

破产重整中的先期出售制度研究

扈芳琼*

内容摘要 先期出售制度允许企业在重整计划批准前先行出售大部或全部财产。就性质而言，先期出售是重整的一种特殊方式，是进入重整程序的债务人所拥有的一项可选择行使的权利。先期出售符合挽救债务人营业、社会利益最大化的重整目标，利益相关者理论、营运价值理论、社会连带理论和成本收益分析理论能够证成其正当性。先期出售制度能够最大化债务人财产的营运价值和重整各相关主体的利益，提高重整效率，使重整企业免除债务负担。我国现行的法律框架可以容纳先期出售制度，在我国建立先期出售制度具有必要性和制度上的可行性。

关键词 企业破产法 破产重整 先期出售 利益相关者保护 营运价值

在破产重整中，常有债务人经营状况每况愈下，财产持续贬值的情形，若待制定并批准重整计划再行重整，营运价值会大幅降低，甚至丧失重整价值。为解决此问题，《美国破产法》第363条规定，在履行通知、听证程序并经法院批准后，债务人可以在常规营业之外出售财产。这种制度允许企业在重整计划批准前先行出售大部或全部财产，可谓“先期”，故本文称其为先期出售制度。先期出售制度在美国发展较快，制度设计已较为成熟，运用也很普遍，德、日等国也建立了类似的制度。先期出售制度是破产重整制度发展的新成果，而我国对其研究还很稀少，《中华人民共和国企业破产法》（以下简称《企业破产法》）中尚未规定该制度，但实践中已出现对先期出售的需求和探索，应当引起足够的重视并进行深入的研究。

一、实然检视：破产重整中先期出售制度的基本构造与运作

先期出售是一项破产法上特殊的制度，具有一套复杂的条件和程序。研究这一制度，须先了解基本构造。先期出售制度的基本构造要解决的是该制度的设计和架构问题，可以从规范构造、性

* 中国政法大学破产法与企业重组研究中心助理研究员。本文系2022年北京市社会科学基金重点项目“营商环境法治化与破产法现代化研究”（项目编号：22FXA004）的阶段性研究成果。

质定位和运作实践三个层面来分析。

（一）破产重整中先期出售制度的规范构造

先期出售，是指债务人在重整计划制定或批准前出售全部或大部财产，并使这些财产在收购方继续运营，以实现重整的行为。它不包括清算程序中的出售，也不包括重整程序中常规营业的财产出售。先期出售在美国规定在破产法第 363 条中，因而被称为“第 363 条出售”或“363 出售”。近年来，美国破产领域的一大革新是重整案件往往不是通过常规重整程序，而是通过“363 出售”完成的。^{〔1〕}先期出售是债务人在重整程序中的一项权利。债务人在申请重整后的特定条件下，在重整计划批准前，有权将其企业财产部分或全部出售。债务人在行使该权利时一般要满足财产持续贬值、处于紧急情况、符合商业判断标准、获得充分对价、充分信息披露、获得法院的批准等条件要求。属于常规营业范围内的财产出售行为并不需要特别讨论，债务人即使进入重整程序也可继续其日常经营，因此常规营业内的财产出售（通常是日常销售等）不属于先期出售的范围。而常规营业外的财产出售很可能牵涉到债权人及其他利益相关者，影响较大，特别是在重整计划批准前的企业财产大部或全部出售，将对债权人的重整进程产生关键影响，因此更具讨论的必要。本文所言之先期出售，如无特殊说明，都是指常规营业外的先期出售。

在企业出售其大部分或全部财产后，先期出售这一重整步骤已完成，如企业几无剩余财产，或剩余财产价值较低，一般将被清算、注销，主要营业则在收购其财产的新企业中获得重生。尽管债务人的企业外壳不再存续了，但企业财产在新的企业继续经营，其主要营业得以保存和延续，这仍是实现重整的一种重要方法，符合重整最大化企业财产价值、保护各方主体及社会公共利益的目标，是重整制度一项极有价值的创新。

