法学研究 Chinese Journal of Law
Vol.43，No.2（2021）

破产法的指标化进路及其检讨

——以世界银行“办理破产”指标为例

高丝敏 *

内容提要：世界银行营商环境指标弥补了比较法研究中缺少明确度量性的“黑箱难题”，但存在法律渊源的偏见以及衡量工具的缺陷，并且追求整齐划一的最佳规则可能引发监管的道德风险。世界银行“办理破产”指标存在评估程序和评估债权选择上的缺陷，评估方式无法真正反映回收率以及对营运价值的理解偏差，且忽视了破产规则本身的体系性及其背后的价值。对标世行指标而制定的我国“破产法解释三”的新融资制度遗漏了关于新融资的重要限定条件，缺少关于权益“受调整或影响”的界定，债权人信息获取权制度存在理念偏差。获得满分的待履行合同制度和债权人最佳利益标准等由于现有规则的漏洞和错位而无法有效回应实践需要。破产法效率的衡量指标应当侧重评估破产企业控制权和资产的优化配置以及破产前后投资的预期收益保护这两个制度目标的实现程度，如保证破产程序中集体决议的效率和底线公平，并在管理人、债权人会议和法院之间合理分配新融资的决定权。

关键词：计量比较法　营商环境　办理破产指标　破产融资　债权人保护

引　言

商法理论上对于比较法的偏好，深刻地影响了我国商事立法和司法实践。但是，我国商法理论研究往往迷失于不同国家模式的选择之中，未能逃出比较法研究中缺少明确度量性的“黑箱难题”。以法律与金融理论为代表的计量比较法提供了一个新的评判商法效率的量化手段，弥补了传统比较法研究中缺乏标准的不足，“代表了当代比较法和经济学研究中最重要的发展趋势之一”。[1] 世界银行营商环境指标（以下简称“世行指标”）以法律与金融理论为基础，通过指标来衡量法律对经济增长的贡献，并把差距通过排名展现出来，形成对于各国商法

* 清华大学法学院副教授。
本文为国家社科基金青年项目“关联企业实质合并破产判断规则的制度化进路研究”（17CFX030）的阶段性成果。
〔1〕 Matthias M. Siems, *The End of Comparative Law*, 2 Journal of Comparative Law 144 (2007).

改进的压力。[2] 在中国，该指标已经推动了《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（三）》（以下简称“破产法解释三”）、《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（五）》等规范文件的出台，并将继续影响民商事法律的后续修改。

然而，世行指标因其自身存在的度量偏差，尤其是对于大陆法系国家法律效率的低估而引发了争议，如法国的法学家们就曾经对该指标的法律渊源偏见进行过猛烈的批判。[3] 遗憾的是，我国商法学界和实务界缺乏对于世行指标的全面审视：既鲜有关注其作为比较法新流派的学术意义者，也鲜有审视其作为法律改进蓝本可能带来之弊端者。本文以世行指标中的“办理破产”指标为例，剖析其存在的方法论以及最佳规则方面的缺陷，并结合“破产法解释三”、2019 年《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“九民纪要”）等应对世行评估的改进措施，分析其对我国破产立法和司法审判实践的影响，力图建构一套能反映破产法与经济发展关系的原则和具体指标。

一、计量比较法与世行指标的反思

（一）比较法对我国破产法的影响与局限

长期以来，我国破产法的理论、立法和实践都深受比较法的影响。首先，在破产法的研究中，比较法成为主要的研究方法之一。笔者通过 CSSCI 数据库统计发现，2015—2020 年，以破产法为研究主题的法学期刊文献共计 55 篇，其中使用到比较法方法的有 46 篇，在该主题文献中占比接近 84%。被高频参照的破产法集中在美国、日本与德国，特别是美国破产法典某种程度上已经成为研究破产制度的模板。其次，破产法的立法深受比较法的影响。例如，企业破产法第 73 条关于债务人自行管理制度借鉴了美国破产法和德国破产法的相关规定，[4] 重整程序中破产管理人职能及权限的模式选择一定程度上借鉴了英国和澳大利亚破产法，[5] 企业破产法草案也收到过来自联合国国际贸易法委员会、世行、国际货币基金等国际组织的破产法专家的建议。[6] 最后，比较法也影响了破产法的司法实践。最高人民法院对于三部破产法司法解释具体条文的主旨及规范目的、原理与适用的解读，均不同程度上提及了比较法的经验。[7] 地方法院的司法实践也尝试将其他国家，特别是美国的判例原则引入。典型如中国建设银行股份有限公司高青支行诉淄博钜创纺织品有限公司重整案和浙江省温州中城建设集团有

〔2〕 See Simona Benedettini & Antonio Nicita, *Towards the Economics of Comparative Law: The Doing Business Debate*, 1 Comparative Law Review 12 (2010).

〔3〕 See Catherine Valcke, *The French Response to The World Bank's Doing Business Report*, 60 University of Toronto Law Journal 210 (2010).

〔4〕 参见王欣新、李江鸿：《论破产重整中的债务人自行管理制度》，《政治与法律》2009 年第 11 期，第 83 页以下。

〔5〕 See Lijie Qi, *The Corporate Reorganization Regime under China's New Enterprise Bankruptcy Law*, 17 Int. Insolv. Rev. 28 (2008).

〔6〕 参见王卫国：《新破产法：一部与时俱进的立法》，http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/xinwen/rdlt/fzjs/2007-02/28/content_358559.htm，2020 年 9 月 8 日最后访问。

〔7〕 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于企业破产法司法解释理解与适用》，人民法院出版社 2007 年版，第 349 页以下。

限公司申请破产重整案,〔8〕均在一定程度上借鉴了美国出售式重整的做法。

商事法律大多以经济效果作为立法目标。所以，比较法开始寻求对于法律实际效率的评判，而非单纯的法律本身的比较。在制度比较的基础上，比较法也逐渐地注重功能主义的比较，侧重被比较的法律的功能。然而，功能主义比较法存在明显的缺陷：首先，功能主义比较法陷入了法律中心主义的误区，忽视法律文化和历史等对法律制度产生的重要影响。其次，功能主义进路的主要任务还是在于“求同”，容易将某一国家的法律概念、规范和理论视为普世的、放之四海皆准的信条，忽视了各国法律文化的特殊性。〔9〕最后，功能主义比较法缺乏客观性，功能概念过于含糊，从而影响比较法形成一套科学中立的比较标准。

（二）计量比较法和法律指标的兴起

法律与金融理论的兴起在一定程度上弥补了传统比较法研究的短板，虽然这一贡献长期以来被比较法学界所忽视。〔10〕该理论说明了法律对金融发展的重要性，而不同的法律起源又决定了法律制度效率的不同。总体而言，普通法系比大陆法系更有利于商业发展。〔11〕计量比较法是法律与金融理论开创的新的比较法分支，其将法律的差异因素抽象为促进交易的单一维度，把所有国家法律等量齐观地进行比较（不同于比较法学者仅仅关注自己熟悉的司法辖区），以此寻找最佳法律，从而作为统一法律的脚本。〔12〕

