豪诚智库

<第八期>

成都豪诚企业智库集团有限公司
Chengdu hao cheng think-tank enterprise co., LTD

二〇一八年二月

目　录

一、豪诚动态 1

1.成都荣兴铝业有限公司破产清算案第一次债权人会议顺利召开 ... 1

2. 豪诚集团2018年度新春团拜会圆满召开 2

二、行业热点 3

1.不动产抵押权优先受偿范围研究 3

2. 四川政协委员提议设立企业破产管理局，更好监督管理国有资产 31

3. 关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知 ... 34

三、法院信息 39

1. 北京大成（成都）律师事务所被四川省南充市中级人民法院指定为四川玉树科技（集团）有限公司管理人 39

2. 四川中源会计师事务所有限公司被四川省德阳市中级人民法院指定为德阳市宏力机械有限公司管理人 39

3. 四川希正律师事务所被四川省自贡市中级人民法院指定为自贡市中实机电有限公司管理人 40

4.2018泸县法技委第19号案件选择结果..... 40

四、问题探索 41

1.北京一中院破产审判规范化建设纪实 41

2. 关于关联企业合并破产清算 47

3. 不良资产处置与不良资产证券化：国际经验及中国前景 66

4.破产重整计划的强制批准的制度必要性、司法现状及完善建议！ 91

一、豪诚动态

1.成都荣兴铝业有限公司破产清算案第一次债权人会议顺利召开

发布时间：2018.1.26

成都荣兴铝业有限公司破产清算案

第一次债权人会议顺利召开

2018 年 1 月 25 日上午 9 点 30 分，成都荣兴铝业有限公司破产清算案第一次债权人会议在成都市双流区人民法院如期召开，会议共有 54 户债权人到会。根据会议现场统计，会议所有表决事项均表决通过。

2017 年 8 月 16 日，成都市双流区人民法院根据成都荣兴铝业有限公司（以下简称债务人）申请，裁定受理了成都荣兴铝业有限公司破产清算申请，并于同年 9 月 12 日指定我公司（四川豪诚企业清算事务所有限公司）为成都荣兴铝业有限公司管理人（以下简称管理人）。

管理人进驻债务人现场后，在法院的指导下，接管了债务人资产、印章、档案等资料，通过公开比选，聘请了专业审计机构、评估机构、工程造价机构进行清产核资，并接管了债务人的日常经营管理工作，同时通知各类已知债权人向管理人进行债权申报。截止 2018 年 1 月 12 日，管理人共接受 55 户债权人申报债权。

2018 年 1 月 25 日上午，会上管理人作《执行职务的工作报告》、《债务人财产状况报告》、《债权申报与审查情况说明》，并向债权人发放了《债权表》，发放表决票与异议表 54 张，请各到会债权人就《成都荣兴铝业有限公司财产管理方案》、《成都荣兴铝业有限公司财产变价方案》、《关于以

非现场方式召开债权人会议的议案》进行了表决，表决均高票通过。

会议期间，合议庭驾驭得当，会场秩序井然，各项工作有条不紊顺利推进，完成了既定的全部程序和内容，同时对有异议和疑问的债权人安排专人接待和答复，法院与管理人的工作得到与会人员的高度评价。

2. 豪诚集团 2018 年度新春团拜会圆满召开

豪诚集团 2018 年度新春团拜会圆满召开

为展现公司日新月异、蓬勃发展的良好风貌，增进友谊、增强凝聚力，点燃全公司员工新一年的工作热情，公司开展了 2018 年度新春团拜会，以此来答谢各位员工一年来辛勤的工作与默默付出。

年会上，公司为优秀员工进行了表彰，公司领导分别为优秀员工、年度标兵颁发了奖状和奖品，鼓励其戒骄戒躁，在新的一年起到模范带头作用，做出新的贡献。

此次年会，公司领导与员工不分年龄、不分阶层、积极主动的参与到各个有趣的小游戏中，不断的掀起年会的高潮。不仅给大家带来了欢声笑语，同时也让同事之间彼此的心更加贴近。

2017 年已经过去了，在过去的一年里我们一起并肩作战面对各种困难，迎难而上共创佳绩，2018 年已经到来，我们将迎来一个更加光辉灿烂的豪诚未来。

二、行业热点

1.不动产抵押权优先受偿范围研究

文章来源: 《法律科学（西北政法大学学报）》2017 年第 6 期

不动产抵押权优先受偿范围研究

——基于裁判分歧的分析和展开

高圣平 罗 帅

摘要:债的受偿范围可依当事人约定的担保范围或法定的担保范围而确定，其是否可以纳入不动产抵押权的优先受偿范围，还需考虑不动产登记簿的记载和法律的限制性规定。利息、逾期利息、违约金、损害赔偿金都应当进行登记，且登记或依登记计算的数额可以超过法定限制，只不过就超过部分，债权人不享有债权请求权，更不享有优先受偿权。实现抵押权的费用、保全抵押财产的费用，无需登记，具有共益费用性质，当然属于优先受偿范围。抵押合同约定的担保范围与不动产登记簿的记载不一致时，法院在实体审判中应明确具有优先受偿性的债权范围，以及不具有优先受偿性、仅具有债法效力的债权范围，为债权人实现其权利提供执行名义。在强制执行程序中，执行法院就抵押财产变价款的分配，根据是否存在后顺位物权人和一般债权人而区别处理。司法实践中的不同处理在一定程度上受到不动产登记簿设计的影响。为彻底解决此种分歧，应对不动产登记簿的登记事项进行修改，或者在登记簿的“附记”中记载担保范围。

关键词：担保范围；不动产抵押登记；优先受偿范围；不动产登记簿；公信力

不动产抵押权是就抵押财产的变价款优先受偿的权利，在性质上属于变价权。不无疑问的是，就抵押财产的变价款优先受偿的范围如何确定？不动产抵押权为担保抵押权人（债权人）的债权而设定，其优先受偿范围也就自然是其所担保的特定债权。《物权法》第 173 条规定："担保物权的担保范围包括主债权及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用。当事人另有约定的，按照约定。"这里，明确将不动产抵押权优先受偿的范围界定为"主债权及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用"，但又允许当事人之间就此作出例外安排。如此，《物权法》第 185 条第 2 款将"担保的范围"作为抵押合同的一般条款，倡导当事人在书面形式的抵押合同中作出明确约定，在解释上，就此未作约定者，依同法第 173 条所定缺省规则（法定担保范围）来确定。

基于不动产抵押权的物权性，在我国《物权法》就因法律行为的物权变动采行债权形式主义模式之下，不动产抵押权自应以登记作为公示方法，且登记是其生效（设立）要件（《物权法》第 187 条对此定有明文）。准此，不动产抵押权的优先受偿范围作为抵押权的主要效力内容，应在不动产登记簿上予以记载，以公示特定抵押财产之上的权利负担，第三人可以基于不动产登记簿上的记载，判断抵押财产的剩余价值，预估交易风险，并进而做出理性的商事判断。此为不动产登记簿公示公信力的体现。

如此看来，不动产抵押权的优先受偿范围的确定，不仅取决于当事人的约定（未约定即依法定），更端赖于不动产登记簿的记载。我国目前登记实践中所使用的不动产登记簿是国土资源部发布的《不动产登记簿样式（试行）》，其中“抵押权登记信息”中仅设计了“被担保主债权数额”，而没有其他担保范围的登记栏目。这样，不动产抵押权的优先受偿范围是当事人在抵押合同中约定的担保范围，还是不动产登记簿登记的主债权的具体数额，即生疑问。司法实践就此问题的处理存在两种完全不同的解释方案，学说上的研究尚未充分展开。本文不揣浅薄，拟就此一陈管见，以求教于大家。

通过对中国裁判文书网公布的最高人民法院、高级人民法院和中级人民法院 2014-2016 年的裁判文书的检索，本文作者发现，就不动产抵押权优先受偿范围的确定，如抵押合同中约定抵押担保范围包括本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现抵押权的费用、保全抵押财产的费用等，但不动产登记簿仅登记被担保主债权的具体数额，司法实践中存在截然相反的两种处理方式。

第一种处理方式认为，不动产抵押权优先受偿范围依抵押合同的约定，并不限于登记簿记载的主债权数额。此类裁判中，法院以《物权法》第 173 条和/或《担保法》第 46 条作为规范基础，认为不动产登记簿（或不动产权属证书）上记载的数额是主债权数额，而不是抵押担保的范围（总债权额），从而主张以抵押合同约定的担保范围作为确定不动产抵押权的优先受偿范围。其主要理由在于：其一，尊重当事人意思自治。“担保物

权的担保范围是可以由当事人约定的，那么抵押权人优先受偿的范围就应根据约定的抵押担保范围来确定。”“因抵押登记是设立房产抵押权的要件，仅产生设立抵押权的效力，他项权证载明的债权数额仅指担保的本金数额，担保范围的确定应尊重当事人的意思自治。抵押合同是当事人协商一致的结果，体现了当事人的真实意思表示，担保范围应以该合同约定为准。”“根据《物权法》第 173 条的规定，抵押权人优先受偿的范围不以主债权为限，而应根据约定抵押担保范围或法定范围来确定。”其二，登记簿未记载担保范围。“《物权法》第 185 条第（一）项中“被担保的主债权数额”与第（四）项“担保的范围”为两项不同的合同条款。”“虽然在抵押登记证上载明有‘债权数额’的记载，但不能构成对当事人抵押合同所约定的保证（疑为“担保”之误）范围的协议改变。”“一般抵押权设立登记的，权利证书上记载的‘债权数额’仅是设定抵押时担保的主债权本金数额，与抵押担保范围是两个不同的条款。债权人主张按抵押合同约定的担保范围内的全部债务行使优先受偿权的，法院应当予以支持。”“鉴于债权本金、相关利息、违约金以及实现债权的费用等的合计最高金额房屋登记机构无法提前计算，故房屋登记机构记载在他项权证上的抵押债权数额仅是双方对债权本金的明确，而抵押物的担保责任范围应以当事人签订的抵押担保合同的约定内容为准。”其三，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》（以下简称《担保法解释》）第 61 条不适用于此类情形。“根据《担保法解释》第 61 条的规定，虽然本案案涉房屋在办理抵押登记时记载的债权数额应为抵押合同中约定的被担保主债权数额，

而非抵押物的抵押担保范围。因为在设立抵押及办理登记时，主债权及附随债权尚未能确定，但当事人对抵押物的抵押担保范围是有预期和认知，并在主债权合同中已作约定，所以登记机关登记记载的是被担保的主债权数额，而非抵押担保范围，且这与合同约定的内容也并非不一致。”

第二种处理方式认为，不动产抵押权优先受偿范围限于不动产登记簿记载的主债权数额，不能扩及至抵押合同已作约定但登记簿未作记载的担保范围。此类裁判中，法院依据《物权法》第 16、17 条以及《担保法解释》第 61 条，认为在抵押合同约定的担保范围与抵押登记的债权数额不一致之时，案涉不动产抵押权优先受偿范围应以不动产登记簿（或不动产权属证书）记载的内容为准。其主要理由在于：其一，《担保法解释》可直接作为裁判依据。第 61 条“《担保法解释》第 61 条规定，抵押物登记记载的内容与抵押合同约定的内容不一致的，以登记记载的内容为准。虽然，抵押合同约定的担保范围为包括主合同项下的债务本金、利息、逾期利息、罚息、复利、手续费、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用（包括但不限于诉讼费、执行费、保全费、鉴定费、律师代理费、差旅费等）和实现债权的其他一切费用，但是，抵押登记中他项权证所记载的债权数额明确为主债权数额。在两者不一致的情况下，案涉抵押担保的范围应以登记记载的内容为准。”其二，不动产登记簿具有公信力，不动产权证书具有证明作用。“在办理房地产抵押登记时，登记机关发放的他项权证记载的抵押贷款金额均明确了具体数额，对此应当按照《物权法》第 17 条规定来进行认定，不动产权属证书是权利人享有该不动产物权的证明。基

于物权的公示效力，抵押权人实现优先受偿权应以他项权证记载为准。抵押权人主张就抵押物价值超出登记价值的部分优先受偿即按照抵押合同约定的担保范围优先受偿，缺乏法律依据，不予采信。”“房屋他项权证作为房屋产权登记机关颁发给抵押权人的法定凭证，其记载的债权数额与不动产登记簿记载的债权数额一致。鉴于权证登记的公示效力，当出现抵押合同与抵押权登记簿、他项权证上记载的抵押权的担保范围不一致的情形，应当以登记记载的内容确定具体数额。”此类裁判与最高人民法院的司法态度相一致。最高人民法院在“大庆建行与庆莎公司、金银来公司借款抵押合同纠纷上诉案”中也认为，应以登记簿的记载确定抵押权人的优先受偿范围，抵押权人就抵押财产的变价款中超过已登记数额的部分没有优先受偿权。

此外，还有些判决只是认定抵押权人就抵押物优先受偿，但并未明确是按登记的数额受偿，还是按当事人约定的担保范围受偿，回避了相关争议。

上述裁判中，认定以不动产登记簿的记载确定不动产抵押权优先受偿范围的法院主要集中于江苏法院。2013 年江苏省高级人民法院《关于当前商事审判若干问题的解答》指出：“在金融借款纠纷中，银行与债务人、担保人在以房地产作为抵押物的抵押合同中约定的担保范围包括本金、利息、实现债权的费用等，但是在办理房地产抵押登记时，登记机关在登记薄上记载的主债权范围仅为本金部分，或者登记机关发放的他项权证记载的主债权范围仅为本金部分，与当事人之间的抵押合同约定不一致，当

抵押权人要求就抵押物超出本金部分的价值优先受偿，或者当后顺位的抵押权人要求就超出部分优先受偿，或者债务人的其他债权人要求就超出部分共同受偿时，就会发生权利受偿范围和顺位的冲突，应当如何处理？”“答：房地产抵押权属于物权，房地产抵押登记属于不动产物权登记。《中华人民共和国物权法》第十六条规定：不动产登记簿是物权归属和内容的根据。不动产登记簿由登记机构管理。因此，抵押担保的范围应以登记机关不动产登记簿的记载内容为准，除非有证据表明登记簿的记载错误。对抵押权人主张就抵押物价值超出登记价值的部分优先受偿的，不应予以支持。”2013 年江苏省高级人民法院执行局《关于执行疑难若干问题解答》、2015 年江苏省高级人民法院《关于抵押债权优先受偿范围的补充解答》对此作了进一步明确。

由案例的整理可见，司法实践中的争议主要体现在规范基础不同。认定不动产抵押权优先受偿范围以抵押合同约定为准的，所适用的法律条文是《物权法》第 173 条和/或《担保法》第 46 条；而主张不动产抵押权优先受偿范围以登记簿记载为准的，所适用的法律条文是《物权法》第 16、17 条和《担保法解释》第 61 条。那么，《物权法》第 173 条、《担保法》第 46 条与《物权法》第 16、17 条、《担保法解释》第 61 条在法律适用上是否存在非此即彼的关系？从规范内容上，《物权法》第 173 条和《担保法》第 46 条属于任意性规范，是对约定或法定担保范围的规定；而《物权法》第 16、17 条和《担保法解释》第 61 条是就不动产抵押登记效力的规定，两者之间并无冲突。问题的关键又回到了：担保范围是否需要登记

才能取得优先受偿效力?

在物权法定原则之下,不动产抵押权属于《物权法》所定“担保物权”(上位阶物权种类)中“抵押权”(中位阶物权种类)的“一般抵押权”(下位阶物权种类)的亚类型(其他包括动产抵押权、浮动抵押权等),符合种类法定(类型强制)的要求;不动产抵押权的内容体现为就特定财产的变价款在特定范围内优先受偿,就此,《物权法》第179、195条定有明文。由于不动产抵押权作为一种物权,具有绝对性,其支配对象及范围都应当相对明确,以使物权法律关系更为确定。依不动产物权登记公示法理,不动产抵押权的优先受偿范围当属抵押权的内容,依法应经登记,才能取得物权效力。不动产抵押权人仅能依登记的内容行使其权利,“为使此项约定(即当事人间关于担保范围的约定)构成抵押权的内容,自应于抵押权设定登记时一并登记,始生物权之效力。”应当注意的是,不能仅因《物权法》第173条就担保范围做了规定,就认为抵押权人可就抵押财产的变价款在该范围内享有优先受偿权。该条规定实际上是抵押合同中的一个条款,在我国物权法明确区分合同效力和物权变动的情形之下,仅仅抵押合同的约定并不当然产生物权效力。也就是,虽然法律上规定了当事人之间就担保范围未作约定时的缺省规则,但并不表明这些附属债权可无须登记即为抵押权效力之所及。无论法定的担保范围,还是约定的担保范围,欲使后顺位物权人以及无担保债权人可得知晓,皆应通过登记的办法对不动产抵押权的优先受偿范围予以明确公示。在主债权(原债权、本金)的登记公示上,学术界与实务界并无异议,争论的焦点集中于利息、违约

金、损害赔偿金、实现抵押权的费用、保管抵押财产的费用等附属债权是否都需要进行登记以及如何登记。

（一）法定担保范围

一般认为，《物权法》第 173 条确立了法定担保范围（缺省规则），当事人在抵押合同中未就担保范围做出特别约定时，默认为法定的担保范围。当事人可以在抵押合同中约定抵押权担保的债权范围为全额担保或部分担保，“没有明确约定为部分担保的，推定为全额担保。全额担保的范围为债权实际清偿时所存在的范围，包括主债权及利息、违约金、损害赔偿金和实现抵押权的费用。”

如此看来，在当事人之间就担保范围已作约定的情况下，排除法定担保范围的适用，《物权法》第 173 条所定法定担保范围也就并不具有当然适用的效力。问题在于，法定担保范围是否无需登记，当事人依然可以主张优先受偿？在允许当事人就担保范围做出例外约定的情况之下，法定担保范围的存在并不能使第三人就担保范围形成预期和认知，如登记簿上未作记载，并不当然表明就应依法定担保范围确定不动产抵押权的优先受偿范围，此际，尚需进一步探知抵押合同的内容，只有在抵押合同中对担保范围未作约定的情况下，才能依法定的担保范围确定当事人之间的权利和义务，但仅此并不能当然得出法定的担保范围未经登记即具有优先受偿效力的结论。事实上，法定担保范围中利息、违约金等附属债权的具体确定仍然端赖于当事人的约定。基于不动产登记簿公示公信力，当事人未对担保范围进行约定时，按法定担保债权范围进行处理，也需登记。因此，“当

事人未就抵押权担保范围作任何约定的，也应在登记簿注明‘未约定担保范围’”，这一处理便于第三人知晓，同时有利于简化登记。但“未约定担保范围”属于从反面来表明担保范围，由此可能使第三人误解为担保范围不包括附属债权。

由此可见，法定担保范围也应当进行登记，在登记簿上未作记载的，也无优先受偿效力，抵押权人仅能就登记的主债权数额优先受偿。此外，对于附属债权的登记，应正面注明为“法定担保范围”或者在登记簿上直接全部勾选各附属债权。这一方案有利于简化登记，相较于从反面进行注明，还能够避免不必要的误解，从而更符合不动产登记“准确、完整、清晰”的要求。此外，法定担保范围属于对当事人可得主张的主债权与附属债权大致范围的预设，是否主张权利还应遵循抵押权人的个人意志，但具体数额除了根据当事人意思确定外，还应受到相关强制性规定的限制。

（二）约定担保范围

基于风险控制的考量，当事人在抵押合同中约定担保范围已成常态。信贷实践中，当事人大都约定“抵押担保的范围为抵押权人在主合同及各具体合同项下的所有债权，包括但不限于借款本金、利息、复利、罚息、违约金、损害赔偿金、实现债权及担保权的费用等。”当事人约定的担保范围未经登记，第三人无从知晓，以该约定拘束第三人即失去正当性。在约定的担保范围中，就主债权（原债权、本金）的约定和登记并无争议，本文以下主要讨论利息、违约金、损害赔偿金、实现抵押权的费用以及保全抵押财产的费用。