（二）先期出售的性质定位

先期出售同时具有清算和重整的部分特征，而在破产法上，清算和重整是两个不同的程序，先期出售只能择其一而从之。就性质而言，先期出售是重整的一种方式而非清算。

关于先期出售的性质，有观点认为，先期出售是清算而非重整，因为债务人在出售财产后通常会被注销。这种观点是有失偏颇的。先期出售是在重整程序中完成的，适用重整的法律规定，而且产生重整的法律效力与效果。虽然债务人企业在形式上不复存在了，但其营业却以新企业的形式实现了重建和再生，保持了债务人的营业实质上的存续。“重整制度通过债务调整，消除破产原因，使有存活价值的营业体整个地或部分地作为营运实体而存续，从而实现债务人复兴。”^{〔2〕}先期出售将挽救债务人置于中心地位，注重保护债务人的营运价值，使困境债务人的营业避免退出市场，债务人的营运财产不被分拆，购销网络和商业合作关系得以维持，员工岗位得以保留，这显然符合重整的宗旨和目标。日本学者也认为先期出售应在民事再生程序即重整程序中进行，虽然从债务人角度看类似清算，但为保全营业考虑，更应适用重建型倒产程序，之后债务人财产还可继续运营，所以该程序仍是民事再生程序。^{〔3〕}先期出售的目的是重整，出售仅是其手段。

而清算则是偿还债务的一种特殊形式。破产清算的主要目的在于建立债权人的排队意识，建

〔1〕 [美]查尔斯·J.泰步：《美国破产法新论》（中册），韩长印等译，中国政法大学出版社 2017 年版，第 490 页。

〔2〕 李曙光：《破产法的转型——李曙光破产法文选》，法律出版社 2013 年版，第 56 页。

〔3〕 [日]谷口安平主编，[日]山本克己、[日]中西正编：《日本倒产法概述》，[日]佐藤孝弘、田言译，中国政法大学出版社 2017 年版，第 253 页。

立公平清偿债务的机制，以及使债务人合法豁免债务。^{〔4〕}其中公平清偿债务为清算的根本目的，虽然清算中也会出售债务人的财产，但并不注重债务人财产的继续运营，也不特别注重其他相关人的利益保护，财产往往拆散出售，以期实现清算价值而非营运价值。因此，先期出售与清算有本质区别。

这里需要转变一个观念，即重整就必须保持债务人的存续，如果债务人被注销就不是重整，而是清算，这种看法不符合重整制度的实质和立法本意。“重整的实质作用，是要挽救债务人所经营的事业，而不是形式主义地维持债务人企业本身的继续存续。”^{〔5〕}考察一项破产程序是否为重整的标准，应是企业的主要经营业务是否得到了维持和延续。传统重整理念是保留企业的经济和法律实体，而现代重整的理念已转向最大化破产财产的价值。^{〔6〕}虽然债务人已不存在，先期出售却使其营业被挽救下来，获得继续发展，不能因为企业外壳的注销而否定其财产内核的存续，这种营业的延续符合重整目的、满足重整的要求，故先期出售应当是重整的一种方式而非清算。

（三）破产重整中先期出售制度的运作实践

2009年的克莱斯勒重整案和通用公司重整案，都因适用先期出售制度取得了巨大成功，我国的一些企业重整中也开始探索进行出售式重整。这些先期出售制度运作的实践为深入研究该制度提供了鲜活的素材。

1. 克莱斯勒重整案

仅用42天就完成了破产重整的美国克莱斯勒汽车公司成为了史上重整速度最快的主要工业公司之一，其对“363出售”的应用引起了轰轰烈烈的争议和讨论。在2008年金融危机中，克莱斯勒汽车公司经营陷入困境。2009年1月，老克莱斯勒将几乎所有的运营财产（包括制造工厂、品牌名称、特定的经销商和供应商关系等）出售给了由意大利菲亚特汽车公司（Fiat S.p.A）创立的名为“新卡科收购有限责任公司（New CarCo Acquisition LLC）”的公司（新克莱斯勒），美国财政部和加拿大出口发展局为该出售交易提供融资。而新克莱斯勒的股份分别由美国汽车工人联合会创建的员工福利实体、美国财政部、加拿大出口发展局以及菲亚特持有。

2009年4月30日，克莱斯勒及其24个子公司的依据《美国破产法》第11章提出了预重整申请。破产法院于2009年6月1日批准了此项出售。法院批准的一个原因在于该出售需要快速行动，若迟于6月15日，菲亚特将会撤回其承诺。这笔交易是建立在《美国破产法》第363条（b）款的基础上的，该款允许第11章的经管债务人（debtor-in-possession）“销售、使用或出租常规营业以外的财产，并且排除任何附带的利害关系”。^{〔7〕}一小部分债权人反对这一交易，并上诉到了第二巡回上诉法院，但最终最高法院还是批准了该交易。^{〔8〕}

