公司的区别。我国立法没有对公司分立作出明确规定，学理上对于二者间的关系存在不同的看法。有学者认为，设立全资子公司与公司分立是两个不同的概念，前者是由母公司取得子公司发行的股份，而后者则是由原公司的股东取得新设公司的股份。也有学者认为，以由公司还是由公司股东取得新设公司的股份并不能作为区分设立子公司与公司分立的标准，在国有独资公司中，区分由公司还是由公司股东取得新设公司的股份并没有实质意义。设立子公司应当认定为公司分立的一种情形，因为设立子公司既是一种分离公司的营利机能并使其运行的手段，也是将原来存在的一个公司划分为两个或两个以上的独立公司，子公司具有独立的法人人格，而且，和其他形式的公司分立一样，设立子公司也导致母公司内部发生变更——包括设立全资子公司的情形。还有学者认为，公司分立虽然是公司营业组织的分割，也是母公司的一种营业出资行为，但公司设立子公司不应被看作公司分立的一种形态，这是因为，如果将其认定为公司分立就要适用公司分立的规则，就要适用法律为公司规定的分立程序，即在分立场合要征得债权人的同意，分立后的公司按协议承担债务。从保护债权人的角度来看，设立子公司母公司享有对子公司的股权，母公司的债权人可以通过执行该股权来维护自己的权益，此时就不必要在设立子公司程序上予以限制，否则对母公司而言太过苛刻，另外也造成法律对公司决策自由进行过多的干预和限制，进而影响到公司设立子公司的效率。笔者赞同此观点，设立子公司与公司分立虽然有些类似，但是其属于不同的范畴。

(2) 公司分立与公司解散后设立的区别。从各国立法的规定来看，公司分立属于公司组织形态的变更，因公司分立而导致的公司解散无需通过清算程序。对经过清算程序后又投资设立新公司的，不属于公司分立，而是公司解散后设立新公司的行为。

(3) 公司分立与公司投资的区别。学理上对该问题有着不同的认识。有人认为，公司分立与公司投资从严格意义上讲有着本质区别，公司分立是公司组织的变更，具有整体性营业转移的特征、是分离公司营利机能并使其运行的手段，而

公司投资主要是一种财产所有权转移及投资人股东权取得的行为过程等。也有人认为，公司分立作为一种公司组织形式变更的法定形式，其存在的目的就是为了满足公司灵活经营的需求，公司完全可以通过采取分立的方式，实现其转投资的目的。因此，从公司分立出来的部分营业也可以视为一种宽泛意义上的投资。笔者认为，公司分立与公司投资存在着一定的不同，公司投资是一种财产所有权转移的行为，而公司分立则是一种营业移转行为，这种营业转移不仅包括财产所有权的转移，通常还包括人力、技术等资源的转移，是集财产、人力、技术等资源于一体进行的系统性转移。特别是因公司分立而解散时，公司分立与公司投资行为是截然不同的。从另一角度讲，如果将公司投资归进公司分立的范畴，适用公司分立规则，则必然对公司投资行为产生束缚，阻碍公司依据市场信息对投资作出迅速准确的行动。因为，公司分立要履行严格的内部程序，要对债权债务做出处理安排，而公司投资行为的决策程序简化，至少不需对债务问题作出处理。多数国家的立法是将公司分立严格限定在营业转移范围内的。

（二）公司分立的程序

公司分立不仅是公司的事情，而且关系股东及债权人的权益，因此，法律必须明确规定分立的相关程序。只有按法定程序进行的分立才产生法律效力。

我国《公司法》规定了公司分立的程序。公司作为以营利为目的的社团法人，它的存在与发展无不以财产为基础。所以，当一公司分立为两个或两个以上的公司时，其财产自应按协议的约定作相应的分割。此处所谓财产的分割，既包括公司固定资产的分割、流动资金的分配，同时也应包括公司的对外债权、债务的分割。

1. 董事会拟订分立方案

此与公司合并类似。但在公司分立方案中，除应当对分立原因、目的、分立后各公司的地位、分立后公司章程及其他相关问题作出安排外，特别应妥善处理财产及债务分割问题。

2. 签订公司分立协议

协议的内容应当载明法律、法规规定的事项和当事人约定的事项，一般应包

括以内容:

(1)公司的名称与住所。包括分立前公司的名称与住所和分立后新设公司的名称与住所。公司名称应当与公司登记时的名称相一致。(2)存续或者新设公司因分立而发行的股份总数、种类和数量,或者投资总额,每个出资人所占投资总额的比例等。(3)分立时的资本及对现有资本的处理方法。(4)存续公司章程变更的内容,新设公司的章程订立及主要内容。(5)当事人认为应当载明的其他事项。

3. 公司股东会关于分立方案的决议

公司分立属于《公司法》上的重大事项,影响到股东利益,如股权结构的变化,应当由股东会或者股东大会以特别决议方式作出决议。《公司法》第44条、第60条和第103条规定,有限责任公司的分立应当由股东会作出特别决议,即经代表三分之二以上表决权的股东通过;股份有限公司的分立应当由股东大会作出特别决议,即经出席会议的股东所持表决权三分之二以上通过;国有独资公司的合并必须由国有资产监督管理机构决定,其中,重要的国有独资公司分立应当由国有资产监督管理机构审核后,报本级人民政府批准。为了保证分立方案的顺利执行,应当同时授权董事会具体实施分立方案。该授权包括向国家主管机关提出分立申请、编制其他相关文件等事项。

4. 董事会编制资产负债表和财产清单

《公司法》第176条第1款规定,公司分立时应当进行财产分割。为妥善分割财产,董事会应当依法编制资产负债表及财产清单,以便公司分立各方对原公司的债权、债务及现存财产情况有充分的了解,使财产分割公正而顺利地进行。

5. 达成债务承担的协议

公司分立时通知债权人的程序与合并的程序相同。因分立后的公司其债务清偿能力与分立前可能有较大差异,影响债权人的利益,故《公司法》规定,公司分立前的债务由分立后的公司承担连带责任。但是,公司在分立前与债权人就债务清偿达成的书面协议另有约定的除外。与旧法相比,新法之规定有利于保护债权人的利益,也有利于操作程序的简化和债务处理的便利。同时,关于“公司在分立前与债权人就债务清偿达成的书面协议另有约定的除外”的规定也明确了各

方自主决定的权利。

6. 向债权人发出通知和公告

《公司法》规定，公司自做出分立决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在报纸上公告，以便公司所有的债权人较为充足的时间和有效的途径获得公司分立的信息。

7. 办理相关登记手续

公司分立，会发生公司消灭、变更、设立，因此，必须到公司登记机关办理登记。分立登记分为解散登记、变更登记和新设登记。公司分立只有在登记后，才能得到法律上的承认。

（三）公司分立的法律效果

公司分立产生以下法律效果：（1）债权、债务的承继。公司分立前的债务由分立后的公司承担连带责任。但是，公司在分立前与债权人就债务清偿达成的书面协议另有约定的除外。（2）被分立公司的股东按照公司分立决议确定的内容变成一家或者多家存续公司或者新设公司的股东。（3）视公司分立的具体形式，原公司终止其存在或者存续。原公司解散的，应当办理其注销登记手续，原公司因派生出一个或者几个公司而规模变小或者公司的注册资本、经营范围、经营方式、股权结构等发生一系列变化，公司应当办理变更登记。分立后的新设公司之间、新设公司与存续公司之间互相独立，均为独立法人。新设公司必须办理设立登记。

（四）公司分立的目的与规制

目前我国一些公司分立的目的是为了筹集资金，如一家效益达不到上市要求的国有企业，先将部分优质资产从原国有企业中分立出来，成立一家受原国有企业控制的效益好的新公司，再以新公司的名义发行股票，使其成为一家上市公司。此外，还存在以逃避债务和回避税负为目的的分立。因此，必须遏制滥用公司分立的行为，制定相关法规规范公司分立行为，对因发展需要上市筹资的企业，应尽可能采用整体上市的方法，以回避控股公司操纵上市公司而引起的公司治理不规范方面的问题。

关于中国的并购法制的相关详细内容，请参见：

杨东著：《中国的并购法制—制度运用的实证分析》日文名：中国のM&A法制—制度運用の実証分析》，日本中央经济社2007年7月版。

韩国回生公司M&A经验

李炳周 (韩国法务法人世宗、Shin & Kim律师)¹

1. 引言-韩国倒产法发展的历史性契机

A. Bankruptcy Lawyer的逆说

应对2008年的雷曼破产触发的美国及世界经济危机，世界各国的律师事务所大部分扩大了所内的破产业务部门，拟通过重整增加的企业破产以及再生业务期待增加收入。虽然金融公司以及汽车公司等大规模地破产，可是回生程序开始后，除了美国以外，欧洲和亚洲大部分国家投入政府财政通过Bail-out等采取了事前预防措施克服了经济危机。结果除了美国以外的其余世界各主要国家并没有发生大规模的破产以及回生事例，因此各国的Bankruptcy Lawyer并没有得到预期的效果。

从这一点而言“企业的不幸可以说是Bankruptcy Lawyer的幸福、企业的幸福是Bankruptcy Lawyer不幸(?)”但是就如同“人们得病大夫才能赚钱”是一个道理，虽说如此，但治病的大夫的作用是不可忽视的。

同样道理，企业陷入财政危机后，使其不瓦解走向回生以及复活的路，不可忽视的是运作破产法这一法律魔术(Magic)的Bankruptcy lawyer肯定性作用和使命。

B. 韩国倒产法发展的沿革逆说 - IMF 经济危机

在韩国直到1990年代中半期，破产实务在全体法律实务中占据的比率很少，能够熟练掌握破产法和回生整理法并适用的法官和律师也极少。进入公司整理程序的公司回生程序大部分是经由10年根据存续型整理计划草案消极地、缓慢进行。

但是1997年以后大约10年期间，韩国的倒产实务成就了划时代的辉煌的发展。对企业回生以及破产熟悉的法官和律师等法律专家辈出，即使不是专家大部分法曹人士对破产法和倒产程序具备着相当的实际运作案例的经验。从1997年

¹ 环太平洋律师协会(Inter-Pacific Bar Association)倒产法委员会委员长、大韩律师协会企划理事

至2010年为止，韩国法院主导成功地进行了“回生公司的M&A”，使回生事件业务稳步发展。韩国的法院和律师在短时间内积累了丰富的经验有力地推动了回生实务的发展，这在世界上也是罕见的。

韩国破产法的发展与1997年韩国面临的国家性破产这一深刻的经济危机和由此主要企业和金融机构在内的韩国的大部分企业的集中性破产的历史经验有密切的联系。概言之韩国破产法的划时代的发展是以韩国经济的深刻危机和破产为契机形成的，所以从这点上与前述‘Bankruptcy Lawyer逆说’是一脉相承的。

但是，1990年末为止进入回生程序的大部分企业经法院的回生M&A程序作为财务构造优良的公司重生，韩国经济经由IMF经济危机的严酷训练反而比之前更加强大地发展。现以健壮的体制展现给世人的韩国经济的根底中，还有资金流动性危机，为了确实治好得病的企业韩国倒产实务的技巧和能力均在发挥巨大的作用。

在韩、中、日三国中，日本自成体系积累了丰富的企业回生以及M&A经验、中国也制定破产法以后，取得了辉煌的发展。但是，在三国中韩国尤其是国家整体性的经历过破产危机，在非常时期为了企业的回生开发了非常方法，“公司回生程序中的M&A”就是其中的独创性法律技巧，因此三国专家共同探讨具有着重要的意义。

下边介绍在韩国回生程序中M&A可行的历史性背景、经济背景、具体的M&A运用方式、并探讨现实中产生的几点争议和课题。

2. 韩国回生公司 M&A 实务背景以及发展（1997-）

A. 韩国 IMF经济危机（1997年 - 2000年）⇒大规模公司申请整理程序²

1997年初期开始东南亚的泰国以及台湾等经历的外汇危机于1997年9、10月蔓

² 2006年被称为统合倒产法的《债务人回生以及破产相关法律》制定之前，韩国倒产法分为公司整理法、和议法以及破产法三种。因此2006年以前的企业进行Restructuring时，根据公司整理法使用“整理程序、整理公司、整理计划”等用语。2006年以后，根据《债务人回生以及破产相关法律》替换为“回生程序、回生公司、回生计划”等用语。本文以2006年为分界线区别使用“公司整理程序”或“回生程序”。

延到韩国，韩国陷入了深刻的外汇危机。1997年10月韩国银行的外汇储备量急剧减少不足10亿美元，国家面临了破产。为此韩国政府不得已放下自尊，1997年12月向国际货币基金 (IMF) 申请紧急救济贷款，按照 IMF 的要求基于 Stand-By Arrangement 对国家经济体制进行了结构改革。

当时 IMF 给韩国紧急贷款 195 亿美元并延长债务期限等，给予紧急支援措施的代价就是按照 IMF 的劝告进行金融改革以及开放，实施高汇率、高利息政策。在这一过程中原本韩国的汇率为 1 美元兑 800 韩元、后来急升至 1 美元兑换 2,400 韩元，银行年利息也从 10% 涨到 20%。

在高利息、高汇率的逼迫下韩国企业界的亏损企业以及坚实的企业也被推入到破产的边界。结果，从 1997 年开始至 2000 年为止，韩国很多主要的大企业进入了公司整理程序，主要银行从政府得到储备金的紧急支援 (Bail-Out) 得以生存，储蓄银行和综合金融公司等大部分进入了破产程序。

这一时期进入公司整理程序的大企业仅以 1997 年为基准在韩国 30 大财阀企业中占 50% 以上，也就是 16 家集团进入公司整理程序等被解体 (参照以下图表)。有意思的是当时前 10 位财阀集团中解体的只有 3 家、从第 11-20 位企业中有 6 家集团、21-30 位企业中 7 家集团没能摆脱经营压迫，进入公司整理程序等解体、消灭。

| 顺位 | 财阀集团 | 存续/解体 | 公司整理程序 | 银行 Work-out 程序 |
|----|------|-------|---------------------|---------------------------------|
| 1 | 现代 | 存续 | | Hynix, 现代建设 |
| 2 | 三星 | 存续 | 三星汽车 (M&A → RNO) | |
| 3 | LG | 存续 | | LG Card |
| 4 | 大宇 | 解体 | 大宇汽车 (M&A → GM) | ** 大宇建设 (M&A → 锦湖集团, 60 亿美元) |
| 5 | SK | 存续 | | ** SK Global (SK Networks) |
| 6 | 双龙 | 解体 | | 双龙汽车 |

| | | | | |
|----|--------|----|-------------------------|------------|
| | | | | (M&A→上海汽车) |
| 7 | 韩进 | 存续 | | |
| 8 | 起亚 | 解体 | 起亚汽车 (M&A→现代汽车) | |
| 9 | 韩华 | 存续 | | |
| 10 | 乐天 | 存续 | | |
| 11 | 锦湖 | 存续 | | |
| 12 | 汉拿 | 解体 | Mando机械 (M&A) | |
| 13 | 东亚 | 解体 | ** 大韩通运 (M&A, 40亿美元) | |
| 14 | 斗山 | 存续 | | |
| 15 | 大林 | 存续 | | |
| 16 | Hansol | 解体 | | |
| 17 | 晓星 | 存续 | | |
| 18 | 东国 | 解体 | 东国制钢 | |
| 19 | 真露 | 解体 | ** 真露 (M&A, 30亿美元) | |
| 20 | 科隆 | 解体 | 科隆 TNS | |
| 21 | 高合 | 解体 | 高合 | |
| 22 | 东部 | 存续 | | |
| 23 | 东洋 | 存续 | | |

| | | | | |
|----|---------|----|---------|--|
| 24 | 海太 | 解体 | 海太电子 | |
| 25 | newcore | 解体 | Newcore | |
| 26 | 亚南 | 解体 | 亚南电子 | |
| 27 | 韩日 | 解体 | 韩日建设 | |
| 28 | 巨平 | 解体 | 巨平重工业 | |
| 29 | 美原 | 存续 | | |
| 30 | shinho | 解体 | shinho | |

当时主要负责韩国企业回生整理程序的首尔中央地方法院破产部被称为韩国的第5大财阀，其理由是2001年当时首尔中央地方法院破产部管理的整理公司的资产合计规模排在三星(1) - 现代(2) - LG(3) - SK(4)后的第5位。因此，1997年以后的这几年，韩国法院审理的诉讼事件中不是纯粹的破产案件就一般的民事案件1/4以上的案件当事人或利害关系人为整理公司以及破产公司或其中之一。如此倒产法在全体法律实务中占据了重要的地位，基本上所有的法官和律师以及银行家必须要学习公司整理和破产实体法以及程序法。

这一时期（1997-2000年）申请公司整理程序的企业大部分通过减免债务、延长偿还期限以及债权出资等为内容制定了10年存续型整理计划草案，整理公司的M&A非常罕见。因为当时法曹界以及经济界对“整理公司的M&A”较生疏，而且韩国大部分金融机构以及企业处于自身难保的状态，根本没有收购整理公司的余力。

在此有必要谈这一时期基本上所有的整理计划草案均适用的债转股(debt-equity swap)方式。债转股在整理公司的经济状况恶化，形成大规模的债务减免的过程中，并不是图其实际利益而是将减免的债权名义上转换为股份的性质更强。

通过这一出资转换，大量的负债变为资本，整理公司的财务构造得到根本性的改善，成为整理公司的M&A圆满成功的良好基础条件。而且根据经济好转，有时

候出资转变当时如同废纸片的整理公司的股价使其涨到出资债权额面价的几倍，发生了债权人得到很大利益的情况。其后，在韩国回生程序或银行主导的企业构造调整促进程序中(Work-Out)，债转股成为债权调整的基本手段之一被有效利用。

另一方面，1998年申请公司回生程序以及和议程序的汉拿集团根据企业方面的提议有效利用美国Rothschild集团的桥梁论分两个阶段引进外资进行了M&A，在企业回生中作为成功例子值得一提。该事例成为回生公司M&A实务发展的先驱性例子。

B. 韩国经济的恢复与景气回生 (2001 - 2008년) ⇒ 回生公司M&A的白热化发展阶段

如同掉进无法估摸深浅的深渊的韩国经济于2000年以后意外地迅速恢复并进入了良好运转期。2001年韩国偿还了从IMF贷款的195亿美元脱离了IMF统制。

三星电子和LG电子为代表的电子产业和汽车产业(现代汽车)以及IT产业(移动电话以及网络)等主要产业显著发展进入了轨道。

所有经济指标也得到积极的改善，1997年危机当时大约只有9亿美元的外汇储备量而到2006年增加至2,240亿美元，曾上升的1美元兑换2,400韩元的汇率到2006年稳落到1美元兑换1,000韩元，利息也变为低利息。

通过这样的经济互助背景，因急剧变化的高利息、高汇率公司虽然进入了回生整理程序，但是基本上以稳步的销售和经营的整理公司为中心开拓了积极的M&A市场。几年来为众多整理公司的管理业务付出辛劳的韩国破产法院顺应这一趋势积极推动“整理公司的M&A”以期早期终结整理程序。

从2000年至2008年为止，主要整理公司的M&A事例可以举：真露(收购资金大约20亿美元)、仁川精油(收购资金大约30亿美元)、国际商事(收购资金大约8亿美元)、大韩通运(收购资金大约40亿美元)等。这些整理公司通过M&A，用收购对价偿还了余下的整理债权，而且还扩充了企业的资本金，得到利害关系人均满意的效果。

C. 韩国回生公司 M&A实务的基本构造 - 主要使用 “新股发行方式”

2000年代以后，韩国法院着手实施的“回生公司M&A”的显著特征为：(1)法

院监督下的公开招标； (2)有效利用新股发行方式。

在法院监督下公开招标是为了保证M&A程序的合法性以及透明性，在M&A过程中寻找健全的收购者，以期贡献于整理公司的财务构造的改善和坚实化。还有在M&A中债权人、股东以及整理公司之间产生多样化的对立性利害关系，对其处理原则应公平、公正，才能通过合法的法定程序成立。

另外，韩国法院在回生公司的M&A中主要使用新股发行，营业转让、资产转让方式并不多。这是因为回生公司在M&A过程中得到相当规模的资本投资，以此为财源偿还业已存在的整理债务，确保资本/负债比率为1:1的优良的债务构造的状态，使企业重新开始。

根据韩国法院破产部的回生公司M&A准则，希望收购回生公司的收购者应用1/2以上的收购资金投资认购“回生公司发行的新股”，以剩下的1/2以下的资金用来认购回生公司的债券。

收购人投资的新股认购资金和债券认购资金用于偿还业已存在的回生债务，偿还余下金额以后，保留到公司作为运营资金。

收购对价如果能全额偿还回生债权，经“回生计划草案变更程序”，即无须经关系人集会只要法院许可就可以终结回生公司M&A程序。收购对价不足以全额偿还的情况下，“为了减免回生债权应经回生变更程序”。变更回生计划或未经变更缴纳收购资金之后，大部分回生债务得到偿还法院就可以终结回生程序。

从2000年开始至2008年前后，韩国资金市场较活跃的时候进行公司回生M&A中，大多数优良企业以收购对价偿还回生债务。在大韩通运的M&A事例中，全额偿还回生债权的基础上、债转股得到的股份价格涨到出资转换之前的回生债权的账面金额的3倍，得到了追加性利益。

接下来分析根据新股认购方法实施的回生公司的M&A过程。

例如某一回生公司存在1亿美元的回生债务和1亿美元的共益债务。因公司亏损资本显示为“0”，资产为5亿美元。

回生公司M&A程序开始后，收购人投资5亿美元的收购资金，其中1/2以上相当于3亿美元作为新股认购款缴纳，剩下的2亿美元作为认购公司债券的资金缴纳。

得到的5亿美元的收购资金中4亿美元用于全额偿还回生债务，剩下的1亿美元保留用于公司的运营资金。结果M&A收购结束以后，该回生公司的资本达到3亿美元、负债为3亿美元(共益债务1亿美元、公司债为2亿美元)，资本/负债比率为1: 1，公司资产增加到6亿美元。

世界著名的烧酒制造厂商真露、仁川精油股份公司以及韩国最前位物流公司大韩通运等公司均通过回生公司M&A程序早期成功再生。2008年大韩通运成功地进行了M&A得到收购认缴资金40亿美元，用其中的7亿美元全额偿还了回生债务。1997年IMF以后，大约经10年的时间韩国企业的回生程序告了一段落。

这期间韩国法院进行的回生公司M&A的主要特征为忠实于“回生公司利益”。这一时期，回生公司的原大股东因为负亏损责任大部分股份被注销，被弱化了所有权。在DIP制度还未引进的情况下，法院任命的第三方管理人(Trustee)站在中立的立场按照法院的指示处理业务，在法院主导下的回生程序中债权金融机构并没有充分的发言权和影响力。因此，在“债权人”、“股东”、“企业”之中，出现“抽象的enterprise”的利益优先于“债权人”和“股东”的倾向。

如此，回生公司M&A的性质显得很突出，在非常时期肩负很多企业命运的法院主导了回生公司的M&A，在某种程度上提高了效率，但是弱化了破产程序中私的自治性质。由此，债权金融机构主导的企业构造调整程序相对受欢迎，产生了依据倒产法的回生程序相对弱化的副作用。

实际上，1997年-2000年的期间，亏损的大部分企业进入了公司回生程序，但是2002年以后亏损的SK Global、LG信用卡等主要公司依据企业构造调整促进法在债权金融机构的主导下通过企业构造调整程序维持企业所有权的同时成功地再生，明显大企业适用回生程序趋向减少。

D. 2006年统合倒产法的制定与2008年世界经济危机以后的状况

韩国根据IMF的要求进行了经济改革，作为其中一个环节修改了倒产法，于2006年制定统合回生程序和破产程序的《债务人回生以及破产相关法律》。

韩国统合倒产法与美国倒产法相比虽说有所差异，但基本上是以U. S. C. Title 11 Bankruptcy Code为蓝本制定的。因此，统合倒产法的回生程序与美国

的 Chapter 11 reorganization proceeding类似，破产程序与美国的Chapter 7 liquidation bankruptcy proceeding类似。

制定统合倒产法以后，韩国破产法院原则采用以选任债务人代表董事为管理人的类似于美国的 DIP制度，在回生公司原有股东股份注销方面较慎重，引导企业更加便于利用回生程序。

另一方面，在2008年美国雷曼破产触发的世界经济危机中韩国经济虽不是整体性的陷入了困境，但是建筑、海运等部分产业群中产生了诸多亏损企业。

对此，2008年下半年韩国政府令主要债权金融机构对45家大规模企业群以及建筑、海运等危险产业群体进行亏损评估，以A、B、C、D评级，对于其中的B、C等级企业以债权金融机构主导下延长偿还期限等方式进行企业构造调整程序 (Work-out)，对D等级企业认为没有必要再支援使其退出。

结果，至今大规模企业倒产现象还未发生，大部分亏损企业在企业构造调整程序中由债权金融机构管理。只有债权金融机构放弃Work-Out的marginal企业或海外债权人众多Work-Out程序只能约束国内金融机构等原因不适合适用时，才利用回生程序。

在这种大环境下，最近韩国企业回生程序经第一阶段的债权金融机构的Work-Out程序之后，在这一程序中不可能再生的时候进入第二阶段的最终回生程序。因此，韩国法院的回生程序趋向萎缩，因优良企业不进入回生程序，所以目前的状况是“回生程序中的M&A”实务也并没能得到有效利用。

最近成功的回生公司M&A中最大的事例是双龙汽车公司的再生过程。双龙公司的概要：(1)原有大股东是中国上海的汽车集团公司，在申请回生程序以后事实上不再干预经营；(2)债权人中相当多的一部分为海外债权人，因此不适合适用国内金融机构主导的Work-Out程序。双龙汽车的回生M&A经2年的时间，由印度的Mahindra Group收购终结，具体也适用了新股发行方式。

3. 韩国回生公司 M&A实务与 几点有关争议

A. 与回生程序竞争的 Work-Out程序的存在

最近韩国企业与债权金融机构根据企业构造调整促进法在债权金融机构的主导下进行法庭外的企业构造调整程序（Work-Out），并不适用法院进行的回生程序，因此韩国回生事件实务处于一种危机状态。

企业拥护Work-out程序的理由在于如果目标企业进入回生程序以后，需要抵消相关亏损债权的呆帐，但是进入Work-out程序就没有必要抵消亏损呆帐，因此有利于银行的债务构造，而且在法院的回生程序中债权金融机构没有发言权，但是在Work-out程序中债权金融机构如同回生程序中的破产法院具有全权主导权和意思表决权，事实上等于掌握着客观根据。

过度拥护Work-Out程序也有不少问题。在企业构造调整程序中债务财务调整（债权减免、偿还期限的缓期、出资转换等）措施类似于回生程序中的回生计划草案，但是在对企业构造调整程序的合法性无法控制的情况下，由主要金融机构自发地进行构造调整有违倒产法追求的公正、公平的原则。而事实上在好几件Work-Out重整中出现了债权额少的海外债权金融机构的利益在主要债权金融机构的掌控下被忽视的情况。几件事例表明仅以企业构造调整促进法规定的程序无法像回生程序那样进行明确的权利救济。

笔者认为虽然尚还存在诸多问题，但是依据传统倒产法程序的企业回生程序更加优越于企业构造调整程序，符合法治主义原则。为此，法院回生程序应取企业构造调整程序的长处补短，使韩国的回生程序如同美国的Chapter 11，成为亏损企业依赖的制度，这就需要划时代的改革措施。

在回生程序中保障债权人和股东的自律性，应提出改善弱化法院主导的实质性、立法性方案，在会计方面对进入回生程序的企业对象债权和进入Work-Out程序的企业应实行债权债务的平等，亟需这方面的立法、实务的改善。

从这里可以看出回生公司的M&A使亏损企业股东感觉到有可能失去经营权，这点与回生程序的活跃化要求是背道而驰的。需要了解的是进入回生程序后无论什么时候法院都有可能以M&A方式取代经营权，无论用何种方法回生可能性小的公司的大股东可能会申请回生程序，但是虽然存在暂时的困难，可以判断企业还有可能取得经营成果或有相当的回生可能性时，企业的大股东很难代替Work-Out程序，

选择回生程序。从这一点上，韩国破产法院积极推行回生公司M&A的做法是否为恰当，对此还留有疑问。

B. 回生公司 M&A的主体与利益衡量问题

过去积极推动回生公司的M&A的时期，笔者经受的回生公司M&A事例中大股东和管理人发生了激烈的争论。在回生公司的第一阶段整理计划中成功减免债务、出资转换以后，避免了资不抵债的状态，股东的表决权得到恢复，以取得经营管理权为目的持有50%以上股份的大股东和破产法院以及管理人之间围绕着回生公司是否需要M&A进行了激烈的法庭争论。

初期，大股东试图不投入新的资金取得经营权，通过出售回生公司的资产拟偿还回生债务多少表现得自私自利。对此法院和管理人认为如果允许大股东的行为，企业价值就会明显下降，因此推动了通过公开招标程序的回生公司的M&A。但是，公司剩下的回生债权大约为3亿5千万美元，最终中标的收购人投资的新股认购缴付款为4亿美元，公司债券认购款为4亿美元，共计8亿美元用于偿还债务后还有富余。

对此原大股东主张自己也可以发行新股筹集资金偿还全额回生债权，要求不要进入回生公司的M&A程序。但是最后采用了第三方收购的M&A方式。在该案中，从债权人角度而言，无论谁所有公司都可以得到偿还，从“抽象的企业自身的角度而言”第三方收购公司有利于债务构造的改善以及运用资金的确保。

当时M&A是在IMF危机以后，大量的企业进入法院的“公共保护网”处于非常状态时，法院的监护作用达到了极限，在这一点上相应地可以正当化。但是，如今正常时期很难判断回生公司需以M&A重整。

因此在回生事件中以下几点可作为判断标准。

(i)回生公司是否需要通过 M&A变更经营权； (ii)原股东拟维持或恢复经营权的期待是否应得到尊重； (iii)在资本完全渗透状态的公司将债权人视为股东是否恰当等作为判断的基准。

4. 结语

1997年IMF经济危机以后，韩国的倒产法有了辉煌的发展。在回生公司的M&A实务中韩国破产法院以及破产律师取得了值得夸耀的成果。

尤其是韩国倒产法的发展和经验在2008年美国波及的世界金融危机中使韩国避免了混乱，在稳步应对的过程中做出了巨大贡献。

但是，韩国的大规模倒产经验不仅在法曹界、给政府和金融界也培养了众多的倒产专家，由此最近韩国倒产实务呈现了“法院主导的倒产法体系”和“政府以及金融机构主导的“Work-Out”体系，事实上可以评价为法律界失去了主导权。倒产程序的效率性和法治主义两项要求中，法治主义处于被效率性挤对的状态，为克服这种现象韩国法院和倒产法界需要强化回生程序的效率性，回生M&A实务也要顺应这种时代潮流需要设定新的方向。

日本再生型 M&A 的特征

——包括重整预案型程序

阿部信一郎（日本中央大学法科大学院特任教授，
东京青山木狗法律事务所 Baker&Mckenzie 律师）

第1. 日本的 M&A 现状（2011 年上半年）

1. 日本的普通型 M&A 的现状

根据汤母罗依德（日本 M&A 研究 2011 年上半年）的公布数据，2011 年上半年日本的 M&A 事例件数为 1277 件，与同期相比减少了 9.2%。金额达到 6.3 兆亿日元，与同期相比增长了 45.3%。地震之后（从 3 月 20 日至 6 月 30 日）的件数为 740 件，与去年相比减少了 16%，交易规模达到 3.8 兆亿日元，是去年的 2.2 倍。

2. 日本再生型 M&A 的现状

（1）企业破产状况

据股份公司帝国数据库公布的资料（全国企业破产统计集、2011 年上半年报），2011 年上半年负债总额 1000 万日元以上的法定破产案件数（法庭整理）为 5846 件，比前两年的同期相比减少了。在过去十年间为最少的负债总额。上市公司的破产总数仅 2 件，与前年同期的 4 件相比下降了。最大的负债总额为股份公司林原（公司更生）的 1322 亿 7100 日元。

（2）再生型 M&A 的状况

最近日本再生型 M&A 对象企业的行业特征体现在不景气的房地产、建筑工程承包、消费金融行业（武富士公司、Credia 公司、Lopro 公司、Aiful 公司）。M&A 件数虽然少，但是在一些有名的事例中出现了海外企业对日本破产企业感兴趣的情形有所增加。例如，消费金融股份公司武富士（正在更生中）进入更生程序后，韩国消费者金融 A&P 金融公司成为了重整方。另外，以海藻糖著称的股份公司林原（公司更生中）最终由日本企业收购，但候选人中曾有过韩国企业。

第 2. 一般的 M&A 程序与再生型 M&A 的不同点

1. 一般的 M&A 程序

M&A 程序一般分为：①购买人选定程序；②利益相关者保护程序。关于其中的第①项有关选定购买人程序，公司法等法令不可能有特别的规定。另一方面，关于第②项利益相关者保护程序，根据每一个 M&A 方式公司法都具体地予以了规定。

2. ①买主选定程序

(1) 一般型 M&A 中的买主选定程序

买主选定程序通常有招标方式和一对一的个别交涉方式两种。其中招标方式内容分为如下顺序：①组成项目组，选定买主候选人；②同时编制提交的资料 (IP)，缔结保密协议 (CA)；③进行第一阶段招标，选定几家 (2-5 家左右)。在这一阶段基于限定的信息投标者报价；④进行实地调查 (DD)；⑤进入第二阶段，决定招标受让方；⑥订立合同；⑦结束。

(2) 再生型 M&A

在日本进行再生型 M&A 的时候，买主的选定程序上一般采用招标方式。其理由是：招标方式与个别交涉相比较透明；通过竞标可以最高价格售出；对投标方提示的再建计划较易于做比较；便于债权人和法院了解情况。

尤其是，实施招标方式需要多数的购买候选人。2008 年雷曼危机以前，候选人除了具有相乘效果的同行业者以外，还有基金等诸多金融交易商。但是雷曼危机以后，经济状况停滞不前，金融环境有了变化，出现了购买候选人减少以及有前景性的再生企业少的原因，即使想实施招标方式也无法进行的状况比较多。无法实施招标时，通常在交易伙伴或股东中选定破产企业的买主，也就是采取个别交涉的方式。

3. ②利益相关者保护程序

(1) 在一般 M&A 中利益相关者保护程序

程序保护的利益相关者主要有：①股东；②债权人；③劳动者。对这些利益相关者的保护程序，根据不同的 M&A 方式公司法设有具体规定。

① **股东保护程序**：关于合并、股份交换、股份移转、公司分立、全部营业转让公

司法规定应经由股东大会特别决议；

- ② **债权人保护程序：**关于合并、股份交换、股份移转、公司分立¹公司法规定应通知债权人或公告。
- ③ **劳动者保护程序：**关于公司分立，雇主有必要与劳动者进行协商（2000年商法修改附则第5条第1项、劳动合同法承继法第7条）。

(2) 在再建型 M&A 中利益相关者保护程序的调整

在破产程序中的再生型 M&A、与一般的 M&A 同样，适用公司法规定²的营业转让、公司分立、100%增减资。在再生型 M&A 程序中应履行上述（1）的程序；

但是，在再建型 M&A 中，根据破产法（公司更生法、民事再生法、破产法等）的规定有必要对公司法规定的各种保护程序做调整。

- ① **（股东保护程序方面的调整）无需股东保护程序。**破产企业在企业价值进一步毁损之前，不等制定再建计划，前期需要营业转让的情况比较多。如前所述，公司法规定需要股东保护程序以及股东大会特别决议（公司法 467 条、309 条第 2 项第 11 号），但是破产企业处于资不抵债的状况时，根据法院许可可以进行营业转让，无需经股东大会决议（公司更生法 46 条、民事再生法 43 条第 1 项第 8 号）。另外，资不抵债的企业根据再生计划进行营业转让的时候，需经债权人决议，而不需要股东大会特别决议（更生法 210 条、民事再生法 43 条）。无需股东保护程序（股东大会特别决议）是因为破产企业陷入资不抵债的状况时，股东的自益权即经济利益变为无价值，所以即使限制公司股东利益并不存在不当的问题。
- ② **（债权人保护程序的调整）债权人的意向反映到 M&A 程序全过程。**在 M&A 中的债权人保护程序是为了确保债权人的个别债权的履行³。M&A 程序中重要的一点是，股东通过股东大会决议进行意思表示。但是，在再生型 M&A 中破产企业

1 根据公司法规定公司发行不分配剩余资产或附带全部取得条件的种类股时，公司分立后可以对分立公司请求偿还全额债务的债权人，排除在债权人保护程序之外（日本公司法 789 条 1 款 2 号、810 条 1 款 2 号）。

2 关于公司的 M&A 方式，如前所述有合并、股份交换、转移、购入股份（已发行股票、新股）。例如：武田药品工业收购案是由 Nordic Capital 投资集团收购武田药品工业的全部股票。

3 公司法规定对债权人进行通知、公告，对异义债权人付款、提供担保。

陷入支付不能或资不抵债的状况，如前所述无须股东保护措施，主要以债权人利益为中心。因此，在再生型 M&A 中，债权人意思会反映到 M&A 的全部程序中。例如：制定重建计划之前进行营业转让时，法院需听取债权人的意见（公司更生法第 46 条第 3 项）；基于重建计划进行营业转让时，重建计划需经债权人集会（或书面表决或两者并用）法定多数表决（公司更生法 196 条、再生法 172 的 3）。

- ③ （劳动者保护程序的调整）劳动者的意向反映到 M&A 的全部程序。在重建型 M&A 中，劳动者以及工会的意向反映到 M&A 的全部程序。例如：无论公司是否基于重建计划（更生计划、再生计划），公司进行营业转让时，法院应听取工会等的意见（更生法 46 条③、188 条，民事再生法 42 条第 3 项、168 条）。一般的 M&A 没有这些规定。这些规定是因为关系到营业转让以及企业重整中的重建计划给破产企业的利益相关者带来很大的影响，因此虽然劳动者不参与公司经营，但还是听取他们的意见。

（3）再生型 M&A 程序存在的固有问题

- ①作为破产程序的一个环节，需要履行破产法中的全部程序。一般的 M&A 只要履行公司法上的保护程序、当事人之间达成一致协议就可以自由地终结 M&A 交易。但是，再生型 M&A 是破产法程序中的 M&A，所以除了履行公司法规定的程序以外，还要履行破产法规定的程序。例如：实施制定重建计划之前的 M&A 的时候，应听取债权人以及劳动者等的意见，需要法院许可；按照重建计划实施 M&A 的时候，需经债权人集会、经法院讨论决定批准重建计划草案等各种程序。履行这些程序，重建型 M&A 与一般的 M&A 相比，直到终结为止需要更多的时间。
- ② 法院以及管理人等企业外主体的判断反映到程序中。法定重整与一般的 M&A 不同，由法院登场。例如：在公司更生程序中，法院选任管理人（与英国相比较），由管理人经营公司、制定重建计划、向债权人偿还债务。管理人在推进破产企业的 M&A 的时候，与法院实质性的进行协商，需要得到法院的许可以及批准。同样，作为法定重整程序的民事再生程序是 DIP 型，法院作出开始进入重整程序决定之后，旧经营管理人员仍作为经营者决定 M&A 方式以及买主。但

是，在民事再生程序中，由法院选任的监督委员行使同意权、或通过法院自身的许可程序控制 M&A 程序。

- ③ **在破产企业的收购合同中，买主保护规定被限制的情形较多。**破产企业买卖 M&A 合同与一般的 M&A 合同不同，对买主的保护是限定的、或几乎不予保护。反映管理人（监督委员）或法院意向的时候比较多，没有商量的余地。因此，收购破产企业的时候，需要慎重地进行实地调查，需要研究是否存在不恰当的交易或偶发性债务等问题。
- ④ **要求交易商变更交易条件的情况比较多。**在一般的 M&A 中，持续从前的交易，根据营业转让或合同上的规定除了重新需要取得同意的情况外，一般出现问题的情况较少。另外要求变更条件的情况也少。但是，在再生型 M&A 中，破产企业在信用状况恶化的情况下，为维持从前的交易关系，需要变更条件的情况较多。申请法定程序以后的交易通常被要求支付现金（COD、货到付款）、缩短信用期间。

第3. 法庭外债务重整再生型 M&A 的定位

1. 破产程序中的 M&A

以前在日本不景气的时候破产案件数增加，M&A 交易减少。相反景气的时候 M&A 交易增加，破产件数减少。但是，1997 年 4 月破产的皇冠租赁公司把租赁业务部门转让给 ORYX 以后，在法定破产程序中开始利用 M&A 方式。最近，公司更生、民事再生中的再建型法定程序中，自主性再建型破产程序稀少，基本上是事业承继型破产程序。另外，在清算型破产程序中的破产中偶尔也利用营业转让。

如此在破产程序中利用 M&A 方式较多的理由如下。

- ① **有必要回避债务免除征税。**破产企业根据再建计划被免债务的时候，产生免除债务而带来的利益。因有利益而纳税，从债权人的角度考虑并不现实。为了避免纳税，破产企业将业务转让给其他公司，破产企业本身按计划却清算的情况多。
- ② **可以迅速且确实地处理破产事务。**根据自主性再建型用收益偿还债务时，对债权人的偿还期限过长，留下偿还债务不确实的问题。进行再生型 M&A，以 M&A 的对价进行第一次原始分配，可以短期内确实偿还债权人。而且债权人也易于

理解。

- ③ **可以有效利用经营资源。**破产企业中有优良部门时，把不盈利的部门分离出来，可保存优良部门的企业价值，可以保护交易商、员工等利益相关者。实施破产型 M&A 进行营业转让，将优良部门转让给别的公司，可以用转让对价作为分红资金。另外，与别的公司进行交易的债权人而言，可以切断簿外债务风险，放心交易。
- ③ **需要重整方的支援。**在日本，申请法定程序时，公司已毁损得相当严重。也就是说，公司的损益结算书（P/L、Profit& Loss Statement）恶化，营业收支恶化，破产状态相当恶化，资产不良化或过剩债务等极端的时候比较多。因公司毁损严重，能够免债务可以自力更生再建的件数增加是有难度的，需要重整方救助的情况比较多。另外，从债权人角度而言与其说通过长期分期付款得到偿还，还不如由重整方一次性的偿还。在日本重整方支援的件数比较多。在这种情形下，购入股份注入资本，即：日本的典型例子是 100%减资，由重整方重新增资。但是，从①或③的观点而言，通过营业转让或公司分立承继破产公司优良部门的方式也受欢迎。

2. 法定破产程序中的 M&A

日本的法定破产程序分为再建型和清算型。从申请的阶段开始，两者就有区别。再建型法定程序有：①公司更生程序；②民事再生程序。清算型法定程序有：破产、特别清算。

- ① **公司更生。**M&A 有各种各样的方式。例如：合并、购买股份（100%增资、减资）、公司分立、营业转让等。以前，重整方企业购买股份，也就是在更生计划中 100%减资，重整方向特定的第三方配股增资的事例比较多。但是，这几年，因前述理由，重整方企业（或子公司）承继业务的方式多。
- ② **民事再生。**与公司更生同样，在此程序中也可以适用各种各样的 M&A 方式。实务中，从旧公司向新公司的营业转移比较多，在 M&A 中营业转让以及公司分立方式比较多。

③ 破产。破产法是代表性的清算型法定程序。在破产程序中，申请开始破产程序以后，也有向第三人进行营业转让的情况。通过营业转让方式可以保存破产企业的企业价值，用转让对价偿还债务。在这种情况下，申请破产后，破产企业可以持续营业，所以有关持续营业需得到法院批准（破产法 78 条 2 项 3 号）。

3. 在法庭外债务重整中的 M&A

现在日本进行的法庭外债务重整种类有：事业再生 ADR 程序；整理回收机构（RCC）实施的再建计划；企业再生支援机构实施的程序（ETIC）；中小企业再生支援协议会实施的程序等。整理回收机构、企业再生机构以及中小企业再生支援协议会是公众机构。⁴像这样的“官方”作为程序的主体或调解员参与法庭外债务重整是日本法庭外债务重整的特征之一。参与日本航空公司（JAL）再建的企业再生支援机构，有时候直接出资或融资，有时候不直接出资或融资，但是参与调整当事人之间的关系。⁵在法庭外债务重整中的 M&A 方式与法定破产程序基本同样。例如：中小企业再生支援协议会参与的重整中，将目标公司分为 good 和 bad，把 Good 部分分离出来给第二公司的情况多（如后所述第二公司方式）。2010 年度在该协会的事例中，放弃债权采取第二公司方式的比例占 88%，近几年激增。⁶