1. 利息

利息包括法定利息与约定利息，此外，当事人一般还会约定逾期利息（迟延利息）。

（1）法定利息与约定利息。“法定利息是以国家法律规定为标准而支付的利息，银行贷款的利息即为法定利息。”有学者认为，法定利息的法定性使其即使不经登记，也当然成为法定担保范围，属于抵押权效力所及范围。本文作者对此不敢苟同。所谓法定利息，指的是利率（即计算利息的标准）的法定。利息系因当事人约定而生，而非因原本债权而当然存在，当事人在设定不动产抵押权之时，应先就利息一并登记，始生物权效力，未经登记的利息，不应成为不动产抵押权的内容。在允许约定利率的情形下，法定利率也并不具有当然适用的效力。登记簿上仅有“利息”的登记，未进一步记载利率的，依法定利率。“约定利息是借贷双方当事人约定的借款人支付给出借人的利息”，约定利息欲纳入抵押担保范围，应经登记。在约定利息具体事项登记上，登记内容可以包括起息日期、付息日期以及利息计算方法即利率。在利息数额限制上，《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（法释〔2015〕18号）（以下简称《民间借贷司法解释》）第26条第2款前句规定，借贷双方约定的利率超过年利率36%，超过部分的利息约定无效。学界有观点认为，当事人约定的利息超过国家规定的最高利率，超过部分无效，不予保护，不能纳入抵押担保范围。在民间借贷交易中，当事人约定的利息超过36%的，亦应准予登记，但是在债权实现时，对于超过36%的部分无效，债权人就此部分并不享有

债权请求权，也就更无从主张优先受偿权。如此处理即不违背不动产登记以形式审查为主、实质审查为辅的原则。

（2）逾期利息（迟延利息、罚息）。逾期利息是否属于担保范围存在争议。第一种观点认为迟延利息不属于担保范围，比如“逾期利息，即债务人履行金钱债务迟延时，应当向债权人给付的利息，不属于担保的范围。”第二种观点认为逾期利息属于法定违约金，不应包括在法条规定的利息范围内。第三种观点，认为迟延利息属于法定利息，即“债务人不履行金钱债务而应支付的法定利息”，也是违约责任的一种方式。本文作者认为，《合同法》第 207 条规定：“借款人未按照约定的期限返还借款的，应当按照约定或者国家有关规定支付逾期利息。”据此，不履行借款返还义务即发生逾期利息，在性质上具有法定性，亦属借贷之债的特殊为责任承担方式，因此属于抵押担保的债权范围。只不过，逾期利息的计算标准可以由当事人约定，也可以依国家有关规定，依公示公信的法理，逾期利息应当进行登记。应当注意的是，逾期利率同样应受到限制。“通常按约定的本金利率执行，在无约定时，按法律规定的利息率及迟延期计算”。值得注意的是，《物权法》第 173 条将“利息”与“违约金”、“损害赔偿金”相并而称，这里的“利息”应仅指作为原债权的本金所产生的孳息，并不包括因债务人迟延履行债务（返还本息）所产生的“逾期利息”。“逾期利息”实际上属于《物权法》第 173 条所称的“违约金”或者“损害赔偿金”。基于担保交易主要发生于借贷法律关系之中，“逾期利息”又是全部债务的重要组成部分，为防免登记实践中定性为“违约金”或者“损害赔偿金”

的困难，不动产登记簿中关于抵押权的登记事项可以专列“逾期利息”一项。就民间借贷交易中逾期利息的计算而言，可以适用《民间借贷司法解释》第 29 条的规定：有约定，按约定，但不得超过年利率 24%；无约定或约定不明时，有约定借款利率，按借款利率，但也不得超过 24%；无约定或约定不明时，且未约定借款利率，按 6%计算。在登记操作上，当事人有约定逾期利息利率时，应当对约定的利率进行登记；当事人之间无约定时，勾选“逾期利息”栏目即可。

2. 违约金

违约金具有补偿性，不能完全等同于预定的损害赔偿，我国《合同法》没有确认违约金为预定的损害赔偿。因此，违约金和损害赔偿金两者之间不相冲突，可以同时被纳入担保范围，并可以同时主张。也有学者不赞成将违约金和损害赔偿金同时登记、并可同时享有优先受偿权的观点。本文作者认为，基于《物权法》第 173 条对违约金和损害赔偿金的并列规定，抵押权人就违约金和损害赔偿金均可主张优先受偿，主张的前提是登记簿的记载，但在具体受偿数额上，适用相关规定的限制。违约金一般分为惩罚性违约金和补偿性违约金，两者均属于抵押权的担保范围。在数额限制上，当事人约定违约金的，按约定支付违约金，但存在过高于损失需要适当减少或过低于损失需要适当增加时，计入担保范围的违约金应当以人民法院或仲裁机构最终确定的数额为准。

在登记问题上，有学者认为违约金取决于当事人的约定，无论是否登记，都应属于担保范围；持相反观点的学者认为，正因违约金本由当事人

之间的约定，故需要登记。此外，还有学者认为，不仅违约金欲纳入担保范围必须进行登记，并且需要“写明违约金的准确数额或计算方法”，否则虽然存在请求权，但不得就抵押物拍卖变卖的价款优先受偿。本文作者坚持认为，当事人之间的违约金约定存在数额或计算方法上的差异，仅在登记簿上勾选违约金，无法使第三人对主债务的违约金部分形成确切的认知，因此应进一步记载违约金的准确数额或计算方法，未经登记，债权人只享有一般的债权请求权，不享有优先受偿权；对于登记的违约金过分高于债权人所受损失的，就超过部分，债权人不仅不享有优先受偿权，而且不享有债权请求权。

3. 损害赔偿金

损害赔偿金是一种“法定性债务”，是因主债权未受清偿而发生的债权，与主债权具有同一性。“违约金与损害赔偿都具有代替给付的性质。如果不将它们纳入担保物权的担保范围，就有可能纵容债务人不履行债务，对债权人的保护是不够的。”因此，损害赔偿金属于抵押权的担保范围。不同于违约金，损害赔偿金是事后根据实际损失来确定，事先不具有确定性，在不动产登记簿上的记载也就具有了不同于违约金的特点，只需在“担保范围”栏勾选“损害赔偿金”即可，无须进一步记载其具体金额。本文作者曾经主张，损害赔偿金具有事后确定性，其具体数额只有在仲裁或者诉讼中才能确定，因此损害赔偿金虽然不能进行登记，但仍应将其纳入担保范围，赋予其优先受偿效力。正如前述，损害赔偿金虽为法定性债务，但仅表明抵押权所担保的主债务中此部分在发生上具有法定性，仍可因当

事人的约定将其排除于担保范围之外，如未在登记簿担保范围中加以记载，第三人即可认为抵押权所担保的债权因主债当事人的特别约定予以排除，因此，损害赔偿金亦须经登记才取得优先受偿效力。在赔偿数额上，“在法律没有特别规定或者当事人没有约定的情况下，应按照完全赔偿原则确定具体赔偿数额。赔偿全部损失，既包括赔偿现实损失，也包括赔偿可得利益损失。”但是，可得利益损失的范围纳入担保范围时，应当受到可预见规则、减损规则、损益相抵规则以及过失相抵规则等的限制。

4. 实现抵押权的费用

实现抵押权的费用，是指抵押权人因行使抵押权所支付的一切费用，包括抵押财产的估价鉴定费、拍卖、变卖费用和诉讼费用等。“实现担保物权的费用是由于债务人不及时履行债务导致，这些费用理应由债务人承担，否则不利于保护担保物权人的利益。”因此，实现担保物权的费用自属担保范围。此外，与前述损害赔偿金等法定性债务不同的是，实现担保物权的费用是为参与担保物权实现的所有债权人的利益支出的费用，具有共益性。在没有相反约定的情形下，虽然该费用多由实现抵押权的债权人预付，但最终应由债务人承担，因此，赋予抵押权人对其所支付的实现抵押权费用就抵押物依法定实现方式所得价款优先受偿的权利，更加符合公平原则。实现抵押权的费用与损害赔偿金不同，无需登记，当然地纳入不动产抵押权优先受偿的范围。

实现抵押权的费用也应受费用必要性的限制。当实现抵押权的费用是必要费用，即抵押权人为实现抵押权而不得不支付的费用时，不对抵押权

人此种利益进行保护，法律制度设计的保护债权人目的就无法实现。这意味着，“担保物权人应本着诚实信用的原则实现担保物权，所花的费用也应当合理，对不合理的费用不应当纳入担保的范围。”

5.保管抵押财产的费用

在抵押关系中，抵押财产由抵押人自己保管，保管抵押财产的费用已由抵押人自行承担，自不应纳入担保范围，《物权法》第 173 条所定“保管担保财产的费用”也就不应确定为不动产抵押权优先受偿的范围。但是，在实务中不能排除例外情形，比如抵押权人支付的房屋修缮费等保全抵押财产的费用。是否有必要将保全抵押财产的费用纳入抵押担保范围？

本文作者对此持肯定观点。我国《物权法》第 193 条规定抵押权人有权要求抵押人停止使抵押财产价值减少的行为，抵押财产价值减少的，有权要求恢复抵押财产的价值，或者提供与减少的价值相应的担保；抵押人不恢复抵押财产的价值也不提供担保的，抵押权人有权要求债务人提前清偿债务。但是，在抵押人对于抵押物实施价值减损的行为从而危及抵押权人优先受偿权的具体实现范围之时，存在抵押权人采取第 193 条规定的救济措施仍得不到救济或者情事紧迫时不能及时采取第 193 条规定的救济措施情形。此际，抵押权人为保全抵押财产或请求抵押人防止抵押物价值减少、恢复抵押物价值所支付的必要费用，因可归责于抵押人的事由而发生，应由抵押人负担，当属抵押权所担保债权的范围，即抵押权人支付的该费用可优先受偿。

保全抵押财产的费用无论其性质为垫付或无因管理费用，在发生之初

系由抵押权人负担，但最终都应由抵押人承担。因此，无论当事人是否约定，以及即使由于事先无法确定而未进行登记，该费用都应当纳入不动产抵押权优先受偿的范围。在比较法上，《瑞士民法典》第 808 条第 3 项和我国台湾地区明确规定，保全抵押权的费用无需记载于登记簿册，当然属于担保范围。其法理基础在于：此项费用不仅保全了抵押权人的抵押权，还保全了抵押人的财产，对双方均为有利。当然，保全抵押财产的费用也应受到限制，即应符合以下条件：第一，为防止抵押财产因抵押人的作为或不作为而减损所支出的费用；第二，该费用必须是合理、必要的，即确属保全抵押权而不得不支付的费用。

由以上分析可见，就不动产抵押交易而言，当事人之间约定的担保范围仅产生债法上的效力，司法实践中第一种仅以《物权法》第 173 条和/或《担保法》第 46 条为依据判定不动产抵押权的优先受偿范围，有失偏颇。不动产抵押权的优先受偿范围端赖于不动产登记簿的记载，但又不局限于不动产登记簿的记载。可以说，不动产抵押权优先受偿范围必然与登记范围不一致，但后者影响甚至决定前者的范围。一方面，法定的担保范围和约定的担保范围均须登记，未在登记簿上记载的，视为就附属债权并无优先受偿权，抵押权人仅能就登记的主债权数额优先受偿；利息、逾期利息、违约金、损害赔偿金均应登载于登记簿，但就其中超过规定限制的部分，债权人不仅不享有债权请求权，更无优先受偿权。另一方面，符合条件的实现抵押权费用、保全抵押财产费用，具有共益性，无需登记，当然属于不动产抵押权优先受偿范围。应当注意的是，不宜因附属债权事先

不能确定就否认其登记可能性。不动产抵押权优先受偿范围的登记并不是具体数额的登记，可能只是计算方法的登记（如利率、违约金的具体计算方法），也可能只是具体事项的登记[如只是（勾选）登记“损害赔偿金”栏目）]。现

《物权法》实施之后，2008 年《房屋登记簿管理试行办法》第 9 条规定登记簿应当记载主债权数额和担保范围。《房屋登记簿记载内容说明》对于担保范围也做了解释，即“担保范围：记载抵押合同中约定的担保范围，可以是主债权及利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现抵押权的费用等；抵押合同未约定的，记载未约定事实。”但统一不动产登记之后，《国土资源部关于启用不动产登记簿证样式（试行）的通知》（国土资发〔2015〕25 号）中，“抵押权登记信息”并无独立的“担保范围”栏目，只登记被担保主债权数额，直接导致抵押合同的约定和不动产登记簿的记载不一致。在不动产抵押权可得实现之时，本文作者赞同依据登记簿的记载来确定不动产抵押权的优先受偿范围，并就此对抵押财产的变价款优先受偿。

（一）坚持不动产登记簿的公示公信力

依据登记簿的记载来确定优先受偿范围的正当性，来源于物权公示公信原则以及不动产登记簿的公示公信效力。发生物权变动时，须将物权变动的事实通过一定的公示方法向不特定的多数人公开，即使依公示方法表现出来的物权不存在或有瑕疵，对于信赖该表征并已从事了物权交易的人，法律也仍然承认其与存在真实的物权具有相同的法律效果，以保护交易安

全。我国《物权法》第 187 条确立了不动产抵押权的登记生效模式，即登记也是确立不动产抵押权人优先受偿范围的生效条件。因此，无论法定的担保范围、约定的担保范围，原则上都应当进行登记，否则不动产抵押权人不能享有优先受偿权。准以此解，当事人之间的抵押合同仅在彼此之间发生效力（债权的对人性），欲发生对抗合同以外第三人的效力（物权的对世性），必须以一种可靠的公示方法使第三人知晓。通过对当事人抵押合同内容予以登记，使得抵押合同内容由债权效力上升为物权效力，抵押权人从而获得优先于后顺位物权人和无担保的一般债权人而受偿的权利。我国实定法坚持了不动产登记簿的公信力，《物权法》第 16、17 条均为法律上对不动产登记簿公信力的肯定，不动产登记的公示公信最终通过不动产登记簿而得以彰显。就此，《担保法解释》第 61 条规定："抵押物登记记载的内容与抵押合同约定的内容不一致的，以登记记载的内容为准。"此一规定基于不动产登记簿的公示公信法理，240-242 虽然是解释《担保法》，但《担保法》与《物权法》就此问题的规定并不冲突，仍应适用。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国物权法〉若干问题的解释(一)》（以下简称《物权法解释（一）》）第 2 条，虽从反面进行规定"当事人有证据证明不动产登记簿的记载与真实权利状态不符、其为该不动产物权的真实权利人，请求确认其享有物权的，应予支持"，但其立论基础也是不动产登记簿的公信力。由于不动产登记簿记载的债权数额为主债权（原债权、本金）数额，不包括违约金、利息、损害赔偿金以及实现抵押权费用等附属债权，其公示出来的数额必然会使后顺位物权人或无担保的一般债

权人形成信赖。法院最终判决抵押权人优先受偿范围以合同约定为准，超出了登记记载的主债权数额，显然有损后顺位物权人或一般债权人债权的实现。

实际上，《物权法解释（一）》第 2 条不仅进一步认可了不动产登记簿的公信力，还为解决不动产抵押权优先受偿范围的问题提供一个解决思路。在现有登记操作实践中，不动产登记簿所记载的担保范围缩小了不动产抵押权的优先受偿权范围，附属债权未予登记，与约定的事实不符时，应允许抵押权人通过异议登记、更正登记以及《物权法解释（一）》第 2 条规定的起诉方式对其真实权利进行救济。相应地，法院应依据有效的抵押合同关于担保范围的约定，释明抵押权人可以依据合同约定至登记机关办理变更登记手续，如抵押人拒绝，应判决抵押人协助抵押权人至登记机关办理抵押变更登记手续。但是，该救济途径至少存在两个难题：一是未从根本上解决不动产抵押登记问题，一定程度上将后顺位物权人以及无担保的一般债权人利益置于不顾。在有后顺位物权人的情形下，依不动产登记簿公信法理，还需征求后顺位物权人的同意（《物权法》第 194 条第 1 款）；二是在抵押合同中就附属债权未作约定时，抵押权人尽管依据《物权法》第 173 条确立法定的担保范围，但由于抵押合同中未作明确约定，从而引发举证困难，最终导致权利主张不成立。

以抵押合同约定的担保范围来确定不动产抵押权的优先受偿范围，实际上是采纳了债权意思主义国家的观点，使得我国物权法所确立的不动产抵押权登记生效模式名存实亡，击破了物权与债权区分的法律逻辑。物权

与债权的区分在于公示（登记、占有）使仅有相对性的债权产生对抗第三人效力，赋予未经登记的抵押权内容以物权效力（优先受偿效力），与此有违。同时，抵押合同的约定优于登记簿的公示公信效力，使得当事人之间有机会恶意串通更改抵押合同内容，损害后顺位抵押权人的利益，容易滋生道德风险。

有学者认为，《房屋登记办法》第 44 条中的“被担保债权数额”包括了《房屋登记簿管理试行办法》第 9 条第 3 款中的“被担保主债权的数额”和“担保范围”，应依其文义解释为包括主债权本金部分之外的利息、违约金、损害赔偿金和实现抵押权的费用等在登记时未能确定的债权。前引第一种处理方式的裁判中，相反观点认为，《物权法》第 185 条第 2 款规定了抵押合同一般应当包括的条款，其中第 1 项为“被担保债权的种类和数额”，第 4 项为“担保的范围”，由此可见，抵押合同中的“被担保债权的数额”与“担保的范围”是作为两个不同的条款内容分别规定的，不能彼此产生替代关系。因此，“被担保债权的数额”与“担保范围”并非相同概念，那么不动产登记簿所记载的“债权数额”，并不等同于“担保范围”。本文作者认为这一论理尚不充分。抵押权的担保范围指的是《物权法》第 173 条所称“主债权及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用”，这里明确写的是“主债权”，在体系解释之下，自然指的是同法第 185 条所说的“被担保债权的……数额”，那么，被担保债权的数额就属于担保范围，“被担保债权的数额”与“担保范围”之间并不存在非此即彼的关系。即使认为两者是不同的概念，在允许当事

人之间就担保范围做出例外约定的情况下，登记簿上不作相应记载，相对人就得进一步查阅当事人之间的担保合同去探知担保范围，并进而做出商事判断。但如此即违背了不动产登记公示之本意，增加了交易的成本，影响了交易的便捷。

这里，还涉及对《物权法》第 173 条所定“主债权”的理解。就立法史上看，本条来源于《担保法》第 46、67、83 条关于抵押权、质权和留置权等担保范围的规定。《担保法》第 21 条第 1 款关于保证担保范围的表述大致相同。在解释上，为区分保证债务与保证人所担保履行的债务，多将前者称之为“从债务”；后者称之为“主债务”，与之相对的权利即分别为“从债权”和“主债权”。由此可见，主债权应当是保证人所担保的全部债权。但从《担保法》第 21 条第 1 款和第 2 款所使用的语句来看，第 1 款所称“主债权”明显是指保证所担保的原本的债权，即“原债权”，非指与保证债权相对的“主债权”；第 2 款所称“全部债务”即为第 1 款所称“主债权及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用”之全部，也就是与保证债务相对的“主债务”。《物权法》第 173 条亦应做相同理解，即其中“主债权”仅指担保物权所担保的原本的债权，即“原债权”，在主债权债务关系属于借贷的情形下，亦即“本金”。相关登记规范尊重了这一解释方案。