最后，退休雇员收益计划持有的100亿美元无担保债权转化成新公司发行的46亿美元新债券和新公司55%的股票，无担保债权人获得了超过50%的清偿率以及对新克莱斯勒的控制权，而担保债权人只能获得29%的清偿率。^{〔9〕}克莱斯勒最终扭亏为盈，它的销售额、收入、现金流等都

〔4〕 李曙光：《破产法的宪法性及市场经济价值》，载《北京大学学报（哲学社会科学版）》2019年第1期。

〔5〕 王欣新：《重整制度理论与实务新论》，载《法律适用》2012年第11期。

〔6〕 李曙光、王佐发：《中国破产法实施三年的实证分析》，载《中国政法大学学报》2011年第2期。

〔7〕 11 U.S.C. § 363(b) (1978).

〔8〕 In re Chrysler LLC, 405 B.R. 84, Bankr. S.D.N.Y. (2009), In re Chrysler LLC, 576 F.3d 108, 2nd Cir. (2009); Morris A. Karam, The Chrysler Bankruptcy and the Future of 363(b) Transactions, 11 HOUS. BUS. & TAX L.J. 426 (2011).

〔9〕 [美] 马克·J·罗、[美] 大卫·K·斯基尔：《克莱斯勒破产案评论》，王佐发译，载李曙光、郑志斌主编：《公司重整法律评论（第1卷）》，法律出版社2011年版，第269-270页。

在增长，公司又开始盈利了。^[10] 克莱斯勒的此次先期出售具有非常重要的意义，它挽救了克莱斯勒的运营财产，提高了债务清偿率，保留了职工工作岗位，稳定了金融秩序，带来了极大的社会效益。

2. 通用公司重整案

2009年6月1日，通用公司及多家子公司向美国纽约南区破产法院提出破产重整申请，并申请根据《美国破产法》第363条进行财产出售。根据出售协议，购买者将组建一个新的由美国财政部控股的壳公司——汽车收购控股有限责任公司（Vehicle Acquisition Holdings LLC），即新通用，来购买老通用的全部财产，除了新通用指明承担的之外，老通用将承担所有债务。此次出售使老通用获得价值450亿美元的对价，并将获得新通用的部分股权。交易完成后，新通用将向所有老通用的非工会雇员和以美国汽车工人联合会为代表的工会雇员提供就业岗位。新通用将获得老通用与其直接供应商几乎所有的待履行合同。

破产法院听证后于2009年7月5日批准了该“363出售”，通用公司在7月10日如期完成了该项出售。法院在判决中指出，当最终的结果必然是清算的时候，无论是依据成文法还是判例法，都不需等待重整计划的批准程序来决定是否出售。破产法院有权在财产还有价值的时候授权出售财产，如同防止病人死在手术台上。通用汽车出售的对价将根据随后的计划，按照法定优先顺序分配给债权人。且法院认为，只要买方未自愿承担继承人责任，通用汽车出售后财产上的一切附带权利都将被剥离。“363出售”是能够拯救通用公司的唯一办法，因为仅靠破产清算将使其财产大大贬值、工人纷纷失业，并将引起美国经济的系统性风险和动荡。出售后无担保债权人并不会得到比他们在清算中得到的更少的清偿，各个清偿方案都公平合理。由此，法院批准了该项出售。^[11]

通用公司的这一“363出售”完成得非常迅速，使老通用的主要财产和营运价值得以保留，阻止了因市场和消费者失去信心而出现的财产持续贬值，避免了金融系统性风险，提供了持续的工作岗位，保护了许多依赖通用公司生存的汽车工业经营者，重振了市场信心。

3. 中国钜创重整案

基于现实的需要，我国破产重整实践中也出现了运用类似先期出售的方法进行重整的案例，其中较为典型的是淄博钜创纺织品有限公司破产重整案。

淄博钜创纺织品有限公司（以下简称钜创公司）是一家港商独资企业。2013年12月30日，债权人向淄博中院申请钜创公司破产重整。2014年9月29日，管理人向法院提交了关于将钜创公司的全部财产出售给战略投资人高青如意公司的重整计划草案，在债权人会议上获得高票通过，并获得法院批准。

