

破产法: 美国的经验与启示

徐光东

(中国政法大学, 北京 100088)

摘要: 美国破产法经过长期的发展, 于 1978 年确立了现行的制度架构。美国《破产法》关于公司破产的内容, 主要体现在第 7 章和第 11 章中, 也就是其中有关清算程序和重组程序的规定中。分析的结果显示, 破产法面临内在的矛盾或冲突, 不能同时消除“存伪”和“去真”两种错误, 也不能同时实现事前效率和正确的投资与申请破产决策。从破产法的实际操作来看, 无论清算还是重组, 都会造成一定的价值损失。中国还处在从计划经济向市场经济转轨的过程中, 为了解决预算软约束问题, 需要严格的破产法。这样的破产法将是债权人导向的或者说对债权人友好的, 将更多地运用清算程序。

关键词: 美国破产法, 清算, 重组, 经济效率, 激励

中图分类号: DF411.92 文献标识码: A

破产^①是由于债权债务关系的存在而产生的。简单地说, 破产就是债务人企业不能支付到期债务的状态, 破产法则是债务人企业处于破产状态时解决债权债务关系的一种法律程序和规则。对市场经济的健康发展而言, 破产法起着至关重要的作用。破产法为经营失败的企业提供了退出的通道, 从而保证了企业的优胜劣汰, 有助于最终实现资源的优化配置。破产法的缺失或者不完善必然损害市场机制配置资源的能力, 妨碍市场秩序的建立和完善。

在各国的破产法中, 美国的破产法特别值得我们关注。这不仅是因为美国所具有的经济影响力, 更重要的是, 美国破产法中所确立的原则, 特别是保护债务人利益的理念, 对其他国家的立法产生了重大的影响, 并成为上个世纪末世界范围的破产法

改革运动的范本。事实上, 我国新近通过的《破产法》也在某种程度上借鉴和吸收了美国破产法的有关规定, 因此, 深入研究美国破产法, 总结美国破产法的经验教训, 有助于我们认识破产法的基本规律, 从而更好地推进我国破产法的改革和完善。

一、美国破产法的发展

在殖民地时期, 英国殖民者在北美适用的是英国破产法。1776 年美国宣布独立, 1800 年美国国会以当时的英国破产法为蓝本通过了第一部《破产法》。1800 年的《破产法》和早期英国破产法一样, 只适用于商人, 不适用于其他债务人, 而且债务人也不能主动申请破产。由于缺乏预防债务人欺诈行为的有效措施, 该法于 1803 年被废止。1803 年至 1841 年间, 美国没有制定新的《破产法》。1841

收稿日期: 2008-04-21

作者简介: 徐光东 (1973-), 男, 中国政法大学法和经济学研究中心讲师, 经济学博士。

^① 本文所讨论的破产主要限于商业破产 (business bankruptcy) 或公司破产 (corporate bankruptcy), 并不关注个人破产 (personal bankruptcy)。

年,美国第二部《破产法》颁布。这部破产法将适用范围扩大到所有的债务人,而且允许主动申请破产,还确立了破产免责原则。由于对待债务人过于宽厚,导致了债务人对这部《破产法》的滥用,结果这部《破产法》于1843年被废止。1867年颁布了第三部《破产法》,这部《破产法》引入了和解制度和破产财产管理制度。第三部《破产法》在1878年被废止。1898年国会颁布了第四部《破产法》,这部法律由14章组成,详细规定了破产程序的所有方面。1898年的《破产法》对公司重组的程序做出了规定,并且将破产法的适用范围扩大到了所有的自然人和法人。该法同时规定了自愿申请与强制申请两种破产程序。自愿申请适用于所有的债务人,强制申请只适用于农民和有固定收入的个人以外的债务人。1938年国会通过《钱德勒法》(Chandler Act),对1898年《破产法》进行了全面的修正,强化了法院监督破产程序的广泛权力,以保证债权人的利益和兼顾债务人的利益。