（二）不动产抵押登记的问题与改进建议

不动产抵押登记实践中，抵押权人不登记记载“利息、违约金、损害赔偿金”等附属债权，主要是因为不动产登记簿的设计造成的。《不动产

登记暂行条例》及其实施细则就不动产抵押权设立登记时登记簿的记载事项并未作出明文规定。但从《不动产登记暂行条例实施细则》第 68 条第 2 款“因被担保债权主债权的种类及数额、担保范围、债务履行期限、抵押权顺位发生变更申请抵押权变更登记时，如果该抵押权的变更将对其他抵押权人产生不利影响的，还应当提交其他抵押权人书面同意的材料与身份证或者户口簿等材料”的规定可以看出，担保范围应属不动产抵押权设立登记时的登记事项，否则无从变更登记。但随后发布的《国土资源部关于启用不动产登记簿证样式（试行）的通知》（国土资发〔2015〕25 号）中指出，不管是以“土地” 单独抵押，还是以“土地和房屋”、“林地和林木”或“土地和在建建筑物”一体抵押，均应在不动产登记簿中的“抵押权登记信息” 中记载“被担保主债权数额（最高债权数额）（万元）”。在体系解释上，这里的“主债权”即为《不动产登记暂行条例实施细则》第 68 条所称的与“担保范围”相并而称的“主债权”（即原债权、本金），非指抵押权所担保的全部债权。作为该通知附件同时发布的“不动产登记簿使用和填写说明”中指出：“[被担保主债权数额（最高债权数额）]填写被担保的主债权金额”。这样，登记簿上的登记信息中只有“被担保主债权数额”，没有其他担保范围的记载空间。

不动产登记簿对于需要进行登记的利息、违约金、损害赔偿金等附属债权没有设计登记栏目。登记实践中不动产登记簿的这一设计缺陷，产生以下问题：第一，不符合不动产登记的精确性原则，从而影响不动产登记簿的公信力。《不动产登记暂行条例》第 10 条第 1 句明确规定“不动产登

记机构应当依法将各类登记事项准确、完整、清晰地记载于不动产登记簿。”对涉及的登记事项必须使用确切的文字表述，比如不动产抵押交易中确定的金额必须清晰、明确、肯定。当登记簿的设计影响权利登记，导致登记簿记载与权利状态不一致时，登记簿作为证据的客观性即受质疑。第二，有不当干预当事人意思自治之嫌。“不动产登记机关对抵押担保范围登记的规定违反抵押人与抵押权人对抵押物担保范围的约定，属行政行为对民事主体合法行使民事权利自由的不当干预，并对抵押权人的利益保护造成不利后果。”

准此，不动产登记簿上对于不动产抵押登记进行更为精细的设计。统一不动产登记后，相关规范性文件以及不动产登记实务中并未给出解决办法。从根本上看，“统一不动产登记制度中应当细化规定不动产抵押权担保范围的登记，并科学设计不动产登记簿相应的登记栏目。”相比之下，其他国家或地区的设计更为细致。我国台湾地区“土地登记规则”（2014年12月25日修正）第111条之1（抵押权设定登记事项）规定：“申请普通抵押权设定登记时，登记机关应于登记簿记明担保债权之金额、种类及范围；契约书订有利息、迟延利息之利率、违约金或其他担保范围之约定者，登记机关亦应于登记簿记明之。”未登记者，不生物权效力。德国土地登记簿样本中，除了“金额（被担保之债权数额）”一栏外，还有“抵押权、土地债务与定期金债务”一栏可用于对权利具体状况进行记载，其中包括对利率等的细致记载。日本不动产登记簿中，也有“权利人及其他事项”一栏，可用于对“债权额”、“利息”、“损害金”等进行具体记载。

这些设计将附属债权纳入不动产登记簿之中，尽可能地明确抵押权人优先受偿的范围，值得借鉴。

在重新设计不动产登记簿的登记事项之时，“抵押登记信息”中，除了“被担保主债权数额”外，应当增加一个“附属债权范围”栏目，依次设计“利息”、“逾期利息”、“违约金”、“损害赔偿金”、“实现抵押权的费用”、“保全抵押财产的费用”、“其他费用”这几个可勾选的选项，同时在“利息”、“逾期利息”、“违约金”、“其他费用”字后留有横线，便于记载利率、具体数额或计算方式等。“实现抵押权的费用”、“保全抵押财产的费用”，属于不予登记依然可予优先受偿的范围，在不动产登记簿中记载，主要在于提醒后顺位权利人以及起到证据证明作用。如此，当事人对于附属债权的具体约定可以在不动产登记簿上进行正确反映。对于法定担保范围，只需要将各可选选项全部勾选即可，或者设置单独可勾选的“法定的担保债权范围”选项。

在目前不动产登记簿样式未作修改的情况下，可在不动产登记簿“抵押权登记信息”“附记”一栏记载当事人约定的担保范围，以尊重当事人在不动产抵押权设立中的意思自治。

（三）不动产抵押登记与不动产抵押权的实现

抵押合同约定的担保范围与不动产登记簿的记载不一致时，以抵押合同约定的担保范围来确定不动产抵押权的优先受偿范围，在不存在后顺位物权人，且不存在无担保债权人的情形下，不动产抵押权人为唯一债权人，判决执行结果对当事人之间的权利义务分配没有实质上的影响，但在存在

后顺位物权人或无担保债权人的情形下，判决不动产抵押权人的附属债权即使未登记也享有优先受偿权，不合登记法理。尤其是在抵押人的财产不足以清偿所有债权的情形下，无疑损害了后顺位物权人或无担保债权人的受偿利益。值得注意的是，抵押合同约定的担保范围与不动产登记簿的记载不一致时，如仅以不动产登记簿的记载为依据判决抵押权人的优先受偿范围，但就当事人已作约定但未予登记的范围不置明文，在强制执行程序中，抵押权人仅得就抵押财产的变价款在登记簿记载的范围内优先受偿，如仍有剩余，抵押权人就当事人已作约定但未予登记的范围因未取得执行名义而无从受偿，其作为一般债权人的权利也无从保护。

综上，本文作者建议，在抵押合同约定的担保范围与不动产登记簿的记载不一致时，裁判中应认可不动产登记簿的记载以及无须登记即具有优先受偿效力的担保范围可就抵押财产的变价款优先受偿，且认可当事人约定的其他担保范围具有债法上的效力。在强制执行程序中，就抵押财产变价之后，如没有其他债权人申请参与分配，区分当事人约定的担保范围是否具有优先受偿效力，没有实际意义；如有其他债权人申请参与分配，则不动产登记簿的记载以及无须登记即具有优先受偿效力的担保范围优先受偿，就当事人约定的其他担保范围，与其他债权人平等分配。如未濒临破产，抵押人的财产足以清偿债务时，是否赋予优先受偿权，赋予多大范围的优先受偿权，实际意义并不大，但在抵押人财产不足以清偿全部债务甚至进入破产清算程序之时，抵押人已经陷入债务危机，此时确定优先受偿权的范围就显得尤为重要。完善的一点思考

在目前不动产登记法制运行不彰的情形之下，就不动产抵押权优先受偿范围的判定尚需结合《物权法》的一般规定进行妥当解释。不动产抵押权因登记而设立，“登记是最主要的公示机制，它能清晰展示物权种类和内容，当事人只要查阅就一目了然，从而既将物权排斥第三人的固有风险降到最低，第三人又无需支出额外的检索和甄别成本。”不动产抵押权的优先受偿范围作为抵押权的内容虽可由当事人约定，但为抵押财产之上的权利负担透明化，自应记载于登记簿，从而保障交易安全和充分发挥抵押财产的价值。当事人约定的担保范围，关涉后顺位物权人和一般债权人的利益，未经登记虽然不影响在当事人之间发生债法上的效力，但不能向第三人主张在约定的优先受偿范围内就抵押财产的变价款具有优先受偿效力。由此可见，当事人约定的抵押担保范围，在物权公示原则和物权特定主义之下，仍须经由登记，始为抵押权效力之所及。至于不动产登记操作中出现的相关问题，人民法院不应迁就不符合立法原意的行政决策，可以司法建议的形式由相关行政机关予以解决。

目前，中国民法典物权法编的编纂工作已经启动，为防止司法实践中在抵押合同约定的担保范围与登记簿的记载不一致时的解释冲突，并敦促相关行政机关修改不动产登记簿样式，建议对《物权法》第 173 条进行修改，增设 1 款，作为第 2 款，规定：“依登记生效或取得对抗效力的担保物权，前款担保范围中利息、违约金、损害赔偿金，未经登记不得对抗第三人。”如此设计，有三个理由：

第一，在采行登记生效主义和登记对抗主义等物权变动模式的担保物

权中，登记簿的记载具有相当的公示作用和一定的公信力。担保范围既然不是担保物权的法定内容，允许当事人之间做出例外安排，担保物权所担保的债权范围对于第三人而言就显得尤为重要。第三人无需查询原当事人之间的担保合同，无需探知原当事人之间的交易细节，根据登记簿的记载即知悉担保财产之上物上负担的具体数额，可以据此作出相应判断和决策，避免了不测之损害。因此，借由减少信息归集成本并避免不测的损害，登记具有了保护交易安全的功能。

第二，实现担保物权的费用包括担保财产的估价费用、担保财产拍卖、变卖所需的费用、交通费用和诉讼费用等，该费用系因债务人不履行债务而发生的，自应由债务人负担。该债务属于法定债务，除非当事人对其有特别约定，其纳入担保范围亦无需登记。有观点认为，实现担保物权的费用虽非担保物权效力之所及，但属有益于各担保权人的共益费用，应在各担保物权所担保的债务之前优先受偿，准此，无须登记即可取得优先受偿效力。无论采取哪种观点，担保范围中实现担保物权的费用均属法定内容，无须登记即可对第三人主张。

第三，采取“未经登记不得对抗第三人”的表述，综合了目前司法实践中的两种处理方法。登记的功能和意义在于保护交易安全，避免善意第三人受到不测的损害。如绝对地规定担保范围中附属债权未经登记，不生物权变动效力，过于严苛。毕竟担保交易实践中，主债务多有约定利息、违约金、损害赔偿金，本款借助登记对抗缓和登记生效的刚性，在一定程度上尊重了当事人之间的意思自治，也不致危及交易安全。对于没有第三

人与担保物权人就担保财产的变价款进行争夺的情形下，当事人之间约定的担保范围在担保财产的变价款的分配中受到尊重，避免出现目前司法实践中就超过登记的被担保主债权数额之外的附属债权判定不具有优先受偿权的问题。就担保财产的变价款有第三人与担保物权人进行争夺的情形之下，当事人之间约定的担保范围中未经登记者，不能对该第三人主张有优先受偿效力。

2. 四川政协委员提议设立企业破产管理局，更好监督管理国有资产

发布时间：2018.1.29

文章来源：华西新闻

原标题

政协委员司马向林：建议四川设立企业破产管理局 监督管理防止国有资产流失

“以前我们都是讲企业经济如何发展，今年我们不仅要讲企业经济发展，也要讲‘没有活力’的企业如何退出市场。”1 月 27 日，四川省政协委员、四川省经济法律研究会会长、中国政法大学教授司马向林提交提案，建议四川设立企业破产管理局，更合理的指导和帮助清理“僵尸企业”，监督管理防止国有资产流失。

Jan

29

政协委员司马向林提案

设立破产局，保护国有资产

建议一

通过立法明确政府与市场的边界

党的十九大报告提出要让市场在资源配置中发挥决定性作用。司马向林认为，这就需要排除政府对市场的过度干预，同时政府应做好服务和保障工作，创造良好的市场环境，提供有效的市场监管和社会保障。政府必须从“全能”政府转向“有限”政府，政府对市场的干预必须是“适度”或“谨慎”干预。因此，他呼吁能尽快出台省级立法，以《四川省企业破产管理条例》的形式界定政府与市场的边界，并用法律程序和法律规则来矫正政府可能出现的越位、缺位和错位。

他认为，在企业破产全过程中，政府应依据《企业破产法》，遵循人文、稳定、公平、效率、法治等原则，采取授益行政行为、行政裁量、行政指导等方式，履行政府职责：在企业破产前采取措施预防企业破产，减少破产带来的严重不利影响，打击弃企逃债等各种违法行为；在企业破产中维护稳定，主动协调有关行政职能部门解除对破产企业的查封、扣押和冻结，并在文件不完备的情况下适应性调整相关工作程序；在企业破产后履行相应的善后职责等。

建议二

四川设立企业破产管理局

“而在破产案件处置过程中，优先债权、资产和员工的处理问题工程巨大，仅靠法院和管理人无法做到整体协调，政府不能缺位。”司马向林建议，可借鉴英美等国及香港地区政府管理破产事务的经验，在我省县以上政府率先设立企业破产管理办公室（或企业破产管理局），更合理的指导和帮助清理“僵尸企业”，合理的退出经济市场。由其作为政府直属的一个机构来负责推动破产法的实施，管理破产方面的行政事务，从而明确政府的职责。

为什么要清除“僵尸企业”？司马向林做了一个比喻：“就像人身上的细胞一样，我们要把不能发生活力的细胞合理的清除掉，我们健康的细胞才能焕发更多的生机与活力。”

司马向林还提到，设立企业破产管理局，可以监督管理防止国有资产流失。由于监督管理体制的缺陷，一些处于破产中的国有企业常常成为少数人吞噬国有资产的盛宴，因此，在国有企业破产工作中应发挥政府的主导作用。国有企业破产主要是国有资产的重组和再分配，法院审判只不过是一种形式和手段，政府监督管理才是防止国有资产流失的有效保证。

因此，制定省一级条例有助于提高破产法的行政强制性，明确政府在国有企业破产中的组织、协调、监督职责，保证企业破产工作的顺利进行。通过破产管理机关、监察机关、审计机关、国有资产管理机构依法履行职责，密切协作，加强对国有企业破产的全程监督，维护国家、债权人和职工的合法权益。

3. 关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知

关于市场化银行债权转股权实施中
有关具体政策问题的通知

七部委

允许设立私募股权投资基金

开展市场化债转股

银行债转股实施

【发布部门】国家发改委等七部门

【发布日期】2018.01.19

【实施日期】2018.01.19

【发文文号】发改财金〔2018〕152号

2018丨国家发改委

【发改委：允许采用股债结合的综合性方案降低企业杠杆率】发改委印发市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知，允许实施机构设立私募股权投资基金开展市场化债转股，支持民营、外资等各类所有制企业开展市场化债转股。允许将除银行债权外的其他类型债权纳入转股债权范围。允许上市公司、非上市公众公司发行权益类融资工具实施市场化债转股。符合条件的上市公司、非上市公众公司可以向实施机构发行普通股、优先股或可转换债券等方式募集资金偿还债务。

各银行、各市场化债转股实施机构:

为深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想和党的十九大精神，落实全国金融工作会议和《政府工作报告》部署，有效推动《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号，以下简称《意见》）、《关于做好市场化银行债权转股权相关工作的通知》（发改财金〔2016〕2792号）顺利实施，切实解决市场化银行债权转股权（以下简称市场化债转股）工作中遇到的具体问题和困难，经国务院同意，现将有关事项进一步明确并通知如下:

一、允许采用股债结合的综合性方案降低企业杠杆率。各实施机构可根据对象企业降低杠杆率的目标，设计股债结合、以股为主的综合性降杠杆方案，并允许有条件、分阶段实现转股。鼓励以收债转股模式开展市场化债转股，方案中含有以股抵债或发股还债安排的按市场化债转股项目报送信息。

二、允许实施机构发起设立私募股权投资基金开展市场化债转股。各类实施机构发起设立的私募股权投资基金可向符合条件的合格投资者募集资金，并遵守相关监管要求。符合条件的银行理财产品可依法依规向实施机构发起设立的私募股权投资基金出资。允许实施机构发起设立的私募股权投资基金与对象企业合作设立子基金，面向对象企业优质子公司开展市场化债转股。支持实施机构与股权投资机构合作发起设立专项开展市场化债转股的私募股权投资基金。

三、规范实施机构以发股还债模式开展市场化债转股。实施机构在以发股还债模式开展市场化债转股时，应在市场化债转股协议中明确偿还的具体债务，并在资金到位后及时偿还债务。

四、支持各类所有制企业开展市场化债转股。相关市场主体依据国家政策导向自主协商确定市场化债转股对象企业，不限定对象企业所有制性质。支持符合《意见》规定的各类非国有企业，如民营企业、外资企业开展市场化债转股。

五、允许将除银行债权外的其他类型债权纳入转股债权范围。转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，并适当考虑其他类型债权，包括但不限于财务公司贷款债权、委托贷款债权、融资租赁债权、经营性债权等，但不包括民间借贷形成的债权。银行所属实施机构开展市场化债转股所收购的债权或所偿还的债务范围原则上限于银行贷款，适当考虑其他类型银行债权和非银行金融机构债权。

六、允许实施机构受让各种质量分级类型债权。银行所属实施机构、金融资产管理公司、国有资本投资运营公司、保险资产管理机构可以市场化债转股为目的受让各种质量分级类型债权，包括银行正常类、关注类、不良类贷款；银行可以向所属实施机构、金融资产管理公司、国有资本投资运营公司、保险资产管理机构以债转股为目的转让各种质量分级类型银行债权，包括正常类、关注类、不良类贷款；银行应按照公允价值向实施机构转让贷款，因转让形成的折价损失可按规定核销。

七、允许上市公司、非上市公众公司发行权益类融资工具实施市场化债转股。符合条件的上市公司、非上市公众公司可以向实施机构发行普通股、优先股或可转换债券等方式募集资金偿还债务。

八、允许以试点方式开展非上市非公众股份公司银行债权转为优先股。根据《意见》中实施机构和企业自主协商确定转股条件等相关规定，实施机构可以将债权转为非上市非公众股份公司优先股；在正式发布有关非上市非公众股份公司发行优先股政策前，对于拟实施债转优先股的非上市非公众股份公司市场化债转股项目，实施机构须事先向积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议（以下简称部际联席会议）办公室报送方案，经同意后以试点方式开展。

九、鼓励规范市场化债转股模式创新。鼓励银行、实施机构和企业在现行制度框架下，在市场化债转股操作方式、资金筹集和企业改革等方面探索创新，并优先采取对去杠杆、降成本、促改革、推转型综合效果好的业务模式。对于现行政策要求不明确，或需调整现行政策的市场化债转股创新模式，应报送部际联席会议办公室并经部际联席会议办公室会同相关部门研究反馈后再行开展。

十、规范市场化债转股项目信息报送管理。对股债结合的综合性降杠杆方案，在框架协议签署环节，报送总协议金额和拟最终增加的企业股权权益金额，并以后者作为债转股签约金额；在资金到位环节报送到位资金数额和企业股权权益增加金额；在协议所约定转股股权全部完成环节报送经会计师事务所认定的股权金额，作为项目实际转股金额。实

施机构在报送债转股项目信息时，应明确说明与企业所签协议的性质，具有法律约束力的实质性合同金额计入签约金额，意向性营销性协议金额不再计入签约金额。

部际联席会议将组织协调加快《意见》相关政策的落实。落实税收政策，符合条件的市场化债转股企业可按规定享受企业重组相关税收优惠政策；适应开展市场化债转股工作的实际需要，有关部门将研究采取适当支持方式激励引导开展市场化债转股，依据市场化债转股业务规模、资金到位率、降杠杆质量等因素对相关银行和实施机构提供比较稳定的低成本中长期资金支持；在防止国有资产流失的前提下，提高国有企业转股定价的市场化程度，经批准，允许参考股票二级市场交易价格确定国有上市公司转股价格，允许参考竞争性市场报价或其他公允价格确定国有非上市公司转股价格。

国家发展改革委

人　民　银　行

财　　政　　部

银　　监　　会

国务院国资委

证　　监　　会

保　　监　　会

2018 年 1 月 19 日

三、法院信息

1. 北京大成（成都）律师事务所被四川省南充市中级人民法院指定为四川玉树科技（集团）有限公司管理人

四川省南充市中级人民法院

公 告

（2018）川13破1号之三

本院根据四川玉树科技（集团）有限公司的申请裁定受理四川玉树科技（集团）有限公司破产清算一案，并于2018年2月6日指定北京大成（成都）律师事务所为四川玉树科技（集团）有限公司管理人。