4. 第二公司方式

第二公司方式指，将财务状况恶化的公司业务部门分为 good 和 bad，对 good 部门进行公司分立或营业转让，使其他企业承继（第二公司），留下 bad 部门进行清算，由此 good 部门再生（参照附图 1）。第二公司方式的优势为或者重整方重新出资或易于从金融机构借贷。原因在于：①因免去债务而产生的利益征税问题，在新公司（第二公司）中不存在；②可以隔离破产企业的账簿外债务等风险。账

4 整理回收机构（RCC）是政府出资控股的存款保险机构是该机构的 100% 的股东。企业再生援助机构，存款保险金机构的出资占一半。在中小企业再生援助协议中，该机构与各地的工商会所合作的同时，在经济产业省·中小企业厅的协助下进行活动。

5 可以用 ETIC 网站公开资料确认企业再生援助机构的援助地、援助方法等。

（<http://www.etic-j.co.jp/publication/index.html>）。

6 “中小企业再生援助机构协议会的活动情况、有关 2010 年度活动情况分析一”、中小企业厅支援课提供。

簿外债务等风险隔离的问题是日本的中小企业特有的问题，不恰当的会计处理常规化，造成资产评估以及损失金额调查困难。在这种情况下，原有金融机构对于免去债务的破产公司不可能再重新融资，但是对于承继 good 业务的新公司（第二公司）融资，作为新的交易基本上有可行性。基于这些理由，以中小企业为对象的中小企业再生支援协议会的事例中第二公司方式比较多，但是企业再生支援机构以及整理回收机构也采用该方式。而且 2009 年 6 月产活法修改新设了“中小企业承继事业再生计划”认定制度。根据这一制度，中小企业采取第二公司形式制定“中小企业承继事业再生计划”，该计划得到认定⁷后：①许可或批准第二公司承继旧公司；②减轻登记税以及房地产取得税等税方面的负担；③可以从日本政策金融公库等接受金融援助。

5. 重整预案型程序

在日本重整预案型破产程序一般指，申请法定程序之前就已定好重整方的情况。美国破产程序（Chapter11 程序）中的重整预案型是根据美国联邦破产法申请法定程序之前，债权人确认破产企业的财务概要（披露说明书）以及再建计划草案等，对再建计划草案是否赞成进行投票。但是，日本破产法没有这些规定。在美国申请之前与主要债权人对再建计划进行协商，对计划草案赞成与否是在申请之后进行投票。英国的重整预案程序是选任管理人之前决定收购方，协商买卖公司业务的一部分还是全部，选任管理人之后立即售出该资产。

日本型重整预案程序，在申请的阶段，只是定好重整方，对于未确定的合同内容（具体售出的目标资产、交易内容、售出金额、分店的整合、派遣董监事、是否整顿员工、选择企业重组方式中的公司分立或营业转让等）事后交涉的情况比较多，这一点与其他国家不同。是否有重整方在破产企业的再建方面至关重要，已经决定好重整方的重整预案型程序适合早期的事业再生。实际上提前决定好重整方，可以用重整方的信用避免企业的毁损，有利于可持续经营。另一方面，呈现了在重整预案程序中业已决定的重整方是否在再建中能够实现企业价值的最大

⁷ 认定要件规定需经公正的债权人调整程序，具体需要经过以下程序。

① 再生援助協議会②RCC 企業再生计划；③事業再生 ADR；④企業再生援助机构；⑤法庭外债务重整指南；⑥民事再生法等。

化的问题，过去有过这方面的事例。在重预案程序中以交易银行为主的大债权人
不反对重整方是最基本的条件。⁸

第 4. 具体事例（民事再生程序与公司更生程序）

1. 民事再生程序中的营业转让（汽车配件厂家 A 公司的事例）

这一事例是再生型 M&A，基于重整预案型程序申请民事再生程序，在再生计划
外早期进行营业转让的中小企业的事例。汽车配件厂家 A 公司的销售额 100%依存
于大型汽车厂家 D 集团公司。但是，A 公司在雷曼危机后，因 D 集团的订单减少陷
入经营危机，资不抵债，所以进入了法定程序。但是，D 公司需要持续汽车制造，
需 A 公司继续供应配件，所以在 A 公司的重整中，与 D 公司持续交易为前提，有
必要实施再生型 M&A。

（1）A 公司再建计划

采用了如下再生型 M&A 计划（参照附图 2）。A 公司得到 D 公司的同意，提前
决定将另一个配件公司 B 公司（向 D 公司提供与 A 公司不同的配件）作为重整方，
订立营业转让合同⁹，并于订立合同次日向东京地方法院申请进入民事再生程序（重
整预案型）。其次，法院裁定开始进入民事再生程序以后，A 公司立即让 B 公司
进行收购审计（DD、实地检查）¹⁰，根据其收购审计以企业价值作为前提对售出价格
等进行交涉。之后，签订营业转让合同，向法院申请营业转让许可后，经由面向
债权人的说明会、债权人意见听取程序，得到了法院的许可。未依据再生计划，
向 B 公司的全资子公司 C 公司进行营业转让。从申请开始民事再生程序到对价支

8 参照英国的 Statement of Insolvency Practice (SIP) 16。2009 年 1 月 1 日起实施、选任管理人
后，在债权人集会上向投资者披露再生内容。日本的资料参考高木新二郎“英美德法前期迅
速事业再生计划的最新展开（日文名称：英美独仏の早期迅速事業再生计划最近の展開）”、
NBL 刊务 957 号、15 页（2011 年）。

9 主要内容如下。但是①和②规定没有法定的约束力。

① B 公司（又称其全资子公司）在 A 公司申请民事再生后，受让 A 公司事业。

② A 公司和 B 公司签订基本协议书后，协商营业转让的详细内容，订立具有法律约束力的正
式营业转让协议。

③ 正式签订营业转让协议之前，B 公司向 A 公司收购审计。

10 C 公司通过 D 公司了解 A 公司的事业内容后，对 A 公司只实施法务 DD、财务 DD、未实
施商务 DD。

付结束为止需要了 2 个半月的时间¹¹。

本事例再生型 M&A 计划的特征为：①为了持续营业需要早期转让 A 公司，所以未根据再生计划进行早期的营业转让；②A 公司资不抵债因此未经股东大会决议经法院许可进行再生计划外的营业转让；③从所转让的业务标的评估出无形资产的将来收益性，高额转让营业。用该营业转让对价作为偿还债务的资金早期偿还 A 公司债权人的高额的债务；④A 公司营业收购者在申请程序之前已决定，采取了个别交涉的方式。

另外，与担保权人的关系上有其特征：A 公司向担保权人要求抵消担保权。C 公司直接承继了 A 公司附担保权的房地产（工厂、土地）。结束后，A 公司与担保权人之间解除担保交涉受到了挫折，所以 B 公司向法院申请抵消担保权许可。通过法院决定担保物的价格、缴付对价，最终抹去了房地产的担保权。

（2） 时间表

| | |
|-----------|---|
| X-1 日 | 签订营业转让基本合同（A 公司・B 公司） |
| X | 申请民事再生、监督命令、员工说明会 |
| X+2 日 | 债权人说明会 |
| X+4 日 | 开始再生程序决定 |
| X+3 3 日 | 签订营业转让合同 |
| X+3 5 日 | 向法院申请营业转让许可 |
| X+4 4 日 | 有关营业转让的债权人说明会（公司主办） |
| X+6 1 日 | 有关营业转让的意见听取期限（法院主办） |
| X+6 9 日 | 营业转让许可 |
| X+7 6 日 | 设立 C 公司（B 公司的全资子公司）、向 C 公司营业转让（营业转让后，A 公司成为没有业务的法人，解散并进行清算） |
| X+9 0 日 | 提出再生计划草案 |
| X+9 6 日 | A 公司解散（股东大会决议） |
| X+1 6 2 日 | 确定再生计划认可决定 |

¹¹ 其后，A 公司得到向 C 公司营业转让的对价作为原始资金，偿还债务。A 公司解散、并制定清算再建计划草案、向东京地方法院提出。再生计划得到多数债权人同意后，确定。

2. 公司更生程序中的公司分立（WILLCOM 公司）

本事例是从法庭外债务重整程序事业再生 ADR 移向法定的公司更生程序，接受了作为公共机构的企业再生支援机构的支援，采取再生型 M&A 方式中的公司分立的大型公司事例。

股份公司 WILLCOM 以 PHS 为中心进行电器通讯业务。WILLCOM 当初为了防止企业价值毁损，未采取法定重整程序而是采取了仅以大型金融债权人为对象的法庭外债务重整程序，申请了事业再生型 ADR。但是，WILLCOM 认为不减免债务，仅以延缓偿还期限等的债务重组再生是不可能的，因此撤回事业再生 ADR 的申请，向东京地方法院申请公司更生程序。另外，同一天 WILLCOM 也向企业再生援助机构申请再生援助，在东京地方法院裁定的公司更生决定开始之日，该机构也决定实行援助。¹²其后，WILLCOM 在公司更生程序开始决定之日，与 Advantage Partners 投资有限合伙、提供服务的基金（AP 基金）、软银股份公司（软银）及包括企业再生援助机构 4 家公司之间，签订了关于 WILLCOM 的再生援助基本协议。有关协议记载，在当初再建计划中，软银与 WILLCOM 建立业务合作关系，协助 WILLCOM 再建。但是，WILLCOM 事业价值的恶化超过了预想，WILLCOM 的财产管理人向软银提出不限于业务合作范围希望全面援助的请求。对此，软银承诺全面援助，与 WILLCOM 签订了出资合同。¹³后来在软银的全面援助下，向东京地方法院提出的更生计划草案得到了多数债权人的赞同，被批准后完成了更生计划。

（1）WILLCOM 的再建计划

本事例采用的再生型 M&A 计划如下（参照附图 3）。¹⁴

从更生计划批准决定之日起 3 个月内，将（旧公司）WILLCOM 作为吸收分立公司，Wireless City Planning 股份公司（（软银、及 A P 是提供服务基金等的出资公

¹²企业再生支援机构在本事例中虽然未收购 WILLCOM 的债权、出资或融资，但是起到调整当事人之间关系的作用（关系人调整型援助）。

¹³软银向 WILLCOM 派遣管理经营的财产管理人，草拟偿还更生债权人以及更生担保人债权人总计数百亿日元的债务，并援助资金使 WILLCOM 偿还债务为内容的更生计划草案等。

¹⁴ 参照 WILLCOM 的网页、

<http://www.willcom-inc.com/ja/corporate/press/2010/12/21/index.html>。

司)为吸收分立承继公司(新公司),从 WILLCOM 承继 XGP 事业、¹⁵营业用资产、及有关合同地位等。吸收分立公司(旧公司)WILLCOM 无偿取得·偿还其发行后的股票及全部新股预约的同时,重新发行普通新股给投资事业有限合伙人取得,而软银受让该合伙人的普通股,WILLCOM 成为软银的全资子公司。

本再生型 M&A 计划的特点是:根据公司分立只是将事业的一部分转移到新公司,旧公司不清算,由于伴随 100%减资的向特定第三人的配股及股份转让,成为出资企业软银的全资子公司。

另外,本事例的特征是:①从最初的法庭外重整程序(事业再生 ADR)向法定程序(公司更生)转移;②法院裁定的公司更生程序和企业再生援助机构的救助程序并用。

(2) 时间表

2009 年

9 月 24 日 申请事业再生 ADR 程序、正式受理(在当时的事业再生计划草案中,只向金融机构延缓支付,未想债务免除和股份化)

2010 年

2 月 18 日 事业再生 ADR 结束

2 月 18 日 提出公司更生程序开始申请(东京地方法院)

2 月 18 日 向企业再生援助机构申请再生援助

3 月 12 日 决定开始公司更生程序、企业再生援助机构的援助决定。
WILLCOM、软银、Advantage Partners 投资有限合伙(「AP」)订立有关 WILLCOM 再生援助基本协议书。

8 月 2 日 与软银之间订立出资者合同

10 月 14 日 向东京地方法院提出更生计划草案

11 月 30 日 批准更生草案(根据书面投票)、完成企业再生援助机构的再生支援。

12 月 21 日 决定更生计划的公司分立,完成增减工资及转让股票

¹⁵根据 XGP 方式提供数据通讯服务的专业用语,与之前的 PHS 相比可提供更高速的服务。不提供语音服务。WILLCOM 试验性的提供了服务。

12月24日 确定批准。

第5. 日本固有的问题—再生型 M&A 的问题点（回归型、退出型）

1. 退出型 M&A 中的问题点

因日元升值日本企业收购海外企业的需求也越来越高。但是，日本企业在海外通过再生收购进入破产程序却比较难。具体理由如下。

① **缺乏收购海外破产企业的动力；**日本企业以日元升值为背景如果收购具有技术、营业能力的海外企业还好，否则没有必要冒风险去碰破产企业。另外，在日本对破产企业的再生收购印象都是负面的、并不具有购买解除债务负担的、透明性的正面印象。破产公司=淘汰公司。在这一点上，对海外破产企业的收购风险更大，缺乏收购动力。

②**在倒闭企业的招标程序中流标；**日本企业一般决策慢。（美国企业数天或一周左右，迅速决定可行的事项。在日本企业书面请示有时候需要 2、3 个月左右）。因此参加海外具有速度感的破产程序的投标是困难的。（至今没有优良的案例）。另外，日本企业即使能参加投标，每次投标需经过公司内决算程序，无法应对美国的 363 条特卖哄抬投标，通常败阵而退。

③**M&A 后的公司经营是困难的：**一般而言，日本企业经营破产企业的经验较少，技术信息也少。为此，即使 M&A 海外破产企业，M&A 后的公司经营也是困难的。实施收购审计（DD）明确改善项目，在实施改善项目事业再生的过程中、管理现场的董事和员工、还有语言问题，这些都是通常所说的困难。因此，日本企业的海外 M&A，概括而言只把分红收入作为目标，对海外企业进行 M&A 是为获得收集信息地等等。实际情况是：针对缺乏企业经营必要性的企业为目标进行 M&A。

2. 回归型再生 M&A 的问题点

相反海外企业在日本以再生收购方式收购破产企业时，存在如下问题。部分与前述“再生型 M&A 固有问题”重复，但是在此予以重申。因此，海外企业收购日本破产企业不仅在资金规模、还是件数上均少。

① **企业重建开始得慢、企业价值的毁损明显。**在美国损益结算表（PL）还未产生利益的阶段，已开始重建的情况较多。但是，在日本改善资产负债表（BS）的

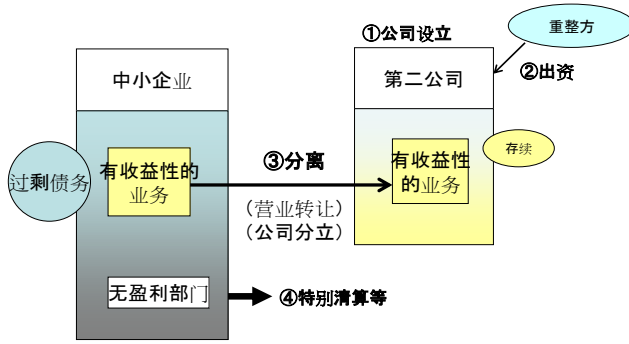
阶段，也就是说偿还债务困难以及资产劣质化不明显时，不会开始采取法定程序或裁员等再建措施。因此，日本企业破产的时候，背负着相当的过剩债务，资产劣质化的情况多。破产企业的企业价值毁损得厉害，一开始再建的难度就大。

- ② **有关破产企业的信息披露不足。**在日本法定破产程序中的信息被破产企业（债务人）、主要债权人、管理人独占，所以被指出收购候选人无法与企业进行独立平等的交易。信息不对称，成为海外企业收购日本企业的障碍。
- ③ **M&A 交易交涉的余地少。**破产企业处于法定破产程序的法律保护的状态，所以与破产企业（管理人）交涉的余地通常少。例如：有关卖主方（破产企业或管理人）的补偿条款的义务范围相当窄。另外，卖主方的保障表示也相当简单。
- ④ **终结为止需要长时间。**再生型 M&A 是破产程序一贯性使用的方式，受法定破产程序进程的影响。例如：在一般的 M&A 中当事人经协商可以缩短直到结束为止的期间，但是在法定破产程序中大部分日期是法定日期，因此经当事人协商缩短日程是困难的。
- ⑤ **对 M&A 目标企业（资产）价值是否恰当留有疑问。**收购破产企业的时候，需注意到日本终身雇佣制度。卖主（破产企业或管理人）要求持续雇佣或以现工厂的存续为前提条件的比较多。在这种情形下，债权人没有机会参与判断是否持续雇佣以及现工厂的合理性，因此最终形成的 M&A 目标公司资产交易价格是否恰当，对此还留有疑问。如此 M&A 交易的现实状况，成为了海外企业收购日本企业的障碍。

以上

(添附)

图 1



※出处:中小企业厅网页

图 2

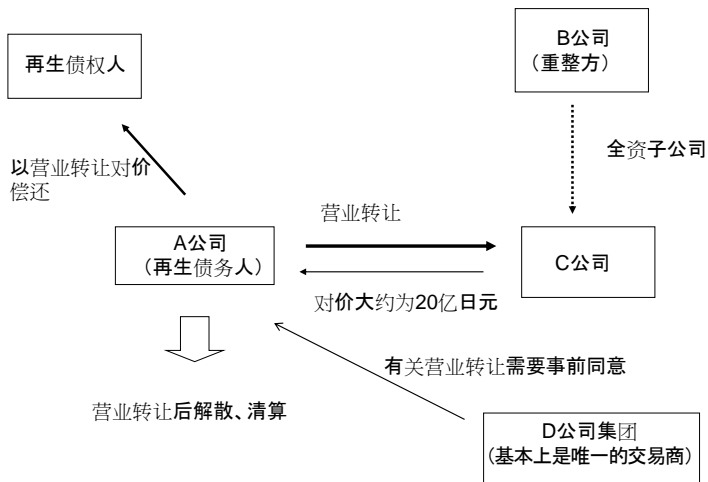
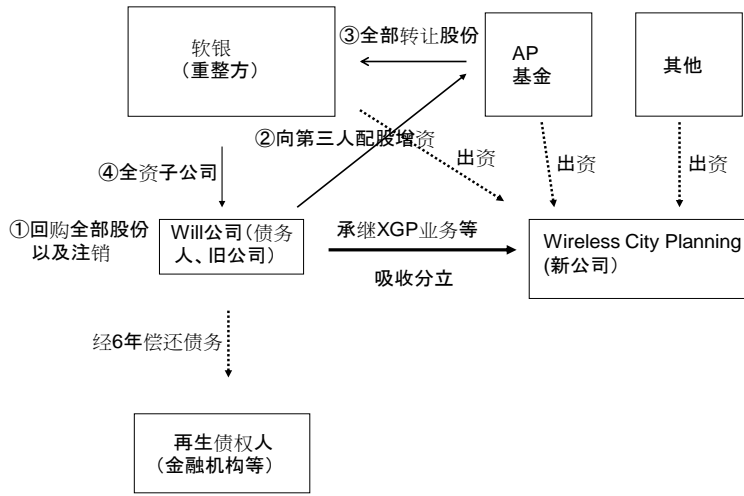


图 3



重整程序中的评估问题

——立足于中国当前的公司重整实践

郑志斌 张婷 赵坤成*

1. 缘起：评估问题在重整程序中的重要性

重整程序的核心目标是通过重整计划中的一揽子方案实现相关方利益的协调与平衡。重整程序涉及和调整的利益主体主要包括债权人、债务人、债务人股东、债务人管理层及潜在的投资者。该等主体在重整程序中的角色和利益冲突，都和重整程序涉及的评估问题密切相关。对评估对象价值的不同认识，在很大程度上影响着各方主体对于重整程序的态度；而评估价值的分配，更是直接影响着各方主体获取利益的多与寡。

评估问题贯穿重整程序始终，从程序启动一直到重整计划通过及执行。在此，笔者以中国当前的公司重整实践为分析素材，选取债务人重整价值的评估、债务人资产价值评估、担保物价值评估三个典型问题具体分析。

2. 债务人重整价值的评估

2.1 破产法欠缺关于债务人重整价值的规定

《中华人民共和国企业破产法》（下称“《企业破产法》”）第2条规定了重整程序的三种适用情形：（1）债务人不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务；（2）债务人不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力；（3）债务人有明显丧失清偿能力可能。《企业破产法》第71条进一步规定：“人民法院经审查认为重整申请符合本法规定的，应当裁定债务人重整，并予以公告。”这是中国企业破产法中关于重整程序启动的主要规定，不难看出，缺乏了关于债务人重整价值的规定。

然而，债务人是否具有重整价值是决定启动重整程序与否的一个重要考虑因素。重整是一项需要耗费大量经济成本、时间成本、司法资源、经济资源的系统工程，如果对不具备重整价值的企业实施重整，是对司法资源和经济社会资源的巨大浪费，也是对债权人利益的不当侵害。因此，法院在决定是否启动重整程序

*郑志斌、张婷和赵坤成均为北京市金杜律师事务所合伙人。

时，必须首先对债务人是否具有重整价值进行评估。

中国的最高司法机关已经意识到了《企业破产法》的不足，目前正在起草的企业破产法司法解释中，已经增加了关于评估债务人重整价值的规定：一方面，规定债务人申请重整时，应当提交“债务人通过重整程序，（原主营业务）能够持续经营，获得经济收益以偿还债务和摆脱困境的重整可行性报告”；另一方面，明确将债务人具有重整可行性作为法院裁定受理的条件之一。

2.2 实践中重整价值评估存在的问题

中国企业破产法关于重整程序启动条件的规定未涉及债务人是否具有重整价值的问题，而各地法院在受理重整案件时，都自觉地将债务人是否具有重整价值纳入考虑的范畴。这种做法是值得肯定和鼓励的。但由于没有明确的规定，在评估债务人是否具有重整价值时，也出现了一定的问题：

2.2.1 重整价值的评估标准不明确

以什么标准来认定、评估企业的重整价值？实践中，认识存在分歧。企业的资产、技术、人力资源、品牌、市场、供销渠道等内生资源，固然可以作为认定其具有重整价值的因素，但通过行政许可或者类似手段获取的外生资源，是否可以作为认定其具有重整价值的因素？比如金融机构的营业许可（俗称“牌照”，如银行业牌照，信托业牌照等）、上市公司的股票上市交易资格（俗称“壳”资源）。应该说，当前中国进入重整程序的大多数上市公司，其唯一价值就是“壳”资源。这类公司究竟是否有重整价值？司法机关、证券监管部门、破产从业人员及学术界已经开始反思这个问题。

2.2.2 重整价值的评估主体不合适

前文所述，虽然企业破产法没有关于审查债务人是否具有重整价值的规定，但法院在决定是否受理重整案件时，均把债务人的重整价值作为考量因素。法院这种做法弥补了现行立法的不足，固然值得肯定，但由法院来对债务人是否具有重整价值做出评估却并不合适。从本质上而言，企业是否具有重整价值是一项商业判断，运用的是商业规则，依赖的是商业因素，遵从的是经济思维。虽然法律调整因企业的偿债能力出现障碍而具有了正当理由，但并不能由此改变重整价值判断的商业和经济属性。而法官作为法律专业人员，对问题的认识和判断，运用

的是法律法规，依赖的是证据事实，遵从的是法律思维，不擅长也不适合做出商业判断。因此，当前由法官对债务人重整价值进行判断和评估的做法亟需改变。

2.3 实践中存在问题的克服

债务人重整价值的评估，虽然实践中已经暴露出了标准不明确、主体不合适的问题，但并不能寄希望通过中国最高司法机关的司法解释来解决这些问题。原因在于重整价值的评估属于商业判断，司法解释不可能也不适合对此类问题做出详细、具体的规定。那么实践中存在的问题该如何克服呢？

如果借用法学的概念体系，重整价值评估标准和评估主体属于“实体”范畴，而重整价值评估按照什么程式进行则属于“程序”范畴。就很多法律问题而言，实体上的不足往往可以借助于特殊设计的程序而弥补或者矫正。因此，精心设计重整价值评估的程序，也许是解决当前实践中存在问题的最好方法。笔者以为，合理的评估程序应满足如下条件：第一，尊重重整价值评估的商业属性，是否具有重整价值应主要由熟悉商业法则、了解市场情况的人士和机构做出判断；第二，符合司法行为的运行规则，重整程序毕竟属于法院主导下的司法程序，法院虽然可以借助外部力量，但司法权仍应独立行使，法官对外部意见要有客观、必要的评判；第三，体现重整制度的立法理念，重整制度体现的是社会本位的立法理念，商业和经济上的效率是重要的价值考量因素，但并非唯一的考虑因素，重整程序的社会效果也是评估重整价值的重要考虑因素。

3. 债务人资产价值的评估

从本质上讲，重整计划草案的表决，就是对于债务人资产价值认定和分配的表决。从债务人资产价值的角度看，应关注以下两个问题：

3.1 当前债务人资产价值评估的误区

根据《企业破产法》的有关规定，债权人在重整程序中所能获得的清偿不得低于在破产清算程序中所能获得的清偿。这集中体现在《企业破产法》第87条关于法院强行裁定批准重整计划草案需满足的条件中。即，只要债权人根据重整计划能获得的清偿不低于重整计划被提请批准时依据破产清算程序所能获得清偿，即使债权人会议未能表决通过重整计划草案，人民法院也可以依法强行裁定批准

重整计划草案。应该说，债权人在破产清算程序中的受偿率是重整程序中债权清偿的底线，如果债权人通过重整获得的清偿低于破产清算状态下的清偿，重整程序就没有进行的必要。

债权人在债务人破产清算情况下的受偿比例，只是一个模拟的计算，主要依赖于对债务人资产价值的评估。实践中，普遍采取清算法来评估债务人的资产，进而确定债务人的偿债能力。但重整程序是以债务人有能力恢复持续经营为假设条件的，因此，以清算法确定债务人资产价值的合理性就被质疑。此外，企业通过重整程序实现的价值增量，如何评估，也没有一个谨慎、合理的标准，债权人委托的评估师和债务人委托的评估师采用的方法不同，对企业价值评估的结论可能就不一样。所以，目前对债务人资产价值评估，缺乏合理的依据，有一定的随意性。

3.2 债务人资产价值的分配

债务人资产价值的分配，涉及各类债权人之间的分配，债权人与股东之间的分配及与新的投资者之间的竞争等方面。

第一，根据《企业破产法》和重整计划中的债权分类方案，债权人可以分为共益债权人、优先债权人与一般债权人等不同的类别，各类债权人在重整中的利益有时很难调和。

第二，关于股东与债权人如何分摊债务人资产价值比例的问题，按照破产法的一般原则，债权人实现分配受偿后股东才有剩余利益。但在司法实践中，尤其上市公司重整案例中，债权人往往做出很大让步，而股东的利益，尤其中小股东的利益，并未受到明显的损失。这在利益的公平分配方面存在一定的问题，但要考虑社会大局的稳定。

第三，新的投资者之间也存在竞争，对于一些好的企业，投资人会争着投资，但由于国内还没有类似于企业拍卖的公开程序，很多投资人没有办法进入重整的公司进行投资。

4. 担保物的价值评估问题

4.1 自动冻结措施与担保物的价值评估

在破产程序启动后，法律规定的一系列保护债务人企业财产完整和安全的措施，称为自动冻结措施。在重整程序中，一项重要的自动冻结措施就是担保物权暂停行使。

为了实现债务人企业财产价值与担保债权人利益的平衡，《企业破产法》第75条规定了上述自动冻结措施的解除条件：“在担保物有损坏或者价值明显减少的可能，足以危害担保债权人权利时，担保债权人可以向人民法院请求恢复行使担保权。”

在实践中，如何判断担保物是否有损坏或者价值明显减少的可能，也需要一个评估。担保债权人经常会提出，从重整程序启动到担保债权人受偿，担保财产一直不停的会有折旧或者其他损坏。从而引出是否要提供其他担保或者救济措施的问题。因目前尚未有一个合理、公正的评估方式和策略，在重整程序中对担保债权人的利益保护还是需要改进的。

在中国当前的上市公司重整实践中，曾经尝试过对担保债权人延期清偿给予一定的救济，如星美联合股份有限公司重整案。星美联合股份有限公司是一家在中国重庆市注册成立的股份有限公司，公司股票在深圳证券交易所上市，股票简称为*ST星美，股票代码为000892。星美联合股份有限公司重整计划规定，按照债权本金30%的比例向担保债权人支付现金，以作为其延期受偿所受损失的补偿。但星美联合股份有限公司重整案的做法在中国目前尚不多见，在中国其他大多数上市公司重整案例中，都没有对担保债权人予以补偿的安排。

4.2 担保债权人的表决权与担保物的价值评估

在重整程序中，根据重整计划中的债权分类方案和债权调整方案，担保债权人就特定担保物不足清偿的部分，要转入普通债权受偿。因此，担保物价值的评估与担保债权人的利益密切相关。在重整计划草案或者相关事项提交债权人会议表决时，担保债权人的表决权，一般并非直接由其担保债权额决定，而是由其担保物的评估价值决定。

在担保物的评估价值能够覆盖的担保债权额度内，担保债权人以担保债权人身份参与担保债权组的表决，其表决权份额由担保物的评估价值能够覆盖部分的担保债权额决定。

对于担保物的评估价值不能覆盖的担保债权，根据债权分类和调整方案，转

入普通债权受偿。对于这部分债权额，担保债权以普通债权人身份，参与普通债权组的表决，其表决权份额由担保物的评估价值不能够覆盖部分的担保债权额决定。

4.3 担保债权人的受偿利益与担保物的价值评估

担保物价值评估与其他资产评估并无区别，与担保债权人利益相关的是在重整计划中对于担保物应作何种模式的处理。

从公司重整的实践来看，如果与很多上市公司重整案例一样，根据重整计划债务人企业进行资产剥离，担保物要进行处置变现，则担保债权人以担保物的变现资金受偿。而根据《企业破产法》第 112 条，对于担保物的变现，原则上要通过拍卖方式进行处置。虽然拍卖保留价以评估价值为参考，但是通过公开拍卖的成交价格，一般是经过公开市场检验的价格，可以公正体现评估物的价值，不会损害担保债权人的利益。当然，受到人为操纵的拍卖程序则另当别论。

如果根据重整计划，债务人维持营业，担保物要继续用于企业的经营，则担保物不需要再进行处置变现。此时，担保物的评估价值就变得至关重要，因为担保债权人在担保物的评估价值范围内享有优先受偿权，能够全额受偿，不足部分转入普通债权受偿。而这样一个评估价值未经过市场公开交易的检验，是否客观公正就直接关系到担保债权人能否公平受偿。因此，担保债权人往往要求对于担保物的评估享有更大的主动权。

5. 代结语

《企业破产法》自 2007 年 6 月 1 日实施以来至今刚满四年，其确立的重整制度在中国还属于新生事物。无论是法律制度供给，还是配套环境的优化，都还存在诸多的问题，笔者在此与各位探讨的评估问题也仅仅是一个侧面。但重整制度在中国已经彰显了其独特的价值，尤其是 2008 年金融危机以来，重整在挽救困境企业方面做出了卓越贡献。中国的司法界、企业界以及从事破产业务的中介机构，都在实践中不断探索前进。作为中国破产执业律师，我们非常期待能够与各位同仁一道努力，立足本土、放眼国际，共同推进中国公司重整制度的发展和完善。

回生计划中的企业价值

全元烈(韩国金张律师事务所 律师)

1. 引言.

韩国倒产法过去分为公司整理法、和议法、破产法，于2005年整合为有关债务人回生以及破产的法律“债务人回生法”，2006年4月1日起施行。债务人回生法是再建型倒产程序包括回生程序和清算型倒产程序。回生程序和破产程序是关于倒产企业处理的目的不同，倒产企业判断通过回生程序再建还是通过破产程序清算的尺度在于判断倒产企业持续维持更为好还是及时清算更好。债务人回生法通过比较“持续债务人事业的价值”和“清算债务人事业时的价值”的方式，判断开始回生程序还是破产程序。通常将前者称为“持续企业价值”、将后者称为“清算价值”。也就是说，开始程序的阶段就得判断持续企业价值。持续企业价值大于清算价值时，回生程序才有意义。如果是相反的情况，债务人回生法规定中止或取消回生程序。回生程序开始后，企业价值的判断依然是核心问题。在回生程序中通过回生计划重新调整回生债权人以及回生担保人对债务人公司所拥有的权利。基于此衡量债务人的再建，这一回生计划的提出以及批准以持续企业价值大于清算价值为原则。另外，债务人回生法以对企业价值的评估为前提，规定了各项条款。下边分析：①详细分析持续企业价值和清算价值；②尤其是根据韩国现在大法院例规分析企业价值；③详细分析回生计划的批准要件清算价值的保障原则和实务对此的态度以及批判。

2. 持续企业价值和清算价值

(1) 持续企业价值和清算价值的意义

从债权人的角度而言，持续企业价值小于清算价值就没有必要开始或维持回

生程序，所以持续企业价值成为选择再建型倒产程序的重要的基准。另外，回生计划以倒产公司的将来的收益为基础，在持续企业价值的范围内利害关系人调整权利，成为判断回生计划合法性的基准。债务人回生法并没有规定持续企业价值定义，一般指不以企业解体、清算为基础的企业活动持续的价值加之清算价值，即另倒产企业破产清算解体、消灭的时候，分离处分构成企业的个别财产时价额。^{1 2}学理上表述：持续企业价值指，倡导出收益的资产的集合以及持续营业企业的使用价值（value in continued use）；清算价值指，分解企业资产进行处分，没有合适的二手市场的情况下，非自发性的售出的情况下的交换价值（value in exchange）³。

（2）回生计划中的企业价值

根据债务人回生法规定，法院认为债务人公司持续企业价值大于清算价值时，另管理人提出有关债务人存续、股份交换、股份转移、合并、分立、分立合并、新公司的设立或营业转让等为内容持续事业的回生计划草案(债务人回生法第220条第1项)。相反，清算价值大于持续企业价值时，根据管理人等的申请，许可以清算为内容（全部或部分转让营业、包括物的分立）制定回生计划草案（债务人回生法第222条第1项）。债务人清算价值明显大于持续企业价值时，应作出取消回生程序的决定（债务人回生法第285条）。也就是说，债务人回生法要求在再建型倒产程序回生程序中作为其前提的持续企业价值必须大于清算价值。但是，也有人批判债务人回生法的观点。即：① 清算价值、负债均比持续企业价值稍大的情况下，债务人企业的个别财产过高，或为了特殊目的而制造时，如果没有找到购买者不得以“持续企业价值比较清算价值”这一基准决定存废，而应该得到利害关系人的判断并尊重妥协的结果；② 持续企业价值是以不确定的未来预测为基础算定的，所以只能是主观的、不确定的，而法院以此作为绝对基准决定企业的存废，等于严重侵犯了私有经济主体的自己决定权或经济活动。因此，清算价值大

¹ 有关回生案件处理的例规第9条。

² 大法院 2007. 10. 11. 字 2007E919 决定、2005. 11. 14. 字 2004A31 决定等。

³ “在倒产程序中的财产以及企业价值评估”、尹南根、高丽法学第56号(2010年)、8页、9页。

于持续企业价值这一点是债权人等利害关系人判断回生计划草案表决时作为参考就足以。对于这一批判有必要关注。⁴

(3) 算定持续企业价值以及韩国的实务

算定持续企业价值有各种各样的方式。分配贴现模式(dividend discount mode l)、现金流量贴现法(discounted cash flow)、超过剩利益模式(residual income valuation model)、EVA 模式(economic value added model)、类似企业分析法、类似交易分析法等。在这些方法中不能断定哪一种方法优越或正确。但是，韩国大法院规定了如下持续企业价值算定方式。

<有关回生事件处理的例规(裁民2006-5)>

第9条(算定清算价值和持续企业价值)

- ① 《债务人回生以及破产相关法律》第220条第1项、第222条第1项、第285条、第286条第2项规定债务人清算时的价值通过债务人清算解体、消灭的情况下分离出构成企业的个别财产处分得到的价额累加的金額，基于清算资产负债表的价额为基准算定。只是有形固定资产通过法院的房地产招标程序适用平均中标率贴现的价额为基准计算。
- ② 《债务人回生以及破产相关法律》第220条第1项、第222条第1项、第285条、第286条第2项等规定，持续债务人企业时的价值是债务人不以财产的解体以及清算为基础，持续企业活动的时候的价值，基于企业未来收益流量为现价值贴现的现金流量贴现法算定。

也就是说，韩国法院就有关持续企业价值的评估方法，实务中根据企业的未

⁴ 尹南根、前引注(3) 41页。

来收益流量为现在价值贴现的现金流量贴现法算定。⁵再详细分析现金流量贴现法。现金流量贴现法是企业通过营业活动利用倡导出的纯现金流量评估企业价值的方法。为了利用现金流量贴现法掌握企业的现金流量是先决条件。企业的现金流量根据其流量的顺序区分为“营业活动现金流量”⇒“投资活动现金流量”⇒“财务活动现金流量”三个阶段。营业活动的现金流量是从企业的正常经营活动得到的现金流量。即：从卖出、租金等营业活动的现金流入中减去营业费用，也就是已销售商品原材料购入款、员工的工资、广告费、法人税后的纯流入金额（net in flow）。投资活动现金流量指，为了营业而投资的有关资金，即：主要是购买或处理固定资产有关的现金流量。对营业的投资由营业运转资本投资和营业固定资产投资构成。从企业营业活动现金流量中拿出一部分购入资产，在此所需现金成为投资活动现金流量。相反，处分固定资产的价款相当于纯流出资金，这一资金在投资活动现金流量中表示为负（-）。财务活动的现金流量是负债借贷或新股发行或负债偿还、支付分红等企业资金筹集有关的现金流量。在营业活动现金流量中流入投资活动现金流量后用剩余的金额投资于他人资本的纯支出（利息+金融负债偿还-新贷入款）和对自己资本投资的纯支出（分配+购买本公司股份-有偿增资缴纳）等消进。因营业活动得到利益，其中部分用于营业投资，剩下的部分偿还负债、分配等。从持续企业的观点而言，投资活动现金流量是企业维持、发展的必要的费用，最终企业的纯现金流量(FCF)是从营业活动现金流量扣除投资活动现金流量的现金流量。也就是说，与财务活动的现金流量一致。从这一流程看，企业的纯现金流量是当年企业投资后，评估是否还有支付利息和负债的能力的尺度。因此，倡导出正(+)的纯现金流量的企业虽然不来自于外部资金，但是纯现金流量显示为负的(-)企业不得不借款。纯现金流量作为评估持续企业价值的基准的理由就在此。但是，对于韩国大法院通过现金流量贴现法算定持续企业价值的方式有批判。⁶也就是说，企业价值的评估其本身已形成独自的学术领域，在评估持续企

⁵ 将现金流量贴现法（DCF）再细分为纯现价法和内部收益法。一般而言，现金流量贴现法很多情况下指纯现价法。是利用企业通过营业活动创造出的纯现金流量(Free Cash Flow, FCF) 评估企业价值的方式。具体通过根据将来纯现金流量的累计之合计算现价，是企业价值评估方式。（朴正植、朴宗元、曹在浩著：《现代财务管理》(第7版)、多山出版社、118页以下。金权中、金文哲著：《财务报表分析与价值评估》(第3版),昌民社（2008年）、254页）。

⁶ 尹南根、前引注（3）35页。

业价值方面现开发出了各种各样的方法，适用其中的哪一方式以大法院例规规定，这不仅在法律上还是在理论上根据不足。不仅如此，不能说现金流量贴现法一定优于其他评估方式，评估人根据主观判断的结果也大不一样，这也是批判的理由之一。进而，法院开始回生程序的时候，令⁷调查委员调查的事项中包括持续企业价值和清算价值⁸，所以终究法院以回生程序开始的时间为基准，评估持续企业价值。但是，有人提出回生程序开始的时候和回生程序进行当中、或回生计划中存在权利变更时，各个持续企业价值算定、评估要素也会有变动，所以制定回生计划草案时进行评估更为适宜。

（4）清算价值算定方法

如前所述，例规第9条规定，韩国大法院就有关清算价值，根据清算借贷负债表上的个别资产价额为基准算定，但是对于有形固定资产法院根据房地产竞卖程序平均中标率贴现的价额为基准计算。在回生程序中管理人就任时，对所有财产就回生程序开始的当时为基准评估价额（债务人回生法第90条）。回生程序开始的当时编制财产清单以及借贷负债表向法院提交（债务人回生法第90条、第91条），所以清算价值也应以回生程序开始的时点为基准评估。另外，破产程序根据债务人资产规模，有时候也需要经由几年长期进行。另一方面，在破产程序中折价时适用民事执行法、但是管理人得到法院的许可后也可以其他方式折价（债务人回生法第496条第2项）。事实上大部分财产靠任意买卖折价。反对意见认为考虑到这些因素，如前述第9条，机械性的适用平均中标比率是不合理的。⁹

3. 清算价值保障原则

（1）清算价值保障原则的意义

回生计划在利害关系人集会具备法定要件（回生担保权组的3/4同意、回生债权人的2/3以上同意、回生程序开始的时候资产剩余还需1/2股东同意）方可表决。

⁷ 债务人回生法第87条第3款、第90条。

⁸ 有关回生案件处理的例规第7条第1号。

⁹ 尹南根、前引注（3）、38页。

还有法院为批准回生计划，不仅要满足利害关系人集会的表决要件，还要满足债务人回生法规定的各种要件。这些要件中包括“基于回生计划的偿还方式不得含有不利于清算债务人财产的时候偿还给各债权人的内容”，这就是所谓的清算价值保障原则。（债务人再生法第243条第1项第4号）¹⁰债务人回生法引进之前实施公司整理法的那个时代，法律并未明文规定清算价值保障原则，基于此当时大法院有判决指出：“整理担保权人在回生担保程序中根据整理计划得到偿还的金额最少整理公司未经公司整理程序直接清算的情形要多，但是这种独断性的见解不得采用”¹¹。但是，引进债务人回生法以后，笔者认为无法维持这个判决宗旨¹²。

（2）强制批准回生计划草案时保障清算价值的原则

另一方面，不仅是过去的公司整理法、还是现行的债务人回生法均规定即使部分组出现否决回生计划的情形，法院可以规定权利保护条款强制批准回生计划草案（债务人回生法第244条）。但是，回生计划草案没能遵守清算价值保障原则，法院强制批准是违法的。过去实施公司整理法的时代，大法院曾在判旨¹³中作为强

¹⁰ 第 243 条 (回生计划草案认可要件) ① 只限于具备以下要件的情形下，法院才批准回生计划草案。

1. 回生程序以及回生计划符合法律规定；
2. 回生计划公正、公平、并有履行可行性；
3. 对回生计划的表决应经诚实、公正的方法实行；
4. 依据回生计划偿还的方法与债务人清算时偿还给债权人的情况相比，不存在不利的情况。但是，债权人同意的不在此限。
5. 以合并或分立为内容的回生计划草案，需经其他公司股东大会或社员大会关于合并协议以及分立协议的认可决议。但是，公司不要求股东大会决议或社员大会决议的不在此限。
6. 回生计划草案需要得到行政许可、认可、执照等时，根据第 226 条第 2 款规定认为其他处分事项也与行政当局的意见一同重要。
7. 关于概括性的交换股份为内容回生计划，需经另一个公司关于股份概括性交换事项的表决的股东大会决议。但是该公司根据商法第 360 条的 9（简易股份交换）以及第 360 条的 10（小规模交换）进行概括性交换的除外。

②在是否批准回生计划决定作出之前，即使程序违反法律规定，考虑其违反情况、债务人现状以及其他情形，如认为不批准为不当的时候，法院也有可能批准回生计划。

¹¹ 大法院 2000.年 1 月 5 日字 99A35 决定。

¹² 旧公司整理法未明文规定保障清算价值，但是判例解释基于旧法批判上述案例的时候，作为整理计划草案认可要件指出“计划应公正、公平、履行可能性”（公司整理法第 233 条第 1 款第 2 号）为根据保障清算价值。（吴守根、“低于清算价值的整理计划草案的适合性”、民事判例研究第 23 号(2000 年)、595 页。