随着时间的推移,1898年《破产法》日显陈旧。1970年国会组织破产法委员会,研究破产法改革问题。1971年布鲁金斯研究所(Brookings Institute)发表了题为《破产:问题、进程、改革》的研究报告。1973年破产法委员会提出新破产法建议,其中引用了布鲁金斯研究所上述报告的内容。1978年卡特总统签署并颁布了《破产改革法》,后被称为《破产法典》,这就是美国现行的《破产法》。1978年的《破产法》保留了此前《破产法》的基本内容框架,进一步强调了公司重组程序,加强了对破产案件的管理力度,并完善了破产免责和财产豁免等保护债务人的制度。1978年以后,《破产法》又先后在1984年、1994年、1998年、2000年、2001年、2003年历经了多次修改,但仍维持了1978年《破产法》的基本架构。

二、美国破产法的基本内容

美国《破产法》的实体法律内容分列于以下各章:第1章,一般条款、结构的定义和规则;第3章,破产案件管理;第5章,债权人、破产债务人和破产财团;第7章,清算;第9章,市政当局债务的调整;第11章,重组;第12章,有固定收入的家庭农场主

的债务调整;第13章,有固定收入的个人的债务调整。对公司来说,一旦陷入无清偿能力的状态,其面临的主要问题是选择何种破产程序解决债权债务的问题。基本的选择是在清算和重组之间,也就是第7章和第11章之间进行的。

当公司根据第7章的规定申请清算时,法庭将会任命一个破产财产管理人(trustee),此人将企业关闭,出售企业的财产,将出售所得收益分配给债权人,最后解散公司。债权人试图从企业收回资金的努力将会被中止,他们的索取权(claims)必须通过破产程序得到实现,无论这些权利是在现在还是在将来到期。清算财产在债权人之间的分配遵循“绝对优先权原则”(absolute priority rule, APR)。APR要求只有在债权人得到足额偿付后,股东才能得到偿付,而且只有高等级的债权人得到足额偿付后,低等级的债权人才能得到偿付;但是,在债权人之前还存在更高级别的优先权。优先权的次序分别是:(1)破产程序的管理费用(包括申请费、律师费和破产财产管理人费用);(2)具有法定优先权(statutory priority)的索取权,包括税金、租金、未付的工资和受益索取权(benefits claims);(3)无担保债权人(包括贸易债权人、债券持有者、侵权行为的受害人)的索取权;(4)股东。有担保的债权人不在此序列中,他们将基于特定的资产受偿。

第11章“重组”的根本目的是拯救企业,使企业摆脱无力偿债的困境,重新恢复生机和活力。按照第11章的要求,企业将凭借未来收益支付部分或全部债务,而不是通过出售财产来支付。为此,第11章规定了一系列支持破产公司的条款,以增加其持续经营的可能性。债权人收回资金的努力被中止了,债务人企业将停止支付本金和利息,直到重组计划付诸实施。在破产法庭批准后,企业可以得到新的贷款并给予贷款者最高的优先权,这种贷款给予了企业新的资金来源。重组的企业被允许拒绝履行那些无利可图的契约和年金计划,对于违背契约的罚金成为无担保的债务,因而只能得到部分支付,补充份额不足的年金的任务由年金受益保证公司(Pension Benefits Guaranty Corporation)承担。

第11章赋予了破产公司经理相当大的权力。在依据第11章进行管理的条件下,企业继续经营,

破产前的企业经理保持对企业的控制,成为“拥有控制权的债务人”(debtor in possession)。在破产申请后的前4个月中,经理有排他的权力提出重组计划,而债权人只能选择要么接受,要么放弃(take or leave it)。经理提出重组计划后,债权人对重组计划进行投票。重组计划的实施,应当得到每类债权人按债权价值计算的2/3多数和按人数计算的简单多数的赞成,以及2/3多数股权的赞成。重组计划得到投票赞成后,还要得到法官的批准(confirm)。在决定是否批准计划时,法官必须判断该计划是否通过了“债权人的最佳利益”测试,也就是要求每一类债权人得到至少相当于若企业按照第7章清算则他们本来可以得到的数额。如果重组计划被一类或几类债权人否决,法官还可以“强制破产”(crashdown);或者法官可以允许债权人提出他们自己的重组计划,或者替换经理,或者按照第11章的规定将企业作为一个整体(going concern)出售或者清算。