2. 四川中源会计师事务所有限公司被四川省德阳市中级人民法院指定为德阳市宏力机械有限公司管理人

(2018)德破指字第1号机构选择结果公示

2018年02月02日 15:57

2018年2月1日，德阳市中级人民法院对下列案件进行了公开随机摇号方式确定破产管理人，结果如下:

什邡法院移送的德阳市宏力机械有限公司破产清算一案，确定本案破产管理人是四川中源会计师事务所有限公司,四川宗元律师事务所为本案

更换管理人时的接替人选;

四川省德阳市中级人民法院

2018 年 2 月 1 日

3. 四川希正律师事务所被四川省自贡市中级人民法院指定为自贡市中实机电有限公司管理人

选定中介机构结果公告

(2018)自贡中院法技委字第 5 号

本院受理吴启舟申请自贡市中实机电有限公司破产清算一案,需选定该案的破产管理人。经网上信息公告并经当事人在自愿报名的中介机构中随机抽签选定的破产管理人为: 四川希正律师事务所

二 0 一八年二月六日

4.2018 泸县法技委第 19 号案件选择结果

2018 泸县法技委第 19 号案件选择结果

2018 年 02 月 02 日 09: 16

2018 泸县法技委第 19 号案件于(申请人四川锦利城服装有限公司申请破产一案)2018 年 1 月 29 日在泸州市中级人民法院对外委托工作室选择到泸州开元会计师事务所有限公司对破产公司进行破产清算。

四、问题探索

1.北京一中院破产审判规范化建设纪实

文章来源：2018-01-29 《民主与法制周刊》

北京一中院破产审判规范化建设纪实

破产审判如何有章可循？

——北京一中院办案规范化纪实

2016 年 9 月 26 日，北京市第一中级人民法院（以下简称“北京一中院”）宣布成立全市法院首个也是唯一一个清算与破产审判庭；2017 年 6 月，破产法实施十周年，北京一中院召开新闻发布会，发布了北京市法院系统首份破产审判领域的白皮书《破产审判白皮书（2007—2017）》……正是由于这样特殊的地位，才使得北京一中院破产审判规范化建设具有典型意义。

△北京一中院组织破产案件疑难问题授课研讨会议

在案件中体会“成效”

2017 年 12 月，北京一中院审结了自清算与破产审判庭成立以来的第一例执行移送破产案件。2017 年 7 月 31 日，北京一中院作出民事裁定书，裁定受理峪鑫物资公司申请国利信机电公司破产清算案。这是一起典型的执行不能移送破产处理的案件。

国利信机电公司于 1982 年 1 月 13 日成立，为法人独资的有限责任公司。北京市门头沟区人民法院判决国利信机电公司偿还峪鑫物资公司 103 万余元，判决生效后，经法院强制执行，国利信机电公司未履行，法院裁定中止对上述判决书的执行。执行中，申请执行人峪鑫物资公司、被执行人国利信机电公司以书面形式同意将执行案件移送破产审查。北京一中院受理该案后，仅用四个多月时间即完成了债权申报、债权人会议、债权确认、宣告破产、财产分配等程序，于 12 月 19 日作出裁定，终结国利信机电公司的破产清算案件。

北京一中院清算与破产庭庭长郑伟华解释：执行移送破产案件是一类新型案件，最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》中首次规定了执行移送破产程序。执行中，作为被执行人的企业法人具有破产原因的，经申请执行人之一或者被执行人同意，应当裁定中止对该被执行人的执行，将执行案件相关材料移送到被执行人住所地法院。执行移送破产案件在启动主体、启动程序上与一般破产案件不同，最高法院印发《关于执行案件移送破产审查若干问题的指导意见》，对执行移送破产程序作出较为全面的规定，但在审判实务中还面临许多需要解决的具体问题，比如执行程序与破产程序如何有效衔接、移送材料的范围等。

以上案件之所以能快速高效地得到处理，这与北京一中院大力加强执转破案件的规范化建设是分不开的。郑伟华介绍：“在案件审理之前和审理过程中，我们大力加强了执行移送破产案件办理规范化的调研，比较全面、细致地梳理了执行移送破产案件的程序环节，提高了审查和审理的效

率。”

据悉，2017 年年初，北京一中院出台《关于执行案件移送破产审查的操作指引（试行）》（以下简称《操作指引》），涉及执转破案件的管辖、移送方式、移送条件、移送程序及执行法院与破产法院的工作衔接等内容，实现执转破程序衔接的规范化和制度化。《操作指引》针对执转破案件的特殊性，围绕立案登记、裁定受理等关键程序以及材料移送、财产交接等核心问题，作出一系列细致具体的指引性规定，旨在统一案件的审查标准，加强破产审查法院与执行法院及法院内庭室之间的分工配合、沟通协作，以规范、高效的司法行为依法保护各方主体利益。

郑伟华介绍，在《操作指引》的基础上，北京一中院清算与破产审判庭中标了全市法院《执行移送破产案件办理规范》编写工作。按照执转破工作流程，从工作原则、管辖、移送条件与程序、材料移送与立案审查、受理、财产交接与协助配合、后续程序衔接、监督程序等八个方面，作了详细的规定。结合办案规范的编写，制定了《执行移送破产案件情况说明表》《移送材料清单》等，使执行程序与破产程序能更顺利地衔接。

除了《执行移送破产案件办理规范》外，清算与破产审判庭还编写了《破产案件受理审查办理规范》和《公司强制清算案件办理规范》，三大“规范”用了几个月的时间，形成了近十万字的稿件，全面、系统地对破产受理审查、公司强制清算和执转破案件的审理程序、审理规则等作了梳理、归纳。将办理规范与案件审理相结合，案件审理质、效都有了明显提升。从结案数量上来看，清算与破产庭审结的破产案件、清算案件分别是

该院 2014 年、2015 年两年破产、清算案件结案总数的 4.4 倍、3.4 倍。

△北京市一中院发布破产审判白皮书

在编写中解决“问题”

“清算和破产案件与一般案件是有区别的，在这两个领域中法律规定相对较少，程序也很复杂。审理中涉及很多实务操作的问题，这些问题的解决很难直接从现有的法律、司法解释中找到答案，解决的办法很多来源于司法审判经验。而一旦有经验的老法官离开审判岗位，审判经验也被一并带走了，新接手的法官就要从头摸索。这些宝贵的经验、知识如果还要靠口口相传、一对一传授，效率就太低了。”北京一中院清算与破产审判庭审判员高春乾说，“所以，《办理规范》的编写对于破产、公司清算案件审判十分必要。”

他所在的清算与破产审判庭在编写《破产案件受理审查办理规范》《执行移送破产案件办理规范》和《公司强制清算案件办理规范》时，除了收集整理现有法律、司法解释规定，还注重在典型案例分析、审理经验归纳提炼上下功夫。通过调取案卷材料、访谈资深法官等，挖掘、提炼办案规则，用时近八个月，务求编写的《办理规范》实用、有效。

高春乾进步一介绍：在破产案件、强制清算案件受理环节，一般会召开听证会，但听证会怎么开，各利害关系人在听证程序中的言辞辩论机会与限度、举证与质证的规则等，都没有明确规定。不同案件中听证会的程序、内容也存在差异。如果审理程序不规范，规则不统一，不仅法官觉得无所适从，当事人也不明白该准备什么样的材料来应对，问和答不能统一，

听证会便收不到理想的效果。

“针对这类问题，《办理规范》中通过法庭调查要点、法官释明要点、程序规则要点、事实查明要点等内容，细化相关规范，把司法经验提炼后拆分到不同程序节点，对程序性规范进行‘解码’，让程序性规范变得有血有肉，真正成为‘活法’。”高春乾说，对于召开听证会程序，《公司强制清算案件办理规范》中总结案件审理经验，对于听证调查事项列出了 7 大项 13 个小项的调查要点，3 个证据规则要点和 3 个法官释明要点，丰富了听证会程序规范，便于法官办案参考，也让参加听证会的当事人能够围绕听证焦点充分准备，大大提升了听证会的效率。

同时，《办理规范》的编写过程，也是发现、解决审判实践疑难、前沿问题的过程。如《公司强制清算案件办理规范》中对于强制清算各程序环节中涉及的 57 个常见易发问题和注意事项作了特别提示，对争议问题提出了解决方案。《破产案件受理审查办理规范》从 12 个方面，梳理了破产受理审查案件的办理流程，总结了易发多发的问题并作了特别提示。此外，在《办理规范》编写中还注意总结提炼破产、清算领域的规范与其他民商事规范之间的联系，通过总结参照、类推等法律解释经验方法，为法官寻找法律依据提供指引，解决裁判依据缺失的问题。

在运行中服务“大局”

北京一中院清算与破产审判庭自成立以来，主要审理破产案件、公司强制清算案件及衍生诉讼案件等。建庭以来，即以审判队伍专业化、审判程序规范化和裁判规则标准化为目标，大力加强专业化建设。规范化是专

业化的基础，《办理规范》的编写契合了专业审判庭的发展要求，体现了回归法院核心业务的导向，有利于专业审判的长远发展。

司法责任制是本轮司法改革的牛鼻子。“完善主审法官、合议庭办案责任制，让审理者裁判、由裁判者负责”的司法改革的任务和目标，对法院的审判管理监督提出了新要求。随着司法改革的推进，法官、合议庭需要更加独立自主地行使职权、承担责任，法官裁量权的范围更加广泛，这就使统一法律适用、规范司法行为的任务更加艰巨、紧迫。就破产审判而言，审判管理监督面临的挑战更加严峻。

与普通民商事案件相比，破产案件的审级监督较少，审理周期又比较长，法官裁量权的空间比较大，审判管理监督确有必要，但又不能回到原来听汇报、管个案的老路上。类案法律适用统一、靠制度管理成为必然选择。《办理规范》为新的审判管理监督模式提供了可能。

对此，北京一中院党组成员、副院长马立娜深有感触：“以前是盯着人，怕审理结果出差错。现在是靠规范管理，通过法官会议讨论法律问题，形成规范意见，以后同类案件同样处理，既符合司法改革的要求，也提高了审判管理效率。”《办理规范》的编写过程，也是讨论研究、形成共识的过程，许多问题都是在编写过程中通过不断“争论”解决的，许多创新性举措也是在编写过程中形成的。如针对破产案件、强制清算案件衍生诉讼中，当事人送达困难的问题，编写组结合审判实际，总结提出了破产案件、强制清算案件中地址确认书一并适用于衍生诉讼的做法，已在全市破产和强制清算案件审理中推广。“认识统一、行为一致，法律适用也就统一了。”

马立娜说。

另外，《办理规范》既是案件审理的指引、参考，也是培训的好教材。2017 年新入院的大学毕业生段宜林参与了《办理规范》的校核工作，她说："原来在学校学习的理论知识不知道怎么用，《办理规范》实际上就是理论与实务相结合的桥梁，对照《办理规范》再看理论知识，结合自己辅助法官办理的案件，一下子就豁然开朗了，知道怎么入手了。"

对照《办理规范》，法官也能时时检查自己工作的疏漏和不足。一线办案法官称：《办理规范》是按照审理程序编写的，每一部分都很详细，可以对照每一个程序环节，把要完成的事项列成清单，逐项打勾，已完成的和未完成的一目了然，方便的同时也避免了疏忽。

据了解，按照规划要求，《办理规范》还将嵌入审判系统，按照程序节点对法官处理案件进行提示、指引，法官使用将更加便捷，审判管理监督也将更加平台化、公开化和信息化。

破产、清算领域中的新问题层出不穷，审判规则也将不断发展，为与此相应，《办理规范》不能一成不变，也要随着审判实践的发展而不断修订完善，真正成为法官想用、爱用、好用的"智慧宝典"。

2. 关于关联企业合并破产清算

文章来源：《最高人民法院公报》 2013 年第 11 期

最高人民法院公报：关于关联企业合并破产清算

公报

案例

闽发证券有限责任公司与北京辰达科技投资有限公司、上海元盛投资管理有限公司、上海全盛投资发展有限公司、深圳市天纪和源实业发展有限公司合并破产清算案

目录索引

一、裁判摘要

二、当事人信息

三、案件描述

四、审理查明

五、裁判结果

一、裁判摘要

关联公司资产混同、管理混同、经营混同以致无法个别清算的，可将数个关联公司作为一个企业整体合并清算。人民法院对清算工作的职责定位为监督和指导，监督是全面的监督，指导是宏观的指导，不介入具体清算事务以保持中立裁判地位。从破产衍生诉讼中破产企业方实际缺位、管理人与诉讼对方不对称掌握证据和事实的实际情况出发，不简单适用当事人主义审判方式，而是适时适度强化职权主义审判方式的应用。

二、当事人信息

申请人：闽发证券有限责任公司清算组。

代表人：马腾营，该清算组组长。

被申请人：闽发证券有限责任公司。

法定代表人：张富春，该公司董事长。

被申请人：北京辰达科技投资有限公司。

法定代表人：马壮，该公司董事长。

被申请人：上海元盛投资管理有限公司。

法定代表人：张斐光，该公司董事长。

被申请人：上海全盛投资发展有限公司。

法定代表人：曹伟，该公司董事长。

被申请人：深圳市天纪和源实业发展有限公司。

法定代表人：陈国华，该公司董事长。

三、案件描述

申请人闽发证券有限责任公司清算组于2008年7月5日以被申请人闽发证券有限责任公司(下称“闽发证券”)资不抵债，不能清偿到期债务为由，向福州市中级人民法院(下称“福州中院”)申请宣告闽发证券破产还债，并申请将上海元盛投资管理有限公司(下称“上海元盛”)、上海全盛投资发展有限公司(下称“上海全盛”)、北京辰达科技投资有限公司(下称“北京辰达”)、深圳市天纪和源实业发展有限公司(下称“深圳天纪和源”)纳入闽发证券破产清算程序，合并清算。

福州中院认为申请人闽发证券有限责任公司清算组的申请符合破产

案件的受理条件。经最高人民法院批准，依照《中华人民共和国企业破产法》第十条、《证券公司风险处置条例》第三十七条的规定，于 2008 年 7 月 18 日裁定如下:

立案受理闽发证券有限责任公司清算组申请宣告闽发证券有限责任公司、上海元盛投资管理有限公司、上海全盛投资发展有限公司、北京辰达科技投资有限公司、深圳市天纪和源实业发展有限公司合并破产还债案。

四、审理查明

福州中院经审理查明:

被申请人闽发证券因严重违法违规经营，中国证监会于 2004 年 10 月 16 日委托中国东方资产管理公司对其托管经营。2005 年 7 月 8 日，中国证监会取消了闽发证券的证券业务许可资格，责令关闭，并委托中国东方资产管理公司成立清算组对其进行行政清算。闽发证券进入破产清算程序后，经过清查审计。截至 2008 年 7 月 18 日，闽发证券已资不抵债，账面净资产为-6999849258. 09 元。

另查，被申请人上海元盛、上海全盛、北京辰达、深圳天纪和源(下称“四家关联公司”)均是闽发证券为逃避监管，借用他人名义设立的重要关联公司，其注册资本来源于闽发证券，经营场所与闽发证券的分支机构相同。闽发证券违反法律和法规的规定，通过四家关联公司在账外进行委托理财、国债回购及投资、融资等活动。四家关联公司名下的资产主要为根据闽发证券的安排开展证券自营业务形成的股票，公司的基本负债系

因与闽发证券资金往来而形成。四家关联公司与闽发证券在资产和管理上严重混同，公司治理结构不完善，是闽发证券从事违法违规经营活动的工具。具体情况如下：

1. 股东出资虚假，实为闽发证券投资。闽发证券虽非四家关联公司的登记股东，但经审计查明，该四家关联公司的登记股东并未实际出资，其注册资本金均来自闽发证券。

2. 机构、人员混同。上海元盛和上海全盛是“一套人马，两块牌子”，与闽发证券上海管理总部共同在上海市浦东路陆家嘴环路 958 号华能大厦 34 层办公。上海元盛、上海全盛成立时的总经理均由闽发证券上海管理总部的总经理担任。北京辰达和深圳天纪和源则始终与闽发证券的机构、人员混同。北京辰达和闽发证券北京管理总部实行“一套人马，两块牌子”的运作模式，与闽发证券北京管理总部共同在北京市海淀区北四环中路 229 号海泰大厦 2 层办公。深圳天纪和源则和闽发证券深圳中兴路营业部实行“一套人马、两块牌子”的运作模式，与闽发证券深圳营业部共同在深圳中兴路外贸中心大厦办公。

3. 营业混同。闽发证券与四家关联公司的基本合作模式为：闽发证券相关职能部门以四家关联公司的名义接受配资或通过三方监管的形式对外融资；归集由相关职能部门使用的闽发证券下属其他单位的对外融资款；向四家关联公司发出资金划拨通知、进行证券交易。四家关联公司则主要负责办理如下事项：开立资金账户和股东账户、进行资金划拨、股东账户的指定交易与撤销、为闽发证券进行自营清算。

4. 资产混同。由于四家公司主要系按照闽发证券指令与其合作证券业务，故四家公司的主要资产为自营证券，持有的股票种类比较集中，且与闽发证券重仓持有的股票(双鹤药业、辽宁成大、内蒙华电)雷同。其中，截至2008年7月18日，上海元盛自营证券市值占资产总额的92.79%，自营证券中双鹤药业市值占自营证券总市值的99.62%；上海全盛自营证券市值占资产总额的28.22%，自营证券中双鹤药业市值占自营证券总市值的98.05%；北京辰达自营证券市值占资产总额的98.20%，自营证券中辽宁成大市值占自营证券总市值的83.65%，内蒙华电市值占自营证券总市值的14.12%；深圳天纪和源自营证券市值占资产总额的96.08%，自营证券中辽宁成大市值占自营证券总市值的99.71%。

5. 负债混同。截至2008年7月18日，上海元盛对闽发证券负债占其负债总额的97.92%；上海全盛的负债均为对闽发证券的负债；北京辰达对闽发证券的负债占其负债总额的98.89%；深圳天纪和源的负债均为对闽发证券的负债。

再查，经清查审计，截止2008年7月18日，四家关联公司在账面上均资不抵债，其中，上海元盛的净资产为-1268700065.02元；上海全盛的净资产为-1298328984.99元;北京辰达的净资产为-270467489.25元:深圳天纪和源的净资产为-94889084.94元。

五、裁判结果

福州中院认为:

四家关联公司虽然为形式上的独立法人，但根据以上事实分析，四家关联公司实际上是闽发证券开展违规经营活动的工具，不具备独立的法人人格，不具备分别进行破产清算的法律基础。理由有二：其一，法人之独立首先在于意思之独立，能独立自主地为意思表示，开展民事活动。然而，北京辰达和深圳天纪和源分别与闽发证券北京管理总部和深圳中兴路营业部的人员发生混同；上海元盛和上海全盛虽然有独立的工作人员，但公司的实际控制权掌握在闽发证券上海管理总部，因此，四家关联公司对外的行为受制于闽发证券，不具有独立作出意思表示的能力。其二，法人之独立关键在于法人财产之独立，法人可以其独立支配的财产承担民事责任。而四家关联公司全部的经营活动是配合闽发证券违规开展证券业务，此外并无其他的独立经营活动，公司无经营收益。四家关联公司的资产的唯一来源是股东出资，均实际来源于闽发证券，并且出资所形成的公司资产也均由闽发证券实际控制使用。因此，四家关联公司没有可以独立支配的财产，不具有独立承担民事责任的物质基础。

综上所述，福州中院认为，闽发证券因违法违规经营，扰乱证券市场秩序，造成巨额亏损，损害投资者的合法权益，其资产明显不足以清偿到期债务，应当宣告破产，依法清算偿债。四家关联公司由闽发证券出资设立，与闽发证券在管理上和资产上严重混同，无独立的公司法人人格，是闽发证券逃避监管，违法违规开展账外经营的工具，应当与闽发证券一并破产，合并清算。依照《中华人民共和国企业破产法》第二条第一款的规定，于 2008 年 10 月 28 日裁定如下：

一、宣告闽发证券有限责任公司破产;