¹³ 大法院 2005.年 11 月 14.日字 2004A31 决定。

制批准的要件认可过清算价值保障原则。即：“整理计划草案在部分组没能得到法定多数同意的情况下，法院根据职权批准整理计划草案，但是对属于不同意组的权利人，根据公司整理法第234条第1项各号规定的权利保护条款（该条款是为了保障权利的实质性价值），为防止财产权的本质内容毁损，至少应保障权利人对公司财产所拥有的清算价值，这时的清算价值通过该企业的破产清算而解体消灭，这一价值应等于分离构成企业的个别财产进行处分时的假定处分金额”。强制批准时法院规定所谓的权利保护条款，大体上有四种方式。其中的方式之一是“根据法院规定的其权利的公正交易价额支付给权利人”（债务人回生法第244条第1项第3号）¹⁴。此处所指“公正的交易价额”，在上述大法院决定中指清算价值。即、判旨指出公正的价格是以破产清算为前提处分企业资产而得来的金额。其根据可能是在以企业存续为前提的回生计划草案中，不同意的组以企业持续为前提进行评价持有股份是不合理的。¹⁵

对此有人批评指出：如认为上述“公正的价额”是清算价值，这与一般的回生计划批准要件没有差异；而且回生计划草案是对清算价值与持续企业的价值的对比，也就是说应如何将持续企业的盈余分配给债权人以及股东；进行强制批准是因为对分配方案利害关系人没能达成一致意见的情况（即、利害关系人集会中有不同意的组），所以对反对的组除了清算价值以外还应加持续企业的盈余价值进行分配，不然则进行强制批准。此种做法是无视反对组存在的做法。¹⁶另外，债务人回生法第141条第4项规定担保债权额超过担保物的价额时，在其价额的范围内认定回生债权。在此通常用市场价值解释价额，而对权利保护条款用清算价值解释，其理论不具一贯性。有见解认为在这种情况下也意味着市场价值

¹⁴ 债务人回生法第244条规定的四种方法如下。（存在不同意的组的时候的认可）

- 1.关于回生担保人，保证其对担保权标的财产的权利存续的同时，转移给新公司或转让给他人或债务人保留的方法。
- 2.关于回生担保人以其权利标的财产、关于回生债权人以其拟要用于偿还的财产、关于股东以及股权持有人以其用于剩余资产分配的债务人财产，出售时应超出法院定的公正的交易价格之上，从得到出售对价中扣除出售费用后，用剩下的资金偿还或分配或存管的方法。
3. 根据法院定的公正的权利价额支付给权利人的方法。
- 4.除此之外，根据第1号或第3号规定的方法，公正、公平地保护权利人的方法。

¹⁵尹南根、前引注（3）、9页。

¹⁶ 吴守根、“清算价值保障原则”、民事判例研究第29号（2007年）、博英社、19页。

(fair market value)。¹⁷

3. 结语

对倒产企业重建还是清算，不仅与企业有关、还与债权人、股东等很多利害关系人有关。在选择重建型、清算型倒产程序中如何妥当、公平地计算作为基准的倒产企业价值是倒产程序中的核心。韩国大法院在例规规定持续企业价值的评估应根据现金流量贴现法的这一规定是否恰当还留有疑问。也就是说，大法院在例规规定唯一的方式有利于法律的稳定和预测可能方面是合理的，但是也并不能断定对所有的情形适用现金流量贴现法均优越，因此建议修改现行法使其富有灵活性，根据具体情况第一审法院或调查委员也可以选择其他方式。具体哪一条文合适今后还有待研究。另外，在现行回生程序中，持续企业价值是在回生程序开始后才判定的，其判定结果事实上可能直接成为支配整个程序的持续企业价值。需要改善现行程序开始的时点评价的制度，应在制定回生计划草案的对持续企业价值进行实质性评价。

¹⁷尹南根、前引注(3)、10页。

关于企业价值评估～有关再建计划～＜日本事例＞

松岡真宏

（ Frontier Management（日本 Frontier Management）公司
代表取締役（董事长）

【有关日本法庭外债务重整中的企业价值评估的两个论点】

本人是 Frontier Management 公司的董事长松岡真宏，从事企业再生顾问业务和 M&A 咨询业务。今天，就有关再建程序中的企业价值评估，结合本人经手的真实事例，阐述可能发生的问题点及其解决、回避的方法。

今天发言内容大体上分为两个论点。两个论点均为法庭外债务重整程序中的企业价值评估问题。一是今后不断会增加的集团企业再生计划中的企业价值评估上的要点，另一个是关于上市企业法庭外债务重整中的新股份的设计。本文介绍的两件事例均为本公司成立前所属的股份公司产业再生机构（2003 年日本政府以根本性地处理不良债权和产业再生为目标而成立的时限公司）经办的加纳宝（Kanebo, Ltd.）公司和大荣公司事例。

【第二次世界大战后向多边化经营迈进的加纳宝】

首先是集团企业的企业价值评估事例。话说加纳宝公司，加纳宝是纺织公司于 1887 年设立，1930 年代在日本国内已成为销售额最大的优秀企业。由于第二次世界大战使众多的工场在空袭中消失，在后来的再度快速成长时代加纳宝公司开始从以前的纤维事业向其他事业多边化经营发展。具体而言，1961 年进入化妆品界、1964 年进入食品业、1966 年进入药品行业。1980 年代作为日本的代表性集团企业再次达到鼎盛时期。但是，作为主力事业的纤维业从 1990 年代开始被以中国为中心的亚洲各国追赶，业绩恶化，难以重新崛起。公司决定用化妆品事业等其他业务利益拟填补纤维事业不景气带来的漏洞。但是，以其他事业填补损失的策略不仅没有使纤维业重新崛起，反而使化妆品业等其他事业也无法用自身事业所产生的现金流量强化自身的竞争力，出现公司整体收益恶化的结果。并于 2004 年决

定向产业再生机构请求援助。在加纳宝向产业再生机构请求援助时，加纳宝集团的34家公司员工人数总计已约达14,000人。集团企业不仅有以前的纤维业和1960年代开始的化妆品业、食品业、药品业，还有蘑菇销售业、冰激凌餐饮业、人工皮革制造业等为数众多的多边产业。为此，在加纳宝再生过程中就如同教科书书写的再生程序，很明确需要分类今后能发挥优势的主要事业和向其他公司寻求再建的非主要事业。

此类集团企业并不能通过再生程序复原为原始状态，当分类为主要、非主要事业进行企业价值评估时可能还出现困难。

【静态法和动态法】

在日本评估再生企业的企业价值时，通常用两种方法，即：静态法和动态法。

静态法指：根据编制的资产负债表实际程序进行。具体而言，以会计师为中心核对资产负债表上的各资产项目的资产性等，目的在于使企业突显真实价值。笔者认为可以称这种方法为以金融机构为中心的日本传统的处理方法。

另一方面，动态法指：每年计算出该企业今后产生的现金流，将各种年度产生的现金流按一定的贴现率退还现实价值的计算企业价值的方法。英文称Discount, Cash, flow，取其三个英语单词的开头字母称“DCF方法”，日本于1990年代后半期开始广泛使用。可以说进行M&A事业的公司和投资基金多使用DCF方法计算企业价值。

当然，静态方法的企业价值和动态方法的企业价值相等是理想的，如果这样可大幅减少法庭外债务重整过程发生问题的可能性。但是，实际上用两种方法的计算的企业价值数很难完全吻合。

日本的企业再生，特别是在法庭外债务重整过程中，通常采用这两个方法计算企业价值，采用其中大的数值，要求金融机构减免与该企业价值相比过高的债务部分。例如：有一家付息债务100亿日元的企业，如果用静态法计算企业价值是60亿日元、用动态法计算企业价值是50亿日元，实务中就采用以静态方法计算的60亿日元的的企业价值，而与付息债100日元之间的差额的40亿日元作为“过高”的部分，可向金融机构申请金融援助（未必是放弃40亿日元债权）。重复而言，用静态法和动态法分别计算出的企业价值并不一定会一致。如果偏差小，不

会发生大问题，但是偏差大问题就不会少。例如：用静态方法计算出的比用动态方法计算的价值不可理喻地多的时候，尽管已经以静态方法计算的企业价值为基础得到金融援助的情况下，用动态方法计算的企业价值显示为负值，那就以动态方法为基础运作的重整方很难为取得股份投入新的资金，其结果就使再生计划遭遇挫折。

【用累积方式 (Sum of the parts) 评估企业价值】

再回到加纳宝公司的主题继续谈。

像加纳宝这种实行多边化经营的企业价值评估，一般会怎么做呢？当然，在未出售非中心业务继续维持现状的情况下使企业再生的话，无论集团内有多少合并报表对象公司，在合并报表中很难预测资产负债表和现金流量，就用如前所述的静态的和动态的两种方法评估企业价值即可。

但是，加纳宝的多边经营涉及面广泛，并且在再生过程中纤维业等设备投资负担大的业务只能进行企业间交易向外部出售，并决定致力于，如具有加纳宝名牌商标价值可以再兴谋求收益改善的化妆品和食品等。并且，虽说是食品，其中包括既有收益高的商品（“Frisk”等），也有完全没有利益的饮料和方便杯面。也就是说在食品中也需要甄别主要和非主要业务。

对这种多边经营的集团企业的价值评估基于细分化的各个业务 (parts) 领域而进行。加算从中得出的数值之合 (sum)，进行对企业集团整体的合并价值评估。这种评估方式叫称“累积方式 (Sum of the parts)”。例如：有一个从事三种事业的集团企业，每种事业的企业价值分别是，纤维业 10 亿日元、化妆品业 20 亿日元、食品业 5 亿日元，最终该企业价值就是 35 亿日元 (10 亿日元+20 亿日元+5 亿日元)。

在以集团企业为对象的法庭外债务重整中，有必要经由复杂的程序对各经营业务用静态方法和动态方法进行计算，再用累积方式加算整体的企业价值。

【分成 20 个以上的业务内容进行价值评估】

记得因加纳宝进行的是多边化、细分化的事业，将合并报表的现金流量根据每个业务内容分为每 20 种以上，考虑所有业务的将来性和同行业其他公司状况，

用其永久性成长率和贴现率计算了事业价值。并且，如前所述用静态方法和动态方法分别算出各种事业的事业价值基本不一致。这是由于在再生过程中将非核心事业出售给外部而出现的预料外的问题。例如：计算化妆品事业价值，如果采用静态方法，那么实际的资产负债表的价值不到 1,000 亿日元；但是用动态方法计算的现金流量来看的价值有 3,000 亿日元。相反，纤维事业因持有大片的土地，用静态方法计算时价值非常大，而现金流为赤字，所以从动态角度计算完全没有价值。

无论怎样，向加纳宝的金融机构请求放弃债权时，以动态法计算用累积方式算出了企业整体的价值，再用静态法算出实际的资产负债表，将两者进行比较，在合理的范围内使金融机构放弃了债权。

产生困惑的是，在加纳宝的再生过程中为了进一步合理化，比预定计划加速出售了非中心资产。毋庸置疑，企业在再生的过程中不仅要如同旅行，按计划协调，有时候还需应对企业经营环境的变化随机应变改变企业战略。加纳宝在不景气的纤维事业中想尽早清算、出售天然纤维事业，而对合成纤维事业却致力于经营合理化，并试图选择好的买家出售。因此，在当初的再生计划中并未打算在 1-2 年内早期向外部出售。但是，在合成纤维的合理化还没有什么进展的时候，优良的上市企业 S 公司申请收购合成纤维事业。不仅要收购所有合成纤维事业，并且将该业务有关所有员工一并接收，是非常优厚的条件。而且加纳宝也判断如此一来，可以提前进入「BtoC 模式」进行商业特化，加速加纳宝的再生进程。问题是对合成纤维事业用静态法和动态法计算价值时出现了很大的偏颇。当然，S 公司是将合成纤维作为交易拟进行收购的意向非常明确，所以用动态法计算了收购价。但是在加纳宝的资产负债表中合成纤维事业的工厂价值以静态法计入。为此，在 S 公司出售合成纤维事业的过程将发生了预想不到的重大损失，薄价上的股东资本减少了。

当时加纳宝是上市公司。给上述在薄价上遭受重大损失的股东资本带来的影响，不仅从市价还是从将来的现金流量的观点看并非是负面的要素，因此没有出现股价完全显示负值的现象。但是，由于薄价上的股东资本遭受了重大损失，因此出现了对待加纳宝的金融机构的态度恶化的可能性。

此后，由于偶然的经营战略上的原因，出现了加纳宝因新股发行而增资，解除了过少的股东资本状态，但是，作为负责企业再生的实务人员而言感到很突然。

不知对中国和韩国的从事法庭外债务重整的实务界是否有借鉴意义，日本用静态法计算企业价值的历史传统悠久，日本的金融机构即便是现在也认同静态法。另一方面，在企业再生过程中，日本于 1990 年代以后普遍使用 M&A 方式，广泛使用动态法计算企业价值。并且，对于集团企业实施累积方式计算企业价值，企业价值评估方式越来越复杂。

在这种环境下，有必要大胆设想进行路演，可以制定出更好的再建计划。比如：从静态或动态角度计算细分化的各事业内容进行评估、是什么样的状态呢；在实际的企业再生的过程中，会出现何种非中心事业的出售问题呢。特别是对不景气的事业部门，基于静态法计算的事业价值大幅超过基于动态法计算的事业价值的可能性很高的时候，可能成为把不景气的事业部门出售给外部的障碍。

到此为止介绍了加纳宝公司的事例，说明了评估集团企业价值的要点。

【在急速成长后因阪神大地震而走向衰败的大荣公司】

下面举大荣公司的事例，谈谈上市公司在法庭外债务重整中的新股发行。

大荣公司于 1957 年设立，在第二次大战后日本经济开始缓慢复苏的时候，最初以零售药品在神户扬名。其后，从 1959~60 年开始经营衣料、日用品、肉、水果、鲜鱼，作为综合超市发展连锁店。1972 年超过了当时日本销售额第一的三越百货店，大荣成为日本第一赚钱的公司。1980 年在日本零售业中销售额首次突破了 1 兆日元。

加入综合超市这一主力事业，同时包含作为零售业的其他商业，并向周边事业扩展获得巨大成功是大荣公司的特点。1964 年开设日本最早的大型购物中心，69 年开设鞋专卖店、绅士服装专卖店，70 年开始经营汉堡和牛排餐厅。另外，75 年设立大型便利商店“罗森”并于 78 年开始着手信用卡业务发行“OMC 卡”。进入 80 年代、82 年收购了夏威夷的阿拉莫阿纳购物中心，87 年参与 RICCAR 股份公司的再建，88 年收购了南海鹰棒球队等等。集团发展举世瞩目。

1995 年阪神大地震的灾害带来了转变。以发源地神户为中心很多店铺受灾，

为防止收益恶化实行大批裁员，其结果商店销售能力下降，遭受业绩下滑的厄运。此后，如前所述集团因为积极开设店铺并扩大业务，以有息债务作为杠杆借款，因此需要弥补随着业绩恶化出现的现金流量不足的漏洞。公司面临着向外部出售罗森等子公司以及资产后重组。出售自有资产压缩有息债务就困难，并且自身业绩持续低迷的情况下，大荣公司于2004年向产业再生机构申请援助。向产业再生机构申请援助时的大荣公司员工人数总计约75,000人，集团内公司超过100家。

【维持上市状态的同时进行法庭外债务重整】

如同加纳宝公司，大荣也是在东京证券交易所一部上市的公司。加纳宝由于其后的粉饰决算问题被停止上市。而大荣至今仍上市，致力于维持上市状态的同时进行法庭外债务重整。

关于上市公司的法庭外债务重整，一般而言彻底进行资产出售和重组时必须应经包括一般投资者在内的股东大会决议方可进行，有关重要事项还有向证券交易所披露的义务等，得到金融援助后实际上业绩改善程序很复杂性。但是，本单元的主题是企业价值的评估，所以从程序的复杂性以外的其他方面拟指出问题点。因为与出现业绩恶化的企业状态不同上市股份还具有价值，而很难通过新股发行得到新的资金。

不仅是向产业再生机构申请援助的企业，还是通过法庭外债务重整需要金融援助的企业，有息债务如果过大地超出企业价值，股份价值在金融理论上应变为负值（根据金融理论股票价值=企业价值=有息负债的等式成立）。但是，即便是这样的企业上市时股价也没有0日元或为负数的。这是为什么呢？

有人认为信息的不对称性是其主要原因。法庭外债务重整的顾问或准备注入资金的赞助候选人因事前进行充分地资产审定，所以对目标企业的信息与通常进行交易的证券交易所和对一般投资者的披露信息相比更多。为此，有人认为顾问和赞助方与一般投资者的信息差距很大，众多的一般投资者由于不了解该企业陷入过多债务危机股份价值成为负值的状况，结果形成了上市股票还有价的状况。

这种想法有一定的合理性。但是，具体到加纳宝和大荣公司由于多年的业绩不景气的延续，一定程度上存在法定整理的可能性。另外，关于日本航空，2009

年年末，部分媒体连续报导适用公司更生法。即便如此，股价仍上涨了数十日元。实际上 2010 年年初日本航空适用了公司更生法，上市股票完全无价值。像这种事例不得仅以信息不对称说明股价的形成状况。

【期权价值给不景气的上市公司股价形成带来影响】

实际上，不景气的企业，特别是业绩不景气的大企业的股价不仅是受金融理论上的现金流量贴现值的影响，还受“期权价值”带来的巨大影响。

下边说明期权价值。即便是业绩不振的企业，其企业进入法定整理程序时对公司和合作伙伴的影响都是很大的。可以说一定程度上存在不能简单进入法定整理程序的企业群体。这样的企业群体因来自其他公司的收购和金融机构的援助，股东的经济价值有可能得到附带性的救助，因此对业绩不振的大型上市企业预测其“有依靠收购者和债权人的救济使原有股东得到显著利益的可能性”。

业绩不振企业的股份价格为“该不振企业被救济时得到的激励”期权（权利）价值，上市的不振企业的股价包括这种期权激励价值会涨高。关于这个问题，本人曾在美国斯坦福大学亚洲太平洋研究所讨论过。他们认为在美国也看到同样的现象。

在产业再生机构，本人负责的大荣和加纳宝都是上市公司，维持上市状态的同时进行法庭外债务重整。对两家公司进行资产核定时，无论是使用静态法还是动态法均显示资不抵债，理论上的股份价值为负值。但是，这两家上市公司的股份均在每股 100 日元以上的价位。

在企业再生的过程中，因购入股份注入新资金治理结构变化的情况不少。从金融理论上而言，核定资产后股价为负值的企业在证券交易所交易的股价为 100 日元时，赞助方或投资基金可否以“100 日元股价异常，不能反映实际状态。所以要求每股 10 日元的价格发行新股？”这在日本需要承受很大的税务风险。

【应如何解除税务风险】

日本的企业上市交易的“交易价格为市价”，因此股价为 100 日元交易的企业拟以 10 日元发行新股，就会产生“以有利条件的发行”的“有利发行问题”。具

体地说，赞助方和投资基金明显低于市价认购新股，在其中产生的差额被视为利益，因该利益出现纳税的风险。

在众多企业再生中，新资金和新的治理是配套的。但是，新投资者的赞助方不可能在没有经济合理性的情况下高价投资。另一方面，以赞助方认为合理的价发行新股就会出现税务风险，很难有风险资金进入企业再生程序。不景气的上市公司价值如前所述由于反应了“期权价值”而保持高位，导致延迟赞助方注入新资金和治理模式的变更。进而使该企业的业绩更加恶化呈现负面循环状况在日本和美国随处可见。

在大荣的例子中，发行了日本公司法允许的种类股，回避了有利发行的问题。产业再生机构为了改变大荣的经营状况重新构建新的治理模式，获过半数表决权尤为重要。另一方面，当时大荣的上市股价，与其现金流量相比过高。因此，设计了“虽然有表决权、但是限制转让的、分配以及剩余资产劣后于普通股的”种类股，根据其股份发行赞助方投入了资金。

这种种类股与普通股相比，因限制转让存在流动性风险（百分之几十左右）。而且由于分红和剩余财产的分配劣后，以当时交易的普通股价格的一半以下的价格发行。这是因为是产业再生机构是政府设立的组织所以才可行，还是普通的民间投资也可能使用的解决方法呢？目前本人还不能判断。

无论怎样，对于新投资的赞助方来说，脱离企业的现金流量价值持续走高的上市股价，成为资金注入时的大问题。但是，本人想通过大荣的事例大家应该已经理解这种状况了吧。另外，将风险资金注入业绩不景气的企业，改善其灵活性将企业再生市场进一步活性化是不可少欠缺的，因此需从法律以及税务方面完善。

综上所述内容是本人关于日本企业价值评估的发言。日本的这些事例，如能对中国、韩国企业再生实务界有所帮助，本人将不胜荣幸。谢谢。

DIP Financing

尹秀超（北京市信杰律师事务所律师）

一、中国破产法中的DIP Financing制度

企业陷入财务困境后最直接的表象就是流动资金不足，不能偿还到期债务，生产设备被债权人查封、扣押，企业信用丧失，无法再赊帐购进原材料，也无法按期支付职工工资和各种社会保险，生产难以为继。而破产重整即使是灵丹妙药，也需要假以时日。在重整程序结束之前，债务人不仅要支付破产费用，债务人还需要支付共益债务，尤其是维持生产经营所需支付的人员工资和购置生产原材料。例如我正在参与处理的某建材生产企业，其生产线自建成投产第一天起，就必须每天 24 小时的全年运转，对设备的维修也只能是热修，根本不能停工，否则立即报废，其生产线时时刻刻要吃进大量的原材料，大宗的原材料又必须提前采购备齐以保证库存，再加上一些基地辅料和人员开支、行政开支，占用了企业大量资金，而这类产品的销售又存在行业周期和较长的资金回笼帐期，导致公司面临两难选择：如果停产停工，整条生产线将全部报废，公司失去了通过破产重整恢复持续经营的生产资料基础；如果开工投产，则要继续大量流动资金，并且要承担周期性亏损，所以即使已经进入破产重整程序，公司需要解决的第一个问题仍然是如何解决筹得资金，解决燃眉之急，维持住公司的主体存在和生产线正常运营。没有流动资金，无法维持公司运营，所有的重整计划都是空的！问题是有哪一家金融机构或者企业还愿意和敢于把资金提供给一个已经失去信用，陷入财务困境的企业呢？！DIP Financing 这种破产法特别规定的优先权保障制度，为破产企业在重整期间筹集资金提供了制度保障，成为破产重整的核心条款，它直接关系到破产重整能否成功。

中国破产法第四十一条界定了破产费用，第四十二条规定了共益债务，如人民法院受理破产申请后发生的下列债务，为共益债务：“（一）因管理人或者债务

人请求对方当事人履行双方均未履行完毕的合同所产生的债务；……（四）为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务；”第四十三条规定，“破产费用和共益债务由债务人财产随时清偿。”第七十五条规定：“在重整期间，对债务人的特定财产享有的担保权暂停行使。重整期间，债务人或者管理人为继续营业而借款的，可以为该借款设定担保。”表明中国破产法赋予 DIP 在重整期间借款，并为借款提供担保的权利。DIP Financing 制度中为借款而设定的担保，要优先于此前存在的各种担保权顺序而优先受偿。

以上是中国破产法中涉及 DIP Financing 内容的主要条款。

事实上，DIP Financing 既可以是融得资金，也可以是融得资产；既可以向外部设立新的债权，也可以向原有债权人和股东继续举债；既可以债权融资，也可以股权融资；股权融资中既可以是承诺对存量股进行调整，也可以承诺新增股份。

二、中国上市公司破产重整实践中 DIP Financing 案例

DIP Financing 又称之为 DIP 融资，DIP 融资的状况与这个国家整体宏观经济形势以及信贷市场具有紧密相关性。08 年席卷全球的经济衰退、金融危机和通货膨胀使中国不得不进行宏观调控，银根收紧，信贷市场变得更为紧缩，贷款额度受到严格限制，企业很难再从银行借到资金，客观上限制了中国刚刚开始实行的破产法中 DIP 融资实际应用的空间。截止目前，中国上市公司破产重整案例中，很多都在进入破产程序之前已经停止生产，仅剩下一个空皮囊，没有正常收入来源，仅靠当地政府政策补贴或者大股东利益输送勉强维持保牌保壳，这种情形下的重整也只是为了削减债务后，变更主营业务，通过资产置换变卖来保住空壳主体，由重组方借壳上市。既然生产线在进入重整程序前已经停产，公司也就不再需要向外部借入维持重整期间正常业务经营所需要的大量营运资金，因此到现在没有一例法院宣布批准 DIP 融资案例，也没有一例向主要债权人或债权人委员会通报的 DIP 融资案例，大都是由破产重整公司继续按照停牌前正常业务的操作流程自行决定，只有沧化股份、秦岭水泥和深信泰丰在破产重整过程中，还稍具 DIP 融资雏形。

下面以沧化股份、秦岭水泥为例，结合一些其他上市公司破产重整中虽然并

非 DIP 融资，但仍可借鉴的经验，总结中国目前在上市公司破产重整中 DIP 融资的工具和方法。

【沧州化学工业股份有限公司】（简称沧化股份，股票代码 600722），中国河北一家上市公司，主营化工原料生产销售，1996 年上市，大股东为国有公司，沧化股份下设 1 家分公司、6 家控股子公司。由于企业资金链断裂，40 万吨 PVC 项目和液体码头工程被迫停建，子公司 23 万吨 PVC 生产线开工不足停产，仅有老厂区 6 万吨 PVC 生产线勉强维持封闭运行，重整前沧化股份所有的生产性经营活动全面停顿。2007 年 11 月 16 日进入破产重整程序，经评估，该公司有效资产 8.6 亿元，确认负债总计 54.43 亿元。

【陕西秦岭水泥股份有限公司】（简称秦岭水泥，股票代码 600217）中国陕西上市公司，1999 年 12 月上市，主营水泥建材的生产、销售，总股本 6.7 亿，控股股东耀县水泥厂持有 1.6 亿股，占秦岭水泥总股本 24.8%，秦岭水泥有 8 家控股子公司，秦岭水泥资产评估为 8.7 亿元，总负债约 13.6 亿元。进入重整程序前，秦岭水泥的生产线还在运转。

DIP 融资渠道：

1. 政府直接借款给破产重整企业

陷入破产的企业，都面临既有债务负担沉重、资金短缺的问题，不能偿还到期债务更使企业信用丧失，无法继续融资，导致恶性循环。而中国又没有西方发达国家成熟的资本市场和金融体系，企业融资渠道和手段也相对简单，对银行这类金融机构依赖度很高，但中国的银行业金融机构贷款审查标准相对很严格，其决策机制和责任制度决定了没有人愿意为已经陷入资不抵债的企业承担继续提供贷款。所以在沧化股份破产重整中，当地政府直接向河北省财政举债 1.6 亿元，对沧化股份进行救助，维持沧化股份的公司运营。

政府是否出手求助破产企业，不能简单的用经济学中经济自由主义和经济干预主义（或凯恩斯主义）来解释。有时候，政府也是遵循市场经济平等交换原则出手求助，例如，08 年金融危机在美国爆发期间，奥巴马政府出资高达 301 亿美元贷款和 75 亿美元信贷额度，用以支持通用汽车破产重整，由此美国政府获得购

买通用优质资产的新公司中 60%的股权。而且，目前进入破产重整程序的上市公司中，实际控制人是国资委的国有上市公司占很大比例，政府出面资助，实质上属于下面第 3 点要提到的债务人原股东自救。所以，沧州市政府出手对沧化股份进行救助时，采取了非担保债的方式。因为新设立的普通债不影响原有担保债权人的担保利益，不需要提前获得债权人的批准，并且救助是用于维持企业的正常生产经营，因此也不需要提前获得法院的授权，但是我们从资金安全的角度考虑，仍然建议 DIP 融资时事先申请法院批准或者履行向债权人告知的义务，以获得无可争议的优先权。

2. 重组方垫资

企业陷入破产境地，其管理上一定存在一些问题，破产重整中需要解决，另外由于多元化发展或企业扩张速度过快，仅靠原股东实力已难以为继，为此很多破产重整企业需要引进新的重组方。虽然重组方一般都是在企业重整程序结束后才进来，但双方的接触和谈判却早已进行，为了保障和维持破产企业在重整期间的持续经营，向重组方寻求垫资也是 DIP 融资的一个渠道，据了解，在美国，投资者以 DIP 融资资金提供方的身份介入破产重整，也成为一种趋势。

秦岭水泥重整中，重组方唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”）作为 DIP 融资中的资金提供者，为秦岭水泥维持生产经营必要的流动资金和设备维修提供资金支持，保证秦岭水泥正常经营。并且由于秦岭水泥已获准新建一条日产 4500 吨的水泥熟料生产线，但因资金短缺而停建，重组方冀东水泥为该生产线的建设提供近 5 亿元的资金支持，以增强秦岭水泥的持续经营能力和盈利能力。正是由于秦岭水泥破产重整中对 DIP 融资的手段和工具运用得当，才得以保障水泥生产线持续稳定，最终达到冀东水泥通过同业并购提高产业集中度的目的。

但是，秦岭水泥重整期间向冀东水泥融资借款的事情既没有经过受案人民法院裁定批准，也没有召开听证会，更没有提前告知债权人。如果说从债权人角度讲，这种融资属于正常业务范围，且有利于维持上市公司的持续经营能力而不会反对，但对于重组方来说，没有经过法院批准或者债权人讨论的 DIP 融资，是否可以被认定为自动具有优先权的债权，存在着一定风险，这是今后重组方在对 DIP 融资中需要注意的问题。

而在华龙公司（600242）重整案件中，重组方甚至直接出资赠送给破产重整企业维持运营和偿还部分债务，上海华源发展（600757）则由重组方提供400万元用于维持公司运营费用。

3. 原股东提供借款

虽然很多破产重整企业的股东也面临资金短缺，但如果原股东仍对企业重整成功，恢复持续经营能力和盈利能力抱有坚定的信心，这时候原股东也愿意积极筹措资金对企业增加投资，所以由原股东提供借款也是DIP融资的主要渠道。中国目前上市公司DIP重整案例中，并没有由原股东提供借款的案例，新太科技（600728）是非DIP类型的破产重整，但大股东佳都集团和二股东番禺通信都承诺以借款等方式支持重整，可资借鉴。

4. 原债权人继续提供借款

原债权人继续提供借款，一般认为债权人与债务人有某些内在紧密联系，否则债权人是不明智的，但事实上第四十二条和第四十三条赋予了债权人在此期间发生的债权的优先受偿地位，如中国破产法第七十五条允许破产重整企业在重整期间为继续营业而借款，甚至允许为该借款提供担保，这种规定事实上给予了某些原债权人通过继续提供借款而达到设定新的优先地位，而且原债权人获得的这种超级优先地位能够覆盖住原来的债权，从而在整体上提高了自己的债权清偿率的机会，即混合担保（Cross collateralization）。这里的超级优先地位不仅仅是要优先于此前已经设立的担保债权人，而且也要优先于破产重整程序启动后发生的其他破产费用和共益债务的债权人。另外，DIP融资中的借款，既可以用企业原有的担保物继续提供与原抵押权人不同的新担保，也可以用企业的应收帐款提供质押担保，这也符合中国《担保法》、《物权法》和《人民银行关于应收帐款质押登记办法》等法律法规中的相应规定。

对于其他担保债权人而言，应当给予这种情况下的DIP融资一定的分期现金补偿，如因为担保物随着时间的推移而导致价值贬值的那部分；也可以对这部分债权人追加担保；如果两者都无法做到，那就应当考虑对这部分债权人的损失以共益债务来计算。

中国吉林纸业利用中国旧破产法进行破产重整过程中，曾经由中国工商银行进行了类似此种DIP融资，但那是在当地政府的斡旋下谈成，今天中国金融机构执行的是更加严格的贷款审查制度，对于陷入资不抵债，信用丧失的企业，按照金融机构现在的贷款审查标准，是不允许申请向其发放贷款的，很少有银行愿意为这种贷款承担风险，虽然中国破产法第七十五条赋予了破产重整企业原债权人很好的机会来最终提高自己的清偿率，而且来自美国破产案例的研究也表明，实际办案的法官也并不喜欢这种混合担保。

5. 承诺改变土地使用性质获得增值收益，以未来收益担保融资

企业破产重整，离不开当地政府的支持，政府手中掌握的最大资源就是土地。如果政府能够提供土地政策支持，上市公司破产重整的成功就有了很大希望。在沧化股份破产重整过程中，6万吨生产线位于老工业厂区，随着经济的发展，其所在地域的地价出现较大增幅，沧化股份同意对生产线搬迁改造，当地政府则承诺对沧化股份对老厂区生产线进行搬迁后腾出的土地用途从工业用途改变为商业用途或住宅项目用地，政府获得土地增值收益，然后将这部分收益补偿给沧化股份，帮助企业提高偿债能力和持续经营，如注资启动沧井化工 23 万吨 PVC 生产线，在这种可预期的未来收益的担保下，沧化股份很快获得融资，用于破产重整。

6. 控股股东承诺同意权益调整来帮助 DIP 融资

破产重整中，若因资不抵债，股东作为出资人其所有者权益已经归零，但既然企业有重整价值，股权也就仍然具有一定的价值，尤其如果重整企业是上市公司时所具有的壳资源价值。如果仅仅利用重整程序大幅削减债权人的债权，而出资人权益不作任何调整，难免有失公平。为在 DIP 重整中公平保护债权人与出资人等各方利益，中国破产法第 85 条规定：“重整计划草案涉及出资人权益调整事项的，应当设出资人组，对该事项进行表决”。秦岭水泥重整过程中，控股股东耀县水泥厂无偿让渡所持秦岭水泥股份的 43%，共计 7000 多万股由重组方冀东水泥有条件受让，这也是冀东水泥垫资保障和维持秦岭水泥生产经营的原因或者说是等价。

北生药业破产重整过程，用资本公积金转增股本，仍然把转增的这部分股本用来偿还债务，成为破产重整中融资的一个新渠道。

在深圳深信泰丰破产重整过程中，甚至设计了调整上市母公司的一部分股权，不仅用于支付深信泰丰重整费用和共益债务，清偿普通债权，甚至还被允许用于清偿子公司的部分债权，以及保全主要子公司经营性资产，从而获得子公司一部分股权这样一个交易结构。

正是控股股东向潜在重组方进行同意出资人权益调整的承诺，才让有些潜在重组方同意DIP融资。

7. 处置部分资产，调整资本资产结构

很多企业陷入资不抵债，与过度多元化扩张有关。重整中可以根据实际情况对盈利能力不强、资产质量差，或者与主营业务关联度不高的资产或营业进行清理，既可以出售、出租一部分资产得以套现，又能够甩掉包袱，优化资本资产结构。重整只是要求给予债权人的清偿比率不低于重整企业现有的资产清偿率，而不是将现在资产全部变现清偿，因此重整中可以出租、出售资产，但不是处置所有的资产，如果重整计划变卖现有全部资产和营业，用于筹集清偿债权的资金，仅仅保留壳主体和股东，那就不是重整，而是并购了。重整也不是为了向重组方出售资产，甚至反而要通过发行股份购买未来重组方的资产。另外既可以转让资产，也可以转让营业。浙江海纳在破产重整期间，向潜在重组方深圳市大地投资发展有限公司出售价值1227.26 万元的应收帐款，获得等值现金，用于支付破产重整和共益债务，并将余款用于清偿债务。目前中国的DIP重整案例中很少有转让营业案例，但在证券公司的行政清理过程中，这种案例有很多。

8. 设定共益债务，要求供货商继续供货，保障企业持续经营。

中国破产法第四十二条规定了共益债务，允许 DIP 融资中，要求供货商继续履行双方均未履行完毕的合同所产生的债务；第四十三条则允许在破产重整中优先和随时偿还这些共益债务。中国目前的破产重整企业在进入程序时大都陷入停产状态，鲜有继续营业的，但秦岭水泥重整过程中，仍然真正在持续生产经营，

新太科技虽然不属于 DIP 类型，但属于持续经营，这二个公司都曾经要求供货商继续供货，以保证企业持续经营。这类供货商的商业惯例大都是每年订立一个大的供货合同，然后根据帐期长短实时滚动结算。如果向供货商讲解清楚重整期间的赊帐不同于以往的欠款而属于具有优先权的共益债务，供货商是愿意继续供货的。

三、DIP 融资中亟需解决的问题

仔细研究已有中国上市公司破产重整案例，我们发现，虽然破产法规定了破产费用和共益债务可以随时并且优先受偿，但绝大多数的案例中的破产费用和共益债务都是在重整结束后支付，并且有的案例使用重整计划执行结束后才能兑现的出资人权益调整所获收益来支持上述费用，部分原因就是因为没有充好发挥破产重整中的 DIP 融资制度，根本原因在于中国金融机构对 DIP 融资的理解、认识和运用的还不够，没有很好地利用 DIP 融资具有优先权的功能，创造设计出更多的金融产品。另外，目前有限的 DIP 案例中融资的手段和工具也过于简单，并购贷款基金、次级债等资产证券化有限，股权融资更少。

虽然中国破产法第七十五条赋予了人民法院依据职权批准债务人在重整期间筹借新款甚至允许为此新设担保的权利，但是没有制定具体的审核批准程序。我们认为，重整期间债务人筹借新款，即使属于正常业务范围，也应当履行向债权人告知的义务，如果数额较大，或者需要新设担保，影响到其他原有担保债权人的利益时，还应当引进听证程序，听取债权人的意见，由债务人向债权人解释借款的必要性和补偿办法，以完善 DIP 融资审批制度。

中国证监会在 2011 年 8 月 5 日发布了《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》，其中，允许上市公司发行股份购买资产与配套融资同步操作，解除了此前二者分开操作的政策限制，缓解了破产重整企业在重整结束后的融资压力，自然也就间接缓解了潜在重整方担心在重整期间提供 DIP 融资会影响重整结束后帮助上市公司偿债和解决生产经营所需资金的压力，客观上有利于上市公司拓宽破产重整期间 DIP 的融资渠道。

但是，与西方国家允许进入破产程序的上市公司继续交易的规定不同，中国

证监会不仅要求企业发行证券的前提条件是保证盈利水平，而且还要求上市公司破产重整期间暂停交易，这些规定在某种程度上都限制了 DIP 融资，应当针对处于财务困境但又有重整价值的企业制定特殊的证券发行和交易的制度。

我们相信，随着中国破产重整的经验积累，随着中国资产市场的健康发展，以及中国信贷市场的逐步完善，DIP 融资一定能够得到相应同步发展和完善。

附表：文中涉及的上市公司 DIP 融资情况表

| 公司简称 | 证券代码 | 行业 | 披露重整 | 重整结束 | 用时 | 破产费用+共益债务(万) |
|------|-----------|-----|------------|------------|-----|--------------|
| 浙江海纳 | 000925.SZ | 制造 | 2007-09-19 | 2007-11-26 | 67 | 799 |
| 沧化股份 | 600722.SH | 化工 | 2007-11-21 | 2008-01-02 | 41 | 3037+1615 |
| 华龙股份 | 600242.SH | 养殖 | 2008-03-12 | 2008-04-26 | 44 | 1453+230 |
| 北生药业 | 600556.SH | 药品 | 2008-11-28 | 2009-02-23 | 85 | 1905+516 |
| 新太科技 | 600728.SH | 计算机 | 2009-03-18 | 2009-11-03 | 225 | 482 |
| 秦岭水泥 | 600217.SH | 水泥 | 2009-08-25 | 2009-12-17 | 112 | 1586 |
| 深信泰丰 | 000034.SZ | 综合类 | 2009-11-12 | 2010-05-08 | 176 | 1098+1280 |
| 上海源发 | 600757.SH | 纺织 | 2010-08-31 | 2010-12-04 | 94 | 5210 |

韩国企业回生程序中的DIP financing

(DIP Financing in Korean Business Rehabilitation Procedure)

鄭駿永

(韩国首尔中央地方法院部长法官Judge, Seoul Central District Court)

I. 引言

2011年大型建筑公司三扶土建申请公司回生以及撤消过程足以说明了“对债务人的回生以及破产相关法律第二编回生程序中的DIP financing问题。

三扶土建是在国内承包数占34位的大型建筑公司，该公司通过项目融资，施工献仁团地住宅，但是出现经营困难，于2011年4月12日申请企业回生程序。其后，回生程序开始时期得到延长，通过与银团的协商，以子公司所有的文艺复兴酒店作为追加担保，贷款7,500亿韩元，于2011年6月28日撤消了申请的回生程序。

媒体认为贷款的7,500亿韩元大部分用来偿还项目融资贷款、公司债、企业票据债务等。扣除这些债务，运营资金只剩下200-300亿韩元。¹

另一方面，献仁团地住宅建设事业的共同施工单位东洋建设产业也陷入经营困难，该公司在韩国国内承包数占35位。三扶土建申请回生程序3天后的2011年4月15日东洋产业也申请了回生程序，但是与银团协商的结果，未具备担保能力，没能得到贷款，于2011年7月12日开始进入回生程序。

这一过程在DIP financing方面具有以下意义。第一、大规模企业破产程序中DIP financing非常重要，像三扶建设因为运营资金不足申请进入回生程序，但是成功筹集了运营资金后撤消了回生申请，也就是充分说明了DIP financing的重要性。第二、破产企业为了得到大规模的DIP financing不仅要有担保能力，还用新贷款偿还部分债务，需要（roll-up）集合型金融。

II. DIP financing的意义

¹ <http://www.mt.co.kr/view/mtview.php?type=1&no=2011053111156061659&outlink=1> (今日新闻 2011. 5. 31.报道)

企业有可能失败。²原则上破产企业应把失败企业的剩余价值分配给债权人清算。

代替这种清算程序、使破产企业持续营业，并能够将持续性企业价值分配给债权人的企业回生制度于19世纪末在美国诞生，是美国对铁道公司实施的股权接管（equity receivership）程序中创造的制度。当时通过股权接管能够重建铁道公司是因为通过接管人债权证书（receiver's certificate）可以筹集资金。可以筹集资金就可以持续营业，有利于企业再建的股权接管方式，日后发展为联邦破产法第十一章的企业重建程序(business reorganization), DIP financing制度是接管人债权证书制度的延续。

企业运营资金如同命脉（lifeblood）。没有运营资金无法支付员工的工资或供货商的价款，无法持续经营。破产企业为了持续经营也需要运营资金，但是通常破产企业处于运营资金枯竭，需要紧急筹集资金，也就是需要如同输血般的DIP financing。如果破产企业无法及时得到DIP financing，只能选择迅速出售（quick sale）或清算。

事实上，美国的研究结果表明在重建早期得到DIP贷款，企业重建失败比率（驳回重建申请、转移到联邦破产法chapter7）会下降，但这也说明DIP贷款方辨别企业的重建可能性后提供DIP贷款。

在美国DIP loan成为企业重建程序成功与否的关键要素。不仅如此，从金融机构的立场而言，它也是能够得到安定收益的一种金融商品。但是，2008年美国金融危机以后，可以看到根据信用监管规定DIP loan市场在缩小，难以得到DIP loan，而且贷款条件也不利于债务人。

在韩国的企业回生程序中，还没有形成像美国那种大规模的DIP loan，金融机构也并不认为DIP loan是具有收益性的金融商品。韩国不仅在立法还是实务中，对DIP loan并不提供优先于担保的保障，而且1997年外汇危机以后，随着亏损金融机构的破产，金融界根本没有开发DIP loan商品。

那么韩国的企业回生程序是否需要DIP financing呢。如果需要，能够活跃DIP

² Elizabeth Warren, Chapter 11: Reorganizing American Businesses (Aspen Publishers, 2008), 1

financing的方法是什么呢。与美国的DIP financing实务作比较研究, 拟得到启示。

III. 美国的企业再建程序与DIP financing

1. 概述

破产企业的资金筹集区分为：在程序开始的初期以及程序进行中的资金筹集(DIP financing)和程序终结时的资金筹集(exit loan)。程序的初期以及程序进行中的资金筹集(DIP financing)分为：新的资金贷款(DIP loan)和现金担保物的使用(use of cash collateral)。

┆ DIP financing (DIP loan / use of cash collateral)

┆ exit loan

现金担保物指，破产财团或其他人拥有的权利的现金或赊销款、未回收的票据、存款等视为现金的物。破产企业直到最后一瞬间，为了回生消耗资金，所以申请破产后很少有很多现金。如企业不持有现金等价物，申请破产后就得不到新的资金贷款，运营资金枯竭、无法持续经营只能进入清算程序。

破产程序初期的DIP loan是再建计划得到批准后，为了脱离再建程序以exit loan代替。通常DIP贷款方成为exit loan的贷款方，也有其他新的金融机构加入成为exit loan的贷款方。再建计划得到批准后，exit loan就如同正常信贷比较稳定，所以贷款条件与DIP loan相比更有利于债务人公司。

2. 企业再建程序的变化过程和 DIP financing

A. 19世纪末 ~ 20世纪初：股权接管 (Equity Receivership³)

代替破产企业清算可持续经营制定偿还计划的方式在19世纪末的美国铁道公司破产事件中变革性的诞生的equity receivership制度，成为了今日的美国联邦破产法第十一章企业再建制度的模板。

³ Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1908~1913

该制度的基本构造为：申请重建程序，法院选任管理人(receiver)禁止债权人个别行使债权，进入执行企业财产程序(foreclosure)。据说在执行程序中出售财产通常延长数月或数年，在这期间当事人围绕着重建计划(reorganization plan)进行了协商。

在这一过程中像J. P. Morgan这些投资银行成立债权人委员会或股东委员会，存管债权或股权主导协商。协商的目的在于通过降低利率、延长偿还期限等减少债务，重新调整铁道公司的资本构造。如它们同意综合重建计划，个别委员被整合为重建委员会(Reroganzation Committee)这一单一的上位团体，由重建委员会在财产出售程序中以代替现金存管的债权面额参加招标收购了铁道公司，没有任何竞争对手参加招标。重建委员会将收购的铁道公司财产立即转移到新设的壳公司(shell corporation)，根据重建计划把该新设公司的股份或债券分配给原有债权人。

在这一过程中有必要持续经营铁道公司，为此管理人需得到法院的许可发行优先于担保权最优先受偿的接管债券证书筹集资金，在申请破产的6个月以内偿还商交易中产生的债权的同时另原有经营管理层持续经营。

这种股权接管方式当初适用于铁道公司的重建事例中，后经19世纪末20世纪初逐渐扩大适用到一般公司。这一制度与现在的破产法第十一章企业重建程序构造基本类似，尤其是当时的接管人债权证书制度成为现在美国企业重建实务中最重要的制度的DIP financing具有着相同的功能。

B.1938年 ~ 1978年：所谓的 Chandler Act of 1938⁴

1938年修改的破产法反映了罗斯福新政时代对企业的不信任。大型企业如果申请重建，根据Chapter X剥夺原有经营者的经营权，选任第三方管理人(court-appointed trustee)进入公司回生程序，证券交易委员会(Securities and Exchange Commission; SEC)起到了审计人员的作用。

⁴ Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1913~1914

X 由原耶鲁大学法学院教授、后任SEC委员长以及联邦法院大法官William Douglas立案，据说该法施行后大规模企业再建事件从1938年的500件急剧减少为1944年100件以下。

1978年 ~ 1980年代 : Debtor in Control

1978年修改的破产法转为原有经营管理层任管理人(debtor-in-possession; DIP)的制度。DIP制度主要是让熟悉经营技术的经营管理层负责企业再建的制度，根据是与其让新的经营管理层管理还不如有效利用原有的经营管理层。

企业再建制度是为维持企业持续价值(going concern value)的，为了这一目的禁止债权人个别行使债权，另债务人经营管理层提示再建草案给予它们与债权人协商的机会。也就是说，企业再建制度被理解为从债权人处救助(relief from creditors)企业，使债务人喘气(breathing spell)的制度。

同时强化了对应DIP的中心作用以及对DIP起监督(watchdog)作用的债权人委员会(creditors' committee)的机能和权限。债权人委员会的存在与否成为再生程序成功的尺度。破产法1103条(c)⁵以及1109条(b)⁶规定了债权人委员会的机能和

⁵ 美国破产法 1103条。

(c) A committee appointed under section 1102 of this title may -

- (1) consult with the trustee or debtor in possession concerning the administration of the case;
- (2) investigate the acts, conduct, assets, liabilities, and financial condition of the debtor, the operation of the debtor's business and the desirability of the continuance of such business, and any other matter relevant to the case or to the formulation of a plan;
- (3) participate in the formulation of a plan, advise those represented by such committee of such committee's determinations as to any plan formulated, and collect and file with the court acceptances or rejections of a plan;
- (4) request the appointment of a trustee or examiner under section 1104 of this title; and
- (5) perform such other services as are in the interest of those represented.