在清算和重组的情况下,收益的分配是不同的。在清算时,高等级的债权人得到足额偿付,低等级的债权人和股东可能一无所获;而在重组中,每一类债权人都得到了部分支付,股东得到重组后企业的部分股份。这意味着,按第11章进行重组的条件下,发生了从高等级的债权人向低等级债权人的财富转移或从债权人向股东的财富转移,这种现象被称为“对APR的违反”(deviations from the APR)。

三、对美国破产法的经济分析

从理论上说,美国《破产法》规定的清算和重组两种程序是有效率的。它将陷入无力偿债状态的企业分为两种情况:一种情况是,企业经营失败,资产被无效地使用,企业作为一个整体所创造的价值低于资产分别出售所获得的价值。显然,此时应当对企业进行清算,将企业的资产出售,就可以将企业的资产转移到可以创造更高价值的替代性用途上,从而改善资源配置的效率;另一种情况是,企业的资产使用是有效率的,目前的用途就是最佳用途,但由于企业资本结构方面的问题,使企业的债务负担过重,企业无力支付到期债务。在后一种情

况下,应当对企业进行重组,通过资本结构的调整,减轻企业的债务负担。通过规定这两种破产程序,就可以清算无效率的企业,重组有效率的企业,提高经济整体的效率水平。

美国的《破产法》也会遇到现实的问题:判断一个无力偿债的企业是否有效率是十分困难的。它需要对资产的现在用途与能产生最高收益的替代用途进行比较,而后者的信息往往是难以得到的,因此,有可能产生所谓的“过滤失败”(filtering failure)^①。也就是说,如果运用重组程序拯救无效率的企业,会导致了“存伪”的错误;运用清算程序关闭有效率的企业,则会产生了“去真”的错误。具体哪一种错误出现得更多,取决于哪一种破产程序应用得更广泛。从美国的实际情况来看,由于企业经理拥有对破产程序的选择权,他们往往更乐于选择按照第11章的规定进行重组,这意味着可能更容易出现“存伪”的错误。^①

重组程序不仅有可能导致破产后的“存伪”错误,还会在破产前向各方当事人提供错误的激励,因为经理一旦预期公司破产后他们仍然可以保住职位,他们在事前努力工作从而避免公司破产的激励就变弱了。由于公司经营的业绩在很大程度上取决于经理的努力,因此经理努力的减弱将使公司的业绩恶化,从而增加了公司破产的可能性。不仅如此,正如前面已经指出的,在重组的情况下,存在从债权人向股东转移财富的问题,债权人事前预计到这种可能的损失,就会提高为借贷资本索取的价格,从而增加企业贷款的成本。企业贷款成本的增加会进一步增加企业陷入无力偿债状态乃至破产的可能性,相反,清算通过解雇经理并且严格保护债权人的利益从而利于实现事前效率(ex ante efficiency),也就是使各方当事人具有适当的激励因素。

尽管清算程序可以实现事前效率,但它会产生其他方面的问题。首先是自我保护(entrenchment)问题:如果经理预期企业破产后将会失去工作,他们就会进行自我保护,投资于那些使他们变得不可或缺(indispensable)的项目,尽管这些项目并不具

^① 经理之所以愿意选择重组程序,是因为在重组程序下企业依然由他们控制,而在清算程序下他们一般会被解雇。

有最高的价值。其次是过度投资 (over-investment) 问题: 当企业接近破产状态时, 经理将会乐于将公司的资产投入高风险的项目进行赌博; 如果他们赢了, 就可以支付债务并获得利润, 如果他们输了, 所有的损失将由债权人承担。第三是投资不足 (under-investment) 问题: 当企业接近破产状态时, 如果出现了有一个有价值的投资机会, 经理可能会放弃这一机会, 因为由此而带来的收益可能会完全被债权人获得。最后, 经理还会扭曲申请破产的决策。在企业无力偿债时, 尽早启动破产程序是有效率的: 如果企业应当被清算, 可以减少价值损失, 如果企业具有保留价值, 可以及时对企业进行拯救; 但是, 如果经理人员在进入破产程序后将会失去工作, 那么, 他们就有推迟申请破产的动机, 并浪费资源阻止企业进入破产程序。推迟申请将会增加对企业进行拯救的成本, 导致企业价值的损失, 甚至可能完全丧失拯救的机会^[2]。显然, 这些问题在重组程序下可以得到缓解。