本案之所以要采用出售企业财产的方式重整，是由于传统的企业存续型重整在本案中遇到了三大障碍：一是企业严重资不抵债，股权价值极低，战略投资人不同意以购买股权方式参与重整；二是企业原股东及管理人出境后拒不履行职责，法人治理结构和企业经营混乱；三是有诸多隐性债务存在，企业债务面临继续增加的风险。

本案的特点是，将公司财产出售列入重整计划，待重整计划通过后再执行出售。王欣新教授

[10] Adam J. Levitin, *Business Bankruptcy: Financial Restructuring and Modern Commercial Markets*, New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2016, p.19.

[11] *In re GMC*, 407 B.R. 463, Bankr. S.D.N.Y. (2009); 贺丹：《通用公司重整模式的破产法分析》，载李曙光、郑志斌主编：《公司重整法律评论》（第2卷），法律出版社2012年版，第26-29页。

将这种重整方式概括为“出售式重整”，是指将债务人全部或大部分具有活力的营业出售，使其在新企业中继续经营，转让收入及剩余财产则向债权人分配。^{〔12〕}

我国的“出售式重整”实践与美国的“先期出售制度”有一些相似之处，它们都是通过把债务人大部分或全部财产打包出售给购买方，由购买方将购得的财产投入运营，再由债务人将出售所得收益和剩余财产分配给债权人。但出售式重整与本文所讲的先期出售制度又有本质区别。出售式重整是在重整计划的框架内进行的，是将财产出售列入重整计划，待重整计划通过之后再行出售，而先期出售则是在重整计划通过前就完成出售，两种出售存在“后期”和“先期”的区别。不过，该出售式重整的案例说明我国重整实践中同样存在先期出售债务人财产的需求。

二、激浊扬清：关于先期出售制度的争议及评析

美国破产重整案件中运用先期出售制度的比率非常高。仅2002年至2011年间，美国就有20%的上市公司都是通过出售其具有营运价值的全部财产的方式进行的重整。^{〔13〕}债务人不再仅向法院提出重整计划，而越来越多的债务人会向法院提供将其所有资产出售给投标人的计划。^{〔14〕}2020年下半年以来，由于新冠肺炎疫情的原因，美国开展了大量先期出售财产的线上拍卖，甚至取得了比以往线下拍卖更好的效果。^{〔15〕}先期出售制度在日本和德国也得到了广泛应用。日本民事再生法规定了法院许可的营业转让制度，当出现企业资产价值迅速下跌而无法等待再生计划批准过程的情况，企业即可在法院批准后采取营业转让的方式将其全部或大部分资产通过再生计划以外的手段进行转让，日本司法实践中也常见此类案例。^{〔16〕}德国破产法也允许企业进行转让型重整，这时企业将被转让给另一主体，这里的另一主体可以是一个专为此目的而设立的接管公司，也可以是一个竞争对手，或者一个想要扩大营业范围的企业。转让企业的价金将作为变价收益分配给原企业的债权人。^{〔17〕}

先期出售制度在破产重整中发挥了巨大的功效，其运用越来越普遍，但法学界对其评价存在着分歧，争议较大。梳理这些争议，能够为深入分析先期出售制度奠定认识基础。

（一）赞成先期出售的观点

赞成先期出售的观点认为其具有以下优点：（1）完整保留企业主要运营资产，优化重整效果，提高各方清偿比例；（2）加快重整进程，不必等待漫长的重整计划制定、批准及执行过程；（3）出售的财产上附带的担保权等权利往往可被剥离，这种无负担出售将收购方与财产的其他权利人进行隔离，有利于为收购方提供稳定安全的经营环境；（4）往往可留存工作岗位和人才，促进社会和谐；（5）有助于提高市场和消费者信心，保障金融债权人的利益，防范系统性金融风险。^{〔18〕}被《时代杂志》评为美国最杰出破产律师的哈维·米勒更是总结了“363出售”的四个好处：“（a）使有

〔12〕前引〔5〕，王欣新文。

〔13〕Richard Squire, *Corporate Bankruptcy and Financial Reorganization*, New York: Wolters Kluwer, 2016, p. 511.

〔14〕Mark J. Roe, *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials*, 4th ed. St. Paul: Foundation Press, 2016, p.115.