⁶ 美国破产法 1109条。

(b) A party in interest, including the debtor, the trustee, a creditors' committee, an equity security holders' committee, a creditor, an equity security holder, or any indenture trustee,

权限。但是1978年修改破产法施行以后的初期阶段债权人委员会并没有发挥作用。修改法赋予债权人委员会对债务人的调查、监督、再建计划草案的提出等权限，但是并没有行使。因此，债务人持续主导企业再建程序，在企业中没有失去控制权。⁷

但是这种没有债权人监督的DIP主导的企业再建程序出现了程序迟延，企业价值毁损的短处。例如在Eastern Airlines企业再建事件中，破产法院法官不管债权人反映债务人公司内部崩溃的情形审理了几年，最终Eastern Airlines没能提出债权人接受的企业再建计划草案而破产。另外LTV企业再建事件大约进行了7年。

C.1990年代以后到近期的变化：Creditors in Control

(1) DIP financing与债券金融机构影响力的扩大

企业申请再建后债务人就有关DIP financing得到法院许可，根据联邦破产法第364条的规定DIP贷款方因新的贷款可以获取优先偿还权或优先于担保权人的最优先担保权（priming lien）。据此即使再建程序失败，DIP贷款方放出DIP贷款，根据贷款约定可以从再建企业财产中最优先回收债权。如再建程序成功，DIP贷款被exit loan代替。企业再建程序的初期，DIP financing的成功与否不仅成为企业再建程序成功的尺度，从金融机构的角度而言DIP loan基本上不存在不履行的情形，可以说是稳定的投资。根据穆迪信用评级公司2008年10月的报告⁸，从1988年开始至2008年为止，大型公司的DIP loan 297件中未履行的仅为2件，不履行率不过是0.5%。未履行的2件中只有1件未能得到全额偿还。金融机构认为DIP loan是稳定的、具有高收益性、依次很多金融机构积极提供贷款，所以债务人企业申请回生程序之前，排好提供DIP loan的金融机构，经由协商从金融机构中选择提示最有利条件金融机构贷到DIP loan。

再建企业并不是都希望得到DIP financing。大型公司进行DIP financing的比

may raise and may appear and be heard on any issue in a case under this chapter.

⁷ LoPucki, The Debtor in Full Control – Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code?, 57 Am. Bankr. L. J. 247 (1983), 272

⁸ Moody's Investors Service, Moody's Comments On Debtor-In-Possession Lending (2008/10)

率持续在增加，其比率从1988年的7.41%增加到1996年的48.21%。⁹到1990年代中半期以后，大部分大型再建企业在再建初期依赖于DIP financing。

DIP lender不仅对申请再建程序法院的选择上，通过贷款约定对再建程序的方向也产生很大影响。像这样的影响力行使方法多样，比如使再建企业采用CRO(Chief Restructuring Officer)方式售出资产或进行迅速的构造调整。

¹⁰ 因此，DIP financing在再建程序中成为重要的企业控制手段。在United Airlines的再建中提供 DIP financing的贷款团向债务人公司施加压力，公司与工会协商大幅度减少了工资。还有在高级玩具公司FAO Schwarz的再建中，提供 DIP financing的贷款团要求债务人公司在2个月以内完结再建程序或售出资产，如果做不到贷款团将取消营业。¹¹

(2) 迅速售出资产

进入21世纪以后，通过DIP financing取得企业控制权的债权人在企业再建程序的早期，依据联邦破产法363条迅速售出债务人公司的重要资产迅速进行企业构造调整的事例不断在增加。

在许可申请中比喻债务人资产为“融化的冰山的一角(melting ice cubes)”，强调其紧迫性(No Time to Spare)。因此，据说破产法院法官在决定是否许可售出资产时，对其他要素无暇顾及。这种资产出售事例在 Lehman Brothers(申请后第4天许可出售)、 Chrysler.GM(几个星期后许可出售) 等曾出现。

(3) 政府主动地有效利用企业再建程序

美国联邦政府根据大马不死 (too big to fail) 理论，通过救济金融(bailout)防止大型企业破产的情况比较多 (最近救济的大型金融公司为 Bear Sterns,

⁹ Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1906

¹⁰ Ayotte & Skeel, An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice, 73 U. Chi. L. Rev. 425 (2006), 456~457

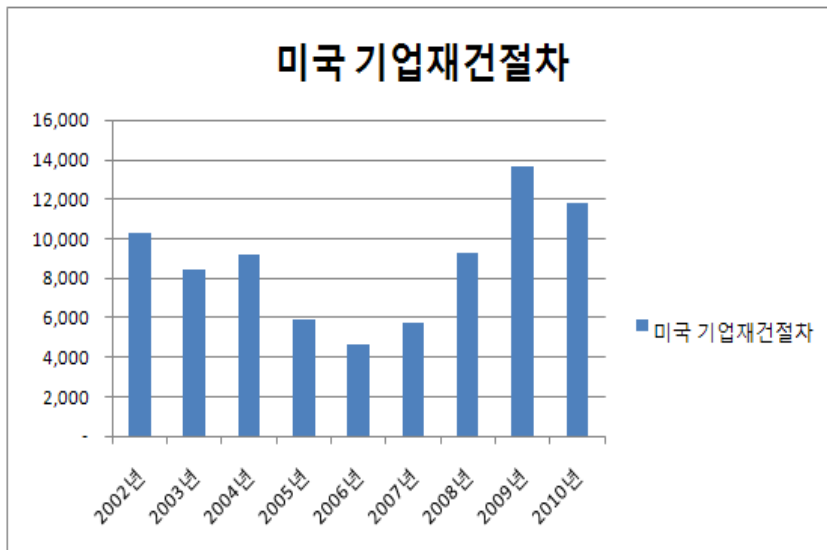
¹¹ Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1906

AIG, Citibank)。

对于政府救济反对意见认为把亏损企业的责任转嫁给了政府。

但是2009年在大型汽车制造公司Chrysler或GM的企业再建程序看到联邦政府成为DIP Lender掌握企业控制权，有效利用企业再建程序迅速出售了企业资产。如此，通过迅速出售资产GM进行企业再建程序，于2010年4月全额偿还了美国联邦政府以及加拿大出口开发公司\$5,800,000,000美元的债务，同年11月成功地重新上市，Chrysler于2011年5月全额偿还了美国以及加拿大政府的\$7,700,000,000美元的债务。

美国企业再建程序图表



3. 近期缩小DIP financing的变化

A. DIP lender的变化

在主要DIP lender之中Lehman Brothers于2008年9月15日申请破产、GE Capital宣告不再提供DIP loan，DIP loan市场开始退色。因此很难得到DIP loan，曾提供DIP loan的金融机构数从30家以上减少到5~6家。¹²在这种情况下，代替传统的DIP lender出现了投资资金、对冲资金(equity and hedge fund)、地区

¹² Morabito, Debtor-In-Possession and Exit Financing in Today's Market, 2010 WL 556191 (2010),

金融机构 政府等新的DIP lender。¹³

B.从原有担保债权人处DIP financing (roll-up)

金融市场崩溃以后，新的金融机构的DIP financing减少，原有债权担保权人用部分担保债权对换放出贷款救济成为DIP lender情况逐渐在增加。

无法找到发放DIP financing金融机构时，只能从原有债权人处得到DIP financing、cross collateralization(将新放出贷款的时候被提供的担保作为原有无担保债权的担保的方式)方式是不当优先无担保债权人的所以不被允许。¹⁴所以自然使用 roll-up(原有担保债权人用部分担保权对换发放新的贷款)方式。在roll-up方式中，一般原有担保债权的对换额与新贷款额的比率为1:1。

金融市场被亏以后2009年11月15日为止成功的DIP financing中56.5%为新提供的贷款，剩下的为原有债权对换贷款(联邦政府作为担保债权人的GM或Chrysler除外)¹⁵。通过这种roll-up方式原有债券金融机构被捆绑到倒产程序，由此减少破产，使其对债务人企业的未来发挥更大的作用。已经roll-up的原有担保债权对换成共益债权，在再建程序中不可能减免债务，所以在roll-up之前对这一点要慎重考虑。

近来在DIP loan中看到的 roll-up事例可以举：Circuit City (\$1,100,000,000的DIP loan中\$898,000,000为与原有担保债权的对换)，Lyondell Chemical Co.(\$8,000,000,000的DIP loan中\$3,250,000,000为与原有担保债权的对换)，Blockbuster Inc.(\$250,000,000的DIP loan中\$125,000,000为与原有担保债权的对换)，Landsource Communities Dev. LLC (\$1,185,000,000中\$1,050,000,000为与原有担保债权的对换)。

但是在roll-up的情形下，除了原有债权担保对换的部分以外，新放出的贷款

¹³ Martin, et al, Freefalling with a Parachute that may not Open: Debtor-In-Possession Financing in the wake of the Great Recession, 63 U. Miami L. Rev. 1205 (2009), 1205-1206

¹⁴ 关于cross-collateralization, 参照林治勇, “DIP financing – 韩国与美国的比较”, 破产法研究3, 博英社 (2010), 203

¹⁵ Rice, Changes in Debtor-In-Possession Financing Following the Financial Collapse of 2008, 29 Rev. Banking & Fin. L. 312 (2010), 317~318

利息非常高。即：在 LyondellChemicalCo. 事例中债务人大约贷款了 \$8,000,000,000美元，其中大约 \$3,250,000,000美元为原有担保债权对换。在这一DIP loan中全部收益为20%(13%的利息和 7%的手续费)，只局限于新贷款 \$4,750,000,000美元而言，利息算作为33%。以下介绍的 Circuit City的事例中仅限新贷款的实质性利息高达41%。¹⁶

C.DIP loan 约定内容的变化与迅速出售、清算

随着DIPloan市场的萎缩，很难得到DIPloan，因此DIP loan的条件也不利于债务人（高利息、贷款期限的短期化）。而且DIP Lender通过贷款约定参与主动再建程序，根据贷款约定几乎所有资产的早期出售、各种交易以及再建计划均要得到DIP lender的批准，而且被要求更换经营管理层。具体而言，美国联邦政府作为 DIP lender在 GM, Chrysler企业再建事例中几个星期内将主要资产出售给新设公司(New Company)持续经营，存续公司 (Old Company)进入了清算程序。在Circuit City事例中DIP lender给予短期再建机会，如果失败约定出售资产清算。Circuit

City是于2008年11月10日申请企业再建程序，从法院得到借款许可，通过 DIP loan 贷款了\$1,100,000,000美元12个月到期。约定长假以后的2008年12月29日，自动贷款额减少到 \$900,000,000美元。在DIP loan 中\$898,000,000美元是与原有担保债权对换得来。全部贷款额的年利息大约为7.25%，只局限于新放出的贷款而言，实质性上6个星期贷款了\$200,000,000美元，利息高达41%。长假以后约定偿还 \$200,000,000美元的新贷款，所以在长假期间如果没能出售商品赚取不到现金公司就会陷入困境。Circuit City于2009年1月16日为止，拟出售企业，但是未出现收购者，终究根据联邦倒产法第七章转入了清算程序。

公司下属所有商店封锁停业，3万名员工失业。如果没有DIP financing可能Circuit City清算速度更快，但是如果

¹⁶ Goldstein, et al, Debtor in Possession Financing and Second Lien/Subordination Issues, American Law Institute - American Bar Association Continuing Legal Education ALI-ABA Course of Study, April 28-29, 2011

loan贷款约定的限制，Circuit City是否能够持续营业的问题有待探讨。¹⁷

D.替代方案 – 早期(early)再建申请

如此DIP loan越来越难以贷到，即使贷到了也因为对企业提出苛刻的贷款条件，所以进入再建程序的少，基本上导向清算或资产出售。为了避免这种情况，在Tribune Co.事例中可以看到在早期有担保能力的时候申请再建程序，得到正常贷款。另外，在Nortel Networks的事例中可以看到在持有\$2,400,000,000美元现金的情况下申请再建程序。¹⁸

IV. 韩国的企业回生程序与 DIP financing

1. 旧回生程序中的 DIP financing

1962年制定的旧公司整理法(因2006年4月1日施行综合倒产法而废止)以美国的再建制度为蓝本。

但是公司整理实务原则上剥夺了企业所有者的经营权，¹⁹申请公司整理程序以后，公司整理计划草案批准之前被取消或不予批准的时候也宣告破产等²⁰规定极其严格。因此，出现了倒产企业避开公司整理制度现象，公司整理制度利用率并不高。1997年外汇危机以后，公司财政举步艰难的情况下，企业所有者生怕失去经

¹⁷ Goldstein, et al, Debtor in Possession Financing and Second Lien/Subordination Issues, American Law Institute – American Bar Association Continuing Legal Education ALI-ABA Course of Study, April 28–29, 2011

¹⁸ Rice, Changes in Debtor-In-Possession Financing Following the Financial Collapse of 2008, 29 Rev. Banking & Fin. L. 312 (2010), 320

¹⁹ 旧公司整理法第94条规定：“法院听取管理委员会和债权人协议会的意见后，应选任适合履行管理人职务者为管理人”

▶公司整理事件处理要领(取消大法院例规) 4条(选任保全管理人/管理人的方法)

A.法院选定公司经营的行业具备专业经验以及素养，并能够公正履行业务者。届时，听取管理委员会以及债权人协议会的意见选任保全管理人/管理人。必要的时候委托公司、管理委员会、债权人协议会、有资金能力的第三方收购企业推荐候选人。

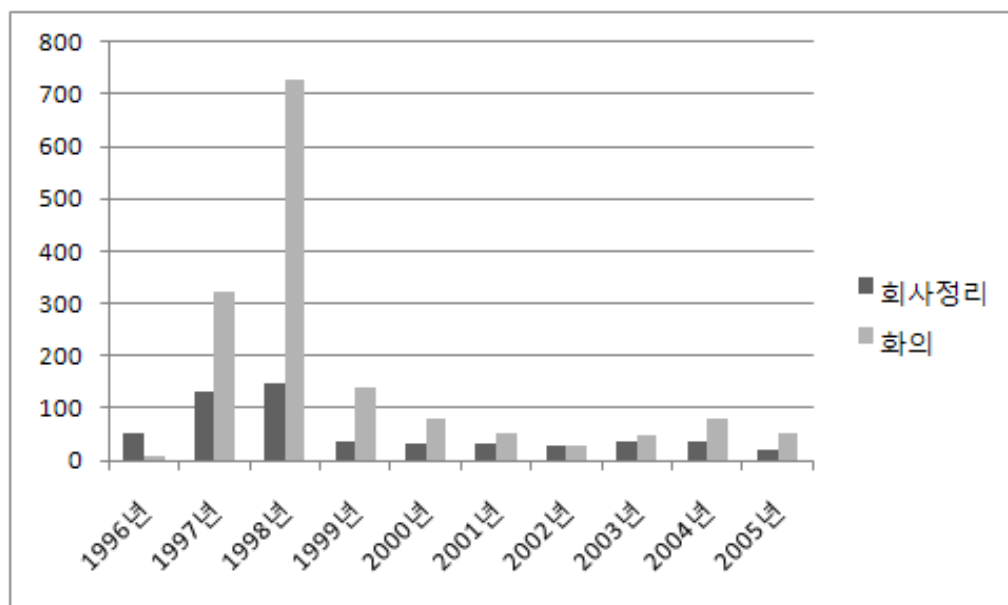
B.法院委托各种经济团体(韩国经营者总联合会运营的“高级人力信息中心”)、韩国注册会计师协会、大韩律师协会等推荐保全管理人/管理人候选人，应提前确保适格人名单，必要的时候有效利用。

²⁰ 旧公司整理法第23条 1款(1999. 12. 31.修改)

营权尽量回避公司整理程序，期间主要由金融监督机构和金融圈用法庭外债务重整程序弥补了制度空白。

另一方面，根据旧和议法(2006年4月1日施行综合倒产法而废止)还有和议程序，和议是在原有经营者以及企业所有者在维持企业控制权的同时，与债权人进行集体协商制定和议草案的制度，只适用于中小规模企业。²¹在维持企业控制权的同时，为了避免破产债务人在和议案中要求债权人延长期限或减免部分债务，在这一过程中债权人没能行使主导权。对此:有见解批判如果维持企业所有者的经营权有可能制度被恶意利用；有见解批判为了避免破产急忙制定不可能履行的和议草案得到批准，但是之后出现再转入破产情况。

公司整理、和议统计表



²¹ 2006年4月 1日、施行综合倒产法的同时被废止的旧和议法 第19条的2规定：“存在债务人资产负债规模过大或债权人等利害关系人的数众多等各种原因，不适合和议程序的时候“法院听取管理委员会和债权人协议会的意见可以驳回和议申请（1998年2月24日修改）。

金融当局面对大企业担心经营权被剥夺而避开公司整理程序的现象，通过改善财务构造进行更加有效的企业构造调整、并在这一过程中使债权人得到企业控制权的代替方案实施破产缓期协商制度等引进了根据企业构造调整促进法（2001年8月14日、法律6504号）进行法庭外重整的制度。

企业构造调整促进法在制定的当时其有效期限为2005年12月31日为止。但是，该法失效之前认为于2005年3月31日制定的统合倒产法如果施行，企业回生以及企业构造调整应该会圆满得到实施，因此决定不延长施行，于2005年12月31日使其失效。但是，2006年4月1日统合倒产法施行以后，债权金融机构自律性的通过协议对企业构造进行调整的惯例在市场中还未定型，所以为了企业构造调整的迅速以及圆满推动，于2007年8月3日重新制定企业构造调整促进法以时限立法方式实施至2010年12月31日。

该法于2010年12月31日因期限已过失效。但是因为房地产PF贷款的亏损，大型建筑公司纷纷倒闭，所以2011年5月19日又重新制定企业构造调整促进法，决定实施至2013年12月31日为止。该法补充制定了在法庭外债务重整过程中强化企业的自律性，对于在债权人协议会投反对票的债权金融机构以及小额债权金融机构予以保护的规定。

根据债权金融机构主导的企业构造调整促进法分析法庭外债务重整的性质，可以认为基于美国倒产法第十一章DIP制度在法庭外进行企业再建。即：在债权金融机构协议会的监督下，债权人向债务人公司提供新的资金(DIP Financing)，积极援助使其回生，原有经营管理人员持续经营，通过延长债务期限、减免、债转股等方式迅速调整的一种方式。同时，金融监管当局要求主债权银行周期性的对企业进行亏损分析，随时进行企业构造调整，以期预防大量的亏损破产。

成功完成债权金融机构主导的法庭外债务重整的公司为：Hynix公司、现代建设、庆南企业、丽水建设等，相反还有未能成功完成法庭外债务重整而重新申请企业回生程序的三能建设、世界建设、大宇汽车销售等。

2. 基于统合倒产法的企业回生程序中的 DIP financing

A.概况

2006年4月1日起施行的统合倒产法规定的企业回生程序以旧经营者管理制度为基本，强化了债权人协议会的机能和权限。但是，在实务中债权人不积极参与，至今为止企业回生程序以债务人为主导在运营。

而且与债权金融机构主导程序的法庭外债务重整不同，对回生企业没有新的资金注入。例如在三扶土建撤消回生申请的事例中可以看到，债务人企业从债权金融机构得到新的资金支援的同时撤消回生申请。也就是说成功地得到DIP financing，在回生程序外通过法庭外债务重整试图进行债务再调整以及构造调整。债权金融机构以DIP financing为条件，诱导撤消回生申请。

据金融机构贷款负责人介绍，企业进入回生程序其信用等级一律下调为D等级，因信用等级的下降企业无法得到新的贷款，回生程序反而不利于企业回生，所以企业倾向于避开回生程序。债权金融机构认为信用等级顶多下降到C等级，而且新的资金注入也有可能的、债权金融机构能够主导程序的法庭外债务重整实质性的有利于企业回生。统合倒产法施行以后，根据学界和实务界的要求于2009年10月21日修改统合倒产法新设了基于DIP financing的必要性，将借贷资金的请求权作为最具优先偿还权的共益债权(统合倒产法第179条第1项第5号、第12号、第180条第7项)。²² 但是，并没有付与美国DIP financing的规定中的优先于回生担保权的地位，亦未规定转入破产程序以后与其他财团债权相比具有优先受偿的权利。根据新设规定，原本期待在回生程序中，DIP financing更加活跃，但是事实上事例并不多。

B.DIP financing的可能性

DIP financing主要为大型企业所需，基本上没有出现过事例是否说明在韩国企业回生程序中DIP financing难以生存呢。

在法庭外债务重整中新的贷款可能的理由在于债权金融机构主导程序，为得到

²² 吴守根，“企业回生制度的现状与改善方案”私法第4号、私法发展财团(2008/6)，69；梨花女子大学倒产法研究中心，“倒产法制的先进化与比较法研究”(2008/12)，169；林治勇，“DIP financing - 韩国与美国的比较”、破产法研究3、博英社(2010/6)，204-213。

偿还行使权利时，不存在法院的限制。

美国的DIP lender通过贷款约定不仅可以得到高收益，还可以取得有关债务人财产的最优先担保权，因此即使再建程序失败也有回收DIP loan的保障。

资金回收出现问题谁能给申请回生的企业以新的贷款呢？因此如果在韩国回生程序中顺利实施DIP financing，这些因素都要考虑到。至少要保障DIP lender回收资金、从原有担保债权人得到DIP financing的时候，需要制定对换部分担保债权的roll-up制度。但是如同三扶土建事例，不区分担保债权和无担保债权均对换或对换债权比率超高不利于无担保债权，或相当于cross-collateralization的情形，是不允许的。

另一方面，可以举东洋建设的事例。没有担保能力的情况下，即使在法庭外债务重整中也很难得到新的资金援助。

但是，可以提供房地产、或动产以及债权作为担保得到DIP financing。尤其是2012年6月起施行动产、债权等担保相关法律，可以回生公司的卖出债权、库存作为担保有效利用DIP financing。但是如果卖出债权的债务人财政上出现困难，价值有可能急剧下降，库存因为交易市场规模小，有可能过渡评价担保价值就有全额得不到偿还的风险。

C.DIP financing 事例

如此，在韩国很难得到DIP financing的情况下，最近在企业回生程序中 出现成功得到DIP financing的事例。

回生程序中的 DIP financing

中小企业以赊销账款债权或电子票据为担保从金融机构得到小规模贷款的事例很多。除此之外，根据调查委员的调查结果为了持续经营有的企业跟熟人借款。如果这些运营资金无法偿还时，按照回生计划采取债转股方式。

相反大型企业的 DIP financing事例并不多。

2009年1月9日申请回生程序的双龙汽车大约需要2,500亿韩元的新注入资金（退职金等工资调整费用为1,500亿韩元+新借入C-200、出库入市管理费用1,000亿韩元），在回生程序中以公司总部工厂以及其他房地产作为共益担保，于2009

年8月18日从主债权银行贷款了1,300亿韩元用于员工构造调整。其后,2010年将公司所有的房地产出售给第三人,筹集了出库入市管理费用1,000亿韩元。双龙汽车之后,被印度的Mahindra公司收购,2011年3月14日终结了回生程序。

国内承包顺位第47位的大型建筑公司LIG于2011年4月1日开始进入回生程序。债权人协议会很活跃,从回生程序的早期开始往债务人公司派遣资金管理委员,监督资金收支以及经营状况,并积极参与回生程序。在债权人协议会的主导下,为使LIG公司持续经营连续提供了所需的新贷款(公司保证履行、向住宅分配人贷款中期资金)。

(1) 回生程序终结时的 DIP financing (exit loan)

在美国企业再建程序中,再建计划得到批准后,代替DIP loan的是exit loan。但是,韩国因为基本没有DIP loan事例,所以也不存在代替的exit loan事例。不代替DIP loan的新的exit loan,也就是说,回生程序得到批准后,为了终结回生程序筹集新的资金的意义并不大。既然回生计划得到批准,原有债权人和债务人公司之间的所有的债权

债务均消灭,只剩下根据新的合同产生的回生计划中的债权、债务。回生程序批准后为了终结程序筹集资金与正常企业的资金筹集没有什么不同。如前所述,除了第三人收购情形以外,回生计划被认可以后,回生程序终结以前,企业筹集新的资金的事例基本不存在,但是这一点反而证明了对回生企业的新贷款限制比较多。

近来韩国出现了回生计划得到批准后,为了终结回生程序的新的资金筹集exit loan事例。大宇Logistics是海运物流公司,于2010年10月29日该公司回生计划得到了批准。政策金融公社等投资者们设立“企业财务安定私募投资专门公司(private equity fund; PEF),向大宇Logistics投资了1,200亿韩元。大宇Logistics将600亿韩元用于全额早期偿还回生担保权以及回生债权、450亿韩元用于购入船舶、150亿韩元用于运转资金。

于是成功得到exit loan的大宇Logistics于2011年6月8日终结了回生程序。

另一方面,根据得到批准的回生计划,应立即出售作为营业用资产的工厂,

偿还回生担保权，但是难以用恰当的价格出售工厂、工厂转移费用以及设新工厂租赁场地等均需要追加费用，届时以工厂为担保从地区金融机构（储蓄银行等）重新得到贷款偿还回生担保债权、终结进行中的回生程序的例子也有。如果低价出售担保物回生计划有可能出现差池没能售出担保物，根据回生计划的偿还无法履行成为回生程序被取消的事由。在这种危机情况下，反而将其设定为共益债权，得到新的贷款偿还回生担保权以及其他债务终结回生程序，也就是回生程序终结需要筹集资金，即exit loan。

V. DIP financing 制度展望

美国因为DIP financing技法的发达在大型企业再建程序中DIP lender为主导程序得以迅速进行，因此保持了企业价值，企业回生可能性比较高，取得了肯定性效果。而另一方面也有副作用，即使是具有经济性的企业如果无法按照DIP financing贷款约定日程运作，也有可能被推进清算程序。从DIP lender的角度而言，企业在再建中失败进入清算程序也是可以保障其回收DIP loan，所以侧重于DIP lender的企业再建程序的进行有可能对其他利害关系人造成损害。为了防止这种现象，倒产企业应在保有运营资金的早期申请再建程序，站在与金融机构对等的立场上签订DIP financing贷款约定，进行再建程序较好。

韩国因为DIP financing市场尚未发达，所以不存在DIP lender主导程序的现象。反而，大部分情况下回生企业因为信用监管等原因无法筹集运营资金或根本不可能筹集。运营资金不足的情况下，在回生程序进行当中持续性的出现需要的人力资源流失、交易中断等企业价值毁损的现象，因此回生程序或取消或回生计划即使得到批准在计划的履行过程中步履艰难转入破产程序的情形比较多。如此，回生程序给予旧有经营管理阶层以“直到企业清算为止可持续经营”的心里满足以外，没有其他意义。

倒产企业如果不能持续经营就只能清算。为了持续经营需要运营资金，所以筹集运营资金就是回生程序的核心。回生企业在运营资金的筹集方面有必要参考美国的DIP financing和韩国现行法庭外债务重整中的新资金贷款实务。与回生程序

协调并筹集资金的方式上应有效利用回生担保权对换新资金贷款的roll-up方式，而且应让DIP lender从早期开始通过债权人协议会行使在企业的控制权。在这一过程中，应防止具有经济性的不当清算，DIP lender在程序中行使主导权时法律应起到适当控制的作用，这一作用应由法院发挥。

日本的 DIP 融资

栗田口 太郎(日本 Bingham McCutchen Murase 外国法事务律师事务所与坂井・三村・相泽律师事务所(外国法共同事业)律师)

1 引言

感谢大会给予发言的机会。本人是律师、主要从事破产处理以及融资实务。今天与股份公司 Gordon Brothers Japan 的堀池笃先生一同报告日本的“DIP 融资”。本人首先在前半部分介绍日本 DIP 的概况、在后半部分堀池笃先生根据近期的事例发言。请多关照。

2 何为 DIP 融资

首先想明确 DIP 融资的概念。在日本“DIP 融资”指，在民事再生程序以及公司更生程序等再建型法定破产程序中对债务人重新融资的情况。至今为止对于未申请而通过法庭外债务重整对债务人融资时，与之加以区别称为“预先 DIP 融资”，但是广义上包括这些内容在内也称为“DIP 融资”。原本 DIP 指，美国再建型法定程序中的 Chapter 11 的程序主体 debtor-in-possession，但是在日本通常习惯上用 DIP 融资这一用语。

尤其是在民事再生程序中，通常再生债务人(原经营管理层)拥有业务执行权限和财产管理处分权(DIP 型)。是以担保权的实行为原则所允许的再建型程序，在法院以及监督委员的监督下推进程序。“公司更生程序”必须选任管理人(传统上长年从事破产业务的律师被选任，近来从原有经营管理层选任管理人的“DIP 型”也被运用)，管理人拥有更生公司的经营权和财产管理处分权，禁止以担保权的实行为原则的再建型程序，在法院的监督下推动程序。申请更生程序后，直到开始为止，实务中的传统做法是选任保全管理人赋予经营权、管理处分权，但是拟要适用 DIP 型程序就不用选任管理人，原有经营管理层持续具有这些权限的例子也不少。

3 DIP 融资的各种形式

对于申请破产程序的债务人进行融资，也有之前的主要交易银行融资的情形（防御型）。但是，通常看不到与破产债务人没有特别关系的完全新的融资（攻击型）。在日本，于 2001 年 3 月申请民事再生程序的急行机动设备股份公司，在同年 5 月得到日本政策投资银行以及当时的富士银行（现在的瑞穗控股银行）提供的 DIP 融资，被称为是攻击型融资。

4 DIP 融资的必要性

为什么需要 DIP 融资呢。申请法定破产程序，按照惯例发出禁止偿还的保全命令，暂时无法偿还债务。但是申请程序开始需要巨额的费用。另外，随着申请信誉下降，所以很多情况下，销售额会减少。而且存入贷款银行的存款抵消。收到的票据也很难变现。为了持续与进货商之间的交易，通常进行短期现金结算，有时还被要求提前交保证金。因诸如此类的原因，资金周转处于严酷的状态。为了弥补一时的资金不足需要提供周转资金，也就是要完善信用制度进行紧急输血，这个制度就是申请后不久实施的 DIP 融资。DIP 还称为出口（Exit）融资，融资目的是基于再生计划以及更生计划一次性尽早偿还债务终结，并不是分期偿还。

5 DIP 融资在法定破产程序中的处理

DIP 融资是对破产债务人提供的融资，所以债权人有必要尽量避免产生不良债权的风险。DIP 融资在日本破产程序中会受到何种保护呢。这就与 DIP 融资是在申请法定程序开始之后进行的、还是申请法定程序之前进行有关，根据状况大不同。

(1) 申请法定程序后 DIP 融资处理

申请民事再生程序后直到裁定开始决定为止，得到监督委员的同意被提供的 DIP 融资，由监督委员得到批准将其作为共益债权，以共益债权处理（民事再生法 120 条 1 款或 3 款）。“共益债权”指，在民事再生程序或更生程序中，偿还期限到来之前随时可以偿还的债权（不得根据再生计划和更生计划免去的债权）。另外，申请公司更生程序开始直到裁定开始决定为止，经法院许可后保全管理人得到的 DIP 融资视为共益债权（公司更生法 128 条 1 款、32 条 1 款但书规定）。未选任保全管理人时，需要法院许可或监督委员的批准得到的 DIP 融资，也作为共

益债权（公司更生法 128 条 2 款或 4 款）。民事再生程序开始决定后经监督委员的同意得到的 DIP 融资或公司更生程序开始决定后经法院许可得到的 DIP 融资，想当然作为共益债权（民事再生法 119 条 5 号、公司更生法 127 条 5 号）。

申请民事再生程序以及公司更生程序以后被提供的 DIP 融资债权（共益债权），即使这些程序受挫折移向破产程序的情形下，依然作为财团债权处理（随时可以偿还的优先债权）。但是，破产财团不足以偿还财团债权时，DIP 融资债权劣后于“为破产债权人的共同利益所需法院费用（破产法 148 条 1 款 1 号）”、“与破产财团的管理、折价以及分配有关的费用（破产法 148 条 1 款 2 号、管理人的薪酬等）”，与纳税等请求权（破产法 148 条 1 款 3 号）同一顺位得到偿还（破产法 152 条 1 号、2 号）。

另外，例如从民事再生程序转移到公司更生程序的股份マイカル的事例中，于 2001 年民事再生程序中实施的 DIP 融资，在其后的公司更生程序中，没有明文规定的情况下实务界探讨各种方式，作为实质性的共益债权处理。而现在通过立法解决了这一问题，出现同样的事例作为共益债权处理（公司更生法 50 条 9 款 1 号）。

(2) 申请法定破产程序之前的 DIP 融资处理（预先 DIP 融资）

① 保护预先 DIP 融资的必要性

近期面临的最大的问题是在法庭外债务重整中被提供的“预先 DIP 融资”，在其后申请的法定破产程序中是否也可以认可其优先处理。

原因在于法庭外债务重整中的融资有可能转移到法定破产程序，是风险大的融资。这样的融资在其后的法定破产程序中得到优先保护，是否事先应该由制度做保障，如果对此至少可以预见的话，很难寻找提供这种融资的贷款方，很可能成为通过法庭外债务重整事业再生的障碍。

预先 DIP 融资是基于民事再生程序或公司更生程序开始前的原因产生的债权，所以原则上应作为一般债权，但是否可以优先于一般债权处理或可否“提升”为共益债权的在此需要解决的问题。

② 事业再生 ADR 程序·企业再生支援机构程序中的预先 DIP 融资

事业再生 ADR 程序·企业再生支援机构程序是法庭外债务重整的种类之一，在这些程序中满足一定的预先 DIP 融资，对其后的民事再生程序以及公司更生程序中，与一般债权相比有可能会成为优先受偿的对象。

也就是说，民事再生法以及公司更生法规定在再生计划以及更生计划中的权利内容的变更上“设定差别无碍于衡平的情形下”即使是一般的债权也允许区别对待（民事再生法 155 条 1 款但书、公司更生法 168 条 1 款但书）。

因此，比如在事业再生 ADR 中：①预先 DIP 融资为持续性事业所不可欠缺；②在事业再生 ADR 程序中与对象债权人拥有的其他债权相比优先偿还预先 DIP 融资时，需要得到全体对象债权人的同意。这两点无法确认时，在其后开始的民事再生程序、公司更生程序中，预先 DIP 融资债权和对象债权（事业再生 ADR 的对象债权为经②的同意时所拥有的债权）之间被提出变更权利内容的区别对待的计划草案或表决时，法院考虑是否前述 2 点的适合性得到确认，在这基础上判断是否符合“设定差别无碍于衡平”的情形（所谓的“衡平考虑规定”。有关产业活力再生以及产业活动革新的特别措施法 52 条乃至 54 条）。

③ 为持续事业许可偿还小额债权的方法

早期不偿还小额再生债权或更生债权有可能明显影响再生债务人或更生公司业务时，不经再生计划以及更生计划偿还债务需要得到法院许可的方式（民事再生法 85 条 5 款后段、公司更生法 47 条 5 款后段）。

尤其是采用这一方式的情形下，预先 DIP 融资如果不能满足“小额”要件，不得偿还计划外的债务。对这一“小额”可做弹性解释，根据负债规模，例如即使是 20 亿日元也有可能被解释为“小额”，另一方面“小额”要件，作为平等偿还的例外根据发挥作用，所以重要的是与一般债权金额做比较。从立法的角度而言对“小额”要件进行了各种验证，根据实务现状，例如曾修改为“相当金额”等。

④ 基于和解付与共益债权性

近期，尤其是议论比较多的方式是在民事再生程序中再生债务人人或更生程

序中的管理人的行为得到法院许可,通过与预先 DIP 融资的贷款方签订和解协议,付与其共益债权的性质(民事再生法 41 条 1 款 6 号、119 条 5 号、公司更生法 72 条 2 款 6 号、127 条 5 号)。

其中代表性的例子为:日本海工株式会社基于法庭外债务重整指南程序得到的预先 DIP 融资,在其后的民事再生程序中,继续由同一个贷款方重新提供了 DIP 融资,以此为条件和解,将其作为共益债权处理。

另外,在株式会社日本航空的事例中,日本政策投资银行于 2010 年 1 月申请公司更生程序的前一日为止,共计得到 2000 亿日元的预先 DIP 融资。管理人为了支援运营考虑从企业再生机构以及日本政策投资银行追加贷款,为了设定追加贷款额通过和解将预先 DIP 融资实质上作为共益债权处理。

如此通过和解付与共益债权性质的方式,实质上而言只是将再生债权、更生债权,通过法院的许可“提升”为共益债权,不经再生计划、更生计划认可优先偿还的途径。有人批评缺乏法定根据。尤其是,比如预先 DIP 融资,在先行的法庭外债务重整程序中,通过全体对象债权人的同意表决付与优先性,基于此预先 DIP 融资的贷款被有效利用为运转资金,由此持续营业,包括一般债权人再内的利益相关人共同享受的情形下,和解付与共益债权性质的过程富有着积极的合理性。

今后,处理预先 DIP 融资,依托于法院的运用情况应该较多。根据事例的积累以及妥善立法措施,付与该制度法律安定性和可预测性,这是日本破产法亟待解决的问题。

6 DIP 融资是附带担保的融资

在日本一提担保通常在法房地产设定抵押权,但是陷入困境的债务人很多情况下,已经给旧债权人用房地产提供了担保,所以房地产基本不存在担保的余地。因此,在 DIP 融资中很多情况下作为担保的是流动资产(库存商品、赊销债权、领受的票据等)。贷款方将这些流动资产作为担保,这是向陷入困境的债务人融资的妥善的方式,通过注视并牵制陷入困境的债务人的经营并提供 DIP 融资。

因为设定担保的关系,简单阐述以下问题。

第 1、再日本动产、债权担保融资以及 ABL (Asset-Based Lending) 方式确实在扩大发展，需要 DIP 融资的时候，不仅是房地产，以流动资产设定担保的情形也并不罕见。在这种情形下，为了 DIP 融资设定担保现实中是否可行成为了问题。这一问题是具备对抗要件的已经存在集合动产、集合债权转让担保的效力是否波及到申请法定程序或开始后取得的库存或赊销权。近来肯定说较有力，但是其效力波及申请或开始后取得的库存以及赊销权的话，它对已设定的担保权具有着效力，所以将其作为 DIP 融资最优先顺位的担保使用是困难的。通过立法解决的方式之一是如同美国，认可优先于既定担保权的担保权 (priming lien)，但是这就成为日本担保法原则中的重大的例外，所以引进之前需要充分讨论。

第 2、尤其是有关预先 DIP 融资设定担保的问题，在其后的法定破产程序中是否成为否认对象行为也成问题。对此问题，只要输送心得资金并不会成为偏颇行为否认的对象，另外贷款资金用于运转资金或按比例偿还等，其用途并不符合“隐匿等处分”的情形，不会成为相当价格行为的否认对象。

综上所述，在日本担保权的处理成为焦点。关于这个问题，将接力棒转给以 ABL (动产担保融资) 贷款著称的 Gordon Brothers Japan 股份公司的堀池先生来发言。

评析日本 DIP 融资事例

堀池笃（日本股份公司 Gordon Brother Japan
Managing Director）

一、DIP 融资主要论点概要

○在 DIP 融资中，融资机构短时间内可否能够满足借款人对资金的需求呢？该融资行为因为是民事再生程序中的融资，因此融资机构需要熟悉民事再生程序。

○另一方面，最近自主重建型民事再生程序不断增加，所以即使民事再生程序万一进行得不顺利，再生债务人牵连陷入破产时，如何重整回收 DIP 债权极为重要（比如设担保、优先受偿的方式）。