综上, 可以说, 破产法面临着内在的矛盾与权衡 (trade-off)。从资源配置效率的角度来看, 清算程序有助于关闭无效率的企业, 却有可能关闭有效率的企业; 重组程序有助于救助有效率的企业, 却有可能救助无效率的企业。从激励的效果来看, 清算程序有助于实现事前效率, 却会导致投资和申请破产决策的扭曲; 重组程序有助于做出正确的投资决策和申请破产决策, 却降低了事前效率。总之, 破产法不能同时消除“存伪”和“去真”两种错误, 也不能同时实现事前效率和正确的投资与申请破产决策。从美国的经验来看, 公司破产主要适用第 11 章的规定, 这意味着在美国的环境中更有可能存在“存伪”的错误而不是“去真”的错误, 有助于实现正确的投资决策和申请破产决策而不是事前的效率。

美国破产法不仅存在上述的理论问题, 它在实践中的操作结果也不尽如人意。在清算程序下, 资产出售将会导致相当大的价值损失。以航空公司为例, 与正常经营的企业相比, 破产企业在出售资产时, 将面临 14-46% 的价格折扣率^[3]。清算程序所造成的价值损失主要来源于两个方面的问题, 即融资问题和竞争问题^[4]。由于资本市场的不完善性, 试图购买部分或全部企业资产的竞价者难以获得资金支持, 特别是对于大型上市公司的购买者来

说, 这种资金约束必然损害资产出售的效率; 由于对企业资产的竞价只能有惟一的胜利者, 其他的参与者将无法收回他们参与竞价的成本 (包括对破产企业进行调查、筹集资金、聘请律师等方面的成本), 这将限制参与资产出售的竞价者的数量。这两方面的因素导致对企业资产的竞争是不充分的, 因而无法实现资产的最大价值。

重组程序的问题在于企业的价值确定问题。与清算相比, 在重组程序下, 企业的资产并没有被实际出售, 因而不存在一个关于资产价值的客观标准。客观标准的缺乏容易诱发各方当事人的策略行为和利益冲突。随着企业规模的扩张, 当事人数量的增加, 利益冲突会更加严重, 从而增加司法和管理成本、耗费大量时间并引起价值损失。根据 Weiss 的估计, 重组程序的司法和管理成本占到公司价值的 3.1%^[5]; Gilson, John 和 Lang 的研究发现, 如果进入重组程序, 平均耗时 2-3 年^[6]; 在著名的“东方航空公司 (Eastern Airlines) 破产案”中, 价值损失接近 16 亿美元, “Texaco 破产案”中的损失更高达 30 亿美元^[7]。重组程序的另一个问题是对 APR 的违反。研究者发现, 在大型公众公司的重组过程中, 大约有 2/3 的案件都存在对 APR 的违反。一般来说, 无论债权人是否能得到偿付, 股东都能得到至少相当于债权数额 5% 的偿付。随着债权人获得的偿付数额的增加, 股东获得的偿付数额也相应增加。平均而言, 如果债权人获得 50% 的偿付, 股东将获得债权的 15% 的偿付; 如果债权人获得 90% 的偿付, 股东将可以获得债权的 40% 的偿付^{[8][9]}。之所以出现这种情况, 是因为在重组程序下, 股东拥有投票的权利, 他们可以通过投票延迟重组过程, 而且经理仍然保持着对公司的控制, 由于经理往往代表股东的利益, 这会进一步增加股东讨价还价的能力。结果, 债权人为了避免重组的延迟和相应的价值损失, 不得不允许对 APR 的违背, 债权人的利益受到侵害。