二、宣告上海元盛投资管理有限公司、上海全盛投资发展有限公司、北京辰达科技投资有限公司、深圳市天纪和源实业发展有限公司与闽发证券有限责任公司合并破产。

闽发证券及四家关联公司合并破产案审判和清算的具体情况如下:

一、法院对清算工作的监督与指导

根据《企业破产法》的精神，人民法院对清算工作的职责定位为监督与指导。在闽发证券破产案中，福州中院根据清算工作的复杂情况，确定了全面监督、宏观指导、能动司法的基本原则，既不介入具体的清算事务以保持中立裁判地位，又积极探索创新机制，加强监督与指导的力度，为闽发证券清算工作提供了充分的制度保障,使得普通债权清偿率从初期预期的 15%-20%上升至 63%，确保了闽发证券破产程序的顺利推进和终结。

(一)加强法院审判力量，主导破产程序依法推进 1. 创新审判管理机制

为了应对闽发证券破产清算案错综复杂的实际情况,福州中院在审判管理机制方面进行了探索和创新:

(1)专门成立了闽发证券破产案件领导小组。由院长亲自担任组长，全院相关部门的负责人和分管院领导参加该领导小组,领导小组负责解决案件的政策性、方向性、协调性工作。

(2)采取了专案合议庭集中处理相关审判工作的审判模式。立案后，从全院各部门抽调精干力量成立了闽发证券破产案件专案合议庭，人数多达

12 人，由分管院领导担任审判长，合议庭负责人任主审法官，专职审理与闽发证券及其关联公司相关的破产案件、公司强制清算案件及衍生诉讼案件。专案合议庭单列于全院各审判庭之外，按福州中院的一个部门进行独立管理。

(3) 加强在资金和人力方面的支持。主要包括：福州中院为专案合议庭争取到 400 万元专项经费，以保障审判工作的开支；遇到需在短期内大量集中进行财产保全、调查取证工作时，临时从福州中院各部门调配审判力量帮助完成相关工作；另有 8 个基层法院参与了有关审判工作。

2. 确定清算工作整体思路

(1) 明确审判职责定位，督导清算到位而不越位。一方面，坚持由法院在破产程序中发挥主导作用，在宏观上把握清算工作大局，适时提出工作原则和指导意见，指导管理人建章立制，依法对清算工作进行监督。另一方面，充分遵守司法权的运行规则，注意在管理人和其他各方当事人之间保持中立地位，坚持案件的具体清算工作由管理人开展，法院对清算工作只进行大局性、原则性工作的指导，法官不介入具体清算事项的处理。

(2) 结合闽发证券的实际情况，确立了以账外资产清查为重点、深挖隐蔽资产为审判和清算工作的重心的工作思路，并要求管理人加强清算过程中法律和财务两方面工作的有机联系。

3. 能动推进破产程序依法进行

(1) 闽发证券的部分资产存在于账外或登记在第三人名下，为了防止资产名义持有人恶意转卖资产，防止其他法院误执行，在本案立案初，福州中

院组织了 50 多位干警，在全国 42 个城市、123 个单位对闽发证券的嫌疑资产进行了全面保全，保全资产总值达 54 亿元，从而在整体上控制住了破产财产。

(2) 闽发证券清算工作涉及多部门的配合与协调，福州中院依靠上级法院、地方党委政府等的力量，对破产清算中出现的相关问题予以协调，有力推进了相关问题的解决。尤其是在证券资产实物分配过程中，针对将 1200 个自然人账户内的股票分配给 170 多户债权人的复杂情况，福州中院与证监会、中国证券登记结算有限责任公司、上海交易所等多方沟通，所有分配工作仅在一周内即告完成。

(二) 依法支持并监督管理人工作 1. 实行清算事项立项管理制度

鉴于闽发证券破产清算工作事务多、杂、难的实际情况，福州中院指导管理人建立了清算事项立项管理制度，对清算工作进行分解、细化，进行立项登记，做到一事一项，明确具体的经办人员和责任人员；同时，加强对各具体清算事项工作的进度管理，完善各清算事项的结项审批制度。闽发证券破产清算终结前，管理人共完成重要清算事项 3700 项。清算事项立项管理制度既有利于福州中院监督管理人，也有利于管理人内部管理的科学化，确保了清算工作有序高效推进。

2. 指导管理人推行档案数字化工作

原闽发证券档案管理工作混乱，档案不完整不规范，历史资料残缺不全，且资料分散在各地，不易于档案调阅和利用。为了规范档案管理，便于查询，在福州中院的指导下，管理人聘请了中介机构对本案相关档案进

行了数字化处理，并采用统一的文书档案管理系统实现网络查询和利用。闽发证券破产案中，共对约 32 万页的重要清算资料进行了整理和数字化处理，实现了各种专业档案信息资源的充分共享。

3. 支持并协助管理人的调查工作

调查工作是清查、追收闽发证券资产尤其是账外资产、审查确认债权、代表闽发证券参加诉讼和仲裁等清算工作的必要前提，在闽发证券档案资料残缺不全的情况下，调查工作尤为显得重要。在本案中，对于管理人不能自行调查的工作，由福州中院向管理人发放调查令进行调查；管理人持调查令仍不能调查的，由福州中院依申请亲自调查。本案中，福州中院累积协助调查事项多达一千五百多项。

(三)依法保障债权人的知情权和监督权

为充分保障债权人的知情权和监督权，在福州中院的指导下，闽发证券破产清算案采取了如下措施：

1. 通过债权人委员会保障债权人的知情权和监督权

2008 年 12 月 6 日，福州中院主持召开了闽发证券第一次债权人会议。本次债权人会依据《企业破产法》选举产生了闽发证券债权人委员会成员，包括中国证券投资者保护基金公司、新华人寿保险公司、吉林省国有资产经营管理有限责任公司、中国出口信用保险公司及闽发证券的一名职工代表共计 9 名成员组成了闽发证券债权人委员会。在日常工作中，福州中院要求管理人认真执行有关制度，对涉及重大资产处置和诉讼、破产财产分配、权利审核等重大事项均应认真向债委会报告或提交其审议；此

外，福州中院还要求管理人主动自觉的接受债委会监督，认真听取和执行债委会委员对管理人工作提出的意见和建议。闽发证券破产清算案基本上做到了每一个季度开一次债委会。

2. 召开片区债权人座谈会

鉴于债权人会议人数众多，会议周期短，为确保债权人的知情权和监督权，在福州中院的主导下，闽发证券破产清算案根据债权人的地域分布情况，分片区召开了 20 场债权人座谈会，使债权人能够与福州中院法官、管理人就所关注的问题进行深入的沟通与交流。

3. 开设闽发证券破产清算网站

除以上措施外，闽发证券破产清算案还充分利用现代信息技术，开设闽发证券破产清算网站，及时将本案各类重大事项在闽发证券的网站上进行公告，并回答债权人集中关注的问题，为债权人了解本案工作提供了便捷条件。

二、债权与取回权的审核与确认

截止 2012 年 12 月 26 日，闽发证券管理人共接受了 203 家债权人的债权申报，申报金额共计人民币 14848070381. 04 元；已审查确认 196 家债权人的债权，审查确认金额共计人民币 11394160462. 26 元。受理 35 笔取回权申请，涉及取回财产数额为人民币 1219561002. 76 元，确认 14 笔取回权申请不成立，21 笔取回权申请成立或部分成立，审查确认取回标的为人民币 521354040. 02 元。

闽发证券债权人申报的债权，多数系基于委托理财所形成。鉴于委托理财

法律关系的界定较为复杂，福州中院经福建省高级人民法院，向最高人民法院上报了《关于闽发证券公司破产债权审查中带保底条款的委托理财合同的法律性质及利息损失计算标准的请示报告》。最高人民法院批复如下：

1．关于带保底条款的委托理财合同的法律效力，应当区分是否以委托人名义开设的独立运行的证券账户和资金账户内的资产作为委托资产进行判断。以委托人名义开设的独立运行的证券账户和资金账户内的资产作为委托资产的，应当认定其委托理财合同的法律效力。因在独立证券账户和资金账户内运行的委托资产，能与证券公司的自有资产及其他客户资产相区别，委托理财账户内的资产应归属于委托人所有，保底条款的无效不影响委托人对于该资产行使取回权。对于未以委托人名义在证券公司单独开设资金账户和证券账户独立运作，而是委托人直接将委托资产交付给证券公司管理的，则应区分委托理财合同中关于保底条款的不同约定，分别按照企业间非法拆借和无效委托理财合同确定委托人的债权，由委托人通过申报普通债权的方式处理，而不能行使取回权。

2．证券公司挪用独立证券账户内运作的委托证券，关系清楚、财产并未混同，管理人追回后，可由相关权利人行使代偿性取回权；若被挪用后的委托证券与其他客户证券发生混同，但独立于证券公司自有证券的，委托证券与其他客户证券不属于证券公司对其他债权人的责任财产范围，委托人与其他客户可以按照证券比例享有取回权；若被挪用后的委托证券与证券公司的自有证券发生混同的，委托人不能行使取回权。证券公司因挪用委托人独立资金账户内运作的资金导致资金灭失或者混同的，委托人不能

行使取回权，应当通过申报普通债权的方式处理。

3. 独立证券账户和资金账户内运作的委托资产产生盈利的，如果委托合同中约定有盈利分享比例，可按照该约定比例分割盈利，归属于证券公司的部分作为破产财产进行分配。

4. 在确定委托人对独立证券账户和资金账户内运作的委托资产的取回权时，对于证券公司已经支付给委托人的高息、固定回报、好处费等应当从取回财产中扣除。

5. 对于独立证券账户和资金账户内运作的委托资产，因证券公司违规挪用无法取回的，以及未以委托人名义在证券公司单独开设资金账户和证券账户独立运作，委托人直接将委托资产交付给证券公司管理的，委托人在破产程序中行使普通债权，并按照人民银行同期贷款利率计算利息损失。委托人对在独立封闭证券账户和资金账户内运行的委托资产行使取回权的，不涉及利息损失的计算。

根据最高人民法院的以上批复，福州中院及闽发证券管理人共审查确认涉及委托理财债权 155 笔，审查确认金额人民币 8001697633. 16 元。

三、破产衍生诉讼的审理(一)适时适度强化职权主义审判模式

福州中院共受理因闽发证券破产而衍生的诉讼案件 1555 件。涉及股权确认、股东派生诉讼、委托理财、房地产、证券、期货等多种类型，不同类型的诉讼案件均体现出一方当事人实际缺位、信息、证据等方面的不对称等特征，具体而言:

1. 破产企业一方当事人实际缺位。债权人虽然是相关案件的最终结果承

担者，但大多无法亲自参加诉讼。而且，由于破产企业债权人的分散性、专业知识的欠缺以及信息不对称问题等因素的制约，也常常导致债权人难以对相关案件进行有效监督。

2. 各方当事人在信息、证据方面的不对称。管理人在接管破产企业时，经常面临企业资料的丢失损毁、企业知情员工下落不明等许多交接问题，与充分掌握案情的诉讼相对方相比，管理人在证据的掌握与收集方面常处于弱势地位。尤其是闽发证券长期以来管理混乱，存在大量账外违法、违规经营，公司财务资料不实，公司许多知情人不愿配合调查或出庭作证，有关经营资料也遭到人为毁损、隐匿，单凭管理人常常无法充分取证，难以有效保护债权人的利益。

3. 其他诉讼参与方情况的复杂。由于衍生诉讼案件的诉讼结果将最终由破产企业债权人承受，与破产企业的原有员工经常无利益关联，因此，企业原有员工在其中的利益倾向性容易发生变化。出于长期业务往来而与对方当事人所建立的情感，或是出于利益诱惑，破产企业原有员工，包括原闽发证券的许多高管与业务人员可能与对方当事人恶意串通而隐匿证据、提供虚假证言等，损害破产债权人的利益。

鉴于以上情况，为了实现衍生诉讼案件的实质公正，并兼顾诉讼效率，福州中院没有简单适用当事人主义审判方式，而是适时适度强化职权主义审判模式，一方面，加大了对管理人等各当事人有关诉讼行为的监督力度，以防范虚构破产债权、虚假自认、恶意调解等情形的发生；另一方面，在协助调查取证、举证期限等方面强化了对破产企业一方的救济。具体而言，

主要围绕下列几方面开展了相关工作:

1. 在案件的事实与证据层面，依据案件对抗性的强弱程度、各诉讼参与方之间的相互关系等因素，适时加强对各诉讼参与方有关行为的审查监督力度，注意防范各类诉讼欺诈行为。

2. 在相关案件的诉讼处分权层面，加大对当事人尤其是管理人一方诉讼处分权行为的审查力度。对于当事人的调解申请，充分注重调解的合法性，注重在查清事实的基础上进行调解，避免恶意调解。

3. 在对清算工作的监督中，强化对管理人诉讼工作的监督。具体体现在两个方面：其一，确保管理人在诉讼工作中勤勉尽职，防止因管理人的工作失误与道德风险而造成不应有的败诉结果；其二，对于可能出现的管理人怠于起诉的情形，积极督促起诉。

4. 在协助调查取证方面，强化对处于先天弱势地位的破产企业一方的救济。

5. 在案件的举证责任分配方面，法院根据具体案情，合理配置举证责任，在管理人因破产企业交接障碍等特定情况下确实不了解案件事实的，将举证责任倒置于知道有关事实的破产企业对方当事人。

6. 在有关案件的举证期限方面，法院慎重适用证据失权规则，在破产企业一方不存在恶意或者重大过失的情况下，尽可能避免适用举证期限来惩罚破产企业，避免损害广大无辜的债权人的利益。

(二) 专案合议庭集中审理衍生诉讼案件

由于闽发证券破产案衍生诉讼案件多，破产案件和衍生诉讼案件的良

好衔接对两类案件的审理效果至关重要。为实现破产案件的整体协调和法院对清算工作的全面监督，福州中院采取了由审理破产案件的专案合议庭同时审理衍生诉讼案件的审判管理机制。为此，福州中院根据案件所涉专业情况，专门抽调了在破产、公司、证券、房地产、劳动争议等相关审判领域拥有丰富审判经验的 12 名干警成立了闽发证券破产案件专案合议庭，由分管院领导担任审判长，合议庭负责人任破产案件主审法官，专职审理与闽发证券及其关联公司相关的破产案件、公司强制清算案件及衍生诉讼案件。上述审判人员分别组成了两个合议庭，一个合议庭以审理破产案件为主，兼顾诉讼案件，另一个合议庭则以审理诉讼案件为主。

(三) 加强诉讼案件与清算整体工作的协调性

在破产程序中，诉讼事务在很大程度上制约着非诉事务的开展和进行。例如，对争议破产债权尤其是大标的额破产债权的裁决，影响着破产财产的分配比例和分配时间；对争议标的所有权的裁决，影响着破产财产的变价。因此，在审理闽发证券破产案时，福州中院高度重视该案非诉事务和诉讼事务之间的工作协调性，通过妥善审理有关诉讼案件，促成诉讼公平与实质正义，有力配合了破产案件的整体工作进程，更好的发挥了法院在破产案件中的主导职能，大大提高了破产清算的效率。

以上的措施和工作，对闽发证券破产案衍生诉讼案件的审理起到了明显的效果。闽发证券破产清算案中，福州中院已审结闽发证券衍生诉讼案件 1535 件，结案率 99%，执行率超过 95%，有效保障了清算整体工作的顺利推进。

四、破产财产的分配

鉴于闽发证券破产财产及破产债权情况复杂，为保证债权人能够得以及时受偿，闽发证券破产清算案采取了多次分配的模式。具体为：第一次破产财产分配方案于2010年1月10日执行，普通债权清偿率为37.91%；第二次破产财产分配方案分别于2010年7月、2010年12月、2011年7月共执行三次，普通债权的清偿率分别为12.468%、1.95%、1.22%，合计15.638%；第三次破产财产分配方案于2011年12月29日执行，普通债权清偿率为9.46%。经过三次破产财产分配方案的执行工作，闽发证券破产清算案中普通破产债权清偿率合计达到63.008%。

其中，对于闽发证券重仓持有的辽宁成大、双鹤药业等证券资产，经债权人会议审议表决，采取了实物分配的方式进行分配，股票价格按照福州中院裁定认可分配方案之日起60个交易日内双鹤药业和辽宁成大股票各自的平均收盘价计算。

五、破产程序的终结

福州中院和管理人认为，根据《企业破产法》的规定，无争议的破产财产分配完毕是破产程序终结的基本条件。根据闽发证券破产清算案工作事项立项管理制度，截止2012年4月，管理人共立项3739项，完成3700项，完成率为98.96%，闽发证券破产清算案的终结条件已基本成就，其中，对于未决的诉讼、仲裁案件，根据《企业破产法》第一百二十二条的规定，不影响破产程序的终结。

基于以上事实情况，为顺利终结闽发证券破产程序，依据《企业破产

法》的规定，并结合闽发证券破产案的实际情况，管理人完成了如下工作：

1．2012 年 1 月 5 日，管理人分别在“中国证券报”、“人民法院报”以及“福建日报”上刊登了《闽发证券有限责任公司破产财产最后分配实施公告》，对闽发证券第三次破产财产分配为闽发证券最后分配予以公告。

2．管理人向全体债权人寄送了《关于闽发证券破产程序终结等相关事宜的征求意见函》，在福州中院的领导下，管理人亦在全国范围内召开多个片区的债权人座谈会，广泛听取各位债权人对闽发证券破产程序终结工作安排等事宜的意见。经统计，95．45％以上的债权人支持和认同在第三次分配方案执行完毕后终结破产程序的工作安排。

3．第三次债权人会议审议通过了管理人提交的《闽发证券有限责任公司破产程序终结后的遗留事项及工作安排报告》，其主要内容包括：继续保留管理人机构处理遗留工作；选举吉林省国有资产经营管理有限公司、中国人寿保险股份有限公司等六家债权人代表在程序终结后监督管理人工作。

债权人会议后，无债权人对终结破产程序提出异议。

基于以上工作，管理人向福州中院申请裁定终结闽发证券破产清算程序。

福州中院经审查认为：本案无争议破产财产的分配工作已经完成，有争议破产财产已经进入其他法律程序处理，已经具备终结破产清算程序的法定条件。同时，申请人已经对未结清算工作进行妥善安排，可以终结破产程序。鉴于本案尚遗留诉讼、执行等其他清算工作，破产程序终结后应

当保留管理人继续履行清算职责。经审判委员会研究，依照《中华人民共和国企业破产法》第一百二十条第二款、第三款、第一百二十二条的规定，于 2012 年 12 月 13 日裁定如下：

终结闽发证券有限责任公司、上海元盛投资管理有限公司、上海全盛投资发展有限公司、北京辰达科技投资有限公司、深圳市天纪和源实业发展有限公司合并破产程序。

3. 不良资产处置与不良资产证券化：国际经验及中国前景

文章来源：《国际经济评论》，2018 年第 1 期

摘要：中国经济增速趋势性下降、企业部门去杠杆及房地产市场下行将造成银行体系不良贷款飙升。考虑债务产生背景、银行经营环境以及政府债务负担等因素，当前不良资产处置方式无法重复历史老路，依靠市场力量处置不良资产是必然选择。历史上很多国家在依靠市场力量处置不良资产时，资产证券化都在其中扮演着重要角色。目前中国发展不良资产证券化的时机已经成熟，市场发展潜力巨大。未来随着各项制度的完善，不良资产证券化必将迎来快速发展阶段。

受经济潜在增速下降、新旧产业转型的影响，生产者经营困难；同时，政府税收减少、债务增加，加之美联储进入加息通道，导致中国国内金融风险大幅上升。主要表现为商业银行不良贷款率和不良贷款余额自 2012