○提早应察觉到再生债务人业务恶化状况，为使债权人采取适当的措施应赋予以下报告义务，紧密进行监测。

-担保价值

-资金周转

-再生程序中别除权偿还来源有可能不存在

-共益债权（监测其他共益债权增加状况）

二、事例

1) A 公司的概况与破产原因

○债务人概况：

债务人在地方设有总公司，是经营八十年的家电制造厂商。年销售额达约为 200 亿日元，与大型家电销售店等进行交易。在香港和美国设有销售子公司，在香港还有生产据点。当时的社长是创始人的第三代，公司由社长一手遮天，员工只剩下好好先生。

○陷入破产的背景：

主要原因在于社长的放慢经营，销售额大幅度减少（年销售额三年间从 210

亿日元减少到 125 亿日元)，最终库存增加（库存约占 50%）。因此，公司虽然有营业利润而陷入资不抵债的状况。原交易银行在主交易银行为主导协商迟延履行、法庭外债务重整等，但是银团内意见不合，没能周转资金，于是申请进入民事再生程序。

2) 资金需求

具有以下四项资金需求。

①申请民事再生程序后的资金运转状况。申请民事再生程序后，进货付款方式由赊款变更为现金支付筹措增加的运转资金。

②A 公司营业活动特有的季节性运转资金（A 公司月初制造，月末销售回收资金，具有一种独特的资金循环程序）。A 公司申请民事再生程序的夏季是资金最缺少的时期，非常需要资金。

③解除物流公司的留置权。申请民事再生程序时对于未支付的仓库费用问题，物流公司主张留置权作为担保债权，因此停止搬运仓库内库存的物品。DIP 融资的部分资金抵付了物流公司未支付的保管费。

④为使供货商放心，作给供货商看的资金。在 A 公司的供货商做现金交易供货的情况下，自然担心对方支付对价的问题，因此 A 公司自然有必要使供货商了解资金状况。

3) 日程

结论是从申请之日起经由三周提供了 DIP 融资。

| | |
|----------|-----------------------------------|
| 8 月 24 日 | A 公司向地方法院申请民事再生程序 |
| 9 月 1 日 | 向 A 公司发出 Commitment Letter |
| 9 月 7 日 | 决定开始民事再生程序 |
| 9 月 9 日 | 有关 DIP 融资及其担保的设定需要向监督委员会申请得到批准 |
| 9 月 11 日 | 获得监督委员会有关 DIP 融资及其设定担保的批准 |

| | |
|-------|-------------|
| 9月15日 | 实行 DIP 融资程序 |
|-------|-------------|

4) 融资的概要

| | |
|-------|--|
| 期间 | 六个月（通过延长民事再生程序可延长期间） |
| 融资形式 | 约定（在担保价值金额的范围内可以增减支出金额） |
| 担保 | 库存、赊账债权、票据 |
| コビナンツ | ① 融资金额 < 担保价值 ② 最低库存资金流动性 > 1 亿日元（资金筹措管理） |
| 报告义务 | ① 关于担保价值（每个月提出一次） ② 资金筹措 ③ 报告其他共益债权 |
| 其他 | ➤ 有第三方仓库时，发生债务不履行后经由出租人的指示签停止出货为内容的同意书 |

参考内容：本次 DIP 融资资金在其他机构与提供 DIP 融资方（出资方）的协助下已返还。

5) 重整中需要注意的几点

(1) 对担保价值的评估

（问题）为了监测融资，DIP 融资金额 < 担保评估金额。申请民事再生程序（在本民事再生程序中法庭外债务重整程序为优先）后，由于人手不够，无法频繁（申请民事再生程序之前是每 15 天提交一次库存数据，申请再生程序后每个月提交一次）提交库存数据。每个月提交一次因为时间间隔较长，就会影响库存评估数据，出现库存评估金额变动风险（经由一个月后才能知道库存评估金额的减少程度）。

（解决对策）通过比通常加快评估进度，应对。

(2) 设定最低流动性维持条款

(问题) 民事再生程序如果万一转移到破产程序，应尽快把握其动向。

(解决对策) 设定最低手头流动性维持条款。编制从 A 公司得到的资金表，通过减少销售额等降低数据，随时确认是否最少可以维持 50 百万日元，时常保持手头上有 50 百万日元的现金。

(3) 第三人仓库的同意书

(问题) A 公司在第三人仓库存管了自己公司的商品，在申请民事再生程序的时候未支付仓库费用。应对万一出现从民事再生程序进入破产程序的情形，本公司和仓库公司之间签订同意停止提货的同意书。但是，因为存在未支付的仓库费用，所以仓库公司主张留置权，根本没有商量的余地。

(解决对策) 首先，无法签订合同书时，仓库公司的库存应排除在担保评估范围之外，向 A 提供 DIP 融资。得到 DIP 融资，A 公司支付未支付的仓库费用，解除了留置权，恢复了与仓库公司之间的关系。成功地签订同意书以后，将库存货物作为担保评估的对象。

(4) 美国的主要赊销商根据美国破产法第十一章申请重整

(问题) A 公司的主要交易伙伴 B 公司(B 公司是美国法人，A 公司向 B 公司的销售额占 A 公司总销售额的 10%) 在 A 公司申请开始民事再生程序前夕，在美国根据美国重整法申请重整，给 A 公司的民事再生程序以及赊销债权的回收带来了重大的困难。在再生程序中，成为资金周转的很大的障碍。

(解决对策) 详细调查 B 公司的破产程序，认定优先支付交易商的欠款。关于资金周转方面，以全款支付赊销债权为前提。

(5) (问题) 如何实现担保价值的最大化呢？在 DIP 融资中，只有融资资金的最大化才能实现 A 公司筹集资金的最大利益。

(解决对策) A 公司在申请民事再生程序之前，回收债权。回收债权合同成为申请民事再生程序的契机，协商有赊销债权的回收解除条件，由此减少作为回收对象的赊销债权。本公司对于每一次回收债权的解除，将其作为 DIP 融资对象的适格担保赊销债权，实现了担保价值的增加。

(6) (问题) 日本与美国不同, 并不能设定 Proceeds 担保。即使将赊销债权作为担保登记, 如赊销债权被票据替代, 当然就不能成为担保了。担保金额将在 DIP 融资方无法察觉的情况下自然减少。

(解决对策)

签订 DIP 融资合同时附加条件。附加条件为: A 公司如无法支付的情况下, 票据替代赊销债权时, 与 A 公司签订协议必须一致同意将该票据作为担保标的。

中国破产程序中担保物权的相关问题的思考

尹正友¹

在企业破产实务中，有关担保物权的纷争层出不穷，这其中既有立法本身的缺陷，也有对法律规定理解上的分歧，更有破产案件操作标准的缺失。本文选取在企业破产实务中遇到的典型问题，从法律理解适用和理论探讨两个层面进行思考，以期能为相关问题的解决提出合理建议。

一、有财产担保债权的实现问题

在破产程序中，对债务人的特定财产享有担保权益的债权人应在何时行使担保物权、担保财产的变价实施主体、变价应何时进行等都是亟需明确的重要问题。

（一）担保物权的行使时间

1、有关担保物权行使时间的不同观点

中国《破产法》第 75 条和第 96 条分别规定了重整程序与和解程序中担保权的行使问题，对一般破产清算程序中担保物权的行使问题，法律并没有直接作出明确规定，而实践中有以下两种观点：一种观点认为在破产申请受理后，担保物权即可行使；另一种观点认为在破产宣告后担保物权方能行使。

笔者认为后一种观点更加符合理论的规定和实践的需要。

2、担保物权应当于破产宣告后行使

首先，中国《破产法》第 109 条规定：“对破产人的特定财产享有担保权的权利人，对该特定财产享有优先受偿的权利。”只有在破产宣告之后，债务人才能被称为破产人，债务人的财产才变为破产人的财产。并且第 109 条的规定位于中国《破产法》第十章“破产清算”第一节“破产宣告”中，从法律体系解释的角度来说，第 109 条应处于破产宣告的背景之下，即担保物权的行使必须首先满足已经裁定破产宣告的前提。

¹ 尹正友，北京市炜衡律师事务所高级合伙人，长期从事企业破产与重组实务操作，具有丰富的实务经验。现担任东亚破产重组协会中国分会秘书长、中国破产法论坛执行主任、北京市破产法学会副会长兼秘书长、中华全国律师协会破产与重组专业委员会负责人、北京市律师协会破产与清算法律专业委员会负责人。

其次，《最高人民法院关于贯彻执行〈中华人民共和国企业破产法〉意见》第 39 条第 2 款规定，担保物权人在破产申请受理后至破产宣告前非经人民法院同意，不得行使优先权。该意见虽然是针对《企业破产法（试行）》，但至今并未被明确废止，在不与新法相抵触的情形下，仍然具有法律效力。

第三，根据特别法优于一般法的法律适用原则，对于中国《破产法》和《担保法》在担保物权行使时间上的不同规定，在破产程序中当然应当优先适用《破产法》。

最后，担保物权在法院宣告破产后行使有利于可能进行的旨在拯救困境企业的重整程序。在法院受理破产申请后，宣告破产前，存在着通过重整程序使企业再生的可能。若担保物权在破产申请受理后即可行使，则可能会导致企业重整缺乏必须的基础条件，例如厂房、机器等，而使重整程序无法进行。另外，中国《破产法》在第八章“重整”第 75 条规定：“在重整期间，对债务人的特定财产享有的担保权暂停行使。”在债务人被受理破产至破产宣告之前，有出现破产重整的可能。因此，这一规定也说明在债务人被受理破产尚未进入破产宣告前，暂不宜行使担保物权。

因此，为减少法律理解和适用上的纠纷，今后的破产法立法中应明确规定对债务人的特定财产享有担保物权的债权人对特定财产行使的时间应该在债务人被人民法院宣告破产之后，法律或行政法规另行规定的除外。

（二）担保财产变价的主体

1、有关变价主体的不同观点

根据《担保法》的相关规定，担保财产由担保权人与担保人协议将担保财产折价，或者由担保人将担保财产拍卖、变卖的方式变价；而依据中国《破产法》的相关规定，在破产程序中由管理人依法对债务人的全部破产财产进行管理和变价。因此，有观点认为应由担保债权人主持担保财产的变价，另一种观点认为应由管理人主持担保财产的变价。

2、破产程序中管理人应为主持担保财产变价的适格主体

（1）中国《破产法》明确规定包括担保财产在内的债务人全部财产均为破产

财产，破产财产由管理人统一管理和处分。担保财产属于破产财产范围，担保财产的变价出售属于处分的范畴，当然应由管理人负责进行。

(2) 中国《破产法》第 111 条规定，“管理人应当按照债权人会议通过的或者人民法院依照本法第六十五条第一款规定裁定的破产财产变价方案，适时变价出售破产财产”。中国《破产法》将担保财产的变价和其他破产财产统一纳入破产财产变价方案，而管理人是破产财产变价方案的执行主体。

(3) 由管理人变价出售担保财产有助于担保财产价值的最大化，从而平衡有财产担保的债权人和无财产担保的债权人之间的利益。担保财产的价值一般会高于其所担保的债权，若由债权人变价担保财产，则由于其往往只关心自己的利益，可能不能最大程度地实现担保财产价值的最大化，对其他债权人的利益的实现和保护是不利的。而若由管理人变价担保财产，则可以保证在没有利益偏颇的基础上，更加有利于兼顾有财产担保的债权人和无财产担保的债权人的利益，实现担保财产价值的最大化。

(4) 在变价出售担保财产上，管理人具有优势，因长期从事破产案件工作，具有更加灵活的变价出售担保财产的方案，有助于实现担保财产价值的快速变现和变现价值最大化。

(三) 担保财产的变价时间

担保物权的行使时间与担保财产的变价时间是两个不同的概念。前者解决的是担保物权人何时可以获得清偿的问题，而后者解决的是担保财产在何时变价出售的问题。担保物权是以担保物的价值优先受偿的权利，担保财产的变价时间不仅现实性地决定担保物权实现的时间，也影响着担保物实际变现价值，最终影响担保物权人以及其他债权人的清偿比例。

在没有其他客观因素致使担保物不能变价的情形下，一般情况下，管理人应在破产宣告后尽快进行担保财产的变价工作，如果因为迟延变价能够使担保财产价值最大化，管理人可经人民法院同意后推迟变价时间。对于管理人无故推延担保财产的变价工作的，担保物权人可以提请债权人委员会或者人民法院督促管理人及时进行担保财产的变价。对于管理人明知拖延担保财产的变价会导致担保物

权人的损失而故意拖延并造成担保物权人损失的，管理人应予赔偿。

二、有财产担保债权人的表决权问题

中国《破产法》第 64 条规定：“债权人会议的决议，由出席会议的有表决权的债权人过半数通过，并且其所代表的债权额占无财产担保债权总额的二分之一以上。但是，本法另有规定的除外。”根据该条规定，除了法律规定的有关通过重整计划草案、和解协议的规定之外，债权人会议决议的通过必须满足两个条件：一是由出席会议的有表决权的债权人过半数通过；二是其所代表的债权额占无财产担保债权总额的二分之一以上。

（一）中国《破产法》赋予有财产担保债权人部分表决权

中国《破产法》第 59 条第 1 款规定：“依法申报债权的债权人为债权人会议的成员，有权参加债权人会议，享有表决权。”第三款规定：“对债务人的特定财产享有担保权的债权人，未放弃优先受偿权利的，对于本法第 61 条第 1 款第七项、第十项规定的事项不享有表决权。”该条没有明确规定有财产担保债权人对债权人会议的事项有表决权，但采取了排除的方式，规定有财产担保债权人对第 61 条第 1 款第七项、第十项，即通过和解协议和通过破产财产的分配方案没有表决权；再根据第 59 条的所有申报的债权人均享有表决权的規定，即可推定，有财产担保债权人对其他事项诸如重整计划、财产管理方案、变价方案等均享有表决权。

（二）有财产担保债权人如何行使表决权

鉴于上述规定，中国《破产法》赋予有财产担保债权人除通过和解协议、破产财产分配方案以外其他事项的以表决权。该法第 64 条对如何通过决议进行了安排，其第 1 款规定：“债权人会议的决议，由出席会议的有表决权的债权人过半数通过，并且其所代表的债权额占无财产担保债权总额的二分之一以上，但是，本法另有规定的除外。”对于本条规定正确的理解应该是，除本法规定的重整计划、和解协议草案的通过需人数过半数，债权总额超过 2/3 以上外；其他事项的通过需要债权人人数过半，债权额占无财产担保的债权总额 1/2 以上，即人数、债权双过半，二者缺一不可。

这一规定看似合理，既规定了人数，又规定了债权额，保证了债权人会议决

议能代表多数人及多数债权的利益，但具体到有财产担保债权人如何行使表决权问题上，从目前的规定上来看确实有其不合理之处。依据第 64 条的规定，有财产担保债权人为有表决权的债权人，在计算人数是否过半时，应该将有财产担保债权人计算在内。但是在计算债权额时，由于总额只计算无财产担保债权，有财产担保债权人的债权额并不计算在内，那么，在统计债权额是否过半时，有财产担保债权人的债权额就不予统计，很大程度上失去了行使表决权的意义。这样规定的结果，导致了有财产担保债权人在表决中只计算人数，不计算债权额，中国《破产法》立法上如此规定，主要为考虑到有财产担保债权人对其权利行使和债权实现有其优先性和保障性，为了权衡其他债权人的综合利益，如此规定有其合理的一面。但是，中国《破产法》中对于表决事项并未加区分，而一刀切地采取债权人会议表决上只计算担保权人人数而不计算其债权额的做法有失偏颇。

因此，笔者建议在今后的破产法立法中，应当对该条进行适当修改或解释，应当区分表决事项的内容是否与有财产担保债权人有利害关系。对于与有财产担保债权人有利害关系的表决事项，应当保证有财产担保债权人享有全面的表决权；对于与有财产担保债权人没有利害关系的表决事项，可以在综合全体债权人公平利益的基础上，按照现行规定采取对有财产担保债权人只计算人数不计算债权额的方式。

三、有财产担保债权的利息是否停止计算问题

（一）破产程序中有财产担保债权的利息应停止计算

中国《担保法》明确规定担保财产清偿的范围包括利息，而中国《破产法》第 46 条则规定，附利息的债权自破产申请受理时起停止计息。从该规定字面意思上来看，有财产担保的债权应同其他债权一样在破产申请受理时停止计算利息，以破产财产优先清偿的债的范围不包括破产申请受理后的利息。但是，在实践中，仍然有观点认为在担保物价值大于担保债权的情形下，对有财产担保的债权的利息不应当停止计算利息。

中国《破产法》做出这样的规定基于如下考虑：1、在破产申请受理后债权不停止计息，债权人的债权数额一直处于变动状态，债权数额、债权人的表决权份

额难以确定，破产分配难以顺利进行；2、附利息的债权在破产程序开始后仍然计息，债权数额随着时间的拖延不断增加，在破产财产有限而无法全额清偿所有债权人债权的情况下，未附利息的债权人特别是那些已到期的未附利息债权人难以获得公平清偿，因为增加的利息构成了未付利息债权人的财务成本。

在实务操作中，有财产担保的债权在破产申请受理后停止计息，并无利息产生，不存在担保财产的范围内优先清偿的问题，但破产受理申请前已有的利息应以担保财产优先受偿。

（二）停止计息的例外

中国《破产法》第 87 条规定在强制通过重整计划时：有财产担保的债权人因延期清偿所受的损失将得到公平补偿。通常认为的公平补偿措施之一，就是定期向其支付在重整申请受理后债权的相应利息。另外，立法允许当事人在重整计划草案中对别除权人的清偿及补偿问题另行作出约定，此等特别规定，与“附利息的债权自破产申请受理时起停止计息”的规定并不矛盾。

四、为债务人提供财产担保的第三人能否进行债权申报问题

（一）第三人不是中国《破产法》规定的享有追偿权的保证人或其他连带责任人

根据《担保法》相关规定，在第三人以自己的财产为债务人提供抵押担保或质押担保的情况下，若债务履行期限届满债权人未受清偿，债权人即可行使担保物权，将担保物折价，或依法进行拍卖、变卖，并以拍卖变卖的价款优先受偿。为了弥补第三人的损失，在担保物权人实现担保物权后，第三人有权再向债务人追偿。

关于追偿权，中国《破产法》第 51 条规定：“债务人的保证人或者其他连带债务人已经代替债务人清偿债务的，以其对债务人的求偿权申报债权。债务人的保证人或者其他连带债务人尚未代替债务人清偿债务的，以其对债务人的将来求偿权申报债权。但是，债权人已经向管理人申报全部债权的除外。”该条规定保证人和债务人的其他连带责任人可以以其求偿权或将来求偿权申报债权，却没有将为债务人提供财产担保的第三人明确涵盖其中。

显然，为债务人提供财产担保的第三人不是保证人，但其是否属于“债务人

的其他连带责任人”之列呢？能够直接根据中国《破产法》第 51 条规定直接申报债权呢？

债务人的连带债务人是指对同一债务与债务人负担连带责任的主体，该同一债务为连带债务。在连带债务中，每个债务人都负有全部履行的义务，债务因一次全部履行而消灭。财产担保人并非“债务人的其他连带债务人”。

首先，为债务人提供财产担保的第三人并非债务人，并没有清偿债务的义务，虽然担保物权的行使最终使债务人的债务获得清偿，但财产担保人的行为本身却并非履行债务的行为。

其次，即使财产担保的范围为整个债权，债权人也仅能在担保物价值范围内行使权利并使其债权在相应的范围内获得清偿，并不能要求财产担保人清偿超出担保物价值范围内的债权部分。这说明财产担保人对债务并不负有全部履行的义务，这不符合连带债务中每个债务人都负有全部履行的义务的特征。

第三，连带债务是主体间的连带关系，而第三人提供财产担保的情况是债务人与担保财产的连带关系。

因此不能简单地认为财产担保人是“债务人的其他连带债务人”，中国《破产法》第 51 条并没有明确赋予财产担保人债权申报的权利。这显然是中国《破产法》立法的缺陷。

（二）《破产法》应明确规定为债务人提供财产担保的第三人以债权申报权

由上述分析可见，中国《破产法》未明确规定为债务人提供财产担保的第三人的求偿权，但无论从中国相关法律体系，还是公平法理要求，或是实务操作的需要等来看，提供财产担保的第三人的求偿权都应当在破产法中予以确认，明确赋予该第三人以债权申报的权利。

法院受理破产申请时，若债权人已经就提供财产担保的第三人提供的担保物实现了债权的部分或全部清偿，则第三人享有对债务人的追偿权，依民法及破产法一般理论该追偿权可以作为破产债权进行债权申报。法院受理破产申请时，若债权人还未行使对第三人的担保权，则此时作为财产担保人的第三人并不享有对债务人的追偿权；但若债权人未向债务人申报债权而在破产程序进行中或终结后

向第三人行使担保权，而此时由于破产财产已经部分分配或分配完毕，第三人履行担保义务之后的求偿权就无法实现了。因此，在债权人未申报债权的情况下，法律应允许提供财产担保的第三人就其将来求偿权申报债权。连带债务的清偿原则不仅同样适用于保证人，也适用于以其财产为债务人提供担保的第三人。

在实务操作中，也应该赋予为债务人提供财产担保的第三人就其求偿权申报债权的权利。在债权人没有申报债权的情况下，如果不允许第三人申报债权，则在实务中将导致程序衔接不畅以及损害第三人利益的结果。在破产程序进行过程中，债权人随时可能向第三人行使担保权，那么在第三人承担担保责任后即有权申报债权，也随时可能向管理人申报债权，此种情况增大了管理人债权审查的负担，不利于破产程序各个环节的衔接；在破产案件终结之后，债权人再向第三人行使担保权的，则第三人承担担保责任后的求偿权根本无法实现，此种情况极大的损害了第三人的利益。

最后，为债务人提供财产担保的第三人向债务人追偿的权利本质上是一种附条件的债权，根据中国《破产法》附条件的债权可以进行债权申报。

综上，建议在今后破产法的立法中明确规定：“为债务人提供财产担保的第三人，已经代替债务人清偿债务的，以其对债务人的求偿权申报债权；债权人尚未向该第三人行使担保权的，该第三人可以其对债务人的将来求偿权申报债权。但是，债权人已经向管理人申报全部债权的除外。”

韩国回生程序中对未来债权的让与担保权人的地位

李垠宰(韩国法务法人广场 律师)

I. 引言

本文根据韩国债务人回生法探讨在回生程序中未来债权让与担保权人的地位。尤其是，债务人回生法修改草案¹中提到担保权可以登记的《动产、债权等的担保相关法律（“担保登记法”）》拟于2012年6月11日施行，因此本文应对这种变化分析了担保权人地位应如何变化的问题。

II. 回生程序中担保权的处理

1. 回生担保权的意义

债务人回生法规定回生程序中的担保权（简称“回生担保权”）内容如下。“回生债权或回生程序开始之前的原因产生的对债务人以外者具有的财产上的请求权，如果在回生程序开始的当时财产上存在留置权、质权、抵押权、让与担保权、临时登记担保权、佃权或以优先特权被担保的范围内的，均为回生担保权。（第141条第1项）”²被担保的范围指，在其债权额中可以用担保物的价额担保为限，被认为是回生担保权。让与担保其本身并不是担保权，但是债务人回生法将其视为担保标的的所有权转移的担保权。

2. 债务人回生法修改草案变更了担保权人的地位

现提出的债务人回生法修改草案引进了与美国类似的自动停止制度

¹以下修改草案为2011年3月31日法务部公布的立法预告中所说的法律草案。

²担保登记法一经施行，根据担保登记法担保权也有可能成为回生担保权。

(automatic stay) 和绝对优先原则(absolute priority rule)。在自动停止制度中担保权利人的权利行使早期被限制，但是根据绝对优先原则可以认为强化了担保权人的受偿权。

(1) 自动停止

根据草案对自动停止的规定，债务人申请开始回生程序，在没有其他措施的情况下，禁止债务人转移债务、禁止债权人实行担保权。³只是修改草案与美国破产法的automatic stay相比其适用范围上有局限性。

(2) 绝对优先原则

通常回生担保权根据申报、调查（如有异议需要法院调查确定）等程序确定，确定的回生担保权根据回生计划得到偿还。

现行债务人回生法规定回生计划应合法、符合公正、公平等原则，向债权人偿还的应高于债务人清算时偿还给债权人的清算价值。⁴回生计划通常分为：回生担保权人组、回生债权人组、股东以及股权持有人组，需经每一组表决，回生担保权组经3/4以上同意，（但清算、营业转让等为目的时需4/5）以上同意、回生

³ 修改草案有关条文如下。

第36条的3(债务人申请的效果)① 债务人申请开始回生程序的时候，直到法院裁定开始决定为止，未经法院许可对已存在债务不得履行、处分、担负心义务。但是，符合持续正常的营业或事业活动的财产的处分、新的义务的担负却不同。

② 债务人已申请开始回生程序的时候，直到做出认可决定为止债权人不得为以下各项行为。

1. 对债务人的破产申请

2. 因行使回生债权或回生担保权对债务人财产强制执行、临时查封、临时处分或实行担保（以下称“因行使回生债权或回生担保权的强制执行”）

3. 因行使回生债权或回生担保权的有关债务人财产的“国际征收法”、“基于地方税基本法的滞纳处分、依据国税征收惯例滞纳处分或为纳税债务担保提供的物的处分。

③ 债务人申请开始回生程序的时候，对其申请作出决定为止以下程序中止。

1. 债务人申请破产

2. 因行使回生债权或回生担保权强制执行等

3. 因行使回生债权或回生担保权有关债务人财产的“国际征收法”、“基于地方税基本法的滞纳处分、依据国税征收惯例滞纳处分或为纳税债务担保提供的物的处分。

⁴ 现行法第243条规定（回生计划批准要件）①法院在符合以下要件时予以批准。

(1) 回生程序以及回生计划符合法律规定；

(2) 回生计划公正、公平、并有履行可行性；

(3) 对回生计划的表决应经诚实、公正的方法实行；

(4) 依据回生计划偿还的方法与债务人清算时偿还给债权人的情况相比，不存在不利的情况。但是，债权人同意的不在此限。

债权人组 2/3以上同意、股东以及股权持有人组持有 1/2以上表决权人同意。(债务人回生法第237条)。

但是，根据现行债务人回生法，即使存在不同意的组，只要按照法院规定将其权利的公正价格支付给不同意的组的权利人为内容追加权利人的权利保护条款，该回生计划可以得到法院批准。⁵这样的方式就是相对优先原则，但是替代清算所选择的回生程序带来的增加的价值应分配给何人法律没有明确的标准规定。⁶相反，绝对优先原则规定了标准，也就是债权人之间事先经协商定好标准，是前一顺位的权利人没能得到全额分配，后一顺位的权利人什么也得不到的标准。修改草案在回生债权人、回生担保人、股东以及股权持有人之间的分配中也引进了这一原则。⁷根据草案规定选择绝对优先原则分配给回生债权人的金额为只要不是出售担保物偿还，“法院定的其权利的公正交易价额”就不是“回生担保权的金额”而

⁵ 债务人回生法第 244 条规定的四种方法如下。(存在不同意的组的时候的认可)

(1) 关于回生担保人，保证其对担保权标的财产的权利存续的同时，转移给新公司或转让给他人或债务人保留的方法。

(2) 关于回生担保人以其权利标的财产、关于回生债权人以其拟要用于偿还的财产、关于股东以及股权持有人以其用于剩余资产分配的债务人财产，出售时应超出法院定的公正的交易价格之上，从得到出售对价中扣除出售费用后，用剩下的资金偿还或分配或存管的方法。

(3) 根据法院定的公正的权利价额支付给权利人的方法。

(4) 除此之外，根据第 1 号或第 3 号规定的方法，公正、公平地保护权利人的方法。

②关于回生计划草案经关系人集会决议或根据第 240 条规定进行书面决议时，如果存在明显通不过决议的组，法院根据制定回生计划草案批准申请，事先为该组的回生债权人、回生担保人、股东、股权持有人根据第 1 项各号的方法，规定保护权利的条款后，批准回生计划草案。

③ 根据第 2 项规定申请时，法院应听取明显得不到同意的组的一个以上权利人的意见。

⁶ 金圣龙、2011 年 6 月 11 日债务人回生以及破产相关法律修改听证会发言资料、11 页 - 12 页。

⁷ 修改草案第 244 条(存在不同意的组的情形时的批准) ①关于回生计划草案某组持有法定金额或其数以上的表决权者不同意的时候，根据回生计划变更权利的组中，其中一个以上组同意并回生计划草案符合以下各号要件的时候，基于回生计划草案的提出人的申请法院应予批准。

1. 与第 243 条 第 1 项各号规定一致。

2. 对不同意组的权利人根据第 2 项规定予以保护。

②根据第 1 项规定拟得到回生计划批准时，对以下各项中任一事项存在不同意组应保护该组的权利。

1. 回生担保人组不同意的情形

A. 使回生担保权存续的同时，偿还给回生担保权人的金额的现价值(以批准回生计划草案之日为基准。以下在本组相同)不低于回生担保权金额的偿还方式；

B. 依公正的程序售出回生担保权标的财产，从售出款项中扣除经费用剩余资金偿还回生担保权的方式。但是，回生担保权没能全部得到受偿时，对于未偿还部分的回生担保权的偿还方式不得低于回生债权。

C. 除此之外，准用A项、B项方式全部偿还回生担保权人的回生担保权金额的方式。但是，偿还金额的现在价值不得低于回生担保权金额。

2. 回生债权人组存在不同意组的情形下，有以下几种偿还方式。

A. 根据回生计划全额偿还回生债权人的方式。只是根据回生计划偿还的金额的现价值不得低于回生债权的金额。

B. 对于排在回生债权人后顺位的权利人不偿还的方式或用其他方法不认可权利的方式。

3. 股东、股权持有人组不同意的情形

A. 对于剩余资产具有优先分配请求权的股东认可其权利的方式；

B. 排在 A 项优先股东后顺位的权利人不认可其权利的方式；

C. 与其他股东、股权持有人相比排在后顺位的，认可其权利相当的财产上的权利。

③回生计划不认可股东、股权持有人的权利的时候，股东以及股权持有人或排在后顺位的新出现的股东以及股权持有人在其财产范围内可以取得股份或股权。

是担保物的价额。

III. 未来债权的让与担保

可让与担保的将来债权，即对于可以让与何种未来债权的问题，大法院2010年4月8日宣告的2009A96069判决指出：“未来的债权在让与当时，应在一定程度上基本债权关系确定，其权利特征是可行的、而且最近的将来可能发生的可期待的，才可以让与（参照大法院1996年7月30日宣告、95A7932判决、大法院1997年7月25日宣告、95A21624判决等）。”根据这些判决的提示，“与他人进行留用土地买卖，合同中作为买受人的权利和事业施行权”的特征是不可能的、在最近的将来不能期待的，法官的这一判旨根据前述法理认为是正当的、追加债权的特征就可以涵盖发生的盖然性。

但是，“动产债权等担保相关法律（《担保登记法》）”第34条规定如下。第34条（债权担保权的目的）①法人等根据担保约定以金钱给付为目的提供指名 债权为担保时可以进行担保登记；②在各种债权中（不问债务人是否特定的，包括将来要发生的债权）根据债权的种类、发生原因、发生年月日确定或其他类似的方法可以特定的情况下，以此为目的可以进行担保登记。这一条款与前述判决不同，可以解释为债权发生的可能性并不得成为担保登记债权的条件。⁸一直以来，对判例认为的可以让与的将来债权的标准批评比较多，⁹让与担保的将来债权和可以担保登记的将来债权的标准相同的情况下，才可以维持交易的一贯性，笔者认为法院应根据担保登记法规定遵从放宽的标准。

IV. 未来债权和否认权

1. 担保权的实行

⁸ 法务部、有关动产、债权等担保的法律、97页（2010）。

⁹ 杨昌秀、未来债权的让与、公平通卷73号（2003）等。

大法院2003年2月28日宣告、2000A50275判决指出担保权人在回生程序开始前，实行的担保权的行为有可能成为否认权的对象。具体而言，在这一事件中债权人建筑公司在建筑共济合伙组织中对出资证券享有质押权，因此有权利处分该权利偿还债权，但是债务人发生不能支付的情况下公司进入回生程序之前，处分出资证券充了债权。

大法院原审认为“根据公司整理法第78条第1项第2号，被告明知有害于整理前公司的整理债权人而为，为了整理财团可以否认该处分行为。”

通常在公司整理程序中担保权人不得个别行使担保权（公司整理法第67条）、作为整理担保权人在整理程序中才被认可行使权利，不得在整理程序外得到偿还等消灭债权（公司整理法 第123条第2项，第112条）。

判旨¹⁰认为公司整理法第81条后段规定，拟否认的行为以期执行时也不得行使否认权。就如同该案将质押标的物处分给他人，使债权得到满足的情形下，可解释其实质内容为执行行为，应包括在否认对象行为中为妥当，因此原审法院的判断是正当的。这一判决是债务人回生以前根据回生整理法判定的，但仍然有效力。

(1) 成为否认对象的行为

否认权对象行为一般以债务人行为为前提，对前述判决如有反对意见或将判决本身视为债务人行为的特殊情形为限有做解释的见解。¹¹但是执行行为本身与债务人行为很难有关联性，而且很难看出债权人代理执行行为。而且，很难预测需要何种特别情形。

从这一角度分析判决的意义在于，将担保权实行行为直接评价为实质性的执行行为做为否认权的对象，¹²这种解释方法并不是从形式上判断否认权的对象行为而是从实质上把握，因此笔者认为妥当的。

(2) 担保实行行为作为担保权人的本质性权利应予保护的见解

¹⁰ 成为问题的否认权条款是公司整理法第78条第1项第2号规定。即：债务人的支付停止、和议开始或申请整理程序的开始或申请破产以后，对于进行有害于整理债权人的行为、担保或消灭债务的行为应予否认。

¹¹ 林志雄、关于担保权实行行为的公司整理法否认权的行使、判例研究、第17集(下)29-32页(2003)。

¹² 李振万、“以倒产法上的否认权 - 否认权对象为中心”-，民事判例研究(28卷)(以下“이진만”)900页 - 904页(2006)。

有人主张担保权人本质上可以在出现危机时实行担保权的角度而言，尤其是具有着同等价值的情况下，不得否认担保权实行行为。¹³同等对价交换行为在债务人回生法中是否排除在否认权的对象之外并不明确。当然判例对成为否认权对象的行为在特殊情况下不能成为否认权的对象，但是为进行这一判断的考虑事项规定并不明确。¹⁴因而，为交易的安全考虑，应明确规定保护担保权人权利的规定。但是在以下（3）中可以看出，回生程序并不仅限于担保权人还关系到债务人、无担保债权人等，所以不得单方面的一再保护担保权人的权利实行行为。

（3）在回生程序中债务人的权利

回生程序从根本上避免了破产使企业回生，给债务人提供更多地能分配给债权人的机会。但是，如果担保权人实行担保权使公司失去经营的基础，等于剥夺债务人的利益，所以如上所述的（2）中担保权人权利的实行与债务人回生程序的利益相冲突。而且，对于大部分无担保债权人而言与清算相比回生更有利于债权人。从这一角度可以理解该判决为均衡担保权人和债务人等利害关系人之间的利益的判决。尤其是现行法未规定自动停止制度，所以申请开始回生程序以后，担保权人有实行担保权的足够的时间。¹⁵因此，该判决在回生程序的申请直到开始为止的期间，以抑制担保权人滥用权限为目的。但是如同修改草案引进自动停止制度，就无须这种忧虑，另外引进绝对优先原则强化担保权人的权利，就可以减少早期实行担保的要因。

2. 对集合债权的担保设定

一系列的判例是债务人为了偿还贷款设定的担保（大法院 2004. 2. 12. 宣告

¹³ 吴永俊、“集合债权让与担保与 破产程序的开始”、私法论文集第 43 集(以下略为"吴永俊") 330 页 - 337 页 (2006).

¹⁴ 例如大法院 2011.5.13. 宣告 2009C75291 判决内容如下。“在回生程序中成为否认权对象的行为即使有害于回生债权人，根据行为当时的个别、具体情形，如认为该行为是社会上必须的，不可避免的，回生债权人等就得对回生公司财产的减少以及不公平予以理解。这种例外情形不得根据债权人平等、债务人保护、利害关系人利益保护调整等法律理念、正义观念而制定的第 100 条第 1 款成为否认权行使对象。届时，其行为的相当性根据当时回生公司财产、营业状态、行为的目的以及动机等考虑，当然回生公司的主观态度也应予以考虑。还有在偿还行为中，对于偿还资金的来源、回生公司与债权人的关系、债权人是否与回生公司共谋、或强制回生偿还等各种影响要素均作为考虑的基准。在此基础上，比照诚信原则、公平理念具体判断。

¹⁵ 申请开始回生程序后，法院可能发出概括性的禁止命令，但是关于概括性的禁止命令禁止的对象法律规定“起因于回生担保权的强制执行、临时查封、临时处分或实行担保权的竞卖程序。”因此是否可以禁止实行让与担保是疑问。但是，最近的大法院判例(2011. 5. 26. 宣告2009C90146 判决)认为包括让与担保。

2003C53497 判决；大法院2002. 7. 9. 宣告、 2001C46761 判决等)，

签订了“预约型集合债权的让与担保”约定，债权人选择拟受让的债务人的债权的选择权、选择债权以后完成预约使债权让与成立的预约完结权，然后被授予通知第三债务人债权让与事实的权限，在这种情形下，如果债权人行使预约完结权，如在15日以内向第三人发出让与通知，（1）这样的预约完结权的行使并不是债务人的行为，所以没有与公司通谋等特殊情形不得成为否认权的对象；（2）这样的债权让与通知不符合否认的对抗要件（公司整理法第80条第1项、），所以终究判旨认为是不得否认的交易。

理论上而言，如果债权人从债务人处得到权利委托而为，应视为债务人的行为，将选择权和预约完结权也视为债权人受托于债务人较为妥当。即：合同根据双方的一致同意成立，所以在判决的事实关系中，认为债权人有权代理债务人作出同意的意思表示，将债权人预约完结权的行使解释为债务人的行为更自然而妥当。

尤其是在上述1所述判决中：认为法院等的执行行为和债权人的行为实质上是等同的，从这一点考虑上述这些判决如果考虑实质性机能就应将预约完结权的行使判断为债务人的行为。¹⁶

但是，有分析认为上述判决反映现实交易中不存在对集合债权设定担保的恰当的法定手段，只是允许各种交易类型的存在¹⁷。笔者认为这是有说服力的主张。但是上述判决随着担保登记法的实行就会失去说服力。

3. 开始前集合债权的增减变动

开始前集合债权被提供为让与担保时，构成担保的债权通常或减少或增加持续变更。在这种情况下，如个别债权在出现危机时被追加，围绕着是否会成为否

¹⁶ 李振万、 911 - 914 页

¹⁷ 吴永峻、 325 页

认权对象的问题争论比较多。

这一点在美国争论得比较多，有如下见解。¹⁸

- (1) 集合物理论：如将集合债权作为一个集合物来认定，个别债权的变动并不成问题；
- (2) 对抗要件：一旦对未来债权危机出现之前的时点设定担保，就具有对抗权不会成为否认权的对象；
- (3) 代替理论：在变动的集合债权中新追加的债权被认为是以前减少的债权的代替物所以不会成为否认权的对象；
- (4) 现行美国破产法第547条¹⁹：§ 547(e) (3) 规定未来债权并不是在具备对抗要件的时点而是在权利人取得权利的时点转移，所以排除了集合物理论和对抗要件理论。

美国破产法 § 547(c) (1) 规定用新的价值交换形成的权利的转移被排除在否认权以外，可以理解为接受了代替理论。另一方面，美国破产法 §

¹⁸ 以下为 李哲元，“集合债权让与担保与 破产法中否认权”、首尔大学法学硕士论文（2006）；Anthony Kronman, The Treatment of Security Interests in After-Acquired Property under the Proposed Bankruptcy Act, 124 University of Pennsylvania Law Review 110 (1975)。

¹⁹ 以下的美国破产法条文参照了如下网页。： http://www.law.cornell.edu/uscode/uscode_sup_01_11.html
第 547 条的相关条文内容如下。

(c) The trustee may not avoid under this section a transfer—

- (1) to the extent that such transfer was—
 - (A) intended by the debtor and the creditor to or for whose benefit such transfer was made to be a contemporaneous exchange for new value given to the debtor; and
 - (B) in fact a substantially contemporaneous exchange;
- ...
- (5) that creates a perfected security interest in inventory or a receivable or the proceeds of either, except to the extent that the aggregate of all such transfers to the transferee caused a reduction, as of the date of the filing of the petition and to the prejudice of other creditors holding unsecured claims, of any amount by which the debt secured by such security interest exceeded the value of all security interests for such debt on the later of—
 - (A)
 - (i) with respect to a transfer to which subsection (b)(4)(A) of this section applies, 90 days before the date of the filing of the petition; or
 - (ii) with respect to a transfer to which subsection (b)(4)(B) of this section applies, one year before the date of the filing of the petition; or
 - (B) the date on which new value was first given under the security agreement creating such security interest;
- ...

(e)(3) For the purposes of this section, a transfer is not made until the debtor has acquired rights in the property transferred.

547(c) (5)规定库存资产、卖出债权或对其收益具备对抗要件的担保权在破产申请日当时担保不足金额与申请日的90天之前的担保金额相比有减少时，其中减少额成为否认权的对象，在集合债权担保物中规定允许变动的范围。

代替理论在理论上虽然具有一定的说服力，但是实际上很难在集合债权中辨别被代替的个别债权分析是否为否认权的对象。在这方面美国破产法 § 547(c) (5)规定具有现实性、较妥当。即：在否认权的主要目的中其一为防止偏颇行为，所以危机到来的时候如果集合债权价额增加，终究只能认可偏颇性不得不否认。如果这样，必须要决定究竟应该哪个时点为基准做比较的问题，美国破产法以破产申请日和之前的90天（或新设定担保之日）这两个时点为基准决定。

V. 回生程序开始后担保权人的地位

回生程序开始后，没有概括性的禁止债权人实行担保权的规定。但是根据强制执行等中止程序或禁止偿还债权的规定²⁰解释为不得实行担保权。²¹

另一方面，债务人回生法只规定有关债务人的业务与财产的管理人的一般管理、处分权限、注意义务²²，如何管理担保物、进行处分法律并没有具体规定。

通常管理人利用被提供担保的生产设施持续营业，担保物的价值因折旧等经由时

²⁰ 有关条款如下。

现行法第58条（其他程序的中止等）①回生程序开始决定一经做出，不得有以下各号行为。

1. 申请破产或回生程序开始

2. 起因于回生债权或回生担保权的强制执行等。“强制执行等”指，“起因于回生担保权的强制执行、临时查封、临时处分或为实行担保权的竞买程序”

3. 基于国际征收的请求权，该征收优先顺序并不优先于一般回生债权，以此为由的纳税处分。

② 回生程序开始决定一经做出，以下各号程序中止。

1. 破产程序

2. 关于债务人财产已经行驶的因回生债权或回生担保权而为的强制执行等

3. 基于国际征收的请求权，该征收优先顺序并不优先于一般回生债权，以此为由的纳税处分。

现行法第131条（禁止偿还回生债权）关于回生债权，在回生程序开始以后，除了本法有规定的以外，不得依据回生计划以外的规定偿还、受偿等消灭债权的行为（除了免除）。

²¹ 与如前所述的大法院 2011. 5. 26. 宣告 2009C90146 判决解释见解相同。

²² 相关条款内容如下。

现行法第56条（回生程序开始以后的业务与财产管理）①法院裁定回生程序开始决定以后，债务人业务的履行、财产管理、处分权限专属于管理人。

现行法第82条（管理人的义务等）①管理人应尽善良的注意义务履行职务。

② 管理人有懈怠于第1款规定的义务对相关利害负有损害赔偿 responsibility。如有多数懈怠者，承担连带赔偿责任。

间流逝会减少，因此至少与担保物有关的债务人回生法或法院的判例有必要保护担保权人的利益。事实上，在回生程序中存款债权被提供为担保，或担保标的债权因第三人债务人得到偿还的情形下，这种现金性资产或现金债权人或管理人都不得利用，只能根据回生计划草案等待处分。

如果担保标的物为现金性资产，美国破产法规定应向担保人提供确切的保护，而且管理人可以该担保标的物作为运转资金使用，但是这种灵活的运营需要制度引进配套。²³

VI. 回生程序开始后取得财产的担保权

对未来债权设定担保的情况下，就有可能产生回生程序开始后债务人取得的债权是否能成为担保权的标的的问题。

债务人回生法第141条第1款规定，回生担保权为：“回生程序开始当时的债务人财产上存在的”担保权。因而，根据债务人回生法的文理解释，回生程序开始后，财产不得成为回生担保权的标的。

美国破产法第522条第(a)项也具有同样的目的，程序开始后财产并不受程序开始前签订的担保约定的约束。²⁴对这一条款的立法意图是为了让债务人重新开始

²³ 有关美国破产法中的担保权保护和现金性资产的使用参考：David Epstein, *Bankruptcy and related Law in a Nutshell*, Thomson/West (2005)。

²⁴ § 552 (a) Except as provided in subsection (b) of this section, property acquired by the estate or by the debtor after the commencement of the case is not subject to any lien resulting from any security agreement entered into by the debtor before the commencement of the case.