总之, 从美国破产法的实际操作来看, 无论是清算程序还是重组程序, 都会造成一定的价值损失。清算程序的价值损失来源于融资问题和竞争问题, 重组程序的价值损失来源于价值确定问题。此外, 重组程序还会导致对 APR 的违反, 损害债权人的利益。为了提高破产法的效率, 学者提出了一

系列的改革建议^{[10][11][12]},但是这些改革建议也受到了不同程度的批评,对应当如何改革破产法并没有形成一致的意见。

四、对我国的启示

通过对美国破产法的分析,我们得到了一些富有启发性的结论,这些结论有助于我们认识我国破产法改革需要解决的问题。

首先,由于破产法面临内在的矛盾和权衡,我们不能依靠破产法同时实现不同的目标。也就是说,我们要么制定一部严格(tough)的《破产法》,更注重维护债权人的利益,更加强调对经营不善企业的惩罚,更多地依靠清算程序;要么制定一部温和(soft)的破产法,更注重保护债务人的利益,更加强调对财务困难企业的拯救,更多地运用重组程序。但是,破产法不可能同时具有严格性与温和性两种性质。具体的选择显然取决于经济环境的需要。

我国还处在从计划经济向市场经济转轨的过程中,在这个过程中需要解决的一个重要问题就是预算软约束。^①预算软约束会严重破坏市场规则,使市场竞争淘汰失败者的选择作用失效,从整体上降低企业的治理水平和经营绩效;同时,预算软约束会产生大量的不良资产,危害金融体系的安全。从根本上说,要解决预算软约束问题,就要严格执行市场规则。也就是说,对经营失败的企业进行清算而不是给予救助,并将清算所得用来偿付债权人。只有这样,经营失败企业的资产才能被解放出来,转移到具有更高价值的用途上;企业的经理才会放弃获得救助的幻想,努力工作以实现企业经营的成功;债权人的利益才能得到保证,他们也将乐于贷款并降低贷款的价格水平,进而促进整个经济体系效率的提高。

上面的分析表明,我国现在需要的是一种严格的破产法。这样的破产法将是债权人导向(creditor-oriented)的或者说对债权人友好(creditor-friendly)的,这样的破产法将更多地运用清算程序。当然,严格的破产法并不意味着放弃重组程序,但对重组程序的应用需要进行严格限制。应当由债权人会议决定适用哪一种破产程序,而不是由企业经理做出这一选择;企业重组期间不应由经理继续

控制,而应由法庭任命的管理人进行管理;重组计划无须经过股东的批准;严格按照APR的要求对债权人进行支付。这种设计的实质在于,当债务人企业不能遵守债务契约时,应当将控制权由经理转到债权人手中。换句话说,破产法应当成为控制权向债权人相机(contingent)转移的机制。

其次,破产法的实施效果并不仅仅取决于法律条文的规定,经济环境提供的实施能力同样重要。在前面的分析中笔者已经指出,清算程序的效果在很大程度上取决于资产市场的效率。如果缺乏一个有效率的资产市场,显然清算程序将难以为继。中国目前在这方面的发展仍然是十分落后的,为此,需要加快土地和其他资产交易市场的建设,并且制定适当的规则与程序,保证资产拍卖过程的公开性和透明度。法官和破产财产管理人在破产过程中应发挥重要作用。为此,需要加强法官的教育和培训,提高他们对破产案件的审理能力。如果有必要,可以考虑设立专门的破产法庭,通过法官的专业化改造以提升他们的素质。我国目前还十分缺乏有经验的破产管理人,因此需要开展大规模的教育和培训,并且成立专门机构对管理人进行资格审查、注册和授予职业执照。

最后,美国破产法发展的历史也提示我们,破产法本身处在不断的演进中。我们不能奢望通过对破产法的一次修订就可以一劳永逸地解决与破产有关的所有问题。一方面,随着技术因素和市场条件的变化,经济环境会处在不断的变化中,法律必须随之做出调整和变革;另一方面,无论做出多大的努力,在制定法律时都不能预计到所有的相关情况,并且对各种情况下的权利义务做出规定,也就是说,法律从来都不会是完备的^[13]。这两方面的