年持续 19 个季度双双上升。不良资产的出现和累积，不仅导致商业银行的经营风险上升，利润水平下降，而且影响银行对实体经济的支持，以及中国金融系统稳定性。

因此，有效处置不良资产问题，无论是对中国金融业的稳定，还是对中国经济的长远发展都具有重要意义。回顾中国经济在 21 世纪初期能取得快速发展、金融业能迎来稳定发展的黄金十年，都与 20 世纪末期中国政府对银行不良资产及时处置密切相关。2016 年初召开的国务院常务会议明确“支持银行加快不良贷款处置”，但考虑到商业银行不良资产的产生背景、银行经营环境以及中国政府债务负担都与 20 世纪末期完全不同，不良资产处置难以重复历史老路，而如何有效处置不良资产是当前中国政府面临的一大挑战。

对此，人民银行等八部委联合发文，提出审慎“开展不良资产证券化试点”的意见，并首批试点工行、建行、中行、农行、交行和招行。与此同时，银行间市场交易商协会发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》，为进一步推动不良资产证券化业务的高效、有序发展奠定基础。不良资产证券化作为当前金融改革的一项重要举措，在有效化解金融风险的同时，有助于降低杠杆率，盘活存量资产。2017 年不良资产证券化试点范围进一步扩大，但离全面实施仍有一定距离。例如，不良资产证券化的特殊性决定了其可能存在的风险，此外，法规和监管的不健全也将制约不良资产证券化的大力推进。

不良资产处置的国际经验

他山之石可以攻玉。为了找到中国处置不良资产的有效途径，本部分梳理了不良资产处置国际经验，通过分析历史上主要国家如何成功处置不良资产，发现资产证券化在以美、韩为代表的基于市场规则的不良资产处置中作用巨大。

（一）不良资产处置方式的分类

从国际上对商业银行不良资产处置的经验来看，不良资产处置的分类方法有多种。按照处置主体的不同，可以分为银行自主处置模式、托管集中治理模式和坏账直接剥离模式。银行自主处置模式包括两类，一类为商业银行减计资产或增加坏账准备金，对不良资产进行核销，最终所产生的损失由银行自己承担；另一类是在银行内部设立正常信贷部门之外的坏账处理部门，专门负责处理本银行内部的不良资产，即在银行内部区分“好银行和坏银行”。托管集中治理模式，即成立专门的机构托管银行，由此机构对所有银行产生的不良资产进行集中处置，即在银行外部区分“好银行和坏银行”。实践中托管集中治理模式是比较常见的模式，例如“好/坏银行模式”、“资产重组信托公司（RTC）模式”和“共同收购机构（CCPC）模式”，三者的区别主要在于托管机构成立方式的不同。例如“好/坏银行模式”成立的托管机构主要由原来的好银行进行控股，“RTC 模式”主要由政府控股，“CCPC 模式”由所有银行共同控股。坏账直接剥离模式即直接将银行的所有坏账剥离并转移给国家，其中最典型的是智利在解决 1975－1985 年银行危机中的做法。

按照不良资产处置中资金流向的不同，可以分为流量法模式和存量法

模式。流量法模式即中央银行对不良资产处置提供流动性支持，例如允许银行通过高利差，由其他借款人或贷款人承担不良资产处置损失，但这种做法只在金融市场压抑，且实行利率管制的国家可行。存量法模式指对银行不良资产存量进行处置，以提高银行资产质量，满足银行资本充足率要求，包括对不良资产剥离并进行处置、由政府或社会资本注资等。一般来说，存量法模式在实践中应用更为广泛。

按照不良资产处置中市场化程度的不同，可以分为依靠市场的处置模式和依靠政府的处置模式。依靠市场处置模式指不良资产处置主要按照市场规则进行，不良资产处置损失由银行自行承担，例如不良资产竞拍、资产证券化等。依靠政府处置模式指政府在不良资产处置中占据主导地位，不良资产处置损失很大程度上由政府承担，例如中国在 2000 年处置银行政策性不良资产时，政府承担了主要损失。一般来说，依靠市场处置模式适应于市场化程度比较高，且银行商业化程度高的国家；依靠政府处置模式适应于市场化程度比较低，银行商业化程度低，且与政府关系密切的国家，或者在发生重大危机等特殊情况时期。

但在实际不良资产处置时，处置方式并没有进行如上所述的明确划分，往往是不同分类的混合。例如不良资产的银行自主处置模式有些是流量法模式，有些是存量法模式；而存量法模式中有些是依靠市场处置，有些是依靠政府处置。因此，在梳理国际上不良资产主要处置方式后，还需要具体研究较为常用的、有代表性的几种不良资产处置方式。

（二）国际上不良资产处置的主要模式

国际上认为不良资产处置比较成功，且有代表性的国家有美国、韩国和波兰，这三个国家分别采用了不同的处置模式。[1]其中，美国为“RTC模式”,韩国为“资产管理公司模式”,波兰为“国有企业与银行重组模式”。

1. 美国“RTC模式”

美国为了解决1980年代中后期出现的储贷机构信用危机问题，建立联邦存款保险公司（FDIC）救助面临倒闭的会员银行，之后在1989年成立重组信托公司（RTC），初期附属于FDIC，1991年开始独立，在运营6年成功完成不良资产处置后，于1995年底自行关闭。凭借法律规定的强化、行动的果断和成熟的资本市场运作，美国不良资产很快得到控制。具体运作过程如下：首先，美国国会于1989年向RTC注资500亿美元，使其接管所有储贷机构的不良资产，即将储贷机构的好资产与坏资产进行分离；其次，RTC将所有接管的不良资产进行集中处理。为了将不良资产以最高回报进行处置，RTC采取了包括公开拍卖、暗盘竞标、资产管理合同、证券化和合伙经营等在内的多种资产处理手段。在短短几年时间内，RTC成功处置了4026亿美元资产，为美国1990年代的经济发展奠定了基础。[2]

2. 韩国“资产管理公司模式”

韩国为了处理国有韩国发展银行（KDB）的不良贷款，于1992年成立资产管理公司（KAMCO），1996 年将不良贷款处理范围扩大到其他金融机构。亚洲金融危机爆发后，为了处理危机中产生的大量不良贷款，KAMCO在1997年再次进行重组，重组后韩国政府、KDB和其他金融机构各持股

38%、31%和 31%，使 KAMCO 成为韩国不良资产处置的重要机构。KAMCO 对有担保的不良贷款按面值的 3/4 购买，无担保的不良贷款按面值的 1/4 购买，沉淀不良贷款按面值的 3%购买。不良资产处置主要包括两种手段，第一种是进行两次大规模拍卖，并大力鼓励外资进入；第二种是资产证券化，其为韩国不良资产处置的重要手段。据统计，1/3 韩国不良资产是通过资产证券化进行处置的。[3]

3. 波兰“国有企业与银行重组模式”

波兰是转轨国家不良资产处置的代表。受波兰经济体制转轨影响，企业债务问题日益严重，贷款多数转化为银行不良资产；而且由于转轨过程中，约束机制的软化和风险监管体系的缺乏，加剧了银行资产负债表的恶化。为了进一步有力推动波兰银行改革和企业改革，波兰各界对银行不良资产处理达成共识，决定对波兰银行实行“重组计划”。

“重组计划”的具体措施包括：首先，由政府向控股 50%以上的银行提供财政注资，作为之后债务重组的基础；然后，采取包括调解协议、司法程序以及债转股在内的多种途径处置银行不良资产，实施“重组计划”；同时还组建了工业发展局，专门处理不良贷款。“重组计划”简化了债务人和债权人之间的矛盾，波兰政府在其中发挥了积极的主导作用。

通过比较上述三种不良资产处置模式，可以发现，三种模式既有一定共性，但又有各自特点，不同国家对不良资产处置模式的选择与国家之间经济金融发展水平的差异密切相关。

首先，三种模式均为存量处置模式，核心都是将不良资产进行剥离，

并折价销售，同时成立了专门处理不良资产的机构。在处置过程中，政府和市场均发挥了作用，而且在不良资产处置初期，政府发挥作用较大。例如，美国成立重组信托公司，韩国成立资产管理公司，波兰对银行提供财政注资。

其次，美国、韩国和波兰由于市场化程度不同，市场在其中发挥作用不同。其中，美国市场化程度最高，韩国居中，波兰最低，因此市场在其中的作用也依次减弱。但总体来说，三者不良资产处置的效果都非常显著，为之后国家的经济发展奠定了基础。因此并没有任何一种“放之天下而皆准”的模式，必须根据不同国家的不同情况选择适合的模式。

再次，韩国在不良资产处置中引入外资也是其成功的一个原因。韩国与日本在亚洲金融危机后都产生了大量不良资产，而且也都采用不良资产剥离后集中处理的方式进行处置，但不同的是，韩国由于引入了外资，在不良资产定价和处置中学习先进经验，最终取得了成功；相反，日本在外资引入中较为保守，但自身市场发展水平又无法保证其对不良资产合理定价，而且在不良资产剥离中有所隐瞒，导致其不良资产处置效果比韩国较差。因此，及时、果断且不隐瞒的态度是成功处置不良资产的关键。

最后，美国和韩国在不良资产处置中都进行了金融创新，大量利用证券化对不良资产进行处置。这也是资产证券化之后在这些地方发展比较快速的原因。

（三）不良资产处置中的资产证券化

作为 20 世纪最重要的金融创新之一，资产证券化在以美国和韩国为

代表的基于市场原则的不良资产处置中发挥了重大作用，是最重要的不良资产处置手段之一。不良资产证券化，顾名思义，即资产所有者通过组合打包，将资产池中流动性较差的部分以证券化的方式使其在金融市场上流动，从而提高资产流动性。

不良资产证券化最早起源于美国 RTC 公司推出的“N”系列计划。这一计划对与房地产相关的不良贷款进行了总计 14 亿美元的证券化，加快了不良资产处置进度，同时也推动了美国住房抵押贷款证券化的发展。目前美国是资产证券化的最大发行国，发行额占全球一半以上。[4]

不良资产证券化在欧洲的发展以意大利为代表。意大利受 1990 年代早期经济衰退和监管不严影响，银行系统积累了大量不良贷款，为解决不良贷款问题，意大利大力推动资产证券化，并通过证券法，于 1997 年发行了第一笔不良资产证券化，之后相继发行了 30 多笔不良资产证券化。

不良资产证券化在亚洲的发展主要在 1997 年亚洲金融危机之后。为了处理金融系统大量不良资产，日本、韩国开始修订或重新制定资产证券化相关法律，资产证券化由此在这两个国家得到快速发展。随后，2002 年印度制定《金融资产证券化与重组法案》，同年中国台湾发布了《金融资产证券化法》，促使不良资产证券化在印度、中国台湾和马来西亚也出现较快发展[5]。

具体来说，不良资产证券化的作用如下。第一，提高资产处置效率。一般来说，证券化过程需要参与者充分竞争，通过竞争在降低道德风险的同时，可以依赖市场力量实现资产回收价值最大化。第二，降低不良资产

处置成本。通过证券化实现不良资产变现与其他不良资产处置方式相比，交易成本较低，同时变现速度较快。第三，促进资产流动性。资产证券化能够彻底改善商业银行不良资产状况，在提高银行经营业绩的同时，降低银行由于资产负债期限结构不匹配带来的各种风险。第四，不良资产证券化将不良债权转化为可流通的有价证券，将潜在风险分担给愿意承担的投资者，在降低银行风险、改善资产负债结构的同时，拓宽了银行融资渠道，丰富了市场投资品种。

资产证券化能够在不良资产处置中发挥作用与政府的支持密切相关。首先，对美国和韩国来说，不良资产处置初期的载体或由政府注资成立，如 RTC，或由政府参股成立，如 KAMCO。但无论哪种方式，政府对不良资产证券化都给予了积极支持。其中韩国政府允许 KAMCO 以政府信用发行债券，并利用发债资金购买银行不良资产，政府在提供信用担保的同时承担部分债券利息。其次，不良资产证券化的大力发展得益于政府对法律环境的保障。例如美国颁布的《金融机构改革、复兴和实施法案》及之后的相关法案，为不良资产证券化在美国的发展铺平了道路，而 RTC 的成立也完全基于此法案。韩国在成立 KAMCO 处理不良资产的同时，快速颁布了《资产证券化法案》，这个法案除了规定证券化的资产、特别载体及发起人外，还特别规范了不良资产证券化行为，为不良资产证券化在韩国的发展提供了有力依据，同时促进了韩国资产证券化的快速发展。第三，对新兴市场国家韩国来说，不良资产证券化的成功与政府鼓励外资进入有关。由于韩国国内机构投资者缺乏足够的资金和技术支持，为了成功处置不良资产，

政府放松对外资进入的管制，鼓励其积极参与不良资产证券化，如韩国的大部分不良资产证券化都是针对欧美投资者发行，外资的参与使得韩国不良资产问题得到快速有效处理。总之，政府在不良资产证券化初期发挥了主导作用，之后随着立法和市场环境的改善，基于市场规则的不良资产证券化活动成为市场主体。

中国不良资产处置的道路选择

本部分通过对比当前商业银行不良贷款处置与 2000 年前后的不同，认为由于不良资产产生背景、银行经营环境以及政府债务负担的不同，当前不良资产处置难以重复历史老路。相对来说，不良资产证券化将更为可行和有效。

（一）不良资产处置难以重复历史

回顾中国金融发展历程，最主要的一次不良资产处置是在 2000 年前后。[6]考虑到当时中国金融市场发展状况，以及不良贷款产生的原因，处置不良资产的主要做法是国家成立资产管理公司，由其对所剥离不良资产进行处置，处置方式主要为债转股。[7]在此之前，中央政府于 1994 年对国有商业银行政策性业务与商业性业务进行了分离；并在 1998 年发行特别国债 2700 亿元，对国有商业银行进行注资。虽然这些措施并没有实质性减少银行快速增加的不良贷款，但却为之后成立资产管理公司，进行资产剥离奠定了基础。

1999 年信达、东方、长城和华融四家资产管理公司成立，分别接收和处置从工商银行、农业银行、中国银行和建设银行等银行剥离出的不良资

产。不良资产剥离和处置可以分为三个阶段：银行政策性剥离，资产管理公司政策性接收，按照“两率”承包经营阶段；银行政策性剥离，资产管理公司商业化接收，自负盈亏阶段；银行商业化剥离，资产管理公司商业化购买，自负盈亏阶段。

其中在第一、二阶段，银行主要进行政策性剥离，针对的是商业银行承担政策性功能所产生的呆坏账。但不同的是，在第一阶段（1999－2000年），银行按账面值剥离不良资产，资产管理公司按账面值接收，并根据资产回收率和现金回收率等考核指标进行承包经营，最终损失由国家承担。在这一阶段，四家资产管理公司累计从四大国有银行接收 14322 亿政策性不良资产。在第二阶段（2004－2005 年），银行按账面值或账面值的一半剥离不良资产，资产管理公司按市场规则接收，最终损失（或盈利）由资产管理公司承担。在这一阶段，四大国有银行共计剥离 7791 亿元政策性可疑类不良资产。

第三阶段（2005 年之后）的不良资产剥离是考虑国有银行改制、重组和上市需要的主动行为。这一阶段的不良资产剥离主要是商业化剥离，针对的是商业银行自身经营过程中所产生的呆坏账。资产管理公司对银行所剥离的商业性不良资产按市场规则购买，最终损失由银行自行承担。在这一阶段，四家资产管理公司进行的不良贷款交易累计约 1008 亿元。截至 2009 年，四家资产管理公司累计接收、收购和受托管理的不良资产达 34038 亿元[8]。

此外，为了配合国有银行改制、重组和上市的需要，2004 年中国政府

向五家国有银行共计注资 450 亿美元。

由于各种原因，我们无法准确获得政府本次不良资产处置成本的相关数据。但通过初步估算可以得知[9]，在不计算资产管理公司运营成本的前提下，20 世纪末期不良资产处置直接成本约为 34615 亿元。与标普 2003 年对中国不良资产处置 5000 亿美元的成本估算基本相符。

虽然中国在早期不良资产处置中付出了巨额成本，但总体仍然是利大于弊。首先，因为政府审时度势，及时彻底地处置了大量不良资产，中国银行业不良贷款率从 2001 年开始稳步下降，资产质量大为改善，并在成功股改上市后，盈利能力增强，股权增值，为国家贡献了大量税收，促进了国有企业的进一步改革；[10]其次，在不良资产成功剥离后，银行长期保持经营稳定性，即使在 2008 年全球金融危机中，依然保持了强劲的扩张能力和盈利能力，保障了国民经济的平稳增长。[11]事实证明，组建资产管理公司，实施政策性不良资产剥离，并对其进行债转股处置，是符合中国国情和当时实际的正确做法。

在 2000 年初不良资产处置完成后十年，中国银行业再次面临不良贷款上升问题。而正确及时处理不良贷款问题，无论对中国经济的再次快速发展，还是银行业的长期可持续发展都至关重要。目前，中国信贷增速远高于经济增速，但经济增速不升反降，同时信贷成本持续高企。张军认为，这主要是因为 2008 年政府 4 万亿财政刺激计划导致信贷过快增长，信贷质量下降，虽然在中国高储蓄率支撑下，信贷链条依然能够运转，但信贷效率低下，大量资金被用来偿还债务，占用了可以真正用来投资的部分，

同时也推高了信贷成本。[12]如果这种隐性不良贷款问题无法得到彻底解决，那么长久下去，即使银行愿意为债务人提供新增贷款，不断增长的债务和利息负担也会越来越压抑企业的投资意愿和创新能力，阻碍中国经济健康可持续发展；而过高的债务本身也不利于银行长期稳定。因此，处理包括隐性不良贷款在内的不良资产对当前中国来说重要且迫切。

那么如何处理当前银行不良资产问题便是摆在中国决策者面前的一道难题，是否可以沿用之前的不良资产处置模式？在得到任何结论前，我们首先对前后两次银行不良资产做一比较。通过比较可以发现，两者在很多方面都大不相同。

首先，债务产生背景不同。之前不良贷款产生于计划经济盛行时期，银行在很大程度上作为政府财政的补充，为企业发展提供了资金，但也产生了大量政策性不良贷款；同时，由于银行本身产权结构不明晰，内控制度形同虚设，诱发银行逆向选择，导致不良贷款产生。相比之下，当前银行市场化运作，银行对企业的贷款与财政基本无关，因此，不存在政策性不良贷款问题，而更多是经济周期和结构性调整的结果。

其次，银行经营环境发生巨大变化。目前，包括交通银行在内的五家主要商业银行已经实现成功上市，完全按照市场规则运营。虽然国家在其中占有大量股份，但银行与政府的关系与之前相比完全不同。而且当前国内一直讨论国有企业的进一步改革问题，因此，在这种大背景下，不可能按照之前的模式处理当前银行不良贷款。

最后，也是最重要的一点，政府债务负担相比之前较高。按照估算，

不良资产直接处置成本为 34615 亿元，占到了 2000 年全国财政收入的 25.8%，直接导致各级政府总债务占 GDP 比重从 1997 年开始大幅上升（参见图 1），但考虑到 1990 年至 2007 年中国经济保持了年均 10.2%的高速增长，且各级政府总债务占 GDP 比重处于相对较低水平，因此高额不良资产处置成本仍可接受。2008 年金融危机后，GDP 增速出现明显下降，与此同时，各级政府总债务占 GDP 比重快速上升，2010 年各级政府总债务占 GDP 比重接近 1997 年的三倍，虽然之后有所下降，但仍然处于较高水平，加之其他一些隐性债务，当前政府债务负担非常沉重。因此，从政府层面来看，不可能采取之前的不良资产处置手段。

（二）不良资产证券化是正确选择

基于对当前形势的分析，我们认为中国未来不良资产处置必定是对存量资产依靠市场规则进行处置，例如，债转股模式和不良资产证券化模式。对银行来说，以市场为导向的债转股虽然可以作为不良资产处置的一个可选途径，但并没有绝对优势。第一，资本消耗明显。《商业银行资本管理办法》规定，商业银行被动持有的对工商企业股权投资在法律规定处分期限内（两年）的风险权重为 400%，之后将升至 1250%，对商业银行资本消耗巨大。第二，对商业银行价值提升有限。对中国银行业来说，其核心竞争力在于风险管理，而非产业整合，因此，在现有制度框架下，债转股很难使银行从一般债权人转化为战略投资者。第三，股权退出机制存在挑战。债转股是否可以拯救债务人，对此没有确切答案，而两年后，银行所持股权如何转让，也是未知数。第四，债转股实际操作中有可能产生逆向选择