(b)

(1) Except as provided in sections 363, 506 (c), 522, 544, 545, 547, and 548 of this title, if the debtor and an entity entered into a security agreement before the commencement of the case and if the security interest created by such security agreement extends to property of the debtor acquired before the commencement of the case and to proceeds, products, offspring, or profits of such property, then such security interest extends to such proceeds, products, offspring, or profits acquired by the estate after the commencement of the case to the extent provided by such security agreement and by applicable nonbankruptcy law, except to any extent that the court, after notice and a hearing and based on the equities of the case, orders otherwise.

(2) Except as provided in sections 363, 506 (c), 522, 544, 545, 547, and 548 of this title, and notwithstanding section 546 (b) of this title, if the debtor and an entity entered into a security agreement before the commencement of the case and if the security interest created by such security agreement extends to property of the debtor acquired before the commencement of the case and to amounts paid as rents of such property or the fees, charges, accounts, or other payments for the use or occupancy of rooms and other public facilities

(fresh start)。²⁵另外，在UNCITRAL立法指南规定担保权在破产程序开始后不应影响债务人取得资产。²⁶

VII. 与未来债权让与相关的资产流动化事例

本章节介绍未来债权让与成为问题的具体事例。

thrunet网络公司ABL 事例²⁷：

2001年股份公司thrunet网络公司决定用4年时间给用户 provide 超高速网络服务，用户通过信用卡公司支付使用费债权（称“卖出债权”）转让给特别目的法人（称“SPV”），SPV以卖出债权作为担保从6家银行（称“贷款银行”）得到贷款²⁸，支付了卖出债权的买卖款。本案交易将thrunet网络公司的卖出债权流动化的交易，在韩国资产流动化应根据资产流动化法律实行，但是本案并没有基于资产流动化法进行交易。2003年thrunet网络公司根据公司整理法开始进入了公司整理程序（现行法的回生程序），关于卖出债权的买卖交易和贷款银行的权利，thrunet网络公司的管理人认为卖出债权的买卖交易是让与担保，主张程序开始后的债权不能成为让与担保标的物。对此，法院认为卖出债权买卖交易是所谓的真正的交易(true sale)，出售的买卖债权并不是thrunet网络公司的财产而是SPV的资产。

如同上述事例，如果认可真正的买卖，债务人thrunet网络公司花费用产生的将来收入（提供超高速网络服务拟收取使用费的将来收入）只给利用流动性的债权人（贷款银行）以实惠，出现对其他债权人的分配降低的问题。另外，剥夺这

in hotels, motels, or other lodging properties, then such security interest extends to such rents and such fees, charges, accounts, or other payments acquired by the estate after the commencement of the case to the extent provided in such security agreement, except to any extent that the court, after notice and a hearing and based on the equities of the case, orders otherwise.

²⁵ 例如，Lois Lupica, *Circumvention of the Bankruptcy Process: The Statutory Institutionalization of Securitization*, 33 Connecticut Law Review 199, 224 (2000).

²⁶ UNCITRAL Legislative Guide on Secured Transactions, p.428, United Nations, New York (2010).

²⁷ 该事例引用吴永俊 358 - 363 页。

²⁸ 称这类贷款为附资产担保贷款(asset backed loan: ABL)，取自开头字母将该交易称为“ABL”交易。

类收入结果也会降低thrunet网络公司回生的可能性。²⁹事实上，在这一事例中卖出债权大部分流入到SPV，笔者认为因thrunet网络公司运营资金不足可能不得不接受贷款银行的要求。

VIII. 结 语

担保登记法、债务人回生法修改草案等对未来债权担保权人的地位规定上可以想像会发生很多变化。希望本文提到的几个论点能够对其法理的发展做微薄贡献。

²⁹ 本文未研究资产流动化的问题，并不是想指出资产流动化交易不恰当，而是强调从破产法的角度考虑资产流动化问题，即、资产流动化交易问题解决以后，才能接着指出问题。

担保权的处理

坂井 秀行¹

第 1 部分 事例-法定程序中的担保权的处理与担保权人的行动

引 言

在日本更生程序中，担保权人基本上被禁止行使一切权利。在被禁止的状态下，报送更生担保权认可，由管理人决定偿还条件。担保权人传统上尊重管理人的判断避开激烈的争执，但是近期拟改变为积极的、攻击型的状态。其背景与专业机构的全球化、非法曹专业机构的进入、程序的迅速化等各种要素分不开。Spansion Japan 股份公司的公司更生事件，就足以说明了这一状况。接下来介绍在该程序中的担保权人活动的一环。

1. 公司概要与附担保权的银团贷款

事业内容

Spansion Japan（“公司”）从其全资母公司美国法人 Spansion LLC（「LLC」）得到专利许可，根据 LLC 的订单在会津工厂制造半导体半成品，将其半成品销售（会津业务）给 LLC，LLC 把半成品加工成成品，由公司回购大部分产品，公司再将产品销售给最终客户日本大型厂家 A 公司（川崎事业）。制造所需知识产权均由 LLC 所有，公司作为专利使用户专门接订单生产。

担保对象财产

¹ Bingham McCutchen Murase, Sakai Mimura Aizawa-Joint Enterprise、代表合伙人 律师。

会津工厂有 SP1 和 JV3 两个生产线。其中 SP1 当时在世界上是最尖端的半导体制造系统。公司引进的时候，外资金融机构作为中介接受附担保权的银团贷款（“担保银团贷款”）大约 26 亿日元。

担保银团贷款主要设定了以下担保。①对 SP1 以及 JV3 的个别动产让与担保权；②对库存半导体线板（包括原材料、加工中、半成品）的集合物让与担保权；③对会津工厂的建筑物抵押权（土地为租借地）；④对火灾保险金请求权的质权；⑤对 LLC 的赊销债权适用美国加利福尼亚州法的担保权。如此，担保物的价值中①②为动产，债权⑤的价值远远超出房地产担保③的价值。而且，①为最尖端半导体制造装置（SP1），加之②⑤担保物随时变动，所以每个担保价值维持和实现均需要特别的注意。

2 公司更生程序的申请、开始

申请、概括性的禁止命令

公司于 2009 年 2 月 10 日申请开始公司更生程序，同时发出禁止偿还的保全命令，担保权的实行也被禁止。担保银团为了维持担保物②⑤的价值，与公司开始直接协商。

LLC 根据 Chapter 11 申请

在美国，2009 年 3 月 1 日，LLC 以及其他关联公司根据 Chapter 11 程序申请重整。

裁定开始更生程序的决定（2009 年 3 月 3 日）/Chapter 15 批准决定（2009 年 5 月 26 日）

根据开始决定发生了禁止实行担保权的效力。公司为了使禁止执行担保权在美国（LLC 的赊销款）也发生效力，2009 年 4 月 30 日在美国根据 Chapter 15 申请，同年 5 月 26 日美国破产法院作出决定批准。

3 更生担保权人委员会的活动

更生担保权人委员会的组成和批准（2009年5月1日申请、同月21日批准决定）

委员会的程序批准要件为：①委员的人数为3人以上10人以内；②更生担保权人的过半数同意委员会参与程序；③被认为可以妥善代表更生担保权人全体人员的利益（公司更生法117条第1项）。

批准的效果为：①对法院、管理人陈述意见；②有义务对公司的业务、财产管理听取管理人的意见；③管理人的财产评定、84条报告书提交义务；④费用偿还、补偿金等（公司更生法118条）。

委员会监视程序

- ① 监视公司未履行的双务合同修改交涉的过程，除了向管理人陈述强烈反对意见以外；
- ② LLC 向公司申报债权时，作为债权人陈述异议、监视管理人运营的更生程序、在程序过程中逐一陈述意见以及异议。

债权申报/核定、价格决定程序

债权申报出现如下情形，委员会进行核定。①管理人过低评估更生担保权时、申请更生担保权核定程序以及担保权标的财产价额决定程序；②LLC对委员会的全体成员申请的核定申请，围绕着劣质化展开了争论。

在 Chapter 11 程序中的 LLC 的攻防

在 Chapter 11 程序中，赋予债权人的攻击方式多样。公司对 LLC 的除销债权的担保权、担保权人自身对 LLC 拥有的权利作为杠杆、委员会积极参加 LLC 的 Chapter 11 程序，对此施加了压力。在这方面，委员会时而主导公司、时而与公司密切联系。

拒绝履行半导体制造委托合同

委员会强烈反修订半导体制造委托合同、公司也同意。最终 LLC 申请许可拒绝履行该合同。因此日后围绕着由此产生损害赔偿金（Rejection Damage Claim、以下简称“RDC”）的问题激烈争执，最后以一亿美元和解金解决。

有关 SP1、JV3 的担保权的处理

管理人和委员会之间达成一致协议，SP1 以“处分连动”方式处理、对于 JV3，以 JV3 为核心决定存续公司业务。“处分连动”方式指，确实处分担保权标的财产，以其净价评估担保权金额的方式。对管理人而言，可以避免担保权财产价格的下降的风险。对担保权人而言，可以避免不恰当的廉价被评估的风险，各自有优势。

具备超专业的知识和全球化网络才能代理售出 SPI 设施、并探索 JV2 业务的重整方

在“处分连动”方式中，对担保权人而言财产的销售价格具有着重要意义。而且 SP1 是最尖端的半导体制造装置，所以其买卖关系到半导体制造厂商的高度的战略经营判断。从而，销售价格与销售、超专业的技术知识和行业知识、并需要购买候选人厂商的深厚的信赖方可实现。能够满足这样的条件的委员会的成员、B 公司和 C 公司各自成为海外、国内的销售代理商寻找 SP1 的收购方。结论是：B 公司成功地向世界著名的厂家 D 公司售出了 SP1，而且未停留于此，继续劝诱 D 公司以 JV3 业务为核心成为公司再建的重整方，诱导了管理人。

4 与 LLC 和解

对于 LLC，管理人、委员会在 Chapter 11 程序施加压力，在各个方面进行了对抗，最终和解成立。①LLC 对公司支付 4500 万美元的和解金；②签订新的半导体制造委托合同；③LLC 对公司申报的债权不予支付；④将川崎事业转让给 LLC；⑤一致同意公司取消对 LLC 的债权申报（除 RDC 以外）。

根据这一协议公司得到了巨额的和解金，留下了对 RDC 的请求权，而且以 JV3 中心草拟了事业再生计划。能够取得这些成果的原因在于根据 Chapter 11 程序挑战 LLC，委员会战略指导下实现了回收最大化，管理人相应委员会的呼吁，两者密切配合的结果。

另外，与上述和解同步管理人和委员会之间就以下内容达成一致协议。LLC 和解金的处理；就公司更生计划草案达成一致意见协助义务。在一定期间内如果未达成一致意见时，进行法庭外重整。

5 法庭外调停程序

管理人和委员会之间，其后就更生草案未能达成一致协议，随后进入了调停程序。各当事人各自指定 1 名调停委员，由这 2 名委员指定第 3 个调停委员。这 3 名调停委员对破产再建程序不仅从法律还是实务方面均通晓，不论哪个当事人指定自己，站在公平中立的立场进行了调停。共 11 回、每次需要好几个小时调停，为了达成一致协议如下内容不可缺。①现场信息公开；②提供各自将意见具体展开的场所。赋予债权人这种机会，这在日本更生程序历史上可以说是第一次。

但是，双方的鸿沟并不容易被弥补，因此委员会和管理人各自提出了各自的更生计划草案。管理人和委员会的主要争议在于：①委员会的更生担保权总额；②当初的偿还额；③以 JV3 收益为收益资金偿还的期间；④对 RDC 的委员会成员担保权的存在与否；还有其他无法达成一致意见的涉及到 10 个项目。

6 根据调停的更生计划草案的一体化到表决、认可、实行/RDC 和解

临近附议决定的预定日期还没能达成一致意见，所以法院指导双方当事人对留下的争议的解决上应尊重调停委员的见解。双方直接听取了调停委员的建议最终达成协

议，随后认可了包括利息、损害赔偿金（法律上允许的 1 年份额）在内的全部更生担保权约 275 亿日元，更生计划草案实现一体化，草案顺利地通过表决认可。

其后，SP1 资产和 JV3 业务，均一揽子出售给了 D 公司，基于更生计划和担保权解除合同用出售对价偿还给更生担保权人。

另一方面，更生计划草案表决认可后，围绕着 RDC Chapter 11 程序延长战持续，最终委员会的代理商 B 公司举证支援，公司与 LLC 之间和解支付 1 亿美元。RDC 和解回收的资金偿还给更生担保权人，如前所述偿还金额包括程序开始后利息、损害赔偿金在内的更生担保权的余额。剩下的大部分回收资金用于偿还给一般更生债权人，明显提高了偿还率。

7 本案更生担保权人的行动意义

进行灵活的程序-法院的理解

法院根据当初法院规定的基准日程，将草案提出期限定为决定开始后的 5 个月以后，但是更生担保权委员会申请延长两次期限，分别 6 个月、2 个月。原本更生草案的提出期限为法定（公司更生法 184 条第 3 项）的程序开始后 1 年已过，但是延长期限的结果，给委员会带来了对本报告阐述意见的时间，使更生公司以及一般债权人享受其利益。

担保权人和管理人之间接近对等的交涉成立

① 更生担保权人委员会的集体行动；② 基于调停程序促进、充实信息披露；③

公平中立的第三人作为调停委员参与调停，更生担保权人、管理人之间经由一定时间的对话、在本案与担保权人进行了前所未有的对等交涉。

从 LLC 获得巨额的和解金

如前所述，委员会明确与 LLC 的对策展开如下斗争，结果取得了巨额的和解金，在更生程序中 LLC 债权完全劣后结果（至少作了很大的贡献）。①对 LLC 主张担保权或共益债权；②对 LLC 申报的债权提出异议；③对 LLC 的草案提出异议等。

作为出售半导体制造装置的代理商贡献

有效利用具有超专业知识和经验的、全球化行业网络的 B 公司，高度关注半导体厂家的经营战略，高价卖出在公司财产中占有最大比重的最尖端制造装置，成功地实现更生担保权的回收最大化。更生担保权人自身（B）接受管理人的委托，如此被代理商起用实属异例，但这是有利处分的关键。

有关集合物让与担保处理的初衷协议

担保银团（委员会批准前）在公司更生程序申请不久开始商讨库存集合物担保权的处理问题，大体上达成了一致协议。

申请开始更生程序或裁定开始该程序以后，发生了所谓“固定化（Crystallization）”问题。关于这一点，日本法一开始就没有定论。只是在本案中如果解释固定化，在当时对担保标的库存半导体线路板（原材料、生产中的产品、半成品）赋予公司的处分权限、以及对 LLC 的赊销债权的回收权限会消失，所以公司以后不能持续所有业务，不得不急逝。这种情况并不是银团所希望的，所以流入库存、发生的赊销债权及所涉及的担保权达成协议后，持续认可对公司已经库存物的使用、处分、赊销债权的回收。对这些集合物担保权的价值评估，日后发生过争执，但是申请程序不久达成了前述协议，在这一领域这种做法实属罕见。

第 2 部分 各种破产、事业再生程序中的担保权的规律

引言

日本存在 4 种法定破产处理程序。2 种再生程序（民事再生程序、公司更生程序）、

2 种清算型程序（破产、特别清算）。除此之外，还有法院不予干涉，仅当事人之间协商成立的所谓的法庭外债务重组。

本章节除了特别清算程序以外，仅对其他 3 种法定破产处理程序中的担保权处理的法律框架做以介绍，同时概括担保权的运用以及担保权交易背景的现状。

第 1 民事再生程序

1 别除权

民事再生程序被称为相当于美国的 Chapter 11 程序。但是最大的不同点是，担保权的处理。在再生程序中，对个别财产具有担保权的担保权人原则上并不因为程序的开始受制约，其后可以自由地行使担保权。这种担保权人的权利被称为别除权。

如果把担保权纳入程序中，对担保标的物的评估、表决时的分组等，程序本身显得繁琐。而再生程序将担保权作为别除权处理，便于中小企业使用、简捷、迅速、成本低。作为别除权处理的担保权中包括特别先取 特权、质权、抵押权、商事留置权（民事再生法 53 条 1 款）。

2 对别除权的限制

如把担保权作为别除权处理使其自由行使，那么持续业务不可缺少的财产被设定担保，被担保的债权额超过其财产价值时，只要不偿还被担保的债权全额就会失去其财产，不仅债务人再建困难同时不利于债权人之间的实质性平等。因此，民事再生法对别除权设了如下限制性规定。

（A）担保权实程序中止命令（民再 31 条）

法院根据①符合再生债权人一般的利益，并且②对竞卖申请并无不当的损害时③规定

一定的期间，可以命令中止担保权实行程序。担保权实行的结果，可能危及债务人再生时，债务人为了回避这种情形，需要如下对策。即：①与担保权人协商偿还条件等（担保权协商）；②根据担保权消灭程序消灭担保权。为此需要一定准备期间，这就是中止命令的目的。程序开始决定后维持效力。对于让与担保、所有权担保、租赁等非典型担保是否适用中止命令还存在分歧。虽然存在肯定的判例，但是法律并未规定非典型担保的权利内容、实行程序，所以实务中指出对中止对象程序的把握、中止命令的实效性的确保等问题，实际上适用时是被限定的。

B 担保权消灭程序

①再生债务人持续业务不可缺少的财产上②存在别除权这一担保权时，再生债务人③提示一定财产的价格，向法院可以申请消灭所有担保权的许可（民事再生法 148 条 1 款）。

担保权人方面，围绕上述①（业务不可缺少性）以及③（财产价格）可以争执。

②

3 不足额责任主义

为参加再生程序，别除权人必须在再生债权申报期限内，报送有关再生债权的内容以及原因、表决权标的金额和其他最高法院规则要求提出的事项。并报送别除权标的财产以及行使别除权也无望得到偿还的债权金额（民事再生法 94 条）。报送以后，直到确定不足金额为止，不得基于再生计划得到偿还（民事再生法 182 条）。不足金额为：①担保权实行完毕的②根据放弃担保权或协商一致赎回的（民事再生法 41 条 1 款 9 号）③基于担保权消灭程序缴付金钱（民事再生法 152 条 2 款）后、根据担保权的消灭确定以外，担保权未消灭的状态下④认可根据别除权协定确定的不足金额别除权協

定（以部分被担保权为对象不行使担保权的协议等）（民事再生法 88 条但书）。

在现实当中、如果未根据②或④、基于①进行、再生计划得到批准也存在没实行完的担保权的情况时，再生计划必须针对不足金额确定的情况如何采取适当措施应予规定（民事再生法 160 条 1 款）。另外，别除权为根抵押时，非常明确超过极限的部分为不足金额、该部分当然作为不足金额应先行支付，待将来不足金额确定后再结清（民事再生法 160 条第 2 款）。

4 别除权协定

如前所述，别除权人在再生程序外可以实行担保权，但是在实务中基于与再生债务人的一致协商（协定）处理担保权的情况比较多。理由在于：①如再生债务人同意处分担保物，与竞卖程序相比，经双方协商任意出售更为迅速而且有利的时候比较多；另一方面②再生债务人必须要持续使用担保物时，双方协商有可能给担保权人提供有利的条件达成协议，相反，如果担保权人提出不当的要求时，再生债务人有可能要求消灭担保权。总而言之，②的情况下应适度协商。

在别除权协定成立的过程中，围绕担保标的物的评估标准争论较多，如在清算价值、持续企业价值、或交易事例价额、收益返还价额中应根据哪一项评估的问题。除此之外，偿还方式、将来不履行时的措施也成为争论的焦点。

第 2 公司更生程序

1 更生担保权

(A) 担保权实行禁止、中止命令

更生程序最大的特点之一就是担保权人纳入到程序中，限制其行使权利的同时，在更生程序中允许其变更权利。之所以如此规定是因为从更生计划的开始实行到更生

公司重建为止的期间，为使管理人专注于公司运营和更生程序，从法律规定上解决了因担保权的个别实行等消耗管理人精力的问题。这些担保权包括特别先取特权、质权、抵押权、商事留置权（公司更生法第 2 条 10 款）。在破产、再生程序中认可的别除权范围基本等同。称这些担保权的被担保权为更生担保权（以下更生债权和更生担保权总称为“更生债权”）。非典型担保权（临时登记担保权、让与担保、所有权保留等）的被担保权也作为更生担保权来处理。

程序开始后，更生担保权成为禁止偿还的对象（公司更生法第 47 条第 1 款）。而且担保权的实行也被禁止、中止（公司更生法第 50 条第 1 款）。从申请程序到法院作出开始决定为止的期间，如果担保权实行完毕，有可能危急债务人再生的情况下，法院作出如下命令。①认为有必要的时候、②根据利害关系人的申请或依职权、直到作出更生程序开始决定为止的期间可作出中止命令。但是、③限于对实行程序的申请人没有不当的损害的情况（公司更生法第 24 条 1 款 2 号）、而且④中止命令根据更生程序开始决定、或经由 2 年失效（同条 3 款）。尤其是①认为中止命令不充分的时候、②根据利害关系人的申请或依职权向债权人发出概括性的禁止命令，禁止实行包括担保权在内的强制执行等（公司更生法第 25 条第 1 款）。但是，在担保权的实行被禁止的期间应保证担保权人对担保物的利益、③关于更生公司的主要财产以发出禁止处分的临时处分命令、财产保全管理命令、监督命令等为条件。（公司更生法第 25 条第 1 款但书）。

(B) 担保权实行禁止的解除

但是，有例外。如果更生公司事业更生很明显不需要担保权标的财产时，根据管理人的申请或法院依职权可以作出解除担保权实行禁止的决定（公司更生法第 50 条第 7 款）。但是，法律没有赋予更生担保权人直接请求法院作出解除决定的权利，只能要求管理人向法院申请解除。管理人根据该要求直接向法院报告。如果决定不提出申请时，也应立即向法院报告其事实（同条 8 款）。即使担保权实行禁止被解除，从债权人平等的观点考虑，被解除的担保权在实行程序中折价得到的金钱也并不直接分配给担保权人，保留在执行法院（公司更生法第 51 条第 1 款）。如果更生计划得到批准，其保留金额交付给管理人，用做偿还的资金。担保权人与其他更生债权人一同基于计划得到偿还。仅限于更生计划未得到批准，更生程序取消等中间终结的情形，从保留金直接分配给担保权人（同条 3 款）。

(C) 更生担保权额

更生担保权额指，在被担保债权中有关担保标的财产公司更生法第 2 条 10 款规定“该担保权标的财产的价额为更生程序开始时候的市价，并且根据该担保权已设定担保的范围内的财产”。如此，对更生担保权的评估采用了市价标准。而且在被担保债权中超过市价的部分视为一般更生债权。对于更生担保权和一般更生担保权，公司更生法第 168 条 3 款规定“在更生计划内容中，必须设定公正而且公平的差额”。实务中，在多数情况下，更生担保权会得到全额偿还，而一般更生债权的偿还率根据财产状态只有百分之几。因此，前述担保标的物的评估具有着重要的意义。

所谓“市价”，指企业会计中的“公正的评估价格。通常指可以观察到的市场价格，没有市场价格的时候，指合理计算出的价格。公正的评估价格指，独立的当事人通过竞卖或清算处分以外的方式现进行交易的价格”（日本注册会计师协会《有关财产评定

的指南（草案）》）。

2 更生担保权的申报

申报更生担保权有必要在裁定程序开始决定的同时规定的债权申报期限内进行（公司更生法 138 条）。怠于申报债权，不能参加更生程序（公司更生法 42 条、135 条、138 条、公司更生规则 19 条、36 条），被排除在债权调查范围外（公司更生法 144 条、145 条），根据更生计划批准决定失去权利（公司更生法 204 条 1 款）。

在申报期间内没能申报，更生担保权人无归责事由等时，其事由消除时开始 1 个月以内，认可期限届满后的申报（公司更生法 139 条）。

3 债权调查、确定

管理人对于申报的更生担保权，对其存在与否、内容进行调查批准或否定，将批准或否定结果书提交给法院（公司更生法 146 条）。但是，更生担保权在被担保权中，将担保标的财产限定在可以覆盖市价的范围内（公司更生法 2 条 10 款），所以管理人可以评估担保标的的价格。管理人通常委托注册会计师、房地产鉴定师进行财产评估（公司更生法 83 条 1 款），基于评估价对更生担保权额进行认定。

申报的更生担保权人在债权调查期间内，对认可或否定书记载的更生担保权额可以提出异议（公司更生法 147 条 1 款）。管理人认可，并无异议的更生担保权，以管理人认可的内容确定。

管理人未予认可，或其他更生债权人等提出异议的更生担保权人，在一般债权调查期间的最后一天开始一个月以内，可以申请核定更生担保权（公司更生法 151 条以下）。

实务中，更生担保权确定程序的争点基本上集中在标的物的价格上。在这种情形

下，更生担保权人从申请核定之日起 2 周以内，可以申请决定价格（公司更生法 153 条）。申请决定价格时，法院选任评估人基于其评估决定价格。如果对此申请不服，仅限即时上诉程序提出不服申请（公司更生法 154 条）。在此如确定标的物价格，该价格约束核定决定以及异议诉讼法院（公司更生法 155 条 2 款）。

4 担保权消灭制度

管理人转让更生公司事业的全部或一部分时，有必要消灭拟要转让的资产上业已设定的担保权。为应对这种情况规定了担保权消灭制度。即：法院裁定开始更生程序时，如更生公司的财产上设有担保权，①被认为为更生公司事业更生所需时②由管理人申请③向法院交纳相当于该财产的价款，可消灭该财产标的所有担保权（公司更生法 104 条 1 款）。对法院的许可决定不服的担保权可以围绕前述①（更生必要性）③（财产价格）争执。关于①（更生必要性）可以即时上诉争论（公司更生法 104 条 5 款），对于③（财产价格）根据价格决定请求争论（公司更生法 105 条）。

担保权人对担保标的物拥有的利益，终究是在更生程序破裂，进入破产程序以后用该标的物的对价分配。从而，在担保权消灭制度中管理人应支付的金钱用处分价评估（公司更生规则 27 条、民事再生规则 79 条 1 款）。管理人支付相当于标的物的金钱时，担保权就会消灭（公司更生法 108 条 3 款）。但是，更生担保权可以不经更生计划就可以偿还（公司更生法 47 条 1 款）、交纳的金钱从债权人平等的角度而言，并不分配给担保权人，而是由法院保留。更生计划批准，法院把保留金交给管理人（公司更生法 109 条）作为计划偿还的资金，担保权人与其他更生债权人一同，根据计划得到偿还。仅限更生计划不被批准，取消更生程序等中途终结的时候，用保留金偿还给担保权人（公司更生法 110 条）。

第3 破产程序

1 别除权

在破产程序中，回收债务人的所有财产，其对价、回收金根据实体法规定顺位进行分配，所以对于个别财产具有担保权的担保权人原则上不受程序开始的制约，可以自由地行使担保权（破产法 65 条 1 款）。将这种担保权人的权利称为别除权，包括特别先取特权、质权、抵押权（破产法 2 条 9 款）。商事留置权也视为先取特权，是别除权，但是劣后于其他特别先取特权（破产法 66 条）。作为非典型担保的让与担保、所有权保留、租赁等无论哪一种方式都可以撤回标的物，但是实务中很多情况下作为别除权处理。

在破产程序中，担保权的实行排除在中止命令的对象之外（参照破产法 24 条）。另外，别除权人不亲自实行担保权时，管理人可以根据民事执行法的规定售出担保标的物，别除权人不得拒绝（破产法 184 条 2 款）。这一制度尤其是担保标的物的价值高于被担保债权额时，发挥作用。（别除权人不实行担保权，财团的财产折算程序不终止）担保权人根据个别合同拥有法定外的特别实行方式时，法院规定别除权人应处分实行的期间，在期间内不能实行时，管理人通过招标等方式折算成现金（破产法 185 条）。

2 任意出售和财团编入

对属于破产财团的财产设定担保权时，实务中长期的做法是担保权人与管理人协商委托管理人出售财产，将出售对价的一部分（5%开始 10%较多）编入破产财团。实务中的这一做法是基于管理人的协议任意出售，可以迅速、安全而且有利处分的角度考虑的。因而，被担保债权额超过标的物的金额时，在实务中广泛使用。

3 担保权消灭制度

将实务中的这种运用方式一般化以后，法律规定了担保权消灭制度。开始破产程序时，属于破产财团的财产中存在别除权这一担保权的情形下，如果任意出售其财产消灭其担保权符合破产债权人的一般利益，管理人就任意出售该财产。即：(a) 出售所得金（从出售对价扣除出售经费等）的一部分编入到破产财团时，应扣除编入部分的金额；(b) 除此之外的出售所得金应上交法院，向法院申请许可有关该财产的所有担保权的消灭（破产法 186 条第 1 款）。

根据这一申请担保权人采取如下措施。①担保权消灭申请等送达以后一个月以内申请实行担保权（破产法 187 条）；②担保权人本身，或其他购买者申请高出管理人所提示的价格 5% 以上的价格收购来对抗。①的情形下，进行担保权实行程序，②的情形下或未采取对抗措施时，向申请希望购买的购买者或当初要出售的对方，任意出售，由此法院裁定作出担保权消灭许可决定（破产法 189 条）。基于此，管理人和对方之间的买卖成立，对方将买卖对价上交给法院（破产法 190 条第 1 款），担保权消灭（破产法 190 条第 4 款）。上法院上交的金钱，由法院进行分配（破产法 191 条）。引进这一制度主要是为了促进担保权人和破产管理人任意出售、编入财团的合理协商。对于让与担保权、融资租赁等非典型担保也类推适用，但是根据情况需要个案判断。

4 不足款项责任主义

别除权人对于通过行使别除权无法得到偿还的债权部分（不足部分），可向再生债权人行使权利（破产法 108 条第 1 款）。

别除权人为了参加破产程序，在破产债权申报期间，对破产债权的内容以及原因、表决权金额其他最高法院规则规定的事项（破产法 111 条第 1 项），加之别除权标

的财产以及别除权的行使没有希望得到偿还时应申报债权额（破产法 111 条第 2 款）。但是即使申报，直到确定不足款项为止，不能得到偿还（破产法 198 条第 3 项）。担保权的实行程序推迟，最后分配除斥期间内担保权的实行未完结、不足款项未确定的情况也会出现，面对这种情形，别除权人与管理人达成协议，通过缩小被担保权金额等，将被担保权的部分标的物视为“破产程序开始后未担保的财产”，以这一债权参加破产程序（破产法 108 条 1 款但书规定）。另外，别除权为根抵押时，非常明显超过极限的金额为不足的款项，不足部分当然要得到偿还（破产法 196 条 3 款、198 条 4 款）。

第 4 个别问题-破产条款

在合同中，通常规定停止条件，即对方如被申请开始破产程序合同解除权发生法律效力。这一规定一般被称为“破产解除特约”或“破产条款”。这种特约的效力在实务中经常成为问题。美国法称其为 ipso facto 条款，也存在对其效力的争论。

学说认为：①一种见解主张，管理人等对未履行的双务合同认可解除权，所以从保护其权利的观点而言，包括破产程序在内的所有的破产程序中应否定破产条款的效力；②另一种见解主张，从再建保护的角度而言，在再建型程序中应否定破产条款的效力；③还有一种见解主张，对于破产条款，实质性地实行担保权角度考虑在更生程序中应否定破产条款的效力。但是判例认为在更生程序中就保留所有权的买卖应否定破产条款效力（最高法院 1982 年 3 月 30 日判决、民集 36 卷 3 号 484 页、百选 12）。判例接着否定了在再生程序基于フルペイアウト方式的融资租赁中的破产条款的效力（最高法院 2008 年 12 月 16 日判决、民集 62 卷 10 号 2561 页、金法判务 1927 号 86 页）。不论哪种观点均以破产条款有违更生、再生程序的宗旨以及目的为根据。

以上

浅谈中国企业破产中对职工的安置和补偿

康 阳（中国北京市企业清算事务所）

职工的安置和补偿工作一直是中国企业破产中的重要工作，尤其在国有企业破产中尤为明显，其受关注程度之高、影响面之广、解决难度之大超过其他破产工作，在上世纪末本世纪初的一段时期职工安置和补偿问题已不单纯是法律问题，而成为一个社会问题，牵扯到社会稳定和谐问题。中国政府历来对破产企业职工安置补偿工作予以高度重视，出台了许多相关政策，随着市场经济的逐步建立健全和社会保障机制的不断完善，职工对企业破产的思想认识和接受能力也在发生改变，从反对变为接受，从抵触变为理智，从懵懂变为循规依法，折射出中国的普通劳动者经过三十多年的改革开放和经济体制变革，已逐步理解、认可了企业破产是市场经济发展过程中不可避免的正常行为，从而开始由被动的接受破产到主动运用法律法规在破产中来保护自身合法权益的转变。

一、职工安置费和职工经济补偿金是两个概念

在中国一旦企业破产，对于职工解除劳动关系发放的费用一般有两种作法：一是发放职工安置费，也叫一次性自谋职业安置费，另一是发放经济补偿金。这两种作法从概念、使用范围、发放标准等方面都是不一样的。

职工安置费是指中国政府针对国有计划内破产企业安置职工的一项劳动保障政策性规定，没有明确的法律依据，是一项政策性补偿措施。1986年通过的中国第一部《企业破产法（试行）》（以下简称“旧破产法”）中第四条规定：“国家通过各种途径妥善安排破产企业职工重新就业，并保障他们重新就业前的基本生活需要，具体办法由国务院另行规定”，据此中国国务院于1994年公布了《国务院关于在若干城市试行国有企业破产有关问题的通知》，其中明确规定：“政府鼓励破产企业职工自谋职业。对自谋职业的，政府可以根据当地的实际情况，发放一次性安置费，标准不高于破产企业所在市的企业职工上年平均工资收入的3倍”，

1997年出台的《补充通知》进一步限定为纳入国家计划内和试点城市的国有破产企业。这就是职工安置费的政策依据。为什么会出台这一特殊政策呢？主要是由于当时国有经济是国民经济发展的主导力量，国有企业职工也在国民经济持续稳定发展中发挥了不可替代的作用，而当时社会保障制度和福利制度不完善，一般职工的工资待遇也不高，在企业破产时如果完全按解除合同发放补偿不现实，会引发诸多问题，为考虑职工权益保护和社会稳定，政府才出台这一特殊政策，但需要说明的是它只是特定时期的一项特殊政策，随着2008年国家政策性破产的结束，职工安置费也漫漫退出了历史舞台。

经济补偿金是对职工解除劳动合同前为企业付出的劳动所作的一种物质上的补偿，这里所指的破产企业职工经济补偿金是指破产企业解除劳动合同时给职工的经济补偿费用，它是破产企业解除与职工劳动合同时按照职工的工作年限和一定工资标准一次性补偿予职工的费用。在旧破产法时期，经济补偿金主要依据中国劳动部1994年颁布的《违反和解除劳动合同的经济补偿办法》，其中规定：“由用人单位解除劳动合同的，用人单位应根据劳动者在本单位工作年限，每满一年发给相当于一个月工资的经济补偿金，工作时间不满一年的按一年的标准发给经济补偿；经济补偿金的工资计算标准是指企业正常生产情况下劳动者解除合同前十二个月的月平均工资。劳动者的月平均工资低于企业月平均工资的，按企业月平均工资的标准支付”。随着2008年《中华人民共和国劳动合同法》的实施，破产企业的职工经济补偿金统一按《中华人民共和国劳动合同法》规定实行，其中规定：“用人单位被依法宣告破产的，劳动合同终止；经济补偿按劳动者在本单位工作的年限，每满一年支付一个月工资的标准向劳动者支付。六个月以上不满一年的，按一年计算；不满六个月的，向劳动者支付半个月工资的经济补偿。本条所称月工资是指劳动者在劳动合同解除或者终止前十二个月的平均工资。”这一时期市场经济日趋成熟，法律法规逐步健全，随着国家政策性破产的结束，企业破产全部按新破产法施行，职工的经济补偿金也随之按统一规定执行。

二、从实践中看职工安置费施行

2000年北京某化工厂准备实施破产，其在前一年已被列入国家政策性破产计划中。这个化工厂是1965年成立的国有企业，由于经营亏损、负债较多，于90年代中期停产，资产中有一块国有划拨的土地，设备由于贷款抵押给银行，有在职职工500余人，当地政府和上级单位对其破产非常重视，由主要领导亲自挂帅组成破产清算组来操作破产，把职工的分流安置工作当作重中之重工作开展。

1、制定《职工分流安置预案》，履行民主程序。

由于化工厂已被列入国家政策性破产计划中，所以根据相关政策规定，制定了以职工自谋职业、发放一次性安置费为主的《职工分流安置预案》，并由化工厂工会负责组织、召开职工代表大会，对《职工分流安置预案》进行讨论、修改，最终通过了《职工分流安置预案》。因为按照当时中国工会组织的相关规定，国有企业破产是需要职工代表大会表决通过。

2、职工安置费的来源

职工安置费的主要来源还是企业的资产，企业的资产分为两部分，一部分是虽然财务帐上是企业资产但有明确法律规定企业破产时不属于破产财产的，如根据中国最高人民法院的相关司法解释，破产企业以划拨方式取得的土地使用权不属于破产财产。国家政策也规定土地使用权转让所得首先用于安置职工。另一部分是属于破产财产的企业资产。所以职工安置费首先来源于企业以划拨方式取得的土地使用权转让所得，其次是破产财产，企业所有资产都不足以安置职工的，差额部分由当地政府解决。

在企业财产的处置中有一个特殊情况，即企业资产如果设置了抵押怎么办？在中国的企业破产中对于财产抵押分两种情况：一是没有被国家列入政策性计划内破产的，其资产抵押的抵押权人优先受偿，超过抵押权部分的计入破产财产；二是被国家列入政策性计划内破产的，其资产抵押的也首先用于安置职工。关于职工安置费优先还是抵押权优先曾经是中国新破产法迟迟未能出台的一个争论焦点，但随着中国政策性破产的结束，用抵押财产安置职工已经渐渐成为过去。

化工厂在职职工500余人，当时预计安置费2500万元左右，其资产中有一块国有划拨的土地预计变现1500万元，生产设备虽然涉及抵押，但由于化工厂是国

家计划内政策性破产，所以其抵押财产也用于安置职工，设备预计变现 500 万元，剩余差额 500 万元缺口部分由政府财政部门解决。

3、职工安置的具体方式

(1) 对职工进行安置前的意向调查，填写意向调查表。虽然化工厂破产对职工的安置采取职工自谋职业、发放一次性安置费为主的方式，但在《职工分流安置预案》中还辅助了另外两种方式，一是提前退休，即破产企业的在职职工，在法院宣告破产当月，男年满 55 周岁，女年满 45 周岁，经本人申请，可以办理退休手续，选择提前退休的职工将不领取安置费；还有一种方式是带资安置，即有单位接收安置破产企业在职职工，经双向选择，以每安置 1 人不高于本市上年企业职工平均工资 3 倍的标准划拨给安置单位一次性安置费。当然这两种方式不是国家统一的政策，而是一种地方性政策。最终化工厂经对职工意向调查，符合条件选择提前退休有 20 名职工，找到接收单位愿意带资安置的职工有 50 名，其余职工都选择自谋职业领取一次性安置费。

(2) 核定职工工龄，计算具体工龄安置标准

中国的相关破产政策规定：发放一次性安置费，标准不高于破产企业所在市的企业职工上年平均工资收入的 3 倍。这是总政策，具体实施分为以下几步：首先核定破产企业职工工龄，这里所说的工龄指的在本企业的工龄，不包括职工在外单位的工龄。以职工档案中的招工表记载的调入时间为起点，以法院宣告企业破产时间为终点，每满一年计一年工龄，不满一年按一年计算，计算出每一名职工自身的工龄数，这个工龄数是要职工本人认可的；把破产企业所有职工的工龄数相加得出总工龄数。其次，确定上年平均工资标准，这个标准一般是破产企业所在地区的统计部门出具的，具有准确性和权威性。最后，用上年平均工资标准的 3 倍乘以破产企业职工人数，得出安置费总数，再用安置费总数除以破产企业职工总工龄数，得出平均工龄金额，最终用平均工龄金额乘以每一名职工自身的工龄数，就是每一名职工的安置费。

化工厂破产时上年平均工资标准为 17000 元人民币，经统计化工厂 480 名职工（剔除提前退休 20 名职工）总工龄数是 13500 年。

17000 元人民币（平均工资标准）X3 倍 X480 名职工/13500 年（总工龄）=1813 元/年

安置费标准确定以后，选择自谋职业领取一次性安置费的职工签定自谋职业协议书后，将一次性安置费打入个人帐户，找到接收单位愿意带资安置的职工和接收单位签定劳动合同后破产企业将职工个人的安置费打入到接收单位。

二、从实践中看职工经济补偿金的施行

2007 年 6 月 1 日《中华人民共和国企业破产法》正式实施后，公司制破产开始增加，2008 年北京某法院受理一起债权人申请某电子公司破产清算的案件，并指定了管理人。管理人接手以后，发现这是一个 2002 成立的以生产电子产品为主的有限公司，股东为三个自然人，受市场因素影响产品滞销，资金断流，经营亏损，诉讼不断。公司有职工 120 名，由于股东找不到，管理机构瘫痪，已欠发职工三个月的工资未发，最终被债权人申请破产（后被法院宣告破产）。

管理人介入电子公司破产以后，开展资产和负债调查工作，并核实公司职工的劳动关系、在本公司工龄、工资待遇和社会统筹保险情况，通过调查发现这个电子公司的职工存在以下几个特点：

1、电子公司的职工都是合同制职工，都与单位签定了劳动合同，但合同期限不等，最高有 5 年的，最短有刚半年的；

2、电子公司的职工平均年龄比较年轻，20、30 岁的人居多，年纪最大也不过 40 多岁，而且外省市人员占总职工人数的一半以上；

3、电子公司的人员流动性比较大，每年都有劳动合同到期辞职的，每年也都在新招聘人员，跳槽现象时有发生；

4、电子公司的统筹保险制度健全，在社会保险统筹中心建立了保险户，每月也为职工缴纳养老、医疗、失业、工伤等基本保险；但公司的工资待遇水平相差很大，高级管理人员的工资比普通员工高的多；

5、电子公司没有建立工会组织，也没有职工代表大会制度。

针对上述情况，管理人依据相关法律规定，在符合破产程序的前提下，对电子公司职工的经济补偿金发放采取了以下步骤：

一、依据《中华人民共和国合同法》第 44 条：“用人单位被依法宣告破产的，劳动合同终止”，管理人向所有职工发出了劳动合同终止通知书，告知所有劳动合同未到期的职工，劳动合同终止执行，与公司的劳动关系解除；

二、管理人制定了经济补偿金发放方案，具体明确了经济补偿金发放的法律依据、计算标准、发放的时间地点和需要履行的相关手续等。由于电子公司没有职工代表大会制度，经请示政府的工会部门，这次的经济补偿是针对每一名职工个人的经济补偿行为，但标准是统一的；

三、管理人将所有职工的经济补偿金造册制成清单，并向所有职工予以公示。期间有职工对清单提出异议的，大部分通过与管理人协商而解决，少部分协商不能达成一致的通过劳动仲裁和劳动诉讼来确定最终结果；