法律指标是计量比较法的重要形式,〔13〕其研究的典型就是世行指标。该指标通过将法律的测试融入情景化的问卷中，并对标准化的答案赋值，每年持续且大范围地监测世界各国商法改革的变化，以评估不同的法律环境的效率，解决了传统的国别比较在广泛覆盖度和传播度方面的问题。此外，它直截了当的法治观念宣传，促使人们相信良好的法律与经济增长之间具有相关性，并努力推动法律改革。〔14〕世行指标虽然关注的仅仅是市场和商事法律的关系，但从方法论角度看，其无疑开创了比较法的新时代。比较法学者迈克尔斯认为：“（晚近）比较法中最重要的发展是什么？……答案可能是：法律渊源理论和（世界银行的）营商环境评估指标。”〔15〕

（三）世行指标的评估方法问题

世行指标包含三个基本要素：以法律渊源为标准选择指标的评估对象、采用高度简化的指标化衡量工具来快速评估不同国家的法律制度以及基于最佳实践规则提出改革建议。其目的在于通过数据收集和分析，反映法律与经济发展之间的关系，并指导法律改革。

---

〔8〕 参见山东省淄博市中级人民法院（2013）淄破字第9—5号民事裁定书和浙江省温州市瓯海区人民法院（2014）温瓯商破字第5—6号民事裁定书。

〔9〕 See Anne Peters & Heiner Schwenke, *Comparative Law beyond Post-Modernism*, 49 International and Comparative Law Quarterly 807 – 808 (2000).

〔10〕 直到2009年《美国比较法杂志》第57期专刊发表了6篇围绕比较法和法律起源论交叉关系的主题文章，这一互无交流的局面才得以打破。

〔11〕 参见李清池：《法律、金融与经济发展：比较法的量化进路及其检讨》，《比较法研究》2007年第6期，第62页。

〔12〕 See Marta Infantino, *Quantitative Legal Comparisons: Narratives, Self-Representations and Sunset Boulevards*, 6 Journal of International and Comparative Law 301 (2019).

〔13〕 法律指标指的是“世界各地、特定区域或选定司法管辖区的法律和法律机构的品质衡量标准和排名”。See David Restrepo Amariles, *Supping with the Devil? Indicators and the Rise of Managerial Rationality in Law*, 13 International Journal of Law in Context 466 (2017).

〔14〕 参见前引〔12〕，Infantino文，第304页。

〔15〕 Ralf Michaels, *Comparative Law by Numbers? Legal Origins Thesis, Doing Business Reports, and the Silence of Traditional Comparative Law*, 57 American Journal of Comparative Law 766 (2009).

1．评估对象选择的偏见

在评估对象的选择上，世行指标继承了法律与金融理论所存在的法律渊源的偏见，从而曲解了普通法系和大陆法系国家法律制度的效率：首先是对于被评估法律的选择偏差。世行指标仅仅选取了普通法国家制定法中较为明确的成文条款，有意识地忽略了判例法中实际存在的大量互相矛盾和模糊的标准。[16] 其次是对于法律制度体系性的忽略。世行指标在评估时采取的是具体规则的比较，但法律规则之间构成环环相扣的、互相补足的体系，个别规则的漏洞可能通过体系中的其他机制填补。再次是对于司法效率的过度推崇。世行指标采纳了法律与金融理论关于普通法的法官拥有更大的自由和裁量权，可以应对法律不完全性的观点。但是，有学者认为，对于制定法存在的“法律不完全性”的问题，监管规则比司法的效率更高。[17] 最后是对于监管的盲目否定。世行指标并未考察监管本身的质量，将排名建立在监管越少则越好的假定之上。[18] 事实上，随着凯恩斯主义的推行，普通法国家早在 20 世纪五六十年代就已经摆脱了司法中心主义模式，选择了更多依靠监管的治理模型。

2．指标化衡量工具的弊端

世行指标试图用指标反映法源影响和法律质量，这虽然是必要的并且极具创新性的，但仍然存在问题。首先，世行指标关于法律规范的甄选过程本身并不透明，不同性质和不同效力的法律规范简化为统一的分值权重，且并非所有相关的法律规范都被纳入了统计范畴，因而在代表性方面遭受质疑。[19] 其次，指标衡量的因果关系并不确定。社会经济发展很难确定是哪些法律和非法律因素相互作用的结果，必须通过定性分析加以确定。世行报告并未详细披露其所用的方法，缺少足够的实证研究进行反证。[20] 最后，世行指标只把法律作为外生性因素，法律对于市场是单向的因果，而非互相作用的双向因果。[21]

3．商法最佳实践规则的误区

世行指标通过实证研究展现法律与经济之间的关联，并证明商业监管存在能够适用于各国的最佳实践规则。但是，其所推荐的最佳实践仅仅是规则本身，并不包含实施规则所必需的条件，因而未必能真正起到推动有效的法律改革的目的。具体来说，最佳实践规则存在如下误区：（1）强化可通约性的弊端。为了找出最佳实践规则，世行指标需要用一个绝对化的标准来评估法律制度，即假设法律具有可通约性，能够被比较。然而，法律评估主要在于所选的参照标准是什么，绝对的比较几乎是不可能的。另外，法律是多元价值的，最佳实践规则片面地强调营商环境的重要性，法律中规范层面和应用层面的其他重要因素的作用往往被忽略。（2）归途歧视问题。世行在选择最佳实践规则时存在归途歧视的问题，[22] 即最熟悉的是最好

〔16〕 See Ron Harris, *Legal Scholars, Economists, and the Interdisciplinary Study of Institutions*, 96 Cornell Law Review 804 (2011).

〔17〕 See Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Incomplete Law*, 35 N. Y. U. J. Int'l & Pol. 948 (2003).

〔18〕 See Benito Arrunada, *How Doing Business Jeopardizes Institutional Reform*, 10 (4) European Business Organization Law Review 557 (2009).

〔19〕 See Kevin E. Davis & Michael B. Kruse, *Taking the Measure of Law: The Case of the Doing Business Project*, 32 Law and Social Inquiry 1105 (2007).

〔20〕 See Antonio Cappiello, *Legal Origins and Socio-Economic Consequences/Can Legal Origins Really Explain the Main Differences in Economic and Juridical Performance*, 79 Nordic Journal of International Law 524 (2010).

〔21〕 See Katharina Pistor, *Towards a Legal Theory of Finance*, Columbia Law & Economics Working Paper No. 434, 2012, p. 36.

〔22〕 参见前引〔15〕，Michaels 文，第 786 页。

的。营商环境问卷主要基于美国的法律标准设计，相应地，美国的法律制度被世行指标推荐为全球商法改革的最佳规则，使得全球改革模式或多或少地类似于“全球化的地方主义”。[23]（3）预设立场的偏颇。问卷表面上是对经济与法律的评估，但实际上涉及政治干预，后者并不会使评估更加客观，相反可能是偏颇的。例如，世行曾应美国世行代表的请求，暂停使用“雇佣员工指标”，目的是为了迎合美国的制度，以提升美国在该项指标上的排名或者得分。[24]（4）监管的道德风险。最佳实践规则带来的最直接的后果是，许多国家为了提升排名而引入短期的改革举措，而非根本性地从促进经济发展的角度寻找最适合本国的法律，这有可能诱发“监管道德风险”问题。[25]

