

公司重整中债权交易的法律规制

谢肇煌*

内容提要：作为市场力量影响重整程序、塑造重整制度的典型体现，公司重整中的债权交易从利益分配和公司治理两个层面撼动了公司重整原有的制度逻辑。债权交易同时为各方利害关系人带来收益与风险：一方面，债权交易能增进市场上资本分配的效率，促进重整的成功；另一方面，债权交易也可能会破坏公司重整中的分配秩序和治理机制，造成营运价值被侵蚀，损害利害关系人共同利益。由破产法和证券法组成的法律规制体系，能有效防范债权交易在利益分配和公司治理两个层面带来的风险。防范利益分配层面的风险，主要通过破产法和证券法上的信息披露制度来实现；防范公司治理层面的风险，主要通过对法院的概括授权以及重整计划投票规则来实现。我国发展破产债权市场具有必要性与可行性，应当鼓励公司重整中的债权交易，推动破产债权市场的发展，同时完善相应的法律规制体系。

关键词：公司重整 债权交易 公司治理 破产债权市场

一、问题的提出

公司重整制度不是一个封闭的、自足的体系，它起源于公司调整自身资本结构和业务结构的特殊需求，同时又时刻受到资本市场的影响和塑造。重整中的公司也不是一个封闭的“王国”，除了受到行政监管和司法监督，外部投资者有时会“入侵”重整中的公司，改变各方利害关系人之间原有的关系，影响公司重整的运行秩序，甚至决定公司的命运。公司重整中的债权交易正是市场力量影响重整程序、塑造重整制度的典型体现。在美国，破产债权市场的产生和发展，被认为是 1978 年《美国破产法典》制定以来破产法领域最为重要的变化。^{〔1〕} 尽管由于统计的难度无

* 谢肇煌，外交学院国际法系讲师。

〔1〕 See Glenn E. Siegel, Introduction: ABI Guide to Trading Claims in Bankruptcy-Part 2 - ABI Committee on Public Companies and Trading Claims, 11 *American Bankruptcy Institute Law Review* 177, 177 (2003).

法得知有关破产债权市场的准确数据，传闻证据亦可证明美国存在规模达几百亿美元的破产债权市场。交易标的包括银行债权、非公开发行的担保票据和债券、贸易债权、损害赔偿债权，有时债权会经过 2~3 次交易，甚至出现了银行债权的二级市场。^{〔2〕} 破产债权的收购方包括现有的大债权人、债务人及其关联方、债务人的竞争对手以及专门从事困境债权投资的“秃鹫投资者”等。出售方包括以中小债权人为主体的各类债权人。绝大部分破产债权交易发生在《美国破产法典》第 11 章商事重整程序中，而在第 7 章破产清算程序中债权交易十分罕见。这是因为第 11 章程序中的债权附带有控制权，收购方能运用控制权参与重整谈判，推动其支持的重整计划通过，从而获得高于收购价的分配，甚至取得公司的长期控制权。相反，第 7 章破产清算程序中的债权只是消极地等待分配的权利，同时由于债务人已经失去挽救机会，债权人获得的清偿非常有限，第 7 章中的破产债权交易因此十分罕见。

公司重整中的债权交易从利益分配和公司治理两个层面撼动了公司重整原有的制度逻辑。在利益分配层面，收购方通过收购债权改变了原有的营运价值分配秩序。债权交易构成实质上的重整计划的一部分，但债权交易的当事人在交易中却并未受到重整计划制定及批准制度的约束，这使得重整中的分配公正遭到了有力的挑战。在公司治理层面，收购方通过收购债权成为公司利益共同体的一分子，改变了各方利害关系人之间原有的利益关系和力量对比格局。当收购方以获取控制权为目的介入重整程序，原本错综复杂的控制权配置格局可能更增混乱。美国破产理论界与实务界对公司重整中债权交易的观点和态度不尽一致：有的学者强调其积极影响，主张对其放松规制；^{〔3〕} 有的学者强调其消极影响，主张加强规制以作出应对。^{〔4〕} 对于规制路径的选择及具体机制的构建，亦存在诸多争论。^{〔5〕} 我国公司重整实践中已经出现债权交易现象。例如，在上海华源企业发展股份有限公司重整程序中，债务人的关联公司在表决之前与小额债权人协商，表示愿意将其债权全额或者高折扣收购，条件是这些小额债权人必须投票同意重整计划草案。^{〔6〕} 更多的债权交易既未受市场的检验，也游离于法律规制之外。面对公司重整中的债权交易问题，应当对债权交易的收益和风险作出系统的反思，并借鉴美国法的规则与实践，立足我国实际构建

〔2〕 See Chaim J. Fortgang & Thomas Moers Mayer, Trading Claims and Taking Control of Corporations in Chapter 11, 12 *Cardozo Law Review* 1, 3 (1990).