〔15〕Steven Fruchter, Section 363 Sales after the Covid-19 Pandemic, 95 AM. BANKR. L.J. 367, 368-383 (2021).

〔16〕〔日〕山本和彦：《日本倒产处理法入门》（第4版），金春等译，法律出版社2016年版，第129页。

〔17〕〔德〕莱茵哈德·波克：《德国破产法导论》（第6版），王艳柯译，北京大学出版社2014年版，第193页。

〔18〕Jacob A. Kling, Rethinking 363 Sales, 17 Stan. J.L. Bus. & Fin. 261-264 (2012).

担保债权人尽快弥补损失；(b)使购买破产企业产品的消费者免受破产企业的诉讼所累；(c)产生禁令保护(injunctive protection)的作用；(d)迅速产生实质性的终局效果。”^[19]先期出售制度这些独特的优点使其成为一些国家破产重整实践中非常流行的一种重整方式。

(二) 反对先期出售的观点

反对先期出售的观点认为先期出售制度有很多缺点和弊端：(1)在重整计划批准前就将财产先行出售，存在绕过重整计划而规避绝对优先权的嫌疑；(2)可能违背公平合理的清偿顺序；(3)由于没有经过严格的重整程序而可能存在估值不准确或信息不透明等漏洞。^[20]这些批评不是空穴来风，不过这些问题都是意料之中的。

(三) 对先期出售制度的评析

既然先期出售是一种重整方式，对其评价就应以其是否有利于实现重整的目的为依据。对于重整的目的，目前学界主要有两种观点，主要分为市场与财产派和企业与法庭派。市场与财产派认为，重整的目的是使债务人财产价值最大化，并给予债权人最大程度的清偿；企业与法庭派认为，重整的目的是保存债务人企业，使相关利益方都能在同一场所(法庭)发表对债务人企业的相关意见并参与决策。^[21]这两种观点的区别实际上是债权人利益最大化和社会利益最大化的区别。债权人利益最大化将破产重整局限于使债权人获得更多清偿这一狭隘的目标，这是重整的主要目的但并不是唯一目的，破产重整的复杂性要求我们秉持多元化的观察角度，不能忽视其他的利益相关者。因而，社会利益最大化的观点更值得赞同。重整不是仅仅实现债权人利益的制度，还应有更广泛的目标，包括保护其他利益相关者的利益、促进劳动者就业、增进社会福利、维系经济秩序稳定等。

评价先期出售制度应该遵循社会利益最大化的重整目标来进行。先期出售挽救了债务人有价值的运营财产，使资源得到最大化的利用而不致浪费，也增加了债权人的受偿额，维持了劳动者的工作岗位，维护了各相关利益方的利益，同时也有助于维持良好的社会经济秩序，维护金融市场的稳定。因此，先期出售制度具有不可替代的优点，符合重整社会利益最大化的目标和宗旨。但反对论的担心也不无道理，如果控制不当，先期出售确实可能引发弊端。总体来看，这些弊端都是可控的，通过必要的条件和程序等来控制，能够在充分发挥先期出售制度功能的同时，最大限度降低这些问题的影响。

三、盘根究底：破产重整中先期出售制度的正当性基础

重整制度是实践而非理论的产物，它依据实践需要而产生和发展，但这并不妨碍我们发掘和探究重整制度中蕴含的理论精神。^[22]先期出售作为重整的一种特殊方法，也具有这样的性质，它来源于实践并发展于实践。虽然先期出售并非始自哪种理论，我们仍可运用重整相关的理论来解释、论证其正当性。

[19] [美] 哈维·米勒：《破产重整五十年（1960—2010）回溯》，张钦昱译，载李曙光、郑志斌主编：《公司重整法律评论（第1卷）》，法律出版社2011年版，第411页。

[20] Jacob A. Kling, Rethinking 363 Sales, 17 Stan. J.L. Bus. & Fin. 265-268 (2012); Ward, Christopher A., and Fox, Brian J., The Chief Restructuring Officer's Guide to Bankruptcy Views from Leading Insolvency Professional, Alexandria: American Bankruptcy Institute, 2013, p.159.