二、世行“办理破产”指标的方法论问题

世行“办理破产”指标所依据的方法论源于2008年发表在《政治经济学杂志》的一篇题为《世界各国的债务执行》的文章。[26]这篇文章贯彻了法律与金融理论对于法律渊源和市场表现的关注，设计了一个不能清偿到期债务的米拉其酒店的案例，并通过对来自不同法系的88个国家和地区的破产从业者的调研，了解其法律对于该案例中的债务如何执行，从而评估债务执行的效率。以此研究为基础，2015年之后的世行“办理破产”指标由两部分构成：一部分是“回收率”，另一部分是“破产框架力度”。前者通过测量担保债权人的投资在企业破产后的回报来评估破产程序的效率，后者则评估与破产效率相关的法律制度。从方法论上看，这种案例分析式的评估方法加上回收率的客观评估，似乎避免了传统比较法的黑箱，但实际上未必如此。

（一）评估程序选择的以偏概全问题

债务清理既有正式的破产程序，也有非正式的解决方式，应当将二者一起评估，才能客观、全面地反映一个国家的债务执行效率。《世界各国的债务执行》一文虽然承认非正式的解决方式在某些国家其实比正式的破产程序应用更多，[27]但由于研究范围的限制，仅针对正式的破产程序，故有以偏概全的问题：其一，从破产效率的角度看，非正式的解决方式，尤其是法庭外的债务解决方式，对于发展中国家而言，相比于正式的破产程序更有效率。[28]其二，从交易成本的角度看，当事人之间可以自行就债务处置问题事先或事后协商而不必经过法院，因为借助司法程序本身也是有成本的。[29]其三，从实证的角度看，德国学者的研究表明，越是有较高的持续经营价值的企业，特别是有银行在其中作为重大债务人的企业，通过法庭外的债务解决方式越能够成功；相反，法庭内的破产解决方式仅仅适合那些有着极高比例担保债务的企业，而且84%的选择法庭破产程序的企业最终都不可避免地走向清算。[30]

---

〔23〕 Terence C. Halliday & Bruce G. Carruthers, *The Recursivity of Law: Global Norm Making and National Lawmaking in the Globalization of Corporate Insolvency Regimes*, 112 American Journal of Sociology 1187 (2007).

〔24〕 参见前引〔15〕，Michaels文，第773页。

〔25〕 参见前引〔2〕，Benedettini等文，第11页。

〔26〕 See Simeon Djankov *et al.*, *Debt Enforcement Around the World*, 116 Journal of Political Economy 1105 (2008).

〔27〕 同上。

〔28〕 See Barry E. Adler, *Contractual Corporate-Insolvency Resolution in Transitional Economies*, 12 Tsinghua China Law Review 4 (2019).

〔29〕 See Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 56 Journal of Law and Economics 9 (1960).

〔30〕 See Philipp Jostarndt & Zacharias Sautner, *Out-of-Court Restructuring versus Formal Bankruptcy in a Non-Interventionist Bankruptcy Setting*, 14 Rev. of Fin. 662 (2010).

（二）评估债权选择不当的问题

世界银行的说明指出，效率的考量因素主要是担保债权人通过重整、清算或债务执行（终止赎回或接管程序）收回的金钱和债权之间的比例大小。[31] 然而，担保债权人有特定的担保物可以保障自身权益，他们所关心的其实是如何能够尽快地变卖担保物，以实现债权。因此，破产之外的终止赎回或者其他强制执行程序对于担保债权人的效率更高。在破产清算中，对无担保债权人是在企业剩余财产基础上按比例清偿。相比于担保债权人，回收率计算公式中的回收债权所需时间和回收债权所需成本与企业对无担保债权人的清偿率之间的关系更大。[32] 在破产重整中，因估值的困难，模拟清算回收率往往会被严重地低估，重整中企业对无担保债权人的实际清偿率未必能高于清算。此外，与担保债权人依赖于特定担保物的变价或者等值补偿的机制来实现债权不同，对无担保债权人的债务清偿主要取决于重整企业未来价值的创造，重整越成功，实际清偿率越高。所以，评估破产效率的标准应当是破产企业对于无担保债权人的债务清偿率，且清偿率越高，表明破产的效率越高。“办理破产”指标之所以不予关注，也许是因为难于计量并且需要个案分析，无法直接从法律本身来推演，所以其仍然只是关注了“纸面上的法律”。

（三）评估方式无法真正反映回收率

即使是评估破产企业对担保债权人的清偿率，回收率计算公式的评估方式也无法真正反映清偿率。首先，担保债权人是在特定物的价值范围内优先受偿，并不是在破产费用之后获得清偿，因此，回收债权所需成本与破产企业对担保债权人的清偿率其实无关。其次，尽管回收债权所需时间是可能影响担保债权人债权回收率的因素，但无论是清算程序中的即时拍卖清偿，抑或是重整中对于时间价值的补偿机制，[33] 都使得该时间不会实际影响到担保债权的回收率。最后，回收债权所需时间没有考虑到回收率低下可能是破产制度以外的其他相关制度的影响。例如，我国大量的“执转破”、无产可破案件对于办理破产的效率和回收率造成了明显的负面影响。[34]

（四）营运价值的认识误区

世行“办理破产”指标直接将清算价值设定为营运价值的 70%，容易造成重整一定比清算好的假象。[35] 然而，《世界各国的债务执行》一文所引用的关于重整优越性的文献也不是绝对地认为重整一定优于清算。部分文献也提出，有些重整可能会妨害资源分配转向更具潜力

〔31〕 See World Bank, *Resolving Insolvency Methodology*, https://www.doingbusiness.org/en/methodology/resolving-insolvency, 2021 年 1 月 2 日最后访问。

〔32〕 回收率计算公式为：R = (100 * GC + 70 * (1 - GC) - cost - a * 20% * time)/(1 + lending rate)^time。其中，GC 是持续经营指数，cost 为回收债权所需成本，a 是固定资产占资产总额比重，20% 是年折旧率，time 是回收债权所需时间，lending rate 是贷款利率。参见前引〔26〕，Djankov 等文，第 1119 页。

〔33〕 参见企业破产法第 75、87、109 条。

〔34〕 参见章恒筑、王雄飞：《论完善执行程序与破产程序衔接协调机制的若干问题——基于浙江法院的实践展开》，《法律适用》2017 年第 11 期，第 11 页。

〔35〕 如果企业重整，回收率就是：R = (100 - cost - 25 * 20% * time) / (1 + lending rate) ^time；如果企业破产，回收率就是：R = (70 - cost - 25 * 20% * time) / (1 + lending rate) ^time，https://www.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/resolving-insolvency/faq#1，2020 年 5 月 30 日最后访问。事实上，我国在 2015 年参加世界银行评估之后，就出现了“多重整，少破产”的论调。参见《最高法谈清理“僵尸企业”：尽可能多兼并重组，少破产清算》，https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1453939，2020 年 5 月 3 日最后访问。

的用途，整体出售式的清算尤其对于小企业更有积极意义。[36] 在实践中，营运价值未必大于清算价值，只有当专用性资产的存在导致企业得以产生持续经营价值时，重整才有存在的必要性。而在某些情况下，恰恰是因为这些生产要素配置不当，没有达到最优的状态，才使企业破产。[37] 既然营运价值是否高于清算价值需要个案分析，就只能交由利益相关者通过投票来决定是否重整。