和道德风险。目前，对债转股对象的选择没有明确标准，有可能导致在某些极端情况下出现腐败，或仅选择国有企业。因此，债转股与其他不良资产处置方式相比，并没有绝对优势。

而相对来说，不良资产证券化模式与其他不良资产处置方式相比，优势较为显著。第一，不良资产证券化能高效处置银行不良资产。不良资产作为存量资产的一部分，在消耗银行资本的同时，也不利于银行资产结构的调整。不良资产证券化一次性将不良资产大规模出表，能直观降低银行的不良贷款率，改善银行的资本充足率和拨备覆盖率，腾挪被不良资产占用的准备金和授信空间，显著优化财务数据，降低经营成本。

第二，不良资产证券化处置手段丰富。与资产管理公司处置不良资产相比，银行作为贷款的发放机构，对贷款人及不良资产本身更为了解，因此在制定清收方案时能更好地贴合实际情况。而且由于银行集中掌握着金融资源，具有较强的社会活动能力，能够协调到有利于自身的资源，从而提高资产处置的效率和回收水平。

第三，不良资产证券化能够满足众多投资需求。资产证券化作为标准化的投资工具，拉近了银行信贷市场与资本市场之间的关系，在保障银行信贷流动性的同时，增加投资工具，扩大投资渠道。此外，不良资产证券化的分级功能及高流动性，可以满足多数投资者的不同需求。

第四，不良资产证券化处置成本低，潜在收益高。与其他不良资产处置方式相比，不良资产证券化处置成本固定，当处置金额较大时，处置成本会显著降低。而其超额服务费的设计机制，保留了发起机构对超出预期

回收金额之外的剩余价值进行分配的权利，从而增加了发起机构的发行动力和尽职意愿。

第五，不良资产证券化的公开发行数据为不良资产处置提供了数据，积累了经验。按照现行规则要求，不良资产证券化不仅需要在发行时进行信息披露，而且在证券存续期内，应持续披露不良贷款的处置状况。这种全面信息披露机制为未来不良资产处置中信用评级和价值评估的准确进行提供了可能。因此，利用资产证券化模式处置不良资产是当下较好选择。

（三）中国推进不良资产证券化的可行性

早在 2000 年前后，已有学者提出利用资产证券化处置商业银行不良资产。如周小川通过分析资产证券化在不良资产处置中的国际经验，提出中国可学习这些经验处置银行不良资产；[13]谢平对如何进行商业银行不良资产证券化进行了具体分析[14]；李小鹏分析了资产证券化在资产管理公司不良资产处置中的作用及具体模式选择[15]。但由于当时中国资本市场发展的不成熟以及银行不良资产的特殊产生根源，不良资产证券化没有实现。[16]

这些分析在当时来看，具有一定合理性和前瞻性，即使在十多年后的今天来看，仍然十分适宜。目前，考虑中国资本市场发展更为成熟、银行实现商业化运营、投资者得到培育以及政府对资产证券化的支持，提出利用资产证券化处置不良资产具有较强可行性。

中国资本市场发展逐渐成熟。经过改革开放后近 20 年的发展，中国多层次资本市场已经初具规模，包括主板市场、中小板和创业板市场、新

三板市场和地方股权交易市场，资本市场总市值超过 50 万亿元，与 GDP 规模相当，在全球资本市场中的地位不断提高，甚至产生了一定外溢性。中国资本市场发展日益成熟，为不良资产证券化创造了基本条件。

银行实现商业化运营。伴随资本市场的发展，四大商业银行在经过十多年的改革后，于 2006 年、2007 年成功实现整体上市，完成商业化转制。至此，商业银行的运营完全基于市场规则，不再承担政府提款机职能，而相应地，商业银行的不良贷款完全与经济发展和自身运营相关。因此，本次不良资产处置只能基于市场规则，利用资产证券化实现。

投资者得到培育。伴随着中国资本市场的发展，成长了一批个人和机构投资者，这些投资者经过资本市场多年的历练，已经具有了一定的风险防范意识，以及成熟的投资理念，因此对不良资产证券化也更为容易接受。未来不良资产证券化的发行将使得投资品种更为丰富，在低利率时期提供高收益产品，而且由于不良资产证券化能够实现分层，从而为不同投资者提供相应的投资选择。

政府对资产证券化发展的支持。2012 年资产证券化在沉寂了五年时间后重新启动，得到了政府的大力支持，例如将资产证券化的发行由审批制改为备案制，不断扩大资产证券化试点规模，使得资产证券化在 2014 年出现爆炸式增长，3310 亿元的发行规模远超 2005 年至 2013 年总和。[17]因此，政府的政策支持是不良资产证券化推行的重要保障。

国际上成熟的不良资产证券化经验。放眼全球，包括美国、意大利、韩国等在内，历史上成功的不良资产处置均离不开资产证券化的身影。而

无论是美国的“RTC 模式”，还是韩国的“资产管理公司模式”，资产证券化都是不良资产处置的重要工具。未来，这些成熟的经验必将为我所用，以帮助中国更好地处置即将到来的大量不良资产。

中国不良资产证券化的现状及前景

为了遏制商业银行持续不良双升，2016 年初，央行联合各部委重启不良资产证券化，并在 2016 年成功发行 14 单。与此同时，不良资产证券化的发行效果显著，仅半年时间，商业银行不良贷款比例下降了 0.2 个百分点。2017 年不良资产证券化试点范围进一步扩大，但距离全面推进仍然有一段距离，需要解决各种潜在风险和问题。

（一）不良资产证券化的潜在风险及面临问题

通常来说，作为不良资产处置的重要工具，不良资产证券化的目的是为了分散风险，以避免危机的爆发。但实际上，不良资产证券化是将单个银行的风险转化和分散为整个金融市场风险，相应债务工具转变为衍生产品工具，与实体经济的关联性下降。如果在不良资产证券化发行过程中出现监管缺位或过度证券化，反而可能导致资产价格的泡沫和失真，继而引发更大系统性风险的爆发，例如美国 2008 年次贷危机。[18]

此外，除不良资产证券化自身可能带来的潜在风险外，中国不良资产证券化处于初期试点阶段，仍然在各种问题上面临一系列挑战，这些问题如果处理不好，也会导致风险的产生。

第一，机制不完善影响不良资产证券化估值的准确性。准确估值是不良资产证券化成功的前提和关键，但目前，由于相关机制的不完善很难做

到对其准确估值。其一，信息披露机制不完善。信息透明是准确定价的基础，在现有信息披露机制下，风险无法被充分揭示，多数投资者因恐惧风险谨慎参与，导致市场参与者较少，定价不准确。其二，缺乏统一交易市场。目前，资产证券化市场被人为割裂，而且交易规模较小，二级市场发展的不完善必定会影响一级市场的准确定价。其三，无外部独立估值机构。不良资产证券化的定价完全基于不良资产可回收现金流的多少，但实际上，不良资产可回收现金流受多重因素影响，需要专业机构估值。其四，利率市场化改革不彻底。收益率数据是对不良资产证券化进行估值的基础，但由于中国利率市场化改革尚未彻底完成，国债发行规模较小，因此尚未建立完整的收益率曲线。

第二，不良资产证券化产品流动性较低。目前，中国不良资产证券化产品重启发行，但规模有限，流动性较低，无法为一级市场的发行提供定价帮助。造成这种局面的原因在于：其一，不良资产证券化产品的持有者单一，多为大金融机构，且产品规模较小，品种较少，因此，投资者多互持产品，且持有到期。其二，不良资产证券化产品主要在银行间市场发行，参与主体受金融市场分业经营分业监管制度限制，只能有有限的投资者购买。其三，不良资产证券化产品投资需要较高专业知识和操作经验，但目前多数金融机构人才积累不足，尤其是中小银行，限制了其深入参与。第三，投资者群体及市场成熟度有待进一步提高。不良资产证券化产品一般被分为优先级和次级，通常优先级债券由于收益有保障，受到包括银行、基金和券商等金融机构的欢迎，而相对来说，次级债券由于存在高风险，

要求投资者能够理性评估风险和收益，对其风险承受能力和投资能力均有较高要求。但目前由于缺乏成熟的投资群体，多数次级债券主要以打包方式转让给各家资产管理公司，限制了不良资产证券化的规模扩张。此外，未来最值得关注的是投资者对风险的认识程度，如果投资者对不良资产证券化的潜在风险没有充分认识，很可能在风险爆发时向不良资产证券化发行银行进行索赔，导致风险不能真正出表，以及可能存在的刚性兑付问题，反而加剧风险。

第四，法律机制的不完善影响不良资产证券化的大力推进。不良资产证券化过程涉及众多交易主体，交易结构复杂，需要完善的法律法规体系来保证其运作，否则很容易将局部风险演化为系统性风险。其一，特别目标载体（SPV）设立存在法律障碍。目前公司型 SPV 的设立很难满足中国法律对股份公司在注册资本等方面的要求，与不良资产证券化成本低、效益高的特点完全违背，需要从法律制度建设方面彻底改变。其二，信托受益权的法律地位需要进一步明确。不良资产证券化依赖信托制度而存在，但中国目前的法律对信托收益权证是否属于有价证券并没有明确立法，其资金募集方式类似于私募，在购买和营销中都受到限制。其三，不良资产证券化抵押权登记变更问题也导致不良资产证券化存在一定法律风险和瑕疵。

（二）中国推进不良资产证券化的策略及主体选择

未来，不良资产证券化将成为中国不良资产处置的重要工具，但考虑到所面临的各种问题，在不良资产证券化产品设计中应采取相应策略，为

不良资产证券化的全面推进奠定基础。

第一，不良资产证券化发展需要以保障金融体系的安全为前提，应将风险隔离（或风险分散）作为基本原则。即保证处置后的银行不良资产与银行正常资产之间风险隔离，贷款人被证券化的资产与其他资产之间的风险隔离，以及不良资产发起人和持有人之间的风险隔离。目前中国普遍采用的通过资管计划或信托计划进行隔离的做法缺乏法律支持，可能将风险留在发起人银行中，但却没有相应资本支持。因此，为了保证风险被真实有效隔离，需要成立独立的 SPV。

第二，为了真正实现发行主体和持有主体的风险隔离，应推动投资者结构多元化。目前，中国现有证券化产品主要为信贷资产证券化，其基础资产均为优质资产，风险较低，加之其主要在银行间市场交易，发行者和投资者均为银行，因此超过一半的证券化产品仍然保留在银行内部，被不同银行交叉持有。未来，如果不良资产证券化产品仍然以这种模式销售，将失去风险隔离（或风险分散）的初衷。因此，随着资产证券化市场的深入发展，以及不良资产证券化的开展，应允许包括券商、基金、保险等在内的更多投资者进入，实现持有主体多元化，甚至可模仿韩国做法，引入外国投资者持有不良资产。

第三，对不良资产证券化而言，风险分散的关键是合理定价。只有合理的价格才能使得风险在买卖双方间达到平衡，否则或因投资者缺乏购买兴趣，或因银行没有进行资产证券化的动力，最终都无法实现不良资产证券化风险分散的目的。目前，不良资产证券化定价的基本思路是在相同评

级、相同期限的银行间中短期票据的利率基础上增加包括流动性补偿和风险补偿在内的利差补偿，体现了高风险高收益原则。定价方式分为银行聘请独立评级机构开展调查、SPV 聘请第三方独立机构开展调查、潜在购买者投标竞价三种，三种定价方式虽各有利弊，但都依赖金融中介服务机构。因此，对不良资产证券化进行合理定价，除了需要培育国内金融中介机构外，还可考虑引入国外相应金融中介结构。

第四，避免不良资产证券化风险传染的最重要举措是信息披露透明。受美国次贷危机影响，国内投资者对不良资产证券化投资较为谨慎，而实际上，次级贷款证券化与不良资产证券化存在较大差异，例如，定价方式和交易结构的不同。但两者最根本的差异在于信息披露程度的不同，其中，次级贷款证券化隐瞒了基础资产的真实情况，没有进行充分的信息披露，使得定价按照一般资产证券化的定价方式进行，明显存在价格高估和风险低估；相反，不良资产证券化明确告诉投资者基础资产为不良资产，定价方式也不同于一般资产证券化，风险与收益相匹配。因此，信息的足够透明，将有助于投资者更好地理解所投标的，消除对不良资产的误解和风险恐惧，避免更大的风险积聚。

最后，关于发行主体，商业银行和资产管理公司均可成为不良资产证券化的发起人。在 2005 年至 2008 年中国首次资产证券化试点期间，发行了四单不良资产证券化产品[19]，其中三单的发起人为资产管理公司，一单的发起人为商业银行。商业银行作为不良贷款的实际持有人，有优先选择是否作为不良资产证券化发起人的权利，但在已发行四单中仅选择了一

单作为发起人，说明商业银行和资产管理公司作为发起人各有利弊。目前来看，商业银行虽然可将不良资产打包处置给资产管理公司，但同时也必须向资产管理公司让渡一部分利益。另一方面，商业银行自己对不良资产进行证券化，需要具有相关能力和技术的人力投入，而这可能不是所有银行都具备的，尤其对中小银行来说，当不良资产规模没有足够大时，由自己作为发起人的成本会比较高。因此，对大银行来说，可以选择自己作为不良资产证券化的发起人，也可以将不良资产打包处置给资产管理公司；但对中小银行而言，将不良资产打包处置给资产管理公司或者其他大银行将是最优选择。

结论与政策建议

本文首先梳理了不良资产处置的国际经验，包括不良资产处置方式分类、不良资产处置模式以及不良资产处置与资产证券化的关系；其次，与2000 年银行不良资产处置进行比较后，提出本次不良资产处置不可重复历史，应选择不良资产证券化方式；最后，对中国推进不良资产证券化的现状及前景进行分析，认为当前推进不良资产证券化仍面临诸多问题和风险，但可通过合理的策略选择进行应对。

通过上述分析，本文得到以下结论：第一，资产证券化是依靠市场力量处置不良资产的主要工具；第二，经济下行期中国银行业不良资产快速增加，及时处置不良资产对金融稳定和经济发展至关重要；第三，当前中国不良资产处置不可重复历史老路，应推行资产证券化方式；第四，中国当前推进不良资产证券化应基于风险分散原则，发行主体可以是商业银行

和资产管理公司，持有主体应该多元化。

目前，资产证券化在中国尚处于起步阶段，市场发展潜力巨大，但由于法律、监管等方面的缺陷，发展受到一定制约。不良资产证券化作为一种特殊的资产证券化模式，与一般资产证券化除了基础资产性质和定价方式不同外，其他方面没有区别。因此，制约一般资产证券化的问题对不良资产证券化同样存在，而不良资产证券化的特殊性决定了其在实践过程中将更为复杂。2016 年 5 月 27 日，招商银行和中国银行同时发布不良资产证券化产品的最终发行文件，标志着不良资产证券化在时隔八年后正式重启。未来，为了进一步推进资产证券化在中国银行不良资产处置中发挥重要作用，我们提出以下政策建议。

第一，合理定价是资产证券化市场发展的前提。常言道“没有卖不出去的产品，只有定价不合理的产品”，这句话对资产证券化产品同样适用，只要具有合理的价格，便可以找到相匹配的投资者，因此合理的定价是资产证券化流通的关键。资产证券化产品合理定价需要拥有充分的披露信息、基准收益率曲线、历史违约数据以及适合本土的定价技术，但这些因素在当前中国均较为欠缺，未来应有针对性地采取相应措施，如加快利率市场化及配套改革，以完善收益率曲线；打破刚性兑付，允许违约出现；建立专业的外部独立估值机构，甚至可吸引外国金融中介机构进入；最后，加强信息披露可借鉴国际债券市场电子化交易平台的经验，为所有投资者提供更多的包括数据信息、交易分析与管理等在内的服务，同时对虚假信息的提供者实行无限期追责的严厉惩罚。

第二，提高产品流动性是资产证券化市场发展的根本。资产证券化产品根据发行主体的不同，分为信贷资产证券化、企业资产证券化和资产支持票据，三种产品被人为分割在银行间市场、深交所和沪交所三个市场交易。市场之间无法流动，加之资产证券化产品本身存量较小，导致资产证券化流动性较低。对此，短期可借鉴企业债做法，允许资产证券化产品进行跨市场发行，长期可统一资产证券化交易平台。此外，可从一级市场扩容和多样化投资者结构着手。当前虽然资产证券化市场发展迅速，但与其他产品相比，市场规模仍然较小，对此可从便利化发行程序以及降低发行成本等方面着手，鼓励企业通过发行资产证券化产品融资，尤其对于不良资产问题严重的金融机构，资产证券化更是较好选择。最后，针对投资者多为大金融机构的现状，需要考虑如何降低资产证券化市场进入门槛，引导包括外国投资者在内的更多投资者进入，并通过回购、做市商以及第三方流动性支持等制度安排提高二级市场流动性。

第三，有效监管是资产证券化市场健康发展的保障。不良资产证券化的基本原则是风险分散，但实际上，从美国次贷危机的爆发可以看出，资产证券化市场如果没有强有力的监管护航，甚至可能集聚风险。资产证券化产品将资本市场和货币市场相结合，业务链条较长，涉及到多个监管部门。但目前国内无相匹配的监管模式，多头监管容易造成监管过度或者监管缺失，因此未来短期内需要在一行三会间建立针对资产证券化的有效监管协调机制，长期可选择建立统一监管模式。此外，在资产证券化的监管中，应时刻防范风险，包括加强信息披露，尤其是与基础资产有关的信息，

这一点对不良资产证券化更为重要；对投资者进行风险识别教育，强化行业自律行为；加强对具有系统重要性的金融机构监管，以及避免外部评级机构评级中的利益冲突。

第四，政府出台相关政策是资产证券化发展的关键。美、韩不良资产能够成功处置，与政府适时颁布了资产证券化相关法案密切相关，这些法案除了对资产证券化进行规范外，对不良资产证券化行为更有专门提及，为不良资产证券化的发展提供了依据。而在中国，除了缺乏专门的法律规范外，甚至现行立法中存在一些阻碍证券化发展的规定，例如，房地产质押权的集体转让及证券化产品重复征税等问题。因此，未来除了需要对阻碍证券化发展的规定进行改革外，应对资产证券化行为进行专项立法，包括明确信托受益权的法律地位，规范不良资产证券化行为等。（转自：张明宏观金融研究）

4.破产重整计划的强制批准的制度必要性、司法现状及完善建议！

文章来源：金融司法实务

内容提要:

重整计划的强制批准权是法院审判权的延伸，充分体现了司法权力对重整计划的干预，对于实现社会效益最大化、解决搭便车问题、提高重整效率起着不可替代的作用。但是实践中强制批准权的不当行使带来了一些问题，如债权人的利益保护不足、出资人权益难得公平保障、中小股东的

利益得不到维护、债务人资产评估值过低、重整程序公开透明度不足等。上述问题从根本上反映了强制批准重整计划制度中社会本位与私法自治的冲突。为解决上述问题，法院要坚持最低限度原则、透明公开原则和重整方案可行性原则，审慎使用强制批准权，灵活调整出资人的利益，充分保障债权人的利益，最终实现公共利益和私权保障的价值统一。