[21] 齐砺杰：《破产重整制度的比较研究——英美视野与中国图景》，中国社会科学出版社2016年版，第36页。

[22] 王卫国：《论重整制度》，载《法学研究》1996年第1期。

（一）利益相关者理论下的整体利益考量

利益相关者理论最早由美国经济学家爱德华·弗里曼提出，“利益相关者是指任何能够影响组织目标的实现或者受组织目标的实现影响的团体或个人”。利益相关者理论通过重新定义、描述或解释各方利益，提出满足所有利益相关者利益并创造更多价值的方法，^{〔23〕}要求企业在经营中不应仅考虑利润，还应当考虑其与各利益相关者之间的关系，增进各方福利，和谐共赢。利益相关者理论为论证破产重整中先期出售制度的正当性提供了一种分析思路。破产重整应综合考量所有因企业重整而受到影响的相关者的利益，最大化整体利益，并最终提高整个社会的资源利用效率。先期出售制度对利益相关者福利的增进表现在能够发挥企业财产的最大价值，提高债权人的整体清偿比例，保留职工的工作岗位，收购方能够干净免责地运营财产，并能减少经济动荡和市场风险，促进社会整体利益的提高。

（二）营运价值理论下的价值维持

营运价值（going concern value）概念自20世纪70年代国际性破产法改革运动中提出，即企业的营运价值高于其通过财产零散出售所变现的价值（清算价值）。^{〔24〕}企业的营运价值与企业目前的财务状况和曾付出的成本并无必然联系，它关注的是企业未来的营运收益状况，即如果企业继续营运的价值大于现在清算的价值，那么企业的重整是有效率的，否则应当进入清算。判断一个市场主体能否重整，是要去发现它有没有营运价值。^{〔25〕}最高人民法院于2018年印发的《全国法院破产审判工作会议纪要》指出：“重整的重点是维持企业的营运价值。”先期出售的收购方愿意收购企业的财产，是建立在该财产继续营运所带来的价值能够高于甚至远高于清算价值这个判断基础上的，其实正是营运价值理论的应用。为保持营运价值，先期出售通常不是分散出售，而是将财产打包进行整体出售，以此保证出售后的财产仍继续作为一个营运实体。

（三）社会连带理论下的利害一致

社会连带理论认为，人类通过连带关系相互合作以求得生存，人类如果不能互相作出牺牲就无法求得一致，进而无法共同生活、结成稳固而持久的关系，任何人都不能自给自足，他必须为社会劳动以从社会获取所需的一切。^{〔26〕}“社会连带的事实是不容争辩的，老实说是无法辩解的：它是一种不能成为争论对象的由观察所得的事实。”^{〔27〕}人类的社会关系均以社会连带为基础，企业也是社会连带关系中的一环。社会连带理论表明，由于企业特别是大型企业通过原材料采购和产品生产、出售等过程与其他社会主体产生复杂的联系，而并非孤立地存在，这种社会连带关系的存在使得企业的一举一动对社会产生重要影响，一荣俱荣，一损俱损。^{〔28〕}一个企业的破产重整可能会波及多种社会主体和各生产要素的方方面面，先期出售制度通过转移企业有价值的营运财产，提高财产的利用效率，也加快重整进度，保障各方当事人的利益，尽可能减少重整对社会带来的负面影响，同时促进社会资源利用效率的提高，可谓一举多得，充分体现了社会连带。

（四）成本收益分析理论下的效率促进

成本收益分析是法律经济分析的主要方法，根据投入的成本与预期的收益进行比较，权衡利弊得失，用以评价待选方案的可取性。罗纳德·H. 科斯认为，“建立企业是有利可图的主要原因

〔23〕 R. Edward Freeman, etc., *Stakeholder Theory: The State of the Art*, Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p.16.