四、随后，管理人与职工签定了终止劳动合同协议书，并向职工出具了终止劳动合同证明，将经济补偿金打入职工个人帐户，为职工办理了社会保险关系的转移手续，并告知职工在未找到新工作之前可以享受失业保险金。需要说明的是由于电子厂的破产财产不足，职工的经济补偿金和欠发的工资无法足额给付，清偿率只有 60%，由于电子厂不是国家计划内的政策性国有企业破产，不能享受特殊政策，所以也没有其他救济渠道。电子厂职工对于不能足额清偿非常不满，但最终也只能无奈接受。

五、由于电子厂的高级管理员工资比较高，本次经济补偿金发放方案中依据破产法第 113 条的规定，高级管理人员的工资按该企业职工的平均工资计算，并以此作为高级管理人员发放经济补偿金的基数，间接提高了其他职工的清偿比例。

通过上述两个案例的比较，可以看出职工安置费只是特殊时期的一个特殊政策，中国的劳动用工制度和劳动就业观念已经随着市场经济的建立发生了巨大改变，合同制职工成为主流，今后的企业破产中针对职工只有经济补偿金的概念了，而且随着社会保障制度的日趋完善，职工工作不再成为破产中重中之重的首要工

作，而成为一项一般性的清算工作。可以说现在的中国普通劳动者对待企业破产的态度比以前有了明显的改变，体现在以下几个方面：

一、职工对企业破产的认识更加理性了。过去一个企业要破产尤其是国有企业破产职工的思想工作是很难做通的，因为破产意味着失业，有些职工宁愿拿最低生活费下岗在家，也不愿意解除劳动合同重新就业，所以以前的职工代表大会是很难通过企业破产决议的。而现在职工的认识就不一样了，市场经济的发展带来了社会的巨大改变，也带来更多的机遇和机会，职工感觉与其拿最低生活费维持基本生活不如拿一笔经济补偿金重新开始创业，所以现在有的亏损企业的职工还希望企业实施破产呢。

二、职工对企业破产的承受能力更强了。在以前职工对企业实施破产的做法还勉强认可，但是对于安置补偿费用和欠发的工资保险待遇是一点都不能少的，而且职工不管企业破产财产够不够，自身的权益决不能受到损害，否则会引发群体上访游行的发生，造成社会不稳定局面，这是政府最担心的事情，所以国有企业破产政府要花很大的财力物力来解决职工费用问题。而现在依法破产的公司，就像上面提到的电子公司破产中职工的经济补偿金和欠发工资清偿率都只有 60%，职工虽然不满，但很平静的接受了，没有人上访也没有人采取过激行为。这也说明了现在职工的再就业能力提高了，原公司破产了，职工可以再找到新公司上班，不过多纠缠于以前的事。

三、职工在破产中的法律意识更强了。以前破产企业的职工对于许多法律规定并不清楚，在涉及自身权益的关键问题上要么随大众，要么胡搅蛮缠，没有自己的主观判断。而现在企业破产安置职工时，职工对许多基本法律常识很清楚，不清楚的也上网查找或咨询律师，在自身要求得不到完全满足时，也懂得运用法律武器保护自身权益，相比以前有了明显的进步。

职工对企业破产适应能力的提高，标志着中国社会法制化的进步和市场经济的成熟，但在今后应就如何在企业破产中进一步保护职工权益做深入探讨，尤其是在新破产法下当职工债权清偿比率较低时，是否能有其他措施予以救济，社会保障机制能否进一步加强等方面加以研究。

Labor & Legacy Costs

裴星珍（韩国法务法人地平志诚律师）

1. 引言

本发言稿的主题为“在破产法领域的Labor & Legacy Costs”。“Labor Costs”指，破产债务人与劳动者签订劳动合同，为了维持劳动合同关系而支出的费用。从劳动者角度而言，是与劳动者的工资、退职金、以及其在债权破产程序中的地位有关。“Legacy Costs”指，“the cost of retiree pension, health insurance, and other benefits to an employer; employment costs that continue after an employee retires”，¹是破产债务人为了赋予退休的劳动者退休金、医疗保险、以及其他待遇而支出的费用。可以总结定义“Labor & Legacy Costs”为破产债务人签订劳动合同时，对在职或退休的劳动者负担的为履行给付而支出的费用。

有关于该主题笔者针对以下内容进行了分析。① 分析了破产程序的开始对劳动合同产生的影响(第2项)；② 考察劳动债权等在破产程序中地位(第3项)；③ 简略探讨韩国法并未深入研究的“Legacy Costs”制度(第4项)。

2. 破产程序的开始对劳动合同产生的影响

A. 管理人/破产管理人的使用人性质

(1) 在破产程序中劳动合同关系的当事人虽然是破产债务人，但是破产管理人对破产财团具有管理、处分权利（第384条）、根据民法规定雇佣合同的解除权也归属于破产管理人（民法第663条第1项）、因此一般地位破产管理为“作为经营负责人”的使用人。²

(2) 重生程序开始裁定后，债务人业务的履行和财产的管理以及处分权限全部归属于管理人（《债务人重生以及破产相关法律（以下称“统合破产法”）》第56条第1项）³，因此重生债务人的代表董事并不在劳动关系中的使用人地位，而是管理

¹ Barron's Business Dictionary

² 尹南根、“破产管理人 - 以法律地位和权限为中心”、判决资料第 82 集、破产法的诸问题(上)，法院图书馆、1999、196 页。

³ 在以下内容中持续引用统合破产法条款时，省略法律名称。

人在使用人地位，对此丝毫没有疑问⁴。

B. 破产程序与劳动合同关系

使用人宣告破产的情形下，劳动合同并不当然得消灭，必须要发生劳动合同解除等终结合同关系的原因。⁵

实务中破产管理人宣告破产之日，立即办理解雇手续(民法第663条第1项)。⁶但是这一解雇并不是整顿解雇而是一般的解雇，所以不能适用整顿解雇中的劳动基准法条款。⁷解雇的方式为：①进行解雇预告，经由解雇预告期间届满使解雇发生效力；②支付解雇补贴立即解雇。实务中通常使用第①种方式。⁸

破产管理人是否有对应团体交涉义务的问题在理论上虽然存在争议，而实务中破产管理人在进行破产宣告后立即解雇所有劳动者，再另签辅助合同，所以破产管理人不可能与以原有员工组成的工会进行团体交涉，⁹而且业已签订的团体协定也不可能发生效力。

C. 回生程序与劳动合同关系

作为再建型倒产程序的回生程序，从其目的而言，即使回生程序开始劳动合同并不当然地消灭。对于双方未履行的合同，法律规定不适用集体合同（统合倒产法第119条 第4项）。因此，即使回生程序开始之前签订的集体合同对回生程序产生影响的情况下，在未与工会重新签订变更内容的合同或有效期间未届满，管理人依然受限制。¹⁰

管理人不拘于双方未履行双务合同的解除不适用集体合同相关规定，根据一般法律可以整顿解雇劳动者。在这种情况下，根据劳动基准法第24条的规定同样适用“因经营上的理由解雇”的要件，只是因为考虑到回生程序在进行中，所以

⁴ 有关公司整理程序，参考大法院 2001. 1. 19. 宣告 99C72422 判决。

⁵ 宣载成、“破产与劳动关系”、判决资料集第 83 集、破产法的诸问题(下)、法院图书馆、1999、503 页。

⁶ 首尔中央地方法院、法人破产实务、第 3 版、博英社、142 页。

⁷ 大法院 2004. 2. 27. 宣告 2003C902 判决 - “企业被宣告破产停业，在清算过程中解雇劳动者时，只要不是假停业就是企业的自由。破产管理人对于因被宣告破产解散的公司，为了停止业务而为解雇并不是整理性的解雇，而是一般性的解雇。因此，不得适用有关整理解雇的勤劳基准法。而且，破产管理人解除劳动合同时，只要不是以假破产或防止工会团结权等，原则上不属于不当的劳动行为。”

⁸ 法人破产实务 142 页。

⁹ 法人破产实务 144 页。

¹⁰ 首尔中央地方法院、法人再建实务、第 3 版、博英社、151 页。

在选定解雇对象劳动者的时候，相对而言较重视劳动者是否具备在企业再建中不可欠缺的劳动能力而予以评价。¹¹

3. 劳动债权等劳动者权利在倒产程序中的地位

A. 有关劳动债权优先受偿权的一般规定

工资、灾害补偿金、其他因劳动关系产生的债权和退職金在使用人的总财产中具有优先受偿权（劳动基准法第38条第1项、劳动者退休工资保障法第11条第1项）。在其中最后三个月的工资、灾害补偿金、最后三年期间的退職金优先于质权、担保权具有“最优先受偿权”（劳动基准法第38条第2项、劳动者退職公司保障法第11条第2项）。

B. 劳动债权等在破产程序中的地位

债务人劳动者的工资、退職金以及灾害补偿金相当于财团债权（统合倒产法第473条第10号），不依破产程序优先于破产债权随时可以受偿（第475条，第476条）。

只是破产财团的财团债权总额明显不足偿还时，不拘于其他法令规定的优先权而应根据未偿还债权额的比率偿还，但不影响有关财团债权存在的留置权、质押权、以及佃权等（第477条第1项）。具有着这种优先权的财团债权如果无法完全偿还时，出现如下问题。即：第477条第1项的但书与回生程序第180条第7项但书规定不同，它未涉及“优先特权的保障”，所以具有着“最优先偿还权”的最后三个月份的劳动债权等无法优先于同一顺位的其他财团债权。

C. 劳动债权等在回生程序中的地位

“债务人劳动者的工资、退職金以及灾害补偿金”相当于共益债权（统合倒产法第179条第1项第10号），因此不依据回生程序而优先于回生债权和回生担保权随时可以得到偿还（第180条第1项）。只是统合倒产法规定债务人财产明显不足以偿还共益债权时，关于偿还顺序根据“第179条第1项第5号¹²以及第12号¹³”的请求权，为了持续债务人的经营经由法院许可优先偿还借款。关于其他共益债权虽然法律规定的其优先权，如未偿还就按照债权额的比率偿还。但是，法律规定为共益债权设定的留置权、质权、抵押权、佃权以及优先特权等效力不受影响（第180条第7项）。因此，除了新借贷的债权以外，剩下的共益债权虽然法律规定其具有优先

¹¹ 回生事件实务(上)、152页。

¹² 有关债务人业务以及财产，管理人在回生程序开始后，借贷的资金和其他行为产生的请求权。

¹³ 债务人或保全管理人在申请开始回生程序后，在开始之前得到法院的许可而借贷的资金，资材的购入、其他为持续债务人事业不可缺少的行为而产生的请求权。

权，但是如未偿还就根据债权额比率受偿，所以在偿还比率上只有债权额成为唯一的标准¹⁴。还有与此相关的，基于第180条第7项不受共益债权不足偿还的影响的“优先特权”的范围成问题，应解释3个月的劳动债权等最优先偿还权被认定的劳动者的权利包括在“优先特权”中较为妥当。¹⁵

4. 所谓 ‘Legacy Costs’ 的问题

A. Legacy Costs问题现状

加入国民年金的情况下，雇佣人应缴付一定比率的负担金(国民年金法第88条)；加入国民健康保险的情况下，通过单位加入的、保险费由雇佣人负担(国民健康保险法第68条第1项)；根据雇佣保险法以及产业灾害补偿保险法加入保险的情况下，雇佣人应负担其中的部分保险费。

如此，与四大保险相关的问题，作为雇佣人的破产债务人负担的保险费缴付义务当然相当于维持雇佣关系所需的费用，但是上述保险费缴付义务局限于与劳动者维持雇佣合同的期间，所以这样的保险费的负担可以视为包括 ‘Legacy Costs’ 问题。

在韩国法中探讨有关Legacy Costs问题，应与劳动者退职工资保障法中的退职年金制度选择上的雇佣人公积金/负担金缴付义务相联系讨论。

B. 与退职年金制度有关的 Legacy Costs的问题

雇佣人为了支付退职的劳动者的工资，在“退职金制度“和”退职年金制度“中选择一种制度以上设定(劳动者退职工资保障法第4条第1项)。退职年金制度分为“确定工资型退职年金”和“确定贡献型退职年金”。

(1) 确定工资型退职年金

确定工资型退职年金指，“事先已经决定劳动者应得到的工资标准的退职年金”(劳动者退职工资保障法第2条第7号)。

在确定工资型退职年金制度中，雇佣人承担因为涨工资的比率、退职金比率、基金运营收益率等年金额度的计算基础变更而带来的风险负担和对年金受领者的最终支付责任。为此，雇佣人在退职年金规章中应明示比以下金额更多的公积缴付金义务，作为“确保再建的健全性的相关事项”。

| | |
|---|---|
| ① | “从每个营业年度末到至今工资所需的费用准备金的现价值”扣除“将来在工作期间为支付工资算定的负担金、预测收入的现价值、过去工 |
|---|---|

¹⁴ 回生事件实务(上)、425页。

¹⁵ 金镇石、“破产程序的开始与劳动关系”、首尔大学研究生院、法学硕士学位论文、2011。

| | |
|---|--|
| | 作期间为了支付工资算定的负担金、预测收入的现价值之合”的金额 的60%以上 |
| ② | 加入者以及曾经为加入者的、在当年营业年度末为止的加入期间，加 算工资所需费用准备金计算出的金额的60% |

如前所述的算式显示，因为年金工资是事先确定的，所以雇佣人负担的公积金根据公积金的运用结果变动。因此，在回生企业中，与退職劳动者有关的公积金的负担会与回生债权人等其他利害关系人的利益冲突，对回生计划的制定以及履行有可能产生反面影响。

韩国因为引进退職年金制度历史尚浅，现实中还未发生上述问题。劳动者退職工资保障法第4条规定，雇佣人选择退職工资制度的种类或将选择的退職工资支付变更为其他种类的制度的时候，如果该公司存在由过半数劳动者组成的工会就应经工会同意、如果没有工会应经过半数劳动者（以下称“劳动者代表”）的同意（第3项）。雇佣人拟变更业已选择的或变更的退職工资制度内容的时候，应听取劳动者的意见，如变更不利于劳动者应经劳动者代表同意（第4项）。仅以这些规定是否能在法律上规范通过变更内容给劳动者带来不利影响退職年金，如果可能是否需要劳动者的同意，诸如此类的要件和程序应如何法律并未明确规定。

(2) 确定贡献型退職年金

确定贡献型退職年金指，“事先根据支付的工资定好雇佣人应负担的标准的退職年金”（劳动者退職工资保障法第2条第8号）。事先已经定好雇佣人的年金贡献比率，退職工资额根据公积金的运用状况变动，其风险归属于劳动者，所以与确定工资型退職年金不同，并不会根据运用实际状况雇佣人的负担有变化。因此，在回生企业中确定贡献型退職年金与确定型工资退職年金制度相比，根据需要將退職年金制度内容变更为不利于劳动者的概率并不高，但是负担的金额过多，有可能成为回生程序的绊脚石。

劳动问题，LEGACY COST

森 伦洋 （日本西村朝日法律事务所，
合伙人律师）

I 破产与劳动关系的各类问题

破产与劳动法交错的问题有：①劳动债权在破产法上的处理；②劳动合同关系在破产法上的处理；③工会、员工代表参与破产程序等等。

特别是在完成重建型程序时，毋庸置疑员工的配合是必不可少的。为此，程序开始、事业转让、提出计划草案·批准等时，法律规定要听取过半数工会·过半数代表的意见等员工方的意见。（民事再生法 24 条的 2、42 条 3 项、126 条 3 项、168 条、174 条 3 项等、公司更生法 22 条 1 项、46 条 3 项 3 号、85 条 3 项、188 条、199 条 5 项等）。另外，除了听取这些意见外，还应该与员工就事业重建进行协调，签订必要的协议、进行听证。

（从整体角度而言）员工在事业重建中起到一定的作用，相反，（从个体角度而言）员工（债务人）还是公司的债权人，与公司具有合同关系，重建时还会出现权利关系、合同关系的整理、重构的问题。在此，主要对后者的情况予以说明。

II 处理劳动债权

1 前提

根据雇佣关系，员工债权一般具有先取特权（民法 306 条·308 条）、即便是破产程序开始前提供劳务而产生的债权、在民事再生程序中，作为优先债权在程序外随时可以得到偿还（民事再生法 122 条）。对此，在公司更生程序中，关于更生程序开始前的劳动债权，拖欠过去 6 个月工资的、拖欠退休金相当于六个月工资的总额或退休津贴的三分之一的金额中取其中高的数额为共益债权（公司更生法 130 条 2 项）之外，为优先更生债权。因此，如果不按照更生计划就不能得到偿还（会社更生法 47 条 1 项）。

2 工资·退休金管理

在再建事例中基本不存在拖欠工资超过 6 个月的，但是有得不到加班费、补休等拖欠的（本应支付的）一部分工资未支付的情况。这些债权只要没有申报，在公司更生程序中就失权、被免责（公司更生法 204 条）。

有扣除全部退休金的例子（协荣生命、东京生命等）。关于拖欠的退休金依据更生计划偿还，另外，关于程序开始后的退休金根据就业规则不利于变更程序时予以变更。

以前，关于程序开始后的退休人员，有的包括退休金在内都按共益債權处理。这种处理被说成是正当的解释论，但是，在日本航空（JAL）公司的重整中，重整程序开始后退休员工的退休金债权是否成为共益债权引起了争论。东京高等法院将公司对解雇、自愿退职人员，到年龄退休人员区别对待。到退休年龄的（只能说对重整程序开始后提供劳务部分作为共益债权）至少重整程序开始前提供劳务的部分，明确判定为退休金（公司更生法 130 条 2 项规定部分之外）不属于共益债权、只作为优先更生债权。（東京高裁平成 22 年 11 月 10 日決定・金商 1358 号 22 頁）。东京地方法院负责公司更生的商事部（民事第 8 部）也做同样的处理。但是，在林原的案例中，退休金的 2 成由公司支付，剩下的 8 成（規約型）从确定给付企业年金中作为一次性退休金由信托银行支付（从公积金中）。公司支付的部分依据公司更生法第 130 条第 2 项规定作为共益债权支付，在程序外全额支付。

3 退休年金～应对劳资成本

（1）退休金储备不足

确定支付企业退休金以及基于厚生年金基金的退休金等（并不是按月支付型）一次性支付型退休金制度，与实际的资产运用结果没有关系，因为将来的退休金支付额已确定，根据资产运用积累的资产额不足以支付预定金额（没有，为此应保持资产额）时，由公司填补。这就是退休金的“积累不足”的问题。泡沫崩溃后股价、利息低迷，之前设定的退休金的（成为支付额算定的基础）预定利率以及其他基础利率给资产运用造成了困难，扩大了财政计算积累不足的状况。

(2) 日本航空公司的事例（基金型确定支付企业退休金）

i 修订减少退休金

日本航空公司的事例（基金型的）采用的是确定支付企业退休金的制度。日本航空公司的企业退休基金，最低储备基准额虽为 5,330 亿日元，但是退休金资产市价只有 2,900 亿日元，约 2,400 亿日元的储备不足。为解决储备资金不足，日航每年要支付 155 亿日元特殊保费。

这种特殊保费负担，在处理过程中作为劳资成本成了问题（加上支付标准过成为媒体批评的对象）。在日本航空公司再建中，从法庭外债务重整阶段开始，为消除储备不足问题研究了各种方案。细节不予赘述，大致分为两个方向进行了探讨：其一为解散年金基金（大概其的说法）、其二为存续年金基金，按照定期支付企业年金的方式修订减额。

厚生年金基金可以限定在现存资产范围内终结分配“用仅有的解散”（目前在加纳宝公司的事例按照“用仅有的解散”方式处理）。而确定支付型企业年金届满终结时作为特殊保费雇主（公司）必须一次性支付不足部分，因此产生了 2,400 亿日元的特别保费负担。为此可根据法定破产程序（公司更生程序）减免特别保费，但这种方式很难采用。通用、克莱斯勒均曾考虑以股份抵消了这一成本，用代替物应对费用支出，但是法律规定用股份代替支付不足部分时，应限定在资产总额的 5% 以内或已发行股份总数的 5% 以内，因此用股份支付事实上很难作为应对方案。

因此，在法庭外债务重整阶段采取减额修订程序，以领取人(OB)为对象进行减额修订时、(i) 根据公司实际经营状况恶化的程度，有必要说明不得不减少支付款（确定给付企业年金法施行规则 5 条 2 号·3 号）。除此之外，(ii) 变更减额的规章制度。①如有三分之一以上的在职员工组织的劳动工会时，需经该工会的同意；②需经在职职工的三分之二以上同意（如有在职职工的三分之二以上组织的工会时，可以工会同意替代）；③需要三分之二以上领取人的同意。并且(iii) 向希望领取的领取人一次性支付“最低积存标准额”，除此之外，还有必要采取措施确保其实施（同规则第 6 条 1 款）。领取人(OB)的退休金减额幅度过大时，选择

一次性领取者增多，为此有可能出现退休金资产一时枯竭的情况（由于资金不足需要由公司填补）。

因此与领取者协商使其同意变更(上述(ii)③)的规章制度，同时同意不选择一次性领取最低积存标准额(参照上述(iii))。日航随后进入公司更生程序，但是提出更生申请之前，需得到修订减额的同意。因而以修订减额为前提，决定保留日航企业年金基金制度。

ii 在更生程序中对年金保费的处理

在基金型的确定给付企业年金制度中，年金保费是企业年金基金对公司的，并不是员工对公司拥有的债权。在年金保费中的标准保费被视为：“在需要支付的预定额中，计算标准日后成为加入者的期间为预计期”，根据加入者今后的加入期间需要支付的保费。为此，与社会保险费同样，在更生程序开始后为更生公司的经营，应为员工的今后工作所需支付的费用，可以认可其共益债权性(而且如果不支付，在下一次的财政计算中就会出现金额不足，但是将来可以特别保费的形式回收，因此只要制度存在就得不到实质性的减免)。

另一方面，(为补充储备不足而支付)特别保费与过去的劳动债务有关，是更生债权。另外，(有见解认为是基于实质性劳动关系产生的，应具有优先权)确定给付企业年金法与厚生年金法不同，欠缺年金保费适用厚生年金法、国税征收法条例的规定。因此，特别保费部分视为一般的更生债权。

而且，特别保费规章制度一经确定(最近的财政再计算时)，更生程序开始后根据规章制度(基金存续期间)应支付的金额成为更生债权额。除此之外，解散时，因为解散时的储备金不足额，发生一次性支付保险金额的问题，因此作为附条件的债权该保险金成为更生债权。基于上述想法，日航企业年金基金在日航的更生程序中申报了特别保费更生债权。应对不批准标准保费为共益债权时的情况，还报送了预备方案。在日航事件中(退休金部分不作为偿还资金)，第一年金部分的标准保费(还不能说是事业经营所需的费用)被作为更生债权。

iii 附条件的减额变更

如上所述，作为更生债权处理的部分，成为更生计划权利变更对象。更生计划未得到批准时，应解散。所以，年金的减额变更应以更生计划批准作为停止条件。得到条款修订的批准后，直到计划批准时为止不予实施，根据更生计划的减额变更处理保费，也就是说，计划被批准的同时可以变更规章制度。和许可一起进行制度变更。据此，储备不足额（加上资产额的恢复效果）在标准期间内减少至 205 亿日元。

(3) 林原事例（规章型确定给付企业年金）

如上所述，在日航事例中，年金基金法人对公司具有年金保费债权，但是林原公司没有基金法人，该公司采用的是向信托银行信托支付保费，由信托银行支付年金的规章型确定给付企业年金制度。虽然出现了养老保险成本储备不足的问题，但是对保费做了如下处理。

也就是说，采用规章型时，信托银行并不具有更生公司的保费债权，公司对员工负有（加入者）①支付退休金（年金及一次性领完的退职金）的义务和②向信托银行出资年金保费的义务。为此，权力人被解释为是员工。并且，为了更生公司事业的经营，标准保费成为今后员工劳动所应支付的费用视为共益债权。此外，特别保费是为履行退职金债务而应负的义务，所以认可其为先取特权。其他相当于退职金的应该根据公司更生法第 130 条第 2 款予以处理。

在此基础上，债权额从近期的财政再计算时（或制度开始时）的储备不足额（那个时候设想用特别保费填充的总额）到减去更生程序开始时为止支付的累积额后的总额。其中三分之一允许作为共益债权支付，三分之二根据更生计划规定支付。

另外，关于该债权申报，根据民法第 428 条，视特别保费出资请求权为不可分债权或类似债权，只要加入者中一人申报视同全体加入者申报。

(4) 总结

作为劳资遗留成本减免年金债务时：①终止制度，关于储备不足部分一次性

予以减免；还有②进行年金减额变更，减免保费债权。但是，根据规章型或基金型，还有考虑费用的问题等作为优先更生债权处理还是作为一般更生债权处理各不同。而后者虽说是一般更生债权，该债权与其他的更生债权之间“虽有差异而无碍于公平时”（公司再生法第 168 条），只要进行了符合减额变更的保费变更就足以。

III 劳动合同的处理

1 解雇

(1) 总论

劳动合同是双方未履行的双务协议。集体劳动合同，在民事再生、公司更生中不发生破产法上的解除权（民事再生法第 49 条 3 项、公司更生法第 61 条 3 项）。解雇时（劳动合同法第 16 条）受制于解雇权滥用限制规定。

在进入民事再生程序的公司中，出现了因为滥用解雇而判为无效的案例（“山田纺织事件”、名古屋地方法院 2005 年 2 月 23 日判决·劳判 892 号 42 页）。

(2) 日本航空解雇整理

日本航空，多次招募自愿退休人员后，人员削减仍没有达到目标，于是 165 名机长、乘务员被解雇。其中，146 名提起解雇无效诉讼，现在东京地方法院审理中。

一般的解雇处理以四个要素为中心：①有人员裁减的必要性；②尽最大努力避免裁员；③选定标准应适当；④与员工进行充分的协商。除了这四个要素以外综合考虑解雇过程、理由。解雇“缺少客观合理的理由，社会观念中认为不应该时”将会判定无效。在日航的解雇无效审判中，是否满足了这些要素成为争点，法院的判决将会引人注目。

2 劳动条件的降低

关于过去劳动债权的处理前边已有阐述。对尔后的劳动条件的降低，基于变更

就业规则来决定。根据就业规则制定的劳动条件变更后不利于劳动者时“关于变更后的就业规则应广泛通知于劳动者，使劳动者了解承受的不利程度、劳动条件变更的必要性、变更后的就业规则内容的相当性，与工会等的交涉情况以及其他有关就业规则的变更情况。比照这些情形使劳动者认为变更就业规则为合理”（劳动合同法第9条、10条）。

尤其是，关于集体劳动合同规定的劳动条件，不得在未变更集体劳动合同的情况下随意降低条件（参照工会法第16条）。如前所述集体劳动合同不属于破产法上的未履行双务合同可行使解除权的对象，所以应与工会协商或者变更集体劳动合同，或，对无固定期限的集体劳动合同，履行90天之前通知解约程序后（工会法第16条4款），通过变更就业规则等降低条件来应对。这一点，与美国Chapter 11适用一定的标准以及程序，认可解除、变更集体劳动合同的规定是不同的。

境外股东和境外债权人面对境内破产企业 面临的困难和解决

韩传华（中国北京市中咨律师事务所合伙人）

境外股东：持有境内破产企业股份的境外法人、自然人。

境内破产企业：在中华人民共和国境内，依据中华人民共和国法律已进入破产程序，或者濒临破产的企业。

境内濒临破产企业：企业无法清偿到期债务，资不抵债，符合中华人民共和国企业破产法规定的破产条件。

境内企业实际控制人：实际掌握企业印章、财务账簿和资产的人，通常是企业当地的股东。

1、境外股东无法了解境内濒临破产企业情况

对于持有境内企业股份的境外股东来说，如果境内企业财务出现危机，无法清偿到期债务，其持有的企业股份投资就很可能因为企业破产而全部损失。因此，一旦发生境内企业财务出现危机，无法清偿到期债务，及濒临破产的情况，境外股东总是希望及时掌握境内企业财务及其他情况，参与企业决策，寻求企业重组机会，最大限度地减少股东投资损失。

问题：在企业发生财务危机、无法清偿到期债务及濒临破产的情形下，境内企业的实际控制人，很可能会拒绝境外股东要求了解企业情况和参与企业重组方案等要求，而不论境外股东持有的股份是大还是小。

境内企业实际控制人拒绝境外股东了解企业情况等正当要求的后果可能是：企业资产在此期间通过不适当交易等方式加速流失，企业债权人利益和企业股东利益受到损害。出现此种情形时，境外股东除了和企业实际控制人继续进行协商外，还可以选择以下三种方法，以寻求问题的解决。

解决一：依据中国《公司法》的规定，境外股东在企业所在地法院，起诉企业实际控制人，要求查阅企业财务账簿，以掌握企业的实际情况。这一方法法律依据明确，起诉人举证责任较易，但诉讼时间可能较长，境外股东难以迅速掌握企业情况。

解决二：如果境外股东已掌握有企业实际控制人对企业有不适当交易或者流失资产等行为的证据，可以向当地政府部门反映，寻求当地政府部门或者上级政府的帮助，以纠正实际控制人的不适当行为，实际控制人行为涉嫌刑事犯罪的，境外股东可以向当地公安机关或者上级公安机关举报。这一方法对于境外股东来说，举证责任较难，而且当地政府或者公安机关能否重视境外股东的举报，不确定。

解决三：境外股东向相关媒体披露企业的不正常情况，通过媒体对企业实际控制人施加压力，以迫使企业实际控制人收敛自己的不当行为，坐下来和境外股东协商，并保证境外股东正常地行使股东权益。这一方法的实际效果也是不确定的，因为媒体的力度和实际控制人的抗媒体能力均是因人而异、因案而异。

上述三种解决方法通常是可以同时使用的。

2、境外股东无法申请境内濒临破产企业破产

依据中华人民共和国企业破产法的规定，在法院裁定受理企业破产申请前的一年内，企业有不公平交易行为的，管理人可以申请撤销；在法院裁定受理企业破产申请前的六个月内，企业有个别清偿债务行为的，管理人可以申请撤销。

问题：在发生企业实际控制人拒绝境外股东了解企业情况和参与企业决策等请求的情形下，为防止企业实际控制人通过不适当交易等方式加速流失企业资产，企业有必要进入破产程序，以便企业由实际控制人掌控转为法院指定的破产管理人掌控。但困难的是，境外股东无法申请符合破产条件进入破产程序。

依据中华人民共和国企业破产法，企业自己可以申请破产，但代表企业申请破产的形式要件之一是破产申请书上盖有企业公章，所以只要实际控制人掌握有

企业公章，并拒绝在破产申请书上盖章，则即使股东会或者董事会作出申请破产决定，有效的破产申请仍无法提出。

解决一：境外股东寻找适当的企业债权人申请企业破产，通常境外股东既是企业股东也是企业债权人。债权人申请符合破产条件的企业破产，实际控制人掌控的企业在法律上对债权是否存在、企业是否具有清偿能力或者是否符合破产条件可以提出异议。即便债权人的债权真实存在，实际控制人掌控的企业通常都会提出异议，或者说是滥用异议权，为此债权人对企业拥有的债权，最好是经法院判决确认的债权，或者是经仲裁机构裁决的债权。对于债权人申请企业破产，只要债权存在，法院通常都会支持债权人申请并裁定企业破产。

解决二：境外股东可以依据《公司法》的规定，向法院申请符合破产条件的企业解散。依据《公司法》规定，只要企业继续经营不利于股东利益等，持有企业十分之一以上股份的股东有权申请企业解散；法院裁定企业解散后，企业股东不能组成清算组对企业进行清算的，企业股东可以向法院申请企业强制清算，由法院指定清算组对企业进行清算；法院决定强制清算并指定清算组后，实际控制人依法将其控制的企业移交给清算组控制。又，依据《企业破产法》的规定，清算组发现企业符合破产条件的，清算组依法应当申请企业破产，对此法院通常会支持清算组申请并裁定企业破产。

3、企业破产程序中境外股东权利行使和责任承担。

境内企业进入破产程序，分别有三种方式，一是破产清算，二是破产重整，三是破产和解。在不同的破产方式中，境外股东的权利行使有所不同，但责任承担却基本一致。

在破产清算方式中，境外股东的权利主要是对破产管理人确认的企业债权拥有异议权及异议不被管理人接受时依法提起诉讼的权利。境外股东的这一权利虽

然理论上存在，实际中却行使很少，尤其是对债权异议的诉讼权，因为诉讼需要支付不菲的费用。

在破产重整方式中，境外股东除同样拥有对企业债权的异议和诉讼权外，其作为企业股东在重整计划草案的股东组表决中享有表决权。这一表决权对于境外股东来说十分重要，因为重整意味着债务减免和股份重组，境外股东是全部放弃其在企业的股份还是部分保留股份，或者有条件地进行再投入等，均依赖于重整计划草案的约定和重整计划草案是否为包括股东组在内的各表决组的通过。因此，境外股东在重整计划草案的起草中，应当争取充分发表自己意见的机会，以最大限度地保护自己利益。境外股东如果不密切关注重整计划草案的起草，仅行使股东组表决权，则即使股东组表决不通过，也不能完全阻止重整计划的执行，因为在部分表决组不通过情形下，法院可依据《企业破产法》规定强制批准重整计划草案。

在破产和解方式下，境外股东除同样拥有对企业债权的异议和诉讼权外，对和解是否成功具有决定权，破产和解意味着企业在破产管理人协调下，由债权人对企业提出的和解计划表决通过。能代表企业的只能是股东，因此境外股东对于和解计划的设立具有参与权和决定权。

如果破产重整、破产和解成功，企业仍继续存在，境外股东在企业中的权利义务取决于重整计划、和解计划的约定。如果破产重整、破产和解不成功，则企业依法进入破产清算程序。

在企业破产清算程序中，境外股东依法承担有重大责任，这一重大责任是：当企业财务账簿不清、资产不明并造成破产清算程序无法进行以致法院裁定终结破产清算程序时，包括境外股东在内的企业股东、实际控制人等对企业的债权人承担有继续清偿其债务的义务。这一重大责任在《公司法》及其相关的司法解释中有规定。境外股东向债权人承担这一责任后，虽然在法律上有权向造成企业财务账簿不清、资产不明的实际控制人进行追偿，但实际控制人在此情形下很可能已不具有清偿能力，或者说也已破产。为避免境外股东的这一责任承担，在企业

破产清算程序进行中，境外股东应当协助破产管理人查明企业财务账簿和资产状况，甚至在企业缺乏清算费用时，境外股东予以垫付必要的调查费用。

结论：境外股东对于中华人民共和国境内企业的破产或者濒临破产应当予以高度重视，并委托专业律师予以全过程法律服务，以维护自身权益，避免发生更大损失。

有关国际倒产的主要判例分析

孫元一 (韩国法务法人律村 律师)

1. 引言

韩国的《债务人回生以及破产相关法律（以下简称“债务人回生法”）》第五编规定了国际倒产制度，是以 UNCITRAL 国际倒产法为蓝本制定的。¹

于 2006 年 4 月 1 日债务人回生法生效以后，在国际倒产程序中发生了三件事例。本文对这些事例逐一分析，并介绍在国际倒产程序中得到国外认可的事例。

2. 债务人 LP 公司

LP 公司根据荷兰法在荷兰成立，在荷兰申请破产程序开始了破产程序。荷兰法院选任管理人。大部分债权人同意管理人提交的构造调整计划草案。根据构造调整草案 LP 公司将所有财产转让给子公司 S，并处分 S 公司的股份用得到的收益分配给债权人。

无担保债权人 V 公司（地址在意大利）将 LP 公司持有股份临时质押、申请 A 公司破产。

¹ 外国倒产程序的申请人申请认可外国倒产程序 foreign insolvency representative(第 631 条)。法院认可的同时决定得到认可后，对外国倒产程序做出援助决定（第 636 条）。于是决定直到被认可为止暂时予以援助(第 635 条)。国内法院处理外国倒产案的程序(所谓的 in-bound case)、在外国法院国内倒产程序管理人的活动(所谓 out-bound case)、对同一个债务人国内倒产程序和国外倒产程序并用相互援助等规定。

LP公司向韩国法院申请认可外国破产程序的同时，在认可之前以命令的形式申请取消临时质押，法院裁定认可决定（2007 国胜 1）和取消临时质押决定（2007。国支 1）。A公司在认可决定后，要求选任国际破产管理人。

即使存在认可决定，丝毫不影响根据债务人重生法的重生程序、破产程序、个人重生程序的开始（第 633 条）。因此，在上述事例中 B 公司申请的破产程序不受认可决定与否的影响。但是，A 公司对 B 公司的破产申请主张 A 公司已经在荷兰申请了破产程序，B 公司也作为其破产程序的债权人业已参与，但是在韩国另申请破产程序并不恰当。

从普遍主义观点而言，考虑到已经在荷兰进行破产程序，所以没有必要在韩国另进行破产程序。但是，法律明确规定外国破产程序的认可决定对韩国破产程序的开始或进行没有任何影响。而且法院可决定援助决定中没有阻止破产程序的开始或进行的内容，只要存在破产原因就可以对同一个债务人认可外国破产程序为理由可以驳回破产申请。法院还是受理了破产申请，作出了破产程序开始决定。

3. 债务人 T

3.1. 事实关系

债权人 K 持有美国加利福尼亚 G 公司的债权。G 公司的唯一的股东兼 CEO 自然人 T 根据法人格否认法理负担相等金额的债务。K 关于上述出口贷款债权，在美国一审法院提起移送请求诉讼胜诉。T 于 2004 年 2 月 9 日，在美国破产法院根据联邦破产法第十一章申请重生程序。

T 于 2004 年 2 月 24 日向前述破产法院提出了债权人目录，并记载 K 主张的债权为有争议的债权。K 在前述破产法院规定的债权申报期限内未申报债权。重生计划草案于 2005 年 4 月 26 日通过债权人集会表决。美国破产法院于 2005 年 5 月 18 日批准重生计划草案。得到批准的重生计划并没有包括未申报的 K 的损害赔偿债权的偿还或免责等内容。T 根据重生计划于 2005 年 7 月全额偿还 156,380.4 美

元。美国破产法于 2005 年 11 月 30 日作出终结回生程序的决定后 2006 年 1 月 19 日终结了程序。另一方面 K 于 2007 年 7 月 19 日对在我国境内的 T 所有的地块以及建筑物等以 20 亿韩元为被保全权利临时查封。T 根据 2006 年 12 月 14 日生效的债务人回生法第 631 条申请认可国际倒产。首尔中央地方法院于 2007 年 1 月 22 日认为因美国的回生程序已经终结所以作为认可对象的外国倒产程序不复存在。而且唯一具有申请外国倒产程序认可权利的管理人因为程序终结失去了管理人地位，该申请为没有申请资格人提出为由驳回了申请。T 于 2007 年 3 月 13 日，向美国破产法院重新申请已终结的回生程序，法院作出了重新开始决定。T 自然选任为重新开始的回生程序的代表人。T 于 2007 年 11 月 12 日作为外国倒产程序的代表人再一次提出国际倒产认可申请。前述法院于 2008 年 2 月 12 日决定认可美国回生程序。对该认可决定 K 向首尔高等法院（2008D592 号）提出了上诉，但是 2009 年 8 月 28 日被驳回上诉。T 于 2008 年 3 月 11 日提出国际倒产援助申请，请求将自己选任为国际倒产管理人、并要求取消临时质押等。T 申请取消临时质押。但是，因在美国回生程序中免责等原因 K 对债务人的被保全权利视为消灭，所以法院驳回了取消临时质押的申请。T 对此上诉但是最终以撤回申请。

K 于 2008 年 3 月 27 日以 T 为对象申请破产宣告。对此 T 以在美国申请回生计划已得到批准曾被免责为理由，主张 K 不是破产申请人。一审法院以债务人支付不能为理由于 2008 年 7 月 9 日宣告债务人破产（首尔中央地方法院 2008 年 7 月 9 日决定）。对此 T 立即抗诉、原审法院驳回。T 上诉到大法院。

3.2. 大法院的判断（大法院 2010. 3. 25. I 2009E1600 决定）

A. 在属地主义原则下外国法院的回生计划草案批准决定对内效力

债务人回生法施行以前的旧公司整理法第 4 条第 2 项明确规定，关于在国外开始的整理程序的效力应选择“属地主义原则”，因此在国外整理程序中依据整理计划草案批准决定所作的权利变动或免责不具效力。

B. 债务人回生法施行以后，对外国法院的回生计划批准程序的认可方式

取消属地主义原则，在第五篇新设了有关国际破产的规定。根据该债务人回生法第 628 条第 3 号规定“外国破产程序中的认可指，是对外国破产程序在大韩民国国内可以支援处分的基础来予以认可”。该法第 636 条第 1 项对外国破产程序认可的同时或认可以后为了保护债务人的业务和财产以及债权人的利益，可以个别决定支援外国破产程序。如此规定是因为立法者认为：外国破产程序伴随着程序的进行在不同阶段产生出不同效果，而且其效果会影响其他利益相关者，因此只根据特定当事人之间的权利关系认可外国判决将其外国破产程序的效力自动波及国内并不恰当。根据上述规定，债务人回生法规定的“外国破产程序的认可”是民事诉讼法第 217 条规定的“外国判决的认可”不同。并不是认可外国法院的“判决”而是认可“外国破产程序”，其法律效力停留于为援助外国破产程序确认适合性，并不是通过认可外国破产程序的消极直接在大韩民国国内扩张或与在国内开始的破产程序具有同等效力。另外，债务人回生法规定的援助决定是外国破产程序的代表者确保外国破产程序所需分配、偿还的财源为基础可制定分配、偿还计划并为其履行的提供援助的程序。即：采取对在国内进行的债务人的业务和有关财产的诉讼等的中止、强制执行、为实行担保的竞卖、保全措施等禁止、中止、债务人偿还禁止或债务人财产的处分紧张等措施。仅此而已。并不像外国法院在外国破产程序中所做出的免责决定或回生计划认可决定等消灭或变更债务以及责任的、对外国法院的免责判决等在国内付与同等效力判决，绝对不是实质性地消灭债权人权利的程序。

原本外国法院的免责判决等是关于实体法上的请求权或执行力存在与否的确认程序。其判决效力为债务人和个别债权人之间单纯地波及债务或责任的减免。围绕是否认可免责判决等的争论，基于免责对象债权提起的移送诉讼或强制执行程序或破产程序有关债务人和债权人相互之间通过攻击防御个别地解决较为恰当。因此，从这一点上，认可外国法院的免责判决，即使其免责判决等在外国法院的破产程序的一个环节业已形成也是与民事诉讼法第 217 条规定的一般性的外

国判决的认可没有什么不同。因而，取消属地主义原则的债务人回生法对于根据外国倒产程序形成的外国法院的免责判决等认可与否，关系到其免责判决等是否满足民事诉讼法第 217 条规定的认可要件，在审理中需要进行个别的判断。并不根据债务人回生程序或援助程序决定认可与否。

C. 是否符合民事诉讼法第 217 条第 3 号规定的公秩良俗要件

美国破产法院决定对再上诉人重新开始业已终结的回生程序。但是如对于该事件适用美国程序和取消属地主义的债务人回生程序，基于该事件回生计划批准决定的免责效力对国内也有效。而如果认可这一主张，允许解除对商家以及工厂的临时查封，其收回国内的保证金的话，根据旧公司整理法依属地主义原则并未参与美国回生程序、对上诉人的查封结束以后通过强制执行或破产程序等准备回收债权的 K 的权利不当地受侵害。如此，认可美国破产法院对该事件回生计划草案的批准承认其在国内的免责效力，就会出现有违我国的善良风俗以及社会秩序，因此美国破产法院对该事件的回生计划批准决定并不符合民事诉讼法第 217 条第 3 款规定的要件为由，不予认可。

3.3. 争议与论点

3.3.1. 对已终结事件的认可与否

该案是 2006 年债务人回生法施行以后，在国际倒产事件中首次申请认可的事件。该案申请的时候，美国倒产程序已终结，因此围绕着已经终结的程序是否可以得到认可展开了争论。对此法院予以否定，驳回。法院驳回申请后，申请人在美国法院申请重新开始，得到了法院的认可。如果将认可对象局限于审理中的案子，就会出现如何认定外国法院倒产判决的效力的问题。存在三种对立意见。