三、最佳破产规则对我国立法和司法审判之影响

与“回收率”指标不同，“破产框架力度”指标是以调查问卷的形式获取数据的。该问卷包括四个指标：启动程序指标、债务人资产管理指标、重整程序指标和债权人参与指标，一共16个问题，用于评估启动破产的难易程度、管理人（或者债务人）处理破产企业资产的难易程度、重整表决程序的公正程度以及债权人的参与程度。世界银行希望通过这四个指标构建最佳破产规则。

最佳破产规则来自于世界银行《关于有效破产和债权人/债务人制度的原则》（以下简称“原则”），[38] 而该“原则”中大量的内容参考了美国破产法典。问卷的16个问题就是从“原则”中提炼出来的，但是为何仅仅选择这16个问题，其并没有给出充分的说明。[39] 并且，每个问题的答案都只有是或否的唯一选项，并不能很好地涵盖“原则”的真正含义。诚如批评者所言，世界银行的问卷总是试图用经济学的方式去解决极其复杂的法律问题，即将各个因素单独隔离出来进行分析和部分汇总，这一路径对于解决复杂问题的可行性是值得质疑的。[40] 由于问卷的问题很简单，只是展示了破产法制度的一个侧面，对于被评估的法律体系而言，如果把问卷作为改进的教科书，以“如何答卷”和“不失分”为目标，而不去研究和吸纳制度背后真正的理念，则容易引发前文所讲的“监管的道德风险”。下文选取问卷中对于我国司法审判规则甚至未来立法改革产生影响的三个方面加以讨论。

（一）失分而通过司法解释补救的制度

1. 新融资制度

诚如前文所言，世界银行极其看重持续经营的价值，而持续经营离不开新资金的注入。因此，问卷中设置了考察新融资的问题，体现在两个方面：“是否允许债务人（或破产管理人代表）在破产程序启动后，为履行职务而获取融资”，以及“破产程序启动后新融资债权人相对于普通无担保债权人是否享有优先权”。[41] 这两个问题来自于“原则”的C9条，但从文义对比上看，问卷忽略了C9条中一些很重要的前提。例如，C9条对于破产程序启动后的融资有清

〔36〕 See Karin S. Thorburn, *Bankruptcy Auction: Costs, Debt Recovery and Firm Survival*, 58 Journal of Financial Economics 340 (2000).

〔37〕 See Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 Stanford Law Review 768 (2002).

〔38〕 See World Bank, *Principles for Effective Insolvency and Creditor-Debtor Rights Systems* (English), 2015, http://documents.worldbank.org/curated/en/557581467990960136/Principles-for-effective-insolvency-and-creditor-debtor-rights-systems, 2020年9月9日最后访问。

〔39〕 所选择的问题缺乏透明度以及足够的实证研究进行反证，是世界银行问卷饱受质疑之处。参见前引〔20〕，Cappiello文，第525页。

〔40〕 参见前引〔3〕，Valcke文，第209页。

〔41〕 罗培新：《世界银行营商环境评估：方法·规则·案例》，译林出版社2020年版，第469页。

晰的层次划分，包括管理人职权范围内的正常经营以内和以外的活动。正常经营以内的活动，管理人和自行管理债务人有权自行决定。但是，正常经营以外的活动，包括融资与否，则需要接受法院审查。这个重要的分类在问卷中被忽略了。此外，“原则”仅在“例外情况下”才设定新融资债权人的优先权，这一表述在问卷中同样被忽略了。

为防止债务人陷入贷款陷阱，破产法理论认为，理想的新融资应当是让贷款人从企业的价值增值中获得回报，而不是在企业不增值的情况下，将原有企业的价值从既有的债权人手中转移到贷款人和股东手中。因此，有必要设置控制机制，确保新融资只用于可能产生企业增值的情况，防止其成为不公平地转移财富的工具。[42] 然而，问卷仅仅设置了促进新融资获得的优先权，而没有展现优先权设置时所必要的利益考量和公平原则。另外，问卷所依据的是美国破产法典第 364 条，该条在运行中已经出现与市场不相契合的问题。[43] 至于限制“借新还旧”和“混合担保条款”等新的立法建议，[44] 也没有在问卷中反映出来。

在“破产法解释三”颁布之前，破产程序中新融资债权的地位一直不明确，司法实践中的差异比较大。[45]“破产法解释三”第 2 条关于新融资的规定有利于减少新融资债权地位的不确定性，[46] 但其依据的是问卷精简删节的文本，故存在如下问题：首先，何为“继续营业”，缺乏明确的定义，是仅指企业重整，还是包括为企业资产保值增值目的而购买生产设备，可能引发分歧。其次，由于债权人会议的开会频率并不高，管理人和自行管理债务人为了企业存续所需的水电费用、厂房租金等小额支出而借款融资，若都需经过债权人会议决议，则会严重损抑效率。再次，关于新融资债权的优先位序的层次比较单一，与融资难度及风险收益难以挂钩。最后，债权人会议或者法院的审查并没有体现出对于有不公平转移企业资产之危险的新融资的否定标准，忽视了新融资可能成为破产重整中控制权转移和资源重新分配的重要治理手段。

2．权益受调整或影响的债权人或股东的投票规则

如前文所述，世界银行问卷强调重整优于清算，因此特别强调促进重整计划达成的程序。只有权益受（重整计划草案）调整或影响的债权人或股东才有表决权的规则就是世行倾向的体现。该规则来源于美国破产法典第 1126 条（f），目的是最大程度上限制代理成本，使得决定企业命运的投票权真正掌握在为了企业利益最大化的主体手中。[47]

我国企业破产法仅在第 83 条规定：“重整计划不得规定减免债务人欠缴的本法第八十二

〔42〕 See George G. A. Triantis, *Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing*, 46 Vanderbilt Law Review 903 – 904 (1993).

〔43〕 参见美国破产法协会：《美国破产重整制度改革调研报告》，何欢、韩长印译，中国政法大学出版社 2016 年版，第 89 页。

〔44〕 同上。

〔45〕 参见深圳市亿商通进出口有限公司等诉东莞市清溪金卧牛实业有限公司破产债权确认纠纷二审案，广东省高级人民法院（2014）粤高法民二破终字第 2 号民事判决书；卢某等诉东莞市清溪金卧牛实业有限公司破产债权确认纠纷二审案，广东省高级人民法院（2014）粤高法民二破终字第 97 号民事判决书。

〔46〕 “破产法解释三”第 2 条规定：“破产申请受理后，经债权人会议决议通过，或者第一次债权人会议召开前经人民法院许可，管理人或者自行管理的债务人可以为债务人继续营业而借款。提供借款的债权人主张参照企业破产法第四十二条第四项的规定优先于普通破产债权清偿的，人民法院应予支持，但其主张优先于此前已就债务人特定财产享有担保的债权清偿的，人民法院不予支持（第 1 款）。管理人或者自行管理的债务人可以为前述借款设定抵押担保，抵押物在破产申请受理前已为其他债权人设定抵押的，债权人主张按照民法典第四百一十四条规定的顺序清偿，人民法院应予支持（第 2 款）。”

〔47〕 See Scott F. Norberg, *Debtor Incentives, Agency Costs, and Voting Theory in Chapter 11*, 46 U. Kans. L. Rev. 510 (1998).