^① “预算软约束”是由科尔奈最早提出的概念,其含义是国有企业即使持续亏损也能够生存下来,因为国家总是持续不断地、仓促地给予救助,包括财政补贴、软税收、软银行信贷、软商业信用和工资拖欠。(参见:雅诺什·科尔奈·后社会主义转轨的思考[M].肖梦,编译.长春:吉林人民出版社,2003:162-191.)预算软约束实质上是一种动态的激励机制问题。当事人处于预算软约束状态,是因为对投资者而言,所有对企业的前期投资已经成为沉淀成本,因而对当事人实施解救而不是对其进行清算是最优选择;当事人预期到投资者的事后选择,将不会采取有效行为,甚至从事无效行为。从这个意义上看,预算软约束不仅存在于国有企业中,而且有可能存在于任何所有制形式的企业中。

因素决定了对法律应当不断进行修正,以弥补不完备性引发的问题,并且适应经济发展的需要。当然,作为博弈规则,法律必须保持一定的稳定性,以有效地引导人们的预期。从这个意义上说,法律的变迁应当是一个渐进的过程,或者说,是一个演化的过程。^{JS}

参考文献:

- [1] Michelle J White Corporate Bankruptcy as a Filtering Device Chapter 11 Reorganization and Out-of-court Debt Restructurings [J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1994(10): 268-295.
- [2] Paul Povel Optimal "Soft" and "Tough" Bankruptcy Procedure [J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1999(15): 659-684.
- [3] Todd C. Pulvino Effects of Bankruptcy Court Protection on Asset Sales [J]. Journal of Financial Economics, 1999(52): 151-186.
- [4] Philippe Aghion, Oliver Hart and John Moore The Economics of Bankruptcy Reform [J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1992(8): 523-546.
- [5] Lawrence A. Weiss Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims [J]. Journal of Financial Economics, 1990(27): 285-314.
- [6] Stuart Gilson, Kose John, and Larry Lang Tour

bled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default [J]. Journal of Financial Economics, 1990(27): 315-354.

- [7] David M. Cutler and Lawrence H. Summers The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence from the Texaco-Pennzoil Litigation [J]. RAND Journal of Economics, 1988(19): 157-172.
- [8] Julian R. Franks and Walter N. Torous An Empirical Investigation of U. S. Firms in Reorganization [J]. Journal of Finance, 1989(44): 747-769.
- [9] Allan C. Eberhart, William T. Moore, and Rodney L. Roenfeldt Security Pricing and Deviations from the AP Rule in Bankruptcy Proceedings [J]. Journal of Finance, 1990(45): 1457-1469.
- [10] Douglas G. Baird The Uneasy Case for Corporate Reorganization [J]. Journal of Legal Studies, 1986(15): 127-147.
- [11] Lucian A. Bebchuk A New Approach to Corporate Reorganization [J]. Harvard Law Review, 1988(101): 777-804.
- [12] Alan Schwartz A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy [J]. Yale Law Journal, 1998(107): 1807-1851.
- [13] 卡塔琳娜·皮斯托·许成钢. 不完备法律: 一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的应用 [J]. 比较, 2002(3): 111-136.

Bankruptcy Law in the United States: Experience and Enlightenment

XU Guangdong

(Center for Law and Economics, China University of Political Science and Law, Beijing 100088, China)

Abstract As a result of gradual change, the current institutional structure of American bankruptcy law was established in 1978. In American bankruptcy law, chapter 7 Liquidation and chapter 11 Reorganization define fundamental procedures of corporate bankruptcy. Economic analysis demonstrates the inherent contradiction or tradeoff in bankruptcy law, by which we mean that bankruptcy law is unable to eliminate two types of error—type I error and type II error—simultaneously, and it fails to achieve ex ante efficiency and correct decisions (investment and application decisions) at the same time. The practices of bankruptcy engender considerable loss in value both in liquidation and reorganization. As a transitional country, China demands a tough bankruptcy law to cope with the problem of soft budget constraint, which ought to be creditor-oriented or creditor-friendly by utilizing liquidation procedure more frequently.

Key Words American bankruptcy law, liquidation, reorganization, economic efficiency, incentive

本文责任编辑: 卢代富