〔24〕 王卫国：《产权的法律分析》，载中国法制出版社编：《商法论文选粹》，中国法制出版社2004年版，第163页。

〔25〕 前引〔4〕，李曙光文。

〔26〕 [法] 涂尔干：《社会分工论》，渠东译，生活·读书·新知三联书店2017年版，第185页。

〔27〕 [法] 莱翁·狄骥：《宪法论》（第一卷），钱克新译，商务印书馆1959年版，第64页。

〔28〕 张世君：《公司重整的法律构造——基于利益平衡的解析》，人民法院出版社2006年版，第44-47页。

似乎是利用价格机制是有成本的”。〔29〕事实上交易成本不可能为零，交易中存在着信息成本、起草合同成本、签订合同成本、执行成本、监督成本等。“交易成本与法律制度有着内在的本质联系。”〔30〕不同的法律安排，对交易成本会产生不同的影响，进而影响交易的结果，还会影响到交易当事人之外的更广泛的主体。一个法律制度对某一领域负担的成本及取得收益的影响，也可以用来评价该法律制度。合理的法律制度应当节约交易成本，提高交易效率，增加社会福利。破产法是一种精巧的艺术，可以减少企业陷入困境给利益相关人带来的成本，提高社会经济效率。在遇到破产企业的财产需要尽快出售才能最大限度保全重整各参与方利益时，按部就班地延续重整程序，具有很高的机会成本。若允许债务人在重整计划通过之前依商业判断标准作出先期出售的决策，能够避免或减少机会成本，有利于最大化各方的收益，使得企业的财产价值得以最大限度回收，经营能力得以保持，为重整成功奠定坚实的基础，信誉损失被终止，雇员就业和供应商等协作者网络得以维持，各利益相关者的收益是极其巨大的。总之，成本收益分析能够支持先期出售制度。

四、析毫剖厘：先期出售制度的功能分析

先期出售制度之所以具有顽强的生命力，能够在争议声中发展起来，根源于其不可替代的、满足重整各方参与者利益的功能。分析先期出售制度的功能，有助于深化对破产重整中先期出售制度的认识。

（一）最大化债务人财产的营运价值

先期出售制度虽表面上是出售，但本质上是重整。先期出售重点关注出售企业的营运价值，往往是将企业大部分或全部财产整体打包出售，包括整套设备、技术、待履行合同等，使其在新企业能更快投入到生产运营。通常来说，企业在进入重整程序后财产价值会因各种不良影响而下降，财产出售越早，越有利于保全营运价值。先期出售是在重整计划批准前就进行的出售，其时效性很强，更有利于挽救企业的运营财产，使企业获得新生，促进社会资源的有效利用。

（二）最大化重整各相关主体的利益

先期出售制度将企业再生与债务清偿相结合，对重整各相关主体能产生比照重整计划更优的利益实现。对于债务人而言，先期出售制度有利于提高企业再生的几率；对于债权人而言，有利于提高债权清偿的比例；对于债务人雇佣的劳动者而言，有利于职业安定和收入维持；对于消费者而言，有利于获得售后服务和追究产品责任；对于原材料供应商、产品销售商而言，有利于稳定客户和经营持续；对于所在地社区而言，有利于保持繁荣；对于社会而言，有利于社会经济秩序的稳定。

（三）提高重整效率

先期出售无需等待重整计划通过以及漫长的计划执行过程，能够大大加速重整的进程，并规避不确定风险。在美国，《美国破产法》第363条规定的先期出售条款给予了经管债务人（DIP）以极大的控制权力，具备加速整个重整过程的能力（从提出动议到出售往往只需几个月），甚至还

〔29〕〔英〕罗纳德·H. 科斯：《企业的性质》（1937），载〔美〕奥利弗·E. 威廉姆森、〔美〕西德尼·G. 温特编：《企业的性质》，姚海鑫、邢源源译，商务印书馆2020年版，第29页。

〔30〕张乃根：《法经济学：经济学视野里的法律现象》，上海人民出版社2014年版，第114页。

可以和预重整相结合以使过程更加迅速。^[31]2000年之前,根据第363条进行的出售至少要3个月,但近年来,随着出售过程的简化,破产申请与财产出售之间的时间已大大减少,天数已从原来的几百天降至几十天。^[32]美国第四大投资公司——雷曼兄弟公司从申请破产重整到完成财产出售甚至仅用了5天。而一般重整过程要等待重整企业按照重整计划继续营业并获得收益后再进行分配,时限长且存在一定风险,先期出售无需等待这一过程,待财产出售完成后即可立即将出售所得收益和剩余财产进行分配,使企业能够高效率地完成重整。