条第一款第二项规定以外的社会保险费用；该项费用的债权人不参加重整计划草案的表决。”但是，对于权益未受调整或影响的债权人并没有排除其表决权，故而对标问卷的问题会失分。为了避免失分，“破产法解释三”第 11 条第 2 款对企业破产法第 82 条作了限缩解释，并对第 83条作了扩大解释，即权益没有因重整计划草案受到调整或者影响者不享有表决权。[48] 结合最高院《全国法院破产审判工作会议纪要》（以下简称“破产审判纪要”）第 18 条的规定，意味着至少有权益受调整或影响的一组债权人或股东通过重整计划草案，法院才可以强制批准重整计划。[49] 这也使得如何认定“权益受调整或影响”成为至关重要的问题。然而，“破产法解释三”第 11 条第 2 款并没有对这一概念作解释。

在美国，由于“受影响”的标准过于抽象，实践中也出现了人为制造“受影响”的问题，从而引发了是否修改该规则的争议。[50] 在我国，由于缺乏对于权益受调整或影响的债权人或股东表决权背后理论的深入研究，受访者在回答问卷时仍然出现理解不到位的情况，从而导致我国在该指标上失分。[51] 因此，未来企业破产法修改时，可以考虑将“破产法解释三”第 11 条第 2 款纳入其中，并对“权益受调整或影响”进行界定。具体而言：此处的权益应当是企业破产法以外的法律或者合同所赋予的权利，且受到调整或者影响的原因仅仅限于重整计划草案，而不是企业破产法本身的规定，因为进入破产程序意味着债权人和股东的权益都受到了影响。所谓未受到影响，可以理解为两种情形：（1）所有权利未被变更，即没有事实上改变债权人或股东所拥有的普通法、衡平法或者合同权利。比如，重整计划即使事实上阻止了债权人行使合同所约定或者其他法定的加速到期权并最终提前终止合同，但如果该债权人仍然能够获得约定的合同待遇，则应当认为事实上未受影响。（2）纠正违约并进行补偿，而不是仅仅给予迟延的时间价值补偿。对于已经（因加速到期权行使而）违约的债务，如果重整计划将纠正违约并且全额补偿请求权人所有损失（含债权人基于原加速到期条款的合理信赖落空所遭受的损失），则特定债权或者利益视为未受影响。[52]

3．债权人信息获取权

问卷的重整程序指标评估债权人是否可以获得债务人的相关信息。这个指标来自于“原则”C2 条中的正当程序要求，即债权人有权利获得足以保护他们权利或有效地解决争议所必需的信息。除了财产，信息是整个重整中最具有价值的资源。信息不对称意味着资产分配上的不均衡，对于控制信息者要求主动的信息披露，其实是对这一不均衡的矫正。问卷的这个指标直接推动了“破产法解释三”第 10 条的出台，即债权人有权查阅“参与破产程序所必需的债务人财务和经营信息资料”。但是，从弥补信息不对称的角度看，债权人的查阅权不是主动的信息披露。我国目前虽然有关于上市公司破产的一般性信息披露规则，但以有效市场为理论基础的证券法上的信息披露制度未必完全适合破产重整。

---

〔48〕“破产法解释三”第 11 条第 2 款规定：“根据企业破产法第八十二条规定，……权益未受到调整或者影响的债权人或者股东，参照企业破产法第八十三条的规定，不参加重整计划草案的表决。”

〔49〕“破产审判纪要”第 18 条规定：“确需强制批准重整计划草案的，重整计划草案除应当符合企业破产法第八十七条第二款规定外，如债权人分多组的，还应当至少有一组已经通过重整计划草案……。”

〔50〕 See National Bankruptcy Review Commission, *Bankruptcy: The Next Twenty Years*, 1997, pp. 587 – 588.

〔51〕 参见韩长印：《世界银行“办理破产”指标与我国的应对思路——以“破产框架力度指数”为视角》，《法学杂志》2020 年第 7 期，第 8 页。

〔52〕 See Alan N. Resnick & Henry J. Sommer, *Collier on Bankruptcy*, 16th ed., Matthew Bender & Company, Inc. 2020, § 1124.04, pp. 17 – 18.

“原则”C2 条及其背后的原型——美国破产法典第 1125 条所依据的理论均是控制权分配基础上的信息披露，更直接地说是掌握信息者的主动披露，而非被动的问询。因此，未来修改企业破产法时，还需要强调管理人和自行管理债务人主动的信息披露义务，在合理可行的情况下提供足够详细的信息且披露的标准须达到理性债权人可以作出决定的充分程度。法院在判断信息披露是否达到充分程度时，需要考虑如下标准：首先，债务人的性质、历史、账簿和记录的状况能够提供多少信息，以及提供信息的成本和收益比较。其次，披露的信息能够使得债务人、债权或权益持有人等对是否同意重整计划作出理性的判断，在具体判断中会假设处于同等地位的理性投资者对企业的重整前景和重整中可能的风险等信息有足够的了解。[53]

（二）得分但并不完美的制度

1．待履行合同制度

问卷中待履行合同的问题来自于“原则”C10 条，而 C10 条实际上是美国破产法典第 365 条（待履行合同）、第 1113 条（劳动协议）和第 547 条（c）（金融合同安全港）等条款的集合。待履行合同制度被理论界认为是破产法体系中最“迷幻”的部分。[54] 因为其不仅涉及对于债务人未履行完毕的合同的继承或者拒绝问题，而且关系到破产财产成本和收益的复杂计算，以及相对人利益（甚至公共利益）保护基础上的选择权分配问题。由于篇幅的限制，问卷并没有完全体现 C10 条，仅选取了管理人可以选择继续履行或者解除合同的部分规定。

事实上，待履行合同的概念在美国破产法典第 365 条中并没有清晰的界定。美国破产法司法实践中公认的不履行则构成“实质违约”的判断来自于学理的通说，是学说弥补立法漏洞的典范。[55] 问卷只考虑法律条文本身，学理的通说自然不会出现在其指标范本之中。然而，管理人选择权有可能被以破产为触发事由的合同条款所排除，故美国破产法典第 365 条规定，管理人对待履行合同的选择权不受合同约定排除，这成为确保管理人真正享有选择权的安全阀。但是，问卷并未禁止当事人通过合同约定，以破产为触发事由来排除这一选择权，这就存在答卷者根据所在国法律条文认定管理人具有选择权而得分，但实践中管理人选择权却可能受限的失真局面。[56] 此外，“原则”C10.3 条还是努力地体现对于例外情况的尊重，规定可以为了一些不容置疑的商业惯例、公共利益、社会利益而限制管理人的选择权，如抵销和金融合同的终止净额结算等对于金融市场的稳定有重大意义的惯例，以及雇佣合同、集体谈判协议等难于强制履行的合同。这些被问卷忽略的内容，恰恰是我国企业破产法第 18 条所没有的。因此，企业破产法修改时，可以在第 18 条增加规定，除非与公共利益、社会利益相抵触以及法律特别规定的例外情形，管理人的选择权不得以合同形式排除。

2．债权人最佳利益标准

问卷中的重整程序指标坚持债权人最佳利益标准，即反对重整计划的债权人的所得应不少于清算所得。该指标来自于“原则”C14.3 条，其蓝本是美国破产法典第 1129 条（a）（7）。对于企业是否有营运价值还是仅有清算价值，以及如何分配这些价值，都应交给债权人通过多

〔53〕 See H. R. Rep. No. 95 – 595, 95th Cong., 1st Sess. 409 (1977), reprinted in App. Pt. 4 (d) (i) infra.