第一、无须另做认可决定，遵从民事诉讼法规定的外国判决认可制度即可。理由：第 636 条规定的援助处分并未规定免责情形下的援助处分；根据外国倒产程

程序的终结情况，没有理由变更援助处分；目的在于不论外国倒产程序终结与否，始终贯彻同一标准。

第二、 应有认可决定。理由是：外国倒产程序作出免责决定以后，如果其倒产程序在程序上还未终结时，在我国就成为认可的对象，其免责效力也会波及到国内。而外国倒产程序已经终结时，就不能成为认可对象其效力不影响国内，认为这种情况并不合理。也就是说，该见解主张应将国外已经终结倒产程序的判决应归入到债务人回生法的认可对象中。

第三、 外国倒产程序处于进行状态时，需要认可决定以及认可免责效力的援助处分。外国倒产程序终结以后，只需要认可决定，无须援助处分。该见解基于债务人回生法规定的外国倒产程序为对象的决定认可制度，并且认为没有理由对在外国倒产程序形成的外国法院的判决中仅对免责判决例外予以认可。

为了根据债务人回生法规定的认可以及援助程序解决全部问题，不能将外国倒产判决的效力只限定在进行中案例。但是，如果根据民事诉讼法规定判断外国判决认可，就无须扩大外国倒产判决的效力。法院选择了后者。

3.3.2. 外国倒产判决效力的认定

大法院指出根据债务人回生法第 632 条的“认可”只是为援助外国倒产决定，确认其适格性而已。而且，援助决定也是外国倒产程序的代表人在国内确保、保全对外国倒产程序所需分配、偿还的财源。基于此制定分配、偿还计划，并为其履行计划进行程序性的援助而已。从狭义上解释了认可和援助，并对外国倒产判决的效力解释为民事诉讼法上的外国判决认可的问题。法院的这一解释对于现行法第五篇国际倒产事件应根据国际倒产规定均要予以解决的学说明显划清界线了。也就是说，围绕着外国倒产判决的效力应根据债务人回生法认可和援助，还是根据民事诉讼法外国判决的认可来认定的问题曾经有过争论。对此，法院限定

了国际破产规定适用范围，阐明除了通过认可和援助方能认定法律效力的问题以外，均根据民事诉讼法第 271 条解决。笔者认为解释外国破产判决的效力应通过债务人重生法规定的援助和认可程序认定的主张是脱离现行法解释的观点。该见解之前没有依据。债务人重生法主张以第五篇解决外国破产程序中的国内法律问题为前提的时候也没出现过，如前所述在示范法以及债务人重生法的立法过程中也没有提到过。而且援助决定要列举具体内容，因此通过援助决定在国内认可外国破产判决的效力就等于脱离了文义解释的范围。既然法律规定将外国破产程序的认可以及援助申请权赋予外国破产程序的代表人，如果外国破产程序终结就不应该再赋予外国破产判决的效力，这一点也是理由之一。

3.3.3. 外国判决的认可以及公序

大法院考虑到在美国的破产程序是在债务人重生法施行之前已经开始，并考虑到了当时债权人是信赖属地主义规定的情形。那么，在债务人重生法施行以后如果向美国法院申请破产程序的话，法院的判断会不会不同呢？如果外国破产程序公正，对于并未参与该程序，而主张查封在国外的债务人的财产的债权人认可外国免责判决的效力，就很难说违反公序良俗。从普遍主义的角度而言，债务人重生法倾向的国际破产程序规定应适当需要调整。

3.3.4. 援助

被告人如果胜诉，被告人就想取消原告申请的破产宣告，对在韩国的本人的财产行使权利。围绕着被告得到外国破产程序的认可以后，基于第 636 条规定的援助决定是否可以达到目的的问题曾经有过争论。第 636 条列举规定了得到认可后，法院可以作出何种援助决定。其中问题在于第 5 号规定，即：“其他为保全债务人的业务以及财产或保护债权人利益所必要的处分”。以该规定为根据是否可以阻止债权人临时查封或进行破产程序的问题。首先需要明确的是外国破产程序中的认可在国内不发生效力（第 633 条），因此无法阻止破产程序的开始或进行。有关于援助，针对共同债务人外国破产程序和国内破产程序同时进行的情况

下，法院应以国内倒产程序为中心作出援助决定，因此有见解认为国际倒产管理人的选任以及取消临时查封是不可能的。外国倒产程序中的援助可以解除临时查封，但是很难阻止破产程序的进行。而破产程序一旦开始，即使取消临时查封，保全破产财团财产是没有问题的。

4. 债务人LB 公司

债务人 LB 公司是香港法人，于 2008 年 9 月 19 日向香港法院申请清算程序 (winding-up)。香港法院于 2008 年 11 月 26 日令其清算。香港法院选任清算人 P。另一方面债权人 G 于 2008 年 12 月 5 日申请临时查封韩国法人 A 主张其债权，2008 年 12 月 30 日临时查封申请被认可(首尔中央地方法院 2008 年 12 月 30 日、字 2008M 段 10470 决定)。P 于 2009 年 2 月 17 日向韩国法院申请认可国际倒产，法院于 2010 年 10 月 8 日作出认可决定(2009 年国胜 1)。P 根据 2010 年 10 月 13 日的国际倒产援助基于第 636 条第 1 款第 1 号申请保全中止，于 2011 年 2 月 7 日得到认可(2009 年国支 1)。P 于 2011 年 11 月 3 日基于国际倒产援助根据第 636 条第 1 款第 4 号申请外国倒产程序代表人选任为国际倒产管理人，2010 年 12 月 6 日得到认可(2009 年国支 2)。P 于 2011 年 12 月 11 日基于国际倒产援助根据第 636 条第 7 款申请取消保全程序，至 2011 年 9 月 20 日现作为 2009 年国支 3 事件持续审理中。现围绕是否符合第 7 款的“特别需要的时候予以认定”的情形在争论。

跨境破产案例

渡边 光诚（日本律师法人大江桥法律事务所）

律师

I Spansion Japan 股份公司（「Spansion Japan」）的公司更生程序

1. 公司更生概要

Spansion Japan 是美国公司 Spansion LLC（「Spansion US」）的全资子公司，主要生产销售 NOR 型闪光内存。Spansion Japan 的业务大体上分为半成品的制造和成品的销售。半成品的制造在位于福岛县会津若松市的两家半导体制造工厂「SP1」工厂和「JV3」工厂。在闪光内存的制造工程中，前期工程用硅铜韦伯线原料形成电子回路，制造半成品，将半成品卖给美国的母公司 Spansion US。后期工程为：美国的母公司 Spansion US 在海外工厂把半成品切成芯片安装线路，用特殊的树脂包装，最终经过测试完成。子公司从母公司 Spansion US 购入成品，在日本国内销售。

2. 选择程序的问题

Spansion Japan 申请公司重整的原因如下。2007 年 4 月建了制造最新尖端半导体的工厂“SP1”。建厂时从金融机构以及租赁公司贷款 350 亿日元，但是不久半导体行业不景气，巨额的金融债务压倒 Spansion Japan 的经营。加之美国的 Spansion 集团公司向媒体公布包括企业收购以及延期支付债券利息，因此信用危机扩大，资金周转受到影响。

Spansion Japan 公司的经营是基于母公司 Spansion US 所拥有的知识产权“IP”制造半导体的,所以无法完全独立于母公司重建。因此,决定采取由母公司 Spansion US 在美国根据美国破产法第十一章规定申请重整,同时日本的子公司 Spansion Japan 在日本申请民事再生程序或公司重整的方式。

但是面临了 Spansion Japan 应选择民事再生程序还是申请公司重整程序的问题。从企业经营的角度而言, Spansion Japan 需要与母公司持续维持良好的关系,而从母公司的角度而言亦不希望进入公司重整程序后由外部的律师来任管理人,更倾向于进入民事再生程序由现经营管理阶层留任的方式。另一方面, Spansion Japan 的所有资产上都附有担保权,所以通过别除权的行使担保权得以实行,公司就无法持续经营了。因此,从担保权处理的角度而言,公司重整程序更为适宜。

在此不得不论 DIP 型公司重整程序。现任经营管理层就任管理人有利于维持客户关系以及员工关系,也可以圆满地协调与母公司之间的冲突,这是 DIP 型公司重整程序的优势。并且,作为管理人候选人的 Spansion Japan 当时的代表董事是半导体专业的工程师,IP 的处理成为这家公司持续经营的重要的要素,因此懂得半导体技术的人员经营重整公司更有优势。

因此, Spansion Japan 通过与法院提前咨询以及母公司商议,于 2009 年 2 月 10 日向东京地方法院申请 DIP 型公司重整程序。之后,母公司 Spansion US 于同年 3 月 1 日在美国依据美国破产法第十一章申请公司重整。

3. DIP 程序中的管理人的选任

Spansion Japan 申请重整程序后,片山英二律师被选任为监督委员兼调查委员。DIP 型公司重整程序的特点之一是由监督委员兼调查委员调查管理人候选人的适性。在本案中监督委员兼调查委员通过对主要债权人进行问卷调查的方式确认

了债权人的意向。部分债权人指出该公司与母公司 Spansion US 存在从属关系，有可能无法确保现任经营管理阶层在程序中的透明性以及公正性。但是，最终监督委员兼调查委员作出结论为：Spansion Japan 的原代表董事田口真男任管理人，会津事务所所长兼该公司董事末武乾雄任管理人代理，这两位并不存在不适宜任管理人的情形。

根据这一结论，2009 年 3 月 3 日，法院裁定开始 Spansion Japan 公司的重整程序，并任命前述两名负责人为管理人以及管理人代理。同时，作为申请代理人的大江桥法律事务所的律师就任 DIP 型管理人的法律顾问。

4. 与美国母公司之间的关系变化（延长计划草案提出期限）

Spansion Japan 公司重整开始决定着眼于 DIP 型，因为 DIP 型制度理念可以在短时间内实现重建，因此公司重整计划草案的提交期限与通常的管理型相比较短。管理人提交计划草案的期限为从开始进入重整程序决定之日起 5 个月后的 2009 年 8 月 12 日为止。Spansion Japan 申请公司重整程序后其管理人以及员工积极努力恢复与客户之间的信誉。曾经资信状况不安定、甚至于停止交易的债权人逐渐恢复了交易关系。进入重整程序后，工厂并没有停工，持续运转。但是，另一方面左右 Spansion Japan 再建的成功与否的母子公司之间的关系也逐渐有了变化。

重整决定作出 2 个月后，于 2009 年 5 月，Spansion US 的 CEO 等高管来到日本，与管理人团队以及法律顾问会晤。在会谈中 Spansion US 的 CEO 指出集团公司整体的经营方向减少所有半导体工厂，根据需要利用外部工厂。作为其中的一个环节有效利用了美国国内的 Spansion US 工厂，逐渐减少了位于会津的 Spansion Japan 的订单，分离出该公司收益比较高的销售部门，并表明将该销售部门作为 Spansion US 的子公司。但是，这一分离明显意图在于分离 Spansion Japan 的债务留下取优良资产。因此，希望整体再建管理人和债权人根本无法接受母公司的建

议。

管理人与 Spansion US 持续交涉的结果签订了长期制造委托合同，取得 IP 专利，因转让销售部门取得对价等成为了重点。但是，Spansion US 的债权人认为与 Spansion Japan 签订长期合同较难。另外，如后所述 Spansion Japan 方面的重整中担保权人认为不应与 Spansion US 轻易和解。在短时间内决定是不可能的。因此，管理人判断只能延长重整计划草案的提出期限，向法院申请延长，最终决定于 2010 年 2 月 24 日为止延长了提交重整计划草案的提交期限。

5. 与重整担保权人的交涉（其一）

如此管理人为公司重整而努力，在本案中将 Spansion Japan 的资产设定担保的担保权人的交涉成为了重点。申请重整程序后不久，管理人和法律顾问与重整担保权人及其代理人协商交涉，但是当初的交涉重点在于详细公开重整公司 Spansion Japan 的财务信息以及对重整债权的评估问题。在其中，裁定程序开始约 2 个月后，2009 年 5 月，重整担保权人向法院申请批准重整担保权委员会。得到法院的批准后，更生担保权委员会参与了更生程序。只是，设置更生担保权人委员会后，外资租赁公司成为银团贷款事务的中介与管理人交涉的窗口，该公司的代理人因兼职更生担保权人委员会的代理人，所以在交涉的方式上并没有特别的进展。

重整担保权人提出应用 Spansion Japan 对 Spansion US 具有的除账债权偿还重整担保权人，以此为诉讼请求、将 Spansion US 作为被告在美国提诉，对该公司采取强硬的态度。所以，为了 Spansion Japan 的存续性经营，管理人与 Spansion US 之间的交涉极为尖锐，陷入了困境。最终 Spansion Japan 与 Spansion US 之间的交涉决裂，于 2009 年 10 月基于美国破产法规定的未履行合同的解除权 Spansion US 与 Spansion Japan 解除了制造委托合同。

6. 在美国诉讼中的和解

Spansion US 解除了制造委托合同后，Spansion Japan 要求 Spansion US 支付销售半成品的价款，主张这一债权如同公司重整法中的共益债权，因为共益债权优先于其他债权受偿。如前所述，重整担保权人要求 Spansion US 支付为前提已提起了类似诉讼请求，所以两起案件一并审理。管理人选任 Jones Day 法律事务所为诉讼代理人，由该事务所主导在美国进行了诉讼。

在复杂的利害关系对立中，临近于 2010 年 1 月 8 日开始进行的审议程序期限，DIP 管理人和法律顾问一同前往美国进行了交涉，最终与 Spansion US 之间和解。和解条件的主要内容为：支付 4500 万美元的和解金；转让 Spansion Japan 的销售部门作为对价支付 1250 万美元；约定以一年半为期限订立制造委托合同和订购最低订单；赋予该公司 IP 专利。

7. 与重整担保权人之间的交涉（其 2）

在美国诉讼和解后，管理人团队与重整担保权人之间的交涉有了很大的进展。虽说如此，围绕着重整担保权金额的争执、以及其偿还方式依然存在未解决的问题。尤其是，从现金状况考虑应如何算定偿还金额（给 Spansion Japan 留下多少现金？）将左右 Spansion Japan 的事业计划的成败。该事业计划主要以本公司产品的开发和承接其他公司产品的制造订单，为此不可避免地要进行初期投资。另一方面，重整担保权人认为为了开发产品该公司会使用手头上的现金，但是产品开发如果不成功就要肩负很大的回收风险。如此双方对待重整计划的立场不同，期间提交重整计划草案的截止日再次临近。

最终法院根据重整担保权人的申请决定将提交重整计划草案的提交期限再延长 2 个月，因此管理人提交期限为 2010 年（平成 22 年）4 月 26 日。随后，只能

在有限的期间加紧协商。如前所述的美国诉讼中的和解在 20 日以内无法达成时，就要接受第三方调停委员会的建议，由此需要进入任意调停程序。双方协商选任须腾英章律师、井上聪律师、高山崇彦律师等三名律师为调停委员，经由类似于一般民事调停的方式进行了协商。

在此调停程序中没能直接得出解决方案，重整担保权委员会以及管理人需在提交期限内各自提出重整计划草案。之后在调停委员的参与下为达成一致协议协商计划草案。最终于 2010 年（平成 22 年）5 月 19 日双方达成一致意见，管理人修改了计划草案，同时重整担保权委员会撤回了计划草案，重整计划草案趋向一致。同一天，接到法院的附议决定，经由 100% 的重整担保权人、90% 的债权人的同意，于同年 6 月 27 日得到法院批准。

8. 向德州仪器（TI）的营业转让

Spansion Japan 的重整计划中有赞助商选定相关事项，重整计划批准决定之日起一年之内，管理人应积极选定赞助商。看其起草背景，重整计划草案确定卖出 SP1 工厂的方针，对于 JV3 工厂考虑采取将设施和员工全部营业转让的方式。对此，实际上几家公司在打探，因此设定如果营业转让合同成立，就以其对价偿还。

由此，完成重整计划草案以后，管理人团队立即选定赞助商，其中最有力的候选人为 TI。TI 不仅对 JV3 工厂，还对 SP1 工厂的半导体设备也感兴趣，所以对 Spansion Japan 而言 TI 是可以有效盘活 SP1 和 JV3 两家工厂的有力的营业转让对象，是无可挑剔的对象。

因此，管理人团队与 TI 有关人员进行协商，于 2010 年 7 月 14 日签订了营业转让合同，但是签订合同交涉的时候有过分歧，比如重整担保债权人希望提高一些营业转让的对价以此保证担保债权得到偿还，管理人方面尽可能想确保员工的雇佣问题。因此，最终在营业转让中会津工厂的全体员工留用，以营业转让对价

足以偿还了重整担保债务，实现了相关人员均满意的营业转让。

2010年8月31日实行营业转让后，DIP管理人以及管理人代理于同年9月末卸任，从同年8月24日起由本人继任管理人以及法律顾问并接管了财产管理业务。

9. 与 Rejection Damages Claim (RDC) 和解

向TI进行营业转让后，Spansion Japan剩下的问题就是在美国有关RDC的诉讼。RDC是美国破产法上的请求权，在公司重整中双方未履行合同因解除合同而产生的损害赔偿请求权。Spansion US于2009年10月解除了制造委托合同，Spansion Japan要求损害赔偿申报了债权，但是Spansion US根据美国破产法第十一章提出了异议，所以Jones Day法律事务所作为诉讼代理人参与诉讼。

重整计划草案规定因RDC的实施回收的资金用来偿还债务，另外在诉讼中得到Spansion Japan旧员工的支持，最终于2010年10月该公司得到1亿美元的现金和解成立。根据这一和解Spansion Japan重整担保权人债权全额得到偿还，同时确保了对一般债权人的追加偿还，所以2011年5月实施了追加偿还。

II Assist Technology Holding(简称“AJH”)股份公司和 Assist Technology Japan(简称“ATJ”)股份公司的公司更生程序

1. 本案重整程序及美国重整法第十一章程序的概要

AJH(Assist Technology Holding)公司和ATJ(Assist Technology Japan)公司(统称为“本案重整公司”)于2009(平成21年)年4月20日向东京地方法院申请开始本案重整程序。本案重整公司申请重整时希望适用经营者作为财产管理人的DIP型程序，所以申请程序开始后直到法院裁定开始为止，我们并不是财产保全管理人，而是监督委员兼调查委员等的身份参与程序。但是，其后本案重整公司中

拟任财产管理人的经营者和财产管理人候选代理人向东京地方法院申请辞去财产管理人以及管理人候选代理，因此，本案重整程序从 DIP 型转入管理型程序。因此，5 月 26 日法院裁定开始重整程序后，我们被选任为财产管理人。另外，ATI 除了申请本案重整程序以外，同时在同一日期 4 月 20 日，在美国根据美国重整法第十一章申请重整，进入了重整程序。

ATJ 公司开发、制造、销售半导体回路以及液晶玻璃基板输送系统，在 AMHS 工程中 ATJ 公司的销售额超过 90%。

AJH 公司是控股公司，公司本身并没有具体事业内容，但是拥有能够使 ATJ 进行 AMHS 事业所需的部分知识产权。ATJ 制造 AMHS 产品后，ATI 公司在美国进行销售以及售后服务，而且拥有 ATJ 公司所需的知识产权。ATI 虽然规模小，但是还进行工厂自动化业务。

如此，本案重整公司与 ATI 的事业是密不可分的，所以考虑将本案重整公司以及 ATI 公司两家合为一体出售给同一个重整方，由此实现企业价值的最大化，进而保护债权人等的利益。因此，决定在本案重整程序以及美国重整法第十一章的程序中共同选定重整方。

在 AMHS 业务中，与大客户的交易在销售额中占大部分比例，如果在重整程序的履行过程中发生顾客叛离的现象，可想而知明显毁损企业价值。因此，本案重整公司，需要尽早选定重整方补充信用。考虑在重整方的指导下持续经营，在重整方选定方面，要求重整候选人提示以重整计划外的营业转让为前提的计划后，参加招标。

招标程序分为第一次（从 4 月下旬开始至 5 月中旬实施）和第二次招标（5 月下旬开始至 6 月上旬实施）两个阶段进行。招标的结果，于 6 月 12 日本案财产管理人与村田机械股份公司（简称“村田机械”）签订了营业转让合同，于 8 月 6 日本案重整公司的全部业务转让（称“本案营业转让”）给村田机械的全资子公

司村田自动化控制装备股份公司（简称“村田自动化控制装备”）。另外，ATI 公司与村田机械之间于 7 月 13 日签订了就 AMHS 业务资产的资产买卖合同（Asset Purchase Agreement），8 月 6 日将其转让给村田自动化控制装备公司。

2. 选定重整方的日程以及方法

本案重整公司于 4 月 20 日申请开始重整程序，申请不久在申请代理人以及融资顾问的参与下，旧有经营管理人员作为管理人候补推进了重整方选定工作。于是 5 月 26 日裁定开始本案重整程序的时候第一次招标程序已终结。

本人在本案裁定重整程序开始时被选任为本案重整公司的管理人，为了保证重整程序的公正以及正当性，考虑过从一开始完全重新选定重整方也是一个选择，但是在第一次招标中，并不存在怀疑旧有的重整程序的事实，因此如果推翻重整方选定程序，就有可能招致重整方选定程序迟延，进而毁损企业价值的结果，所以最终还是决定承继原有的重整方选定程序。

而且，如前所述，在本案重整程序和本案美国重整法第十一章重整程序中，管理人认识到通过将本案重整公司的业务和 ATI 公司的业务作为一体进行了营业转让，使其各自实现了企业价值的最大化，因此在第二次招标程序中协同 ATI 实施，在重整方的选任方面决定相互协助。招标程序是由本案重整公司和 ATI 公司各自实施，所以需要对各自己的招标结果需要进行调整，所以在重整方的选定程序以及方式上定了如下规则（“本案重整方选定规则”）。

①6 月 7 日在美国 ATI 公司进行了招标程序（“ATI 招标程序”）。招标是附条件（contingent）的，即：按照如下②的记载事项选定重整方做为条件，参加 ATI 招标程序也是可以的。参加招标时，投标者根据 ATI 提示的资产购入合同（Asset Purchase Agreement）式样加以修改后，应向 ATI 提出。

②6 月 9 日在日本进行本案重整公司的招标程序（“重整公司重整方选定程序”）。

招标是附条件的，即：按照如下③记载的 ATI 公司的重整程序中以被选定为重整方作为条件可以参加重整公司的重整方选定程序。重整公司的重整方选定程序的开标在如下第③项记载的 ATI 竞标程序终结后进行。

③在 ATI 招标程序中有多家投标时，6 月 9 日进行竞标程序（以下称“ATI 竞标程序”，与 ATI 招标程序统称为“ATI 重整选定程序”）。在 ATI 竞标程序中，首先在 ATI 招标程序中决定出最高条件的投标者，之后募集超出此最高条件的投标（overbid），从此投标条件就得必须超过最高条件。投标者投标的时候，必须要公开有关购入资产的主要条件。ATI 竞标程序终结的时候，ATI 决定最高投标者“ATI 最高投标者”。

④ATI 最高投标者投标并未以重整公司选定程序中中标为条件时，该 ATI 最高投标者就成为 ATI 重整程序中的中标者。

⑤ATI 最高投标者投标，在重整公司选定重整方的程序中以中标为条件时，ATI 重整方选定程序的结论为直到重整公司重整方选定程序开标为止等待。

⑥ATI 竞标程序终结之后，在重整公司重整方选定程序中本案管理人开标。

⑦在重整公司重整方选定程序中开标的结果，最高投标者（“重整公司最高投标者”）未以 ATI 公司重整方选定程序的中标者为条件时，该重整公司的最高投标者就成为重整公司重整方选定程序中的中标者。

⑧重整公司最高投标者在 ATI 重整方选定程序中以成为中标者为条件时，分以下几种情形。

（A）ATI 最高投标者在重整公司重整方选定程序中未以中标作为条件时，如同上述④项，该 ATI 最高投标者在 ATI 重整方选定程序中成为中标者。在重整公司重整方选定程序中，未以中标为条件的重整方中，提示最高条件的投标者成为中标者。

(B)ATI 最高投标者在重整公司重整方选定程序中以中标为条件时，重整公司的最高投标者和 ATI 公司最高投标者如果是同样，该投标者在重整公司重整方选定程序以及 ATI 重整选定程序中成为中标者。重整公司最高投标者和 ATI 公司最高投标者不同时，在重整公司重整方选定程序中，未以中标为条件的候选人中，提示最高条件的投标者成为中标者。另外，在 ATI 重整程序中，未以中标为条件的候选人中提示最高条件的投标者为中标者。

⑨ATI 最高投标者在重整公司重整方选定程序中以中标为条件，而且重整公司最高投标者在 ATI 重整方选定程序中未以中标为条件的，在 ATI 重整方选定程序中，在重整公司重整方选定程序中未以中标为条件的候选人中，提示最高条件的投标者成为中标者。在重整公司重整方选定程序中，如同上述⑦项，重整公司最高投标者成为中标者。

⑩ATI 公司与担保权人以及债权人委员会协商的基础上，采用了与前述内容不同的规则。

⑪关于 ATI 公司的资产，原则上在没有任何负担的情形下，转让给在 ATI 公司的投标程序中中标者。

⑫ATI 公司在 ATI 公司的重整方选定程序终结以后立即申请批准转让 ATI 公司的资产。

3. 本案重整公司以及 ATI 重整方的选定

6 月 2 日，ATI 公司向破产法院，申请（以下称“重整方选定程序申请”）批准本案重整方选定规则。另外，ATI 公司同时申请要求将重整方选定程序申请的异议申请期间定为 6 月 4 日，寻问期间期间为 6 月 5 日，理由是从资金周转的角度而言需要前期结束资产转让。破产法院在其次日 6 月 3 日的上午 9 点，裁定批准了异议申请期间以及寻问期间。另外，对于重整方选定程序申请因未出现异议申

请，所以破产法院于6月8日裁定批准重整方选定程序申请。ATI公司于6月7日进入投标程序、6月9日进行竞标程序，在重整公司于6月9日进入重整公司重整方选定程序，最终决定了重整公司最高投标者以及ATI公司最高投标者。在重整公司重整方选定程序中，村田机械提示的条件被认为是最高而且最适宜，而且在ATI公司重整方选定程序中未以中标者为条件，因此村田机械在重整公司重整方的选定程序中成为中标者。与此相反，在ATI公司重整方选定程序中，ATI公司的最高投标者并不是村田机械，另外在重整公司重整方选定程序中以中标为条件，所以无法以该ATI公司最高投标者为中标者。

在本案重整方选定规则中，ATI公司原则上对在重整公司重整方选定程序未以中标为条件的次顺位的投标者为中标者。但是，根据本案重整方选定规则^⑩，ATI公司与顾问、担保权人以及债权人委员会协商的基础上，并没有从次顺位的投标者中选中中标者，与ATI公司重整方选定程序的参与者个别的进行交涉，研究了其他可取的选择方案。另外，村田机械在ATI公司重整方选定程序中以中标为条件，所以未能参加重整公司中正方选定程序，但是它们希望购入ATI公司的部分资产，因此ATI公司与村田公司也进行了个别交涉。

在重整公司重整方选定程序中，如前所述村田机械成为中标者，本案管理人与村田机械进行交涉协商具体条件，于6月12日以停止向东京地方法院取得许可为条件并受让重整公司的全部业务为内容订立了营业转让合同。

本案管理人于6月9日向东京地方法院就本案营业转让进行许可申请。东京地方法院对重整债权人以及重整担保权人通过书面听取意见，并于7月15日发送照会书（同寄管理人编制的有关营业转让的书面说明），决定重整债权人以及重整担保权人的答辩期限为7月29日为止。另外，听取工会的书面意见，东京地方法院ATI公司的工会也发送了照会书。

为了说明本案营业转让，本案管理人与工会代表人之间进行了面谈，以求得

工会对本案营业转让的理解以及协助。另外，ATI 公司 3 月末的资产负债表显示并未资不抵债，而且批准本案营业转让时，是否处于资不抵债的状态还并不明确。ATI 公司的管理人一防万一，向 AJH 公司发出通知采取了保护 ATJ 公司股东的措施（因 AJH 明显资不抵债，所以并未采取保护股东的措施）。

通过上述意见听取程序以及股东保护程序，于 8 月 4 日东京地方法院决定许可本案营业转让。

ATI 公司与重整候选人持续性地、个别进行交涉的结果，与村田机械达成一致协议，如前所述将有关 AMHS 业务的资产卖给了村田机械或其关联公司，7 月 13 日与村田机械签订了资产买卖合同。ATI 公司于 7 月 16 日向破产法院申请批准有关资产出售的申请，另申请将有关资产出售申请的异议申请期间定为 7 月 24 日为止，把寻问期间定为 7 月 30 日。对这些申请均无异议，破产法院在 7 月 20 日按照 ATI 公司的申请批准了异议申请期间以及寻问期限。另外，8 月 4 日就向村田机械以及关联公司出售资产事项认为是村田机械的收购方案是最高而且最良好的申请，予以批准。

综上所述，在本案重整程序以及根据美国重整法第十一章的程序中，就本案重整公司的全部资产以及将 ATI 公司的 AMHS 业务相关资产全部转让给村田机械的所有程序已终结，日美双方于 8 月 6 日进行了本案营业转让，并基于美国的 363 条竞卖条款进行了本案竞卖。

The investment world has changed
So has Nomura



Turn our transformation to your advantage

- Active in all key financial centers of the world
- Global network of over 27,000 employees in over 30 countries
- Retail client assets in Japan of ¥70.4 trillion (US\$873 billion)
- Assets under management in Asset Management of approx. ¥25.3 trillion (US\$314 billion)
- Asia ex-Japan network of over 6,000 employees in 12 countries including Nomura's service platform in India

The new force in global investment banking

NOMURA

Nomura is the global marketing name of Nomura Holdings, Inc. (Tokyo) and its direct and indirect subsidiaries worldwide including Nomura International (Hong Kong) Limited, licensed and regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission, Nomura Securities International, Inc (New York), a member of FINRA, NYSE and SIPC and Nomura International plc (London), authorised and regulated by the Financial Services Authority and member of the London Stock Exchange.

Towards a better world.
Our ***“Unchanging Values”***
can make it a reality.



所有人都想规避汇率风险
——我们有助您化险为夷的体系

- 68家分支机构遍布全球30个国家和地区
- 在全球7大金融中心的24小时做市能力
- 使用先进金融技术的及时服务

▶ 日本瑞穗实业银行的使命是通过提供专业性、创新的金融解决方案，为全球社会和经济的发展做贡献。

我们不断追求并发挥着作为金融机构的不变的存在意义。

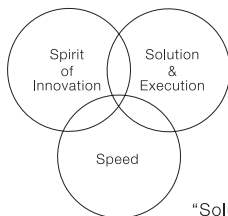
日本瑞穗实业银行

www.mizuhocbk.com



LEAD THE VALUE

Slogans Mean Action, Not Posturing.



To shine as a financial institution that immediately comes to mind as a partner to consult with, for people and companies around the world. To emerge as a "trustworthy group." We refuse to be bound by the established notions of today's business world. Instead, we mobilize a steady stream of ideas beneficial to customers, determined to excel as an organization teeming with energy and vision. Financial institutions are not all the same. We will demonstrate that basic truth, through our work style, over the years to come. The time is right to fully activate our core strengths of "Spirit of Innovation," "Speed" and "Solution & Execution," and bring forth new value. Lead the Value. That, is our watchword. Our resolve.

Quality
for
YOU

MUFG



MUFG

Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ

What's driving your capital agenda?

In today's rapidly changing market, a strong capital agenda needs to be at the heart of all strategic boardroom and management decisions. Whether you're preserving, optimizing, raising or investing capital, Ernst & Young's 8,700 transaction advisory professionals can help you drive competitive advantage.

What's next?
ey.com/JP

Ernst & Young
Transaction Advisory Services Co., Ltd.
Tel: +81 3 4582 6400
E-mail: marketing@jp.ey.com



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do



ANDERSON MŌRI & TOMOTSUNE 安德森·毛利·友常律师事务所

主要业务领域

- 反垄断法、竞争法
- 税务
- 资源 / 能源
- 诉讼纠纷解决
- 破产重组
- 通商
- 中国、印度及其他国家法律事务
- 公司法务
- 并购等
- 资本市场
- 融资
- 房地产
- 劳动
- 知识产权、生命科学、信息技术 (IT)

东京总部
邮编 106-6036 东京都港区六本木一丁目六番一号 IZUMI GARDEN TOWER
Tel: 03-6888-1000 Email: inquiry@amt-law.com

北京代表处
邮编 100004 北京市朝阳区东三环北路5号 北京发展大厦 809室
Tel: 86-10-6590-9060 Email: beijing@amt-law2.com

<http://www.amt-law.com>

<http://www.ohebash.com>

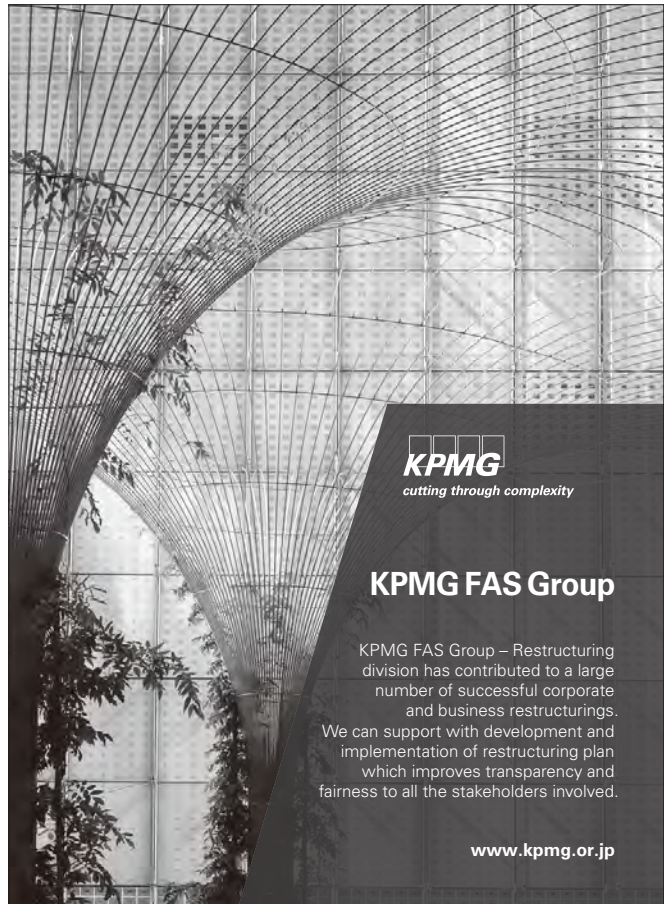
OH-EBASHI LPC & PARTNERS

<TOKYO>
2F Kishimoto Building, 2-1 Marunouchi 2-chome
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0005 JAPAN
TEL: 81-3-5224-5566 FAX: 81-3-5224-5565

<OSAKA>
8F Umedashinmichi Building, 1-5, Dojima 1-chome
Kita-Ku, Osaka 530-0003 JAPAN
TEL: 81-6-6341-0461 FAX: 81-6-6347-0688

<SHANGHAI>
14F Hang Seng Bank Tower, 1000 Lujiazui Ring Road
Pudong New Area, Shanghai 200120, CHINA
TEL: 86-21-6841-1699 FAX: 86-21-6841-1659

OH-EBASHI



KPMG
cutting through complexity

KPMG FAS Group

KPMG FAS Group – Restructuring division has contributed to a large number of successful corporate and business restructurings. We can support with development and implementation of restructuring plan which improves transparency and fairness to all the stakeholders involved.

www.kpmg.or.jp



CITY-YUWA
PARTNERS

City-Yuwa Partners has a broad range of experience in the area of bankruptcy and restructuring.

City-Yuwa represents debtors, creditors, sponsors, investors, suppliers and other business entities in restructuring and bankruptcy matters, including civil rehabilitation proceedings, corporate reorganization proceedings, out-of-court restructurings, bankruptcy proceedings and liquidations. With the combination of lawyers across many practice areas, City-Yuwa provides efficient services to address the various needs of clients. City-Yuwa's experience covers a range of various industries, including manufacturing, retailing, construction, real estate, leisure such as golf courses and hospitality, including hotels. A large part of the bankruptcy practice involves serving as trustees and court-appointed supervisors for bankruptcy and restructuring proceedings.



TMI Associates

At TMI Associates, lawyers with high expertise and extensive experience handle corporate turnaround and insolvency matters by leading our teams and by closely cooperating with other professionals. The global network of TMI Associates on which we pride ourselves supports us in handling these matters, and furthers the interests of our clients.



TMI Associates

Tokyo
23rd & 24th Floors, Roppongi Hills Mori Tower, 6-10-1 Roppongi,
Minato-ku, Tokyo 106-6123, Japan
Tel: +81(0)3-6438-5511(Main) Fax: +81(0)3-6438-5522(Main)
Shanghai
Suite 2606, Huaihai Plaza, 1045 Huaihai Zhong Road,
Shanghai 200031, China
Tel: +86(0)21-5465-2233 Fax: +86(0)21-5465-5745
www.tmi.gr.jp/english/

BAKER & MCKENZIE

财务重组及破产业务专家

贝克·麦坚时国际律师事务所东京办事处的财务重组及破产业务专家团队拥有丰富的专业知识和技能，可就有关日本国内的破产程序，以及特别是涉及财务重组（法定/自愿清算）和帐务追收的法律事宜为客户提供一流的服务。凭借本所遍布41个国家的全球网络，我们对跨境及国际破产程序业务同样具有丰富的经验和深入的了解。

业务领域

- 财务重组（法定/自愿清算）
- 破产程序
- 企业复苏并购
- 坏帐处理
- 债务人持有资产（DIP）融资

贝克·麦坚时国际律师事务所 GJBJ
东京青山·吉本·翁法律事务所
(外国法共同事业)
The Prudential Tower 11楼
千代田区2-13-10
日本东京永田町
100-0014
电话: +81 3 5157 2700
传真: +81 3 5157 2900

www.bakermckenzie.com
www.taalo-bakernet.com



Refreshing advice.

— 再生計画の策定から実行支援まで

再生計画は、それが実行されて始めて価値を持ちます。
トーマツでは財務・ビジネスデューデリジェンスの結果を踏まえた上で、より蓋然性の高い計画策定の支援をします。
またその計画の円滑な実行に向け、進捗管理するチームを組成し、再生計画の策定から実行までをトータルでサポートいたします。

有限責任監査法人トーマツ

〒100-6211
東京都千代田区丸の内1-11-1
パシフィックセンチュリープレイス丸の内ビル
www.tohatsu.com

Deloitte. トーマツ

NAGASHIMA OHNO & TSUNEMATSU
長島・大野・常松 法律事務所

长岛・大野・常松律师事务所截至 2011 年 9 月 1 日拥有律师 340 名（日本律师 330 名、外国律师 10 名），在东京和纽约设有办公室，是日本最大规模的综合性律师事务所。

长岛・大野・常松律师事务所凭其处理各领域法律问题的经验实绩，不断完善着能全面提供企业所需的各种法律服务的体制。

- 公司 /M&A
- 融资
- 公司治理 / 遵纪守法
- 事业重组 / 破产
- 知识产权 /IT/ 娱乐
- 税务
- 纠纷解决
- 房地产 /J-REIT
- 反垄断法
- 环境法
- 劳动法
- 进出海外支援业务



东京办公室：
邮编：1020094 东京都千代田区纪尾井町 3 番 12 号 纪尾井町大厦
Tel: +81-3-3288-7000 Fax: +81-3-5213-7800

纽约办公室 (Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP)：
Carnegie Hall Tower, 152 West 57th Street, 37th Floor,
NY, NY 10019-3310, U.S.A.
Tel: +1-212-258-3333 Fax: +1-212-957-3939

<http://www.noandt.com/> info@noandt.com

公关负责人：玉井裕子、三上二郎（所属第一东京律师会）

■ 东京事务所

日本国东京都港区赤坂1丁目12番32号 Ark森大厦 邮编 107-6029
电话：81-3-5562-9260 传真：81-3-5561-9711/12/13/14
Email: eapg@jurists.co.jp

■ 北京代表处

北京市朝阳区建国路81号华贸中心1号写字楼17层06号 邮编 100025
电话：86-10-8588-8600 传真：86-10-8588-8610
Email: info@juristoverseas.cn

■ 胡志明代表处

Room 704, Sun Wah Tower, 115 Nguyen Hue, District 1, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel: 84-8-3821-4432 Fax: 84-8-3821-4434
Email: info_hcmc@juristoverseas.com

■ 河内代表处

Unit V808 Pacific Place, 83B Ly Thuong Kiet, Hoan Kiem Dist., Hanoi, Vietnam
Tel: 84-4-3946-0870 Fax: 84-4-3946-0871
Email: info_hanoi@juristoverseas.com

http://www.jurists.co.jp/files/cn_sim/

西村朝日律师事务所
NISHIMURA & ASAHI

西村朝日律师事务所是在以商事法务领域为核心的、复杂且要求具有高度专业性的各个法律业务领域中能够提供最高水平法律服务的综合性国际律师事务所。

**Global platform.
Global perspective.**

Bingham is much more than one of the largest law firms in Japan. We are also one of the world's leading law firms. Our 70 lawyers in Japan — including 65 bengoshi — work with 1,100 colleagues in offices worldwide to address transactional, regulatory, environmental, litigation and other matters for many of the world's largest corporations.
bingham.com/Japanese

Bingham McCutchen Murase, Sakai Mimura Aizawa—Foreign Law Joint Enterprise



BINGHAM

www.pwc.com/jp/advisory

*We provide support
in all aspects
of your business
recovery*

As a leading firm in business recovery services, PwC's highly skilled and experienced Business Recovery Services team provides professional support in all phases for underperforming businesses.

pwc

PwC Business Recovery Services
Business recovery planning support
Coordination with stakeholders (financial institutions, shareholders etc.)
Sponsor selection and negotiation support
Implementation of business recovery plans / Monitoring support
Crisis management support

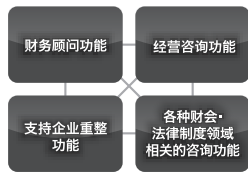
Contact Us
PricewaterhouseCoopers Co., Ltd.
TEL: +81-3-3546-8480
Email: consultants.inquiry_mailbox@jp.pwc.com

©2011 PricewaterhouseCoopers Co., Ltd. All rights reserved. In this document, "PwC" refers to PricewaterhouseCoopers Co., Ltd., which is a member firm of PricewaterhouseCoopers International Limited, each member firm of which is a separate legal entity.



FRONTIER MANAGEMENT INC.
 投资咨询公司，
 是一支由各领域专家组成的精英团队。
 提供企业管理及跨国并购等
 咨询和财物顾问服务。

多元文化交融的
 组织结构
 为您提供
 最佳解决方案



FRONTIER MANAGEMENT INC. 投资咨询公司
 东京千代田区九段北 3-2-11 住友不动产九段北大厦 5 楼
 TEL.+81 335141300 (总机) FAX.+81 335141301

<http://www.frontier-mgmt.com/>

MIYAKE, IMAI & IKEDA

LAW OFFICES

Shinjukugyoen Muromachi Bldg.

5th Floor

1-8-5 Shinjuku, Shinjuku-ku

Tokyo, 160-0022 Japan

TEL: 81-3-3356-5251

FAX: 81-3-3356-5255

yikedam@mi-i-law.com



森・滨田松本法律事务所

Tokyo · Beijing · Shanghai

Marunouchi Park Building, 2-6-1 Marunouchi
 Chiyoda-ku, Tokyo 100-8222
 tel: +81-3-6212-8330 (public relations)
 email: mhm_info@mhmjapan.com

www.mhmjapan.com

第三届东亚破产重组研讨会 报告论文集

发行者：东亚破产重组协会（URL: <http://eaa-ir.com/index.html>）

发行日：2011年10月29日

编辑：东亚破产重组研讨会秘书处

（秘书处担任理事） 阿部 信一郎

金 春

（秘书长） 福岡 真之介

（副秘书长） 柳田 一宏

（副秘书长助理） 八木 仁志

進藤 千代数

中村 哲

协助单位：一般社团法人金融财政事情研究会

事业再生研究机构

事业再生实务家协会

社团法人商事法务研究会

全国倒产处理律师网络