(四) 免除重整企业债务负担

债务人财产上可能设有担保权等附带权利,为使先期出售能够顺利进行,先期出售制度允许将出售财产上的附带权利予以剔除,以使收购人所收购财产干净免责。《美国破产法》第363条(f)款规定先期出售财产时可以免除财产上的担保权。^[33]但这并不意味着该担保权就此消失,它只是被转移到了销售所得的对价中。^[34]先期出售的财产一般情况下不可因为异议而收回,它创造了一种确定性,使各方可以继续重组,而不会陷入无休止的诉讼之中,这种终局性体现了对善意购买者的尊重,能够鼓励购买者参与重整,并提高竞标者愿意为购买债务人财产支付的对价。^[35]而债务人在出售财产后即可清算注销,能快速摆脱其他不确定责任。免除出售财产上的担保权等负担,隔断了收购者与企业原有债务和其他未申报债权之间的联系,使其免于责任追究的侵扰,得以稳定、持续地运营购得的财产,充分发挥资源价值;同时也提高了潜在收购人收购的积极性,有利于形成更高的出售对价。

余论:我国破产法中建立先期出售制度的可行性

通过前文论述,建立先期出售制度的必要性已无需多言。我国同样存在对该制度的需求,破产重整制度发展中的这项新成果值得关注。钜创公司重整案等的尝试,说明先期出售制度在我国具有现实的需要和完成的可能性,应当考虑在我国破产法中建立先期出售制度。当前,全国人大财经委正在推进《企业破产法》的修改工作,是一个引进先期出售制度的好时机。不过,在已有的法律中确立一个新制度,要考虑该制度与其他制度的衔接和配套问题,如果对原有制度的冲击过大,无疑会增加引进的难度,因而需要考虑引进该制度在立法上的可行性。

我国破产法中并未规定先期出售制度,但也并未禁止。《企业破产法》第25条规定,管理人可以“管理和处分债务人的财产”;但第69条规定,管理人实施“全部库存或者营业的转让”,应当及时报告债权人委员会,未设立债权人委员会的,应当及时报告人民法院。因而在通常情况下,若管理人想要转让企业全部财产,应当报告债权人委员会或人民法院。但也有例外,即《企业破产法》第26条规定:“在第一次债权人会议召开之前,管理人决定继续或者停止债务人的营业或者有本法第六十九条规定行为之一的,应当经人民法院许可。”而全部财产转让即是第69条

[31] Elizabeth Warren, etc., *The Law of Debtors and Creditors: Text, Cases, and Problems*, 7th ed, New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014, p.697.

[32] 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98-99页。

[33] 11 U.S.C. 363(f) (1978).

[34] Elizabeth Warren, etc., *The Law of Debtors and Creditors: Text, Cases, and Problems*, 7th ed, New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014, p.705.

[35] Alla Raykin, *Section 363 Sales: Mooting Due Process*, 29 *Emory Bankr. Dev. J.* 92 (2012).

规定的行为之一，所以若经法院批准，管理人在第一次债权人会议召开前就可转让全部企业财产，实现先期出售。这一规定为在我国建立先期出售制度提供了空间，我国现行的法律框架可以容纳先期出售制度，具有制度上的可行性。

先期出售制度的具体构建，还需在《企业破产法》中明确授权管理人启动先行出售的权利，明确先期出售的条件以及人民法院批准先行出售的标准，构建先期出售的适用程序。之所以将启动先期出售的权利授予管理人，而不是像美国那样由债务人启动，原因在于美国实行经管债务人模式，启动重整程序后，企业财产的管理和营业事务的执行仍由债务人承担，只有在利害关系人提出动议并经法院允许后，才会指定管理人。而我国大多是由管理人负责管理债务人的财产和营业事务，即便是经债务人申请及人民法院批准由债务人自行管理的，也要在管理人的监督下进行，故先期出售的权利应授权给管理人。先期出售制度因其灵活性和自由性，可能存在公平清偿、财产估值、债权人权益等方面的风险，应当通过立法建立相应的控制程序和保障机制进行规制，才能充分发挥先期出售制度的优势。

Abstract: The advance sale system allows an enterprise to sell most or all of its assets before its reorganization plan is approved. In terms of the nature of the advance sale, it is a special way of reorganization and an optional right of the reorganizing debtor, which is in line with its goal of reforming the debtor's business and maximizing social interests. It can be justified by the stakeholder theory, the operational value theory, the social joint theory and the cost-benefit analysis theory. The advance sale system maximizes the operating value of the debtor's property and the interests of all parties involved in the reorganization, improves the efficiency of the reorganization and frees the debtor from the burden of debt. China's current legal framework can accommodate the advance sale system, and it is necessary and institutionally feasible to establish it in China.

Keywords: corporate bankruptcy law; reorganization; advanced sale; stakeholder protection; operating value

(责任编辑: 杨奕)