〔54〕 Jay Lawrence Westbrook, *A Functional Analysis of Executory Contracts*, 74 Minnesota Law Review 228 (1989).

〔55〕 See Vern Countryman, *Executory Contracts in Bankruptcy: Part I*, 57 Minnesota Law Review 460 (1973).

〔56〕 参见世界银行：《营商环境 2020：“办理破产”问题》，https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/pdf/db2020/DB20 – Resolving – Insolvency – Questionnaire.pdf，2021 年 1 月 5 日最后访问。

数决来协商决定，但协商边界是不得少于清算价值的分配。我国企业破产法第87条规定，如果重整计划草案没有获得所有债权人组的同意，法院强制批准草案的前提之一是，“普通债权所获得的清偿比例，不低于其在重整计划草案被提请批准时依照破产清算程序所能获得的清偿比例”。对比该条和问卷及“原则”C14.3条会发现，二者虽然在文字上相似，但在权利保护的理念上完全不同。

理论上，重整应当创造出比清算更高的价值，故任何债权人都会因为重整而获得比清算更好（至少不比清算差）的待遇，除非债权人自愿放弃该利益。然而，对于重整计划的表决采取的是多数决而不是一致同意原则，[57] 无担保债权人组的多数同意并不代表每一个债权人都同意。因此，给予反对的债权人不低于清算所得，正是为了保证重整能够真正创造比清算更多的价值，并且不是以损害债权人的利益为代价（除非被损害者同意）。但是，我国将该标准规定在企业破产法第87条关于法院强制批准的条件中，即使重整计划给部分无担保债权人组低于清算所得的利益，如果反对票不超过所代表的债权的三分之一并且人数不超过二分之一，则仍然视为无担保债权人组同意该计划。这对于反对的少数债权人而言，无疑是不公平的。因此，企业破产法修改时，应当将第87条强制批准条件中债权人最佳利益标准放在各债权人组通过重整计划后法院的审批条件中（即企业破产法第86条）。

（三）失分但问题不合理的制度

在第一次债权人会议召开前就需要有管理人从事债权的申报受理、登记造册和审查等工作，因此，问卷以美国破产法典第702条为依据，将债权人可以任命管理人作为最佳标准。按照我国企业破产法第13条的规定，管理人是由法院指定，而不是债权人任命，因此，我国在这个问题上会失分。然而，问卷的这一最佳标准并不合理。如美国学者泰步所指出的，这一权利在绝大部分案件中都未见行使过，因为管理人实际上是由联邦托管人从管理人名册指定的。[58] 问卷将美国破产法典中并没有得到真正应用的条款推广作为蓝本，犯了只看字面上法律的错误。当然，因为债权人是管理人管理的破产财产的受益者，对管理人应当有一定的制约权，但该制约权不应包括指定管理人。可以通过司法解释，对于企业破产法第22条第2款申请法院更换管理人以及第61条债权人会议职权中“申请人民法院更换管理人，审查管理人的费用和报酬”以及“监督管理人”作更加细致的规定。例如，在第22条债权人会议申请更换管理人的权利中增加可以拒绝该管理人任命的权利。再如，将第61条第2项和第3项细化为监督管理人并审查管理人的费用、报酬与履职情况是否相匹配，对于管理人不能依法、公正执行职务或者有其他不能胜任职务情形的，可以建议新的管理人人选并申请法院更换。

法律的复杂性、法律被感知的或然性以及法律体系背后的价值、法理以及重要的法律实践难以被量化，[59] 世行营商环境报告也很难克服以上困难。“办理破产”指标在追求高度简化的目标时，完全掩盖了较好的破产规则本身的体系性及其背后真正具有评判标准价值的原则，如控制权和资源分配、利益衡量等，因此难以成为指导全面改革的教科书。

---

〔57〕 企业破产法第84条第2款规定：“出席会议的同一表决组的债权人过半数同意重整计划草案，并且其所代表的债权额占该组债权总额的三分之二以上的，即为该组通过重整计划草案。”

〔58〕 参见［美］查尔斯·J. 泰步：《美国破产法新论》上册，韩长印等译，中国政法大学出版社2017年版，第93页。

〔59〕 See Kevin E. Davis & Michael B. Kruse, *Taking the Measure of Law: The Case of the Doing Business Project*, 32 Law and Social Inquiry 1106 (2007).

四、我国办理破产指标的建构

破产法如何促进经济增长呢？从法律角度而言，破产法之所以是市场经济所必需的，是因为它为市场经济提供了资源高效和优化利用的具体保障。[60] 邹海林教授指出，通过司法程序进行的破产程序实际上提供了资源配置的平台。[61] 破产法本身并不能直接产生效率，而是引导当事人通过有效的协商和集体行动去达到具体个案中资源的优化配置，以及对于破产前后投资的预期收益的保护，从而促进更宏观层面上的经济发展。优化资源配置和保护投资的预期收益，这正是隐藏在破产法背后的两条暗线。这两条暗线串起了具体的破产法制度（不仅是纸面上的法律，也包括破产审判和法庭外解决机制等破产法的运行），也连接着更加宏大的市场效率目标，如经济发展、保护就业和降低融资成本等。因此，办理破产指标的构建不应当是单一评判，而应当重点考察破产法有没有设置不同的选项，从而在个案中实现上述两个制度目标。

（一）市场资源的优化配置

1．破产重整控制权的优化配置

破产使公司的剩余索取权人从股东变成债权人，也意味着控制权相应地发生了移转。[62] 破产程序的启动实际上是控制权优化配置的开始，即将资源从无效率甚至是不负责任的控制人转移到新的控制人手中。其中涉及两项及时止损的机制：破产启动之后的管理人接管财产和禁止任何个别清偿。[63] 当然，由于清算以财产的变价出售和债务的概括清偿为目的，企业实体最终消亡，故面向未来的控制权分配问题并不明显。相比之下，重整程序涉及企业的存续，故控制权分配成为核心问题。

在重整程序中，控制权的优化配置不意味着管理人代表债权人管理破产企业是最佳途径。相比于管理人，自行管理债务人对于重整企业的经营管理更加熟悉。因此，理想的破产重整制度应该允许在管理人和自行管理债务人选项间根据个案条件灵活选择。然而，企业破产法第 73 条对于法院批准重整程序中债务人自行管理没有明确的条件规定，“九民纪要”第 111 条第 1 款虽然对该条的法律漏洞作了填补，但对于条件的规定仍然过于笼统。[64] 只有当企业具有持续经营价值，并且利益相关者对于债务人（管理层）仍然存在信任时，才可以由更加熟悉企业经营管理的债务人自行管理，并平衡不同主体的利益冲突。对于持续经营价值的判断，本质上就是重整企业的识别审查，应结合债务人企业的资产状况、技术工艺、生产销售、行业前景等因素综合考虑。[65] 关于利益相关者对债务人（管理层）信任的判断，可以参照

---

〔60〕 See Thomas H. Jackson & David A. Skeel, *Bankruptcy and Economic Recovery*, University of Pennsylvania Law School Research Paper No. 13 – 27, July 2013, pp. 1 – 3.