一、重整计划强制批准制度的必要性

重整计划的强制批准,亦称强行批准,是指当一项重整计划被提交债权人会议进行表决,未被各表决组一致通过时,在符合法定条件的情况下,由法院强制性地批准重整计划草案而使重整计划生效。美国法学界形象地把这种批准称之为“cram down”，即重整计划是被硬塞进反对者喉咙的。它是国家通过立法借助法院对相关法律关系及当事人利益所进行的一种强制调整,是法院审判权的延伸,充分体现了司法权力对重整计划的干预。尽管意思自治仍然是破产重整程序所坚持的理念,但强制批准作为法院批准重整计划的重要方式,是重整程序区别于其他企业拯救制度的一个重要特征。如果没有强制批准制度，则重整制度除限制担保物权的行使外，与和解程序无任何的区别,那么在新的破产法中规定重整程序也就失去了意义。因此，它的存在具有自身的合理性与必要性。[1]

（一）实现社会效益最大化

随着市场经济的发展,破产法的立法宗旨经历了债权人本位———债权人与债务人的利益平衡本位———社会利益本位的变化过程。重整制度便是围绕着社会利益最大化这一核心价值而构建的,它实现了私权本位与

社会本位的相互协调，把实现企业重建作为首要目的和任务，将企业置于中心地位，不仅着眼于包括企业在内的各方当事人的利益，而且着眼于企业在社会经济生活中的地位及其兴衰存亡对社会生活的影响。重整程序的核心思想就是要为利害关系人创造比企业停业、关闭或清算情况下更高的价值，因此，虽然偏重于保护社会利益的倾向意味着要对债权人利益作出一定的限制和削弱，但从长远来看，对重整各方当事人来说，强行批准符合他们的根本利益，不仅合理而且有效。因为强制批准的存在对债权人整体可能是利大于弊，暂时的权益受限带来的是未来更大的收益，只有债务企业重整成功，才能把企业这块蛋糕做大，各方当事人才有可能从复兴的企业中获得更多的利益，并最终形成社会、债务人、债权人、股东多方利益共赢的局面。

（二）解决搭便车的问题

搭便车是指某些人或者团体在不付出代价或付出极小代价的情况下从他人或社会获得收益的行为。一般情况下，重整计划都会对债权人的利益作出某些程度上的限制和削减，因而即使他们已经认识到债务人企业重整成功后自己能够获得更大的利益，并且在内心支持重整计划，但是出于自己利益的考虑，他们总是期望其他债权人能够放弃更多的利益，而自己能够通过搭便车的方式获得较他人更加优厚的待遇，因此往往会隐藏自己的真实意思，而对重整计划采取否定的态度。强制批准的存在不仅可以很好地解决该问题，同时也为当事人推进重整提供了重要的谈判工具，降低债权人搭便车的心理倾向，从而在广度和深度两方面对搭便车现象形成有

效遏制。

（三）提高重整效率

重整计划制定和表决的程序设计实际上是对各方利益主体之间的利益进行协调和平衡，给予因计划的制定而使实体权利受到影响的债权人及其他利益主体以程序上的保护，体现了重整制度的公平正义价值。公正的程序固然重要，但有效率的程序更是重整制度的价值追求。当重整计划未获各表决权组一致通过时，如法院不予强制批准计划，就会造成程序的拖延，企业经济资源的浪费，使重整成功的几率越来越小。相反，如果法院依照法定条件强行批准该计划，则可缩短重整程序的时间，节约有限的财产和资金，使公司尽快开展重建业务，从而可以实现效率的最大化，达到重整程序效率优先兼顾公平的目的。[2]

二、重整计划强制批准制度的实际情况及问题分析

法院的强制批准权存在保守使用和滥用的风险。法院如果保守使用强制批准权，不利于重整的顺利推进、挽救僵尸企业。但是过于滥用，可能导致不具备重整可能性的企业进入重整程序，导致重整失败进入新一轮的清算程序，极大损害债权人的利益。司法实践中，法院往往将诸如企业破产倒闭所带来的失业增加、税收减少、社会不稳定、不利于国有资产保值增值、不利于产业结构调整等均视为社会利益。这意味着任何表决组或任何债权人的利益都必须服从这些社会利益。如果有表决组或债权人不服从这些社会利益而拒绝表决或不通过表决，法院则在不明显违背企业破产法规定条件的前提下强制批准该重整计划。特别是在我国上市公司对地方经

济社会的影响重大,地方政府往往出于稳定、政绩等方面的考虑,不恰当地干预上市公司的破产。显然,此时的社会利益或社会本位已经异化为滥用重整计划强制批准权的理据,导致实践中在强制批准重整计划时出现了诸多问题。

笔者对破产法实施后的破产重整案例进行检索分析,整理出样本 52 件,其中强制批准重整计划的案件有 15 件,占所有重整案件的比率高达 28%。其中因普通债权人不同意重整计划而强制批准重整计划的有 5 件;因出资人组未通过重整计划草案而强制批准重整计划的有 4 件;其他为因担保的债权组、小额普通债权组、税务和职工债权人未通过而强制批准重整计划的案例。

强制批准重整计划是以社会利益为本位、保证重整的顺利推进为目标,是重整的基石是意思自治,从根本上需要各利害关系人达成利益上的一致。只有在部分相关人员不同意,而强制通过重整方案符合整体利益的情况下,强制批准重整计划才具备其正当性。实践中畸高的强批率折射出有滥用强批的风险,并且实践中强制批准重整计划确实带来了一些问题,需要法院强制批准重整计划时予以注意。主要有如下方面:

(一)债权人的利益保护不足

强制批准制度内涵的法理逻辑在于只要重整计划获得批准,则债务人重获新生,维护了社会整体利益。但是,当债权人与债务人进行利益博弈时,因为债务人以社会利益的面孔出现,债权人自始就处于弱势地位。重整计划的制定中,债务人和出资人往往为了企业的存续和自身的利益,剥

夺债权人的利益。实践中甚至出现债权人大量减免债务、出资人通过重整大获收益的情形。由此，某些重整程序变成了变相的逃债程序，困境企业虽然得到了拯救，但法律的公平公正却严重受损。实践中，债转股可能作为部分企业重整中的重要工具和备选途径。所谓债转股，顾名思义就是债权转化为股权。对于债权人来说，债转股可谓一种相对激烈的债权处置方式。债权转化为股权之后，债权人所掌握的权益性质和风险也发生了质的变化，由固定收益的债权关系直接变成股权投资关系，原债权人将面临更大的资金回收风险，未来股权退出方式、公司盈利状况、行业发展等等都需要进行考虑。债权只是流动性的信用风险，而股权则变成了市场经营风险，后者的风险更大。如果重整失败，对债权人会带来更大的损失。因此，实施债转股方案，法院要采取审慎的态度，遵循自愿原则，充分保障债权人的异议权和选择权。

（二）出资人权益难得公平保障

在市场经济环境下，企业的现实价值并不完全决定于其资产与负债的比例，更多的取决于企业的营利能力和在市场中的综合资源占有情况。如上市公司的股权由于其公司具有在资本市场融资的壳资源价值，所以即使是在资不抵债、股权价值为负值的情况下，仍然可能具有一定的市场价格。一些资不抵债企业由于拥有专有技术、销售渠道、地理优势等市场资源，也同样具有市场价值。所以，重整方案中对债务人及其出资人的正当权益也应当予以重视和保护，充分发挥他们在重整程序中的积极性。[3]此外，不同身份的股东对债务人享有的股权属性和价值是不一样的，例如大股东

的目的多在于对公司实行控制，小股东则主要是投资获益。重整计划中如果对所有的股东用统一比率受偿，则有失公允。

（三）中小股东的利益得不到维护

从中小股东的角度来说，尽管重整方案一般是由债务人或者管理人制定，但由于债务人是上市公司，上市交易使得中小股东较为分散，因而在信息的获取上存在不少困难；另外一方面，债务人或者管理人更多的是考虑公司及大股东的利益，由于单个中小股东的股权较少，缺乏及时、完全、充分的通知。对于中小股东来说，重整计划一般涉及股权的让渡及优质资本的注入，故直接与其利益相关，其也有充分参与重整方案制定的需求，但从债务人或管理人的角度，中小股东并非是其重整工作的核心部分，所以也就产生了投资者有充分信息的需求，而管理人缺乏信息披露激励的现状。

（四）债务人资产评估值过低

重整案件不同于普通的破产清算。重整目的是通过债务的调整使企业摆脱包袱从而获得新生，因而破产重整评估与破产清算评估的方法和结果是不一样的。重整程序中的资产估值上，应该结合企业实际盈利情况、现金流等企业真实的经营情况来综合考虑。很多企业进入重整程序就是依靠其优质的品牌效应、销售渠道、地理位置等，投资人也是看中了债务人的这些软资源，因此，在估值上，这些隐形资产都要用动态的方法被估值进去，而不能明重整、实清算。

（五）重整程序公开透明度不足

根据市场经济的理论，每个市场主体都是理性经济人，只要有足够和畅通的信息，他们就会作出正确的投资决定，包括对重整计划的表决。企业破产法对债务人或者管理人就重整计划草案的说明义务作出明确的规定，这也是国际惯例。但是在审判实践中，即使是上市公司重整案件，在上市公司信息披露制度较为成熟、完善的条件下，上市公司重整程序中的信息披露仍难以称之为充分透明。因为此类信息披露主要是依据证券监管的要求进行的信息披露，所披露的信息大多属于程序性的公开信息，如重整进度等，缺乏足以让投资者作出理性商业判断的完整信息，如专项审计报告、评估报告等。在非上市公司重整程序中由于缺乏法律规定，缺乏成熟的披露程序和途径，信息披露的现状更加令人担忧。信息披露的不充分、不透明甚至故意隐瞒重要信息等现象，成为债权人利益受损的重要原因之一。[4]

（六）重整计划强制批准的标准过低

重整方案在理论上是私法自治和意思合议的结果，代表了各利益主体之间的平衡、博弈。重整方案的表决程序就是为了均衡保障各主体的利益，防止利益失衡结果的出现，从而造成各方不满、社会不稳定的后果。在法院强制批准的情况下，法律并没有规定通过计划的债权人表决组的数量，因此，在实践中极易出现虽然有很少的表决组通过重整方案，但是法院依然强制批准了重整计划的情况。只有少数表决组通过的重整方案，必然是违背大多数人利益的，这和重整的社会本位价值目标相悖，这样的重整方案也是必然行不通的。

三、完善重整计划强制批准制度的路径

上述强制批准重整计划中出现的问题，从根本上反映了强制批准重整计划制度中社会本位和私法自治的冲突，但两者的冲突并非不可调和。具体而言，在坚持基本原则的基础上，要细化重整制度设计，通过制度架构调和两者矛盾，达成动态的统一，共同服务于重整的目标。

（一）审慎使用强制批准权，保障债权人利益

债权人利益最大化原则，又称为清算价值保障原则，要求重整程序中的利害关系人根据重整计划获得的清偿利益，应当高于其在破产清算程序中可获得的清偿利益。重整程序是存在巨大风险的，对于债权人而言，高昂的重整成本可能会使其获得的清偿低于破产清算，重整失败的风险也由债权人承担。因此，只有债权人在重整清偿中可能获得的清偿比例高于破产清算程序中可能获得的清偿比例时，也就是债权人通过重整程序确实可以得到更多的利益时，法院才可以考虑作出强裁的决定。如果重整分配比例仅仅是不低于清算分配比例，或仅仅是高过一两个百分点，笔者认为，法院是不应当考虑采取强裁措施的。因为这两个比例本身就是模拟计算出来的，存在相当的不确定性，如果在此种情况下法院仍然采取强裁措施，就会使本应保障各方利害关系人多赢的重整程序变成了对债务人的强制减债程序，不仅违背了重整程序的设置宗旨，而且会严重损害债权人的利益。[5]

此外，在企业重整时不得强制债转股。在债转股方案中，必须有债权人不接受债转股时的公平债权清偿方案，由债权人自行选择，不允许用恶意压

低清偿比例的方式逼迫债权人接受债转股。对未规定合理的偿债选择权的重整计划草案，只要有一个转股债权人反对，法院就不得批准或强制批准。法院无权将债权包括享有优先受偿权的担保债权在未经其个别同意的情况下强行转化成在权利实现顺位上次一等级的股权，如果法院可以任意强制批准债转股的重整计划，那么挽救任何企业都会成为轻而易举的事情，只要强制批准将所有的债权转为股权就行了。

对于银行债权而言，有的重整计划草案在未经银行债权人个别同意的情况下，强制对其债权进行转贷，或继续提供新的贷款，这是违背法律原则与社会公平底线的。银行债权人是否愿意继续贷款、增加新的债权，或将原债权转为贷款、放弃即时清偿权利，属于新的权利义务的设定，而不是对原有已发生重整债权的调整与清偿，所以不属于重整事项，重整计划无权决定，必须由每个银行个别自行决定。由于这不属于重整计划有权决定的事项，当然也不可以适用债权人会议表决少数服从多数原则，不能滥用多数人损害少数人权益。所以，在银行反对续贷或留债转贷的情况下，即使所谓债权人会议表决通过，法院也无权批准这种违法的方案，更不要说强制批准。否则，再破烂的企业也可以通过强制贷款或留债转贷得到所谓的挽救，而债权人的法定权益则被全部剥夺。

（二）灵活调整出资人的利益

重整制度中的一大亮点就是可对出资人权益进行调整。通过对出资人权益进行调整，可实现对公司股权结构的重构，以及对公司经营管理权的调整。以上市公司重整为例，借助出资人权益调整方案的设计，可以实现

多样化的重整目标:原股东可通过向企业提供偿债资金的方式保留其股权;重组方可通过提供资金或注入优质资产的方式有条件受让原股东让渡的部分或全部股权;债权人可通过以债转股的方式成为企业的股东并分享重整后企业未来的收益。此外,在重整程序中,由全体股东让渡的股权既可以直接向债权人分配并用作债务清偿的支付手段,也可以变现后用于解决偿债资金的来源问题,通过股东与各方共同承担债务重组成本,实践中已大大拓宽了偿债资金的筹集渠道。可以说,相对于对债权人调整的审慎原则,对出资人利益的调整充分体现了重整的灵活变通特点以及市场化精神,是重整制度的活力所在。

(三)坚持最低限度原则

我国企业破产法未规定最低限度接受原则。所谓最低限度接受原则,是指法院强制批准重整计划前表决通过重整计划的表决组数量的最低限度,即至少有多少表决组通过了重整计划,法院才可以强制批准重整计划。德国支付不能法规定,只有过半数的表决组通过重整计划,法院才可以强制批准重整计划; 在美国,法院强制批准重整计划的前提是至少有一个受损害的表决权组接受了重整计划。不难看出,德国破产法对最低限度接受原则的法律规定明显高于美国破产法。我国企业破产法虽将再次表决和法院强制批准重整计划的前提限定为部分表决组未通过重整计划草案,但由于未直接明确规定通过重整计划草案的最低表决组数量,因而司法实践中极有可能出现全部表决组均不通过重整计划草案但法院却一意孤行强制批准重整计划的情况。综合比较各国最低限度标准,为了保障重整程序

的成功推进，笔者建议，法院强制批准重整计划的前提是至少有不低于一半的表决权组接受了重整计划。

（四）坚持透明公开原则

信息披露是否真实全面，直接影响债权人是否积极善意地行使表决权。只有债务人或管理人真实全面地披露与重整计划相关的信息，作为一个理性的债权人在权衡利弊后才会同意重整计划草案。显然，增加规定信息披露报告的制作与提交程序，既尊重了债权人的意思自治，也减少了法院强制批准重整计划的适用空间。信息披露应当包括下列内容：债务人的基本情况以及发生财务危机的经过；债务人的债务构成结构；解决债务人财务问题的基本设想及其可行性分析；债务人破产的债权清偿比例估算；重整成功后的债权清偿比例估算；相关的评估报告、审计报告等。信息披露的内容必须向所有利害关系人完整公开，而且要给予利害关系人充分的时间去了解和评价信息的真实性、合理性。债权人及其聘请的中介机构有权在债权人会议上对评估、审计机构进行质询，在评估、审计机构未能提供充分证据、作出合理解释时，应当另行聘请中介机构进行复核或评估。在评估、审计机构的选择上应当允许债权人参与，避免中介机构对管理人或投资者的偏袒，人为压低评估价值。债权人会议应当有对评估、审计机构报酬的否定权。

（五）设置利害关系人的异议制度

我国企业破产法未规定重整计划强制批准后异议利害关系人的救济程序。破产程序与诉讼程序相比更为复杂，因为破产程序中既涉及实体问

题又涉及程序问题，一旦处理不当，则直接损害相关利害关系人的合法权益。以重整计划强制批准制度为例，破产法一方面赋予了法官在强制批准重整计划时享有较大的自由裁量权；另一方面，由于重整计划内容本身与商业活动紧密相关，作为非商人的法官难免在行使重整计划强制批准权时出现差错或滥用职权。[6]保障债权人的异议权，要有解决异议的程序和通道。当债权人对评估报告包括评估的清算比例有异议，通常是先召开会议，让评估、审计机构接受债权人及其聘请的专业人员或机构的质询并作出解释，如果评估机构不能合理地解答疑问、提供依据，就可以对原来的评估或审计报告聘请新的机构进行审核，必要的时候要重新评估。此外，由于重整计划草案经法院强制批准后即具有法律效力，为了确保对重整计划持异议的利害关系人之利益，应当为维护其权益提供救济的途径，如赋予其向上一级人民法院申请复议的权利，但复议期间不停止重整计划的执行。如上一级人民法院认为强制批准的裁定违反法定条件，应当裁定撤销该裁定，并由受理法院重新审查核准。

（六）严把重整方案可行性原则

我国企业破产法规定，债务人的经营方案具有可行性。可行性原则是指法院在行使强制批准权的过程中，必须对其在将来有无实现的可能性作出一定的判断。只有那些具有可行性的重整计划才能得到法院的批准。重整计划如果获得批准，将会对相关当事人之间的利益作出重新调整和划分，因此其是否在将来能够得到有效执行并实现其预定的效果就显得意义重大。如果法院批准一项没有可行性的计划，不仅在执行的过程中会浪费大

量的人力时间和金钱，而且很有可能会产生不小的负效应，将原本就比较复杂的破产法律关系推向更加难以控制的境地，最终的结果必然是所有当事人的利益都受到损害。实践中，有的企业债务清偿方案不具有现实性与可靠性，如企业本不是上市公司，却约定在重整计划批准 3 年内在资本市场上市发行股票以债转股的方式清偿债权人，以如此具有不确定性和巨大风险的事项作为债务清偿方案的基础，显然是对债权人利益的极不负责任。即使约定这类债转股方案，也必须有可靠的替代计划，到期不能实现时，应当立即以现金清偿，对这种具有巨大不确定性的方案还应当设置相应担保。即便如此，债权人也完全可以予以否定，法院也不应当批准这种画饼充饥的计划。因此，应明确法院判定重整计划经营方案是否具有可行性的判断标准和判断方法，以保证对重整计划作出科学合理的判断。笔者建议通过制定司法解释，从债务人的资本结构、治理水平、技术条件、盈利能力、市场环境等方面作出具体规定。此外，虽然法院具备重整计划强制批准权，但法院可能欠缺从商业判断角度对重整计划经营方案的可行性作出解释的能力，因此可以借鉴美国破产法的做法，即由财务官员、会计师、商业顾问或其他专家出具的证明意见来证明可行性，以此为辅助，有利于法官对重整计划作出正确的判断。

——注释——

[1] 辛欣：“我国破产重整中强制批准问题探究”，载《法律适用》2011 年第 5 期。

[2]王磊 、张营营:“破产重整计划强制批准制度完善路径探析”,载《司法论坛》2013 年第 2 期。

[3]辛欣:“我国破产重整中强制批准问题探究”,载《法律适用》2011 年第 5 期。

[4]刘敏、池伟宏:“法院批准重整计划实务问题研究”,载《法律适用》2011 年第 10 期。

[5] 张海征、王欣新:“论法院强制批准重整计划制度之完善”,载《首都师范大学学报(社会科学版)》2014 年第 4 期。

[6] 陈义华:“论破产重整计划强制批准权的法律规制”,载《商业研究》2014 年第 11 期。

豪诚智库集团 HAOCHENG THINK TANK GROUP