〔61〕 参见邹海林：《供给侧结构性改革与破产重整制度的适用》，《法律适用》2017 年第 3 期，第 57 页。

〔62〕 参见许德风：《公司融资语境下股与债的界分》，《法学研究》2019 年第 2 期，第 79 页。

〔63〕 参见企业破产法第 25、32 条。

〔64〕 “九民纪要”第 111 条第 1 款规定：“重整期间，债务人同时符合下列条件的，经申请，人民法院可以批准债务人在管理人的监督下自行管理财产和营业事务：（1）债务人的内部治理机制仍正常运转；（2）债务人自行管理有利于债务人继续经营；（3）债务人不存在隐匿、转移财产的行为；（4）债务人不存在其他严重损害债权人利益的行为。”

〔65〕 参见“破产审判纪要”第 14 条。

债务人此前的表现，考察其是否有不诚实地损害债权人利益的行为，来判断信任关系是否可能存续。[66]

2．破产企业资产的优化配置

重整和清算都是实现破产企业资产优化配置的方式。如果破产企业的清算价值大于营运价值，企业资产就通过清算实现现值配置，流向效率更高的企业。反之，企业资产则通过重整实现未来价值配置，流向重整后的企业及其股东。然而，目前对于企业的价值判断仍处于市场不知价、法官亦不知价的状态。是故，在重整和清算这两个选项中，不应当有预设的优劣判断甚至指标衡量。我国办理破产指标应该考量的是，将是否重整以及通过重整协议的权利交给债权人会议集体判断，并且设置有效的机制以保证集体决议的效率和公平。然而，企业破产法第82条基本禁止调整法定分组，仅允许“人民法院在必要时可以决定在普通债权组中设小额债权组”。事实上，债权组中债权人的动机和利益差别可能很大。[67] 同一组中动机和利益差别越大，获得多数同意的投票越难。为了提高组内意见的统一程度，应当允许法院有更加灵活的分组机制，即只要分成同一组的债权人在动机和利益上具有相似性即可。[68] 此外，指标应当评估债权人参与投票前，对于重整的前景、企业财务状况、未来的利益分配和可能的风险等关键信息是否充分理解。指标还应当评估重整计划是不是给予每一位反对重整计划的债权人和股东的待遇都不低于清算所得，如果低于这一标准，法院是不是有权否决重整计划。故应在企业破产法第86条补充规定债权人最佳利益标准，作为重整计划必须满足的基本条件。

指标还应当注重考察破产企业资产处置方式的多样性。除了清算和重整之外，还应包括整体性出售（出售式重整）。整体性出售通过市场拍卖定价，既可以避免清算中企业被拆分出售而导致的持续经营价值损失，以及重整中谈判僵局和个别人钳制的风险，还可以避免由法官主导的司法估值所带来的专断性和外行性。[69] 但是，企业破产法第69条仅规定，管理人在实施“全部库存或者营业的转让”时应当报告债权人委员会，而非提交其表决通过。如果只有管理人参与整体性出售，则容易滋生寻租，故需要债权人会议通过多数决决议。对于正常经营范围内的小额财产出售，[70] 则可以交由管理人处分，债权人委员会监督，以保证效率。因此，企业破产法修改时，应在第69条管理人处分行为中增加一项，即对债权人利益有重大影响的其他财产处分行为，应提交债权人会议表决通过。

（二）保护投资的预期收益

破产程序如何对待投资的预期收益，关系到企业的融资成本，因此也是指标应当重点衡量

---

〔66〕 See In re Evans, 48 Bankr. 46, 48 (Bankr. W. D. Tex. 1985).

〔67〕 例如，无担保债权人内部可能存在贸易债权人与普通债权人等更为细化的分类，前者因与公司的合作关系，可能更倾向于支持公司重整（参见高丝敏：《重整计划强裁规则的误读与重释》，《中外法学》2018年第1期，第240页）。此外，随着金融创新的深度介入，借助诸如信用违约互换等工具的投资者关心的谈判重点在于重整方案是否构成“信用事件”，从而触发所投资工具的利益回报要件，而非最大化重整企业的价值。这进一步加剧了企业重整过程中不同债权人的利益分化和谈判难度。See Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Antibankruptcy*, 119 Yale Law Journal 677 – 686 (2010).

〔68〕 参见美国破产法典第1122条、德国破产法第222条；许德风：《破产法论：解释与功能比较的视角》，北京大学出版社2015年版，第493页。

〔69〕 See Richard Squire, *Corporate Bankruptcy and Financial Reorganization*, Wolters Kluwer, p. 492.

〔70〕 关于正常经营范围的判断，是从债权人角度审查，该出售交易与债务人破产申请前的运营相比具有常规性（纵向标准），并且与同行业中其他企业相比也具有常规性（横向标准）。参见前引〔58〕，泰步书，第1196页。

的因素。我国的债权融资成本比美国高 50%，[71] 这很可能与债权预期收益在企业破产时得不到合理的保护有关联。预期收益在破产程序中得到满足的程度越高，投资人事前索取的风险溢价就越低，整个市场的融资成本也就越低。相反，如果投资回收率很低或者被重整计划大量削减，投资人就会在事前要求很高的风险溢价补偿。

1．破产前投资的预期收益保护

对于破产前投资的预期收益保护，除了要区分投资形式（股权或债权）之外，还要区分破产程序（清算或重整），针对不同投资形式的预期收益在不同程序中的保护机制，采取不同的衡量指标。

破产法上的权利确定源自于破产法之外的法律。[72] 因此，在破产清算程序中，应当侧重于衡量非破产法确定的权利和权利的优先级是否得到尊重，这是破产法的重要原则。[73] 确立该原则的目的是不让任何人因破产法而得到更好或者更坏的待遇，否则破产法会被滥用，并给法院造成极大的负担。我国企业破产法并没有直接将尊重非破产法确定的权利作为基本原则落实在法条中，而是通过具体的法律条款部分体现了该原则，如第 40 条（破产前抵销权）、第 38条（清算中的取回权）和第 76 条（重整中的取回权）等。然而，仅仅依靠几条具体的规定还不足以完全保护破产法之外的法律所确定的权利，且容易造成对于破产法特殊程序的误读。例如，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第 22 条将停止计息的规定直接适用于保证债权，[74] 显然是误解了破产法停止计息的规定是为了便于在破产申请受理时确定债权，从而顺利推进破产程序，而不是改写实体权利。[75] 在企业破产法修改时，建议将尊重非破产法确定的权利作为一项原则写入，并在破产清算中作为一项指标纳入，考察具体个案中非破产法确定的权利范围、权利的优先级是否被改变。例如，在清算中应严格遵守债权优先于股权的清偿顺序，以及民法典第 386 条确立的担保债权优先于无担保债权的顺序。

利益与共理论认为，重整在所有利益相关者之间（包括债权人、股东、职工等）“建立起一种利益与共的关系，使他们共同致力于拯救企业”，[76] 以保护各方在企业“投资”的未来价值。因此，应当在重整中确立共同参与的投票机制，使所有利益相关者通过投票来形成自决的合意。自决的事项是企业持续经营能否产生足够的价值以支付他们各自权益的未来价值。如果判断结果是否定的，他们就会对重整计划投否决票，企业进入清算，相当于他们提取了现值；如果是肯定的，他们会选择通过重整计划，并为了团队利益而最小化破产法以外的法律所赋予的权利。[77] 所以，指标应当侧重于考察是否有程序能够保证利益相关者对于重整计划进行有效并且公正的表决，通过自决方式判断企业是否具有“持续价值”。在企业破产法修改

〔71〕 参见《中国实体经济融资成本比美国高 50%》，https://finance.huanqiu.com/article/9CaKrnJLjyy，2020 年 9 月 19 日最后访问。

〔72〕 See Butner v. United States, 440 U. S. 48 (1979).

〔73〕 参见许德风：《破产法基本原则再认识》，《法学》2009 年第 8 期，第 50 页。

〔74〕《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第 22 条规定：“人民法院受理债务人破产案件后，债权人请求担保人承担担保责任，担保人主张担保债务自人民法院受理破产申请之日起停止计息的，人民法院对担保人的主张应予支持。”

〔75〕 参见贺小荣主编：《最高人民法院第二巡回法庭法官会议纪要》第 1 辑，人民法院出版社 2019 年版，第 204 页以下。

〔76〕 王卫国：《论重整制度》，《法学研究》1996 年第 1 期，第 92 页。

〔77〕 See Lynn LoPucki, *A Team Production Theory of Bankruptcy Reorganization*, 57 Vanderbilt Law Review 763 – 764 (2004).

时，应当将重整的投票权分配给真正有利益关系者，即经济利益被重整计划真实改变的债权人和股东，防止出现债权人控制权与经济权利相分离的“空心”现象，[78] 并对“权益受调整或影响”进行界定。

由于不同投票组的利益和动机差别较大，如果强求重整计划获得全部组别的多数同意，就会影响重整的效率。因此，我国企业破产法第 87 条第 2 款允许法院在重整计划满足一定条件时强制通过重整计划，但条件中仅仅体现了对于部分债权的保护，如担保债权、职工债权和税收债权，忽略了无担保债权人和股东的期待利益保护，所以仅是有限的顺位规则，而不是绝对顺位规则。有限的顺位规则带来了股东和无担保债权人分配的错位，[79] 也增加了重整的投机性。绝对顺位规则的核心是，重整计划应当尊重非破产法所确立的优先级顺序，除非权利受到调整或者影响的债权人和股东得到完全的清偿或者同意，排序其后的组不应得到任何清偿。[80] 因此，企业破产法第 87 条修改时，可以考虑确立绝对顺位规则，并在实际执行中将无担保债权人的偿付率和股权的保有率作为衡量的指标之一。如果无担保债权人组没有通过重整计划并且没有得到全额清偿，那么，原有股东保有股权利益应当视为违反绝对顺位规则。

2．破产后投资的预期收益保护

新融资是典型的破产后投资。围绕着促使新融资有效率并且公平的目的，指标应当侧重考察新融资设定中管理人、债权人会议和法院之间权力分配的合理性。第一，对于正常经营范围内的新融资，如小额的水电费、工资等，应当赋予管理人自主决定的权利。当然，判断是否属于正常经营范围内的融资，需要法院考量债权人对债务人业务的熟悉情况，借款用途是否在他们预期的范围内发生，以及该笔借款的用途在债务人所在的行业是否经常发生。[81] 第二，对于正常经营范围外的新融资，则应交给债权人会议批准。但是，如果新融资的条件极其不公平，即使债权人会议批准，法院也应当有否决权。债权人会议需要考察如下因素：（1）新融资是否具有必要性。管理人或者自行管理债务人需要证明，如果没有新融资，企业存续或者重整成功将不可能。（2）新融资是否具有有益性，即有益于增加破产财产。[82] 如果新融资无益于增加破产财产，为新融资设定优先权就是将原有的债权人利益转移给新融资提供者。第三，新融资的不同优先等级设置应当具有合理性。“破产法解释三”第 2 条仅仅规定新融资可以作为共益债务或设定抵押担保，但是不得“优先于此前已就债务人特定财产享有担保的债权清偿”，并没有要求不同的优先等级设定合理地反映融资难易程度。鉴于为新融资设定抵押担保对于原有债权人的权益影响较大，其应当作为例外，并且设定条件应比共益债务更加严格，即只有在管理人或者自行管理债务人证明他们已经尽了合理努力还是无法从该新融资以外的其他途径获得资金时才可以设立。[83]

---

〔78〕 See Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. Pa. L. Rev. 730 – 731 (2008).

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

〔80〕 参见王欣新：《重整制度理论与实务新论》，《法律适用》2012 年第 11 期，第 18 页。

〔81〕 See In re James A. Phillips, Inc., 29 B. R. 391 (D. C. 1983); In re Waterfront Companies, Inc. v. Johnston, 56 B. R. 31 (Bkrtcy. D. Minn. 1985).

〔82〕 See UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, 2005, pp. 117 – 118, https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media – documents/uncitral/zh/05 – 80722_ebook.pdf, 2021 年 1 月 8 日最后访问。

〔83〕 See In re Ames Dept. Stores, Inc. 115 B. R. 34 (Bkrtcy. S. D. N. Y. 1990).

结 语

以法律与金融理论和世行指标为代表的计量比较法，为如何度量商法的效率和选择最佳规则提供了“透明化”的工具。但问卷为了简单的量化，将蕴含在破产法背后的重要法理以及相对平衡的原则都删去，最后只剩下极其简单和干枯的几个指标。这些指标不仅难以形成体系，也丧失了一部具有效率的破产法所应当具有的品格和精神。因此，我们需要理性地对待问卷：短期内通过司法解释等规范文件将我国尚且“失分”的部分补上是合理的做法，但如果将其作为立法修改的指南，则会误入歧途；对于“满分”项目，也不应当停止根据市场需要修改法律；对于在评估中失分但问卷指标设计本身不合理的问题，我国也可以通过展示现有制度的合理性，避免评估中的偏颇。虽然世行指标并不完美，但是它对于商事立法的评估理念的确是革命性的。以促进市场经济发展为目的的商事立法的实际效率如何，停留在纸面之上的自我论证已经难于回答，还是需要不断探索适当的度量机制。

Abstract: Although the World Bank Group's Doing Business Indicators (DBIs) can make up for the shortcoming of "black box problem" in comparative law caused by the lack of clear metrics, it is biased in legal origins and flawed in measurement, and its pursuit of uniform best rules may lead to regulatory moral hazard. The World Bank's Resolving Insolvency Indicators (RII) also has such problems as flaws in procedures and objects of assessment, defects in measurement methods which can't truly reflect the recovery rate, and misunderstandings on going concern value of reorganization regime. In China, the new financing rule, the voting rule of impaired parties, the rule on information accessibility for creditors and other rules set forth in the Judicial Interpretation III of Enterprise Bankruptcy Law, which benchmarks the RII, are imperfect and still need some improvements. The existing rules of executive contract and of best interests of creditors, which got the full scores by RII, fail to respond effectively to the demands of practice due to some defects. Indicators of the efficiency of bankruptcy law should focus on assessing the fulfillment of two objects, namely the optimal allocation of control and assets of the insolvent firms and the protection of the expected return on investment before and after firms' bankruptcy, such as ensuring the efficiency and bottom-line fairness of collective resolutions in insolvency proceedings, and rationally allocating the decision-making power of new financing among the trustees, creditors' meetings and the court.

Key Words: quantitative comparative law, Doing Business, Resolving Insolvency Indicators (RII), new financing in insolvency, creditor protection