〔3〕 See e. g. Robert K. Rasmussen & David A. Jr. Skeel, The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law, 3 *American Bankruptcy Institute Law Review* 85 (1995); Paul M. Goldschmid, More Phoenix than Vulture: The Case for Distressed Investor Presence in the Bankruptcy Reorganization Process, 2005 *Columbia Business Law Review* 191 (2005); Adam J. Levitin, Finding Nemo: Rediscovering the Virtues of Negotiability in the Wake of Enron, 2007 *Columbia Business Law Review* 83 (2007).

〔4〕 See e. g. Frederick Tung, Confirmation and Claims Trading, 90 *Northwestern University Law Review* 1684 (1995 - 1996); Harvey R. Miller & Shai Y. Waisman, Is Chapter 11 Bankrupt?, 47 *Boston College Law Review* 153 (2005); Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, Antibankruptcy, 119 *The Yale Law Journal* 648 (2010).

〔5〕 例如，有的学者主张适用证券法对债权交易作出规制。See e. g. Michael H. Whitaker, Regulating Claims Trading in Chapter 11 Bankruptcies: A Proposal for Mandatory Disclosure, 3 *Cornell Journal of Law and Public Policy* 303 (Spring 1994); Thomas Donegan, Covering the “Security Blanket”: Regulating Bankruptcy Claims and Claim—Participations Trading Under the Federal Securities Laws, 14 *Bankruptcy Developments Journal* 381 (1998); Robert D. Drain & Elizabeth J. Schwartz, Are Bankruptcy Claims Subject to the Federal Securities Laws, 10 *American Bankruptcy Institute Law Review* 569 (2002). 有的学者则反对适用证券法对债权交易作出规制。See e. g. Anthony Michael Sabino, No Security in Bankruptcy: The Argument Against Applying the Federal Securities Laws to the Trading of Claims in Bankruptcy, 24 *Pacific Law Journal* 109 (1992).

〔6〕 参见高长久、汤征宇、符望：《上市公司重整中的法律难题——以“华源股份”重整为例》，载《证券法苑》第3卷，法律出版社2010年版，第687-688页。

公司重整中的债权交易规则。

二、公司重整中债权交易的收益与风险

（一）公司重整中债权交易的收益

公司重整中的债权交易究竟是有益还是有害，并不能一概而论。有的债权交易能增进市场上资本分配的效率，促进重整的成功；有的债权交易会破坏公司重整中的分配秩序和治理机制，造成营运价值被侵蚀，损害利害关系人共同利益。^{〔7〕}理论上，公司重整中的债权交易能从以下几方面为各方利害关系人带来收益：

首先，债权交易市场的存在能为债权人提供退出重整程序的通道，有助于降低债权人的投资风险，进而从总体上降低信贷成本。如果没有这一退出通道，债权人就会担心被困在重整程序里，其借贷意愿就会下降，信贷成本随之提升，进而导致更多债务人走向破产。^{〔8〕}

其次，债权人出售债权作为“用脚投票”的一种方式，能加强对经营控制权人（管理人或自行管理的债务人）的约束。这与公司控制权市场对于正常状态下公众公司的经营控制权人施加的约束是基于同一原理。^{〔9〕}若债权人认为经营控制权人的行为不符合债权人利益，债权人可以向外部机构投资者出售债权。机构投资者收购大量债权后即可控制重整程序或促使债务人走向破产清算。为避免此种情形的出现，经营控制权人必须忠实而负责地为债权人利益服务。

再者，通过收购债权进入重整程序的机构投资者能凭借其知识、技能和经验为重整计划的制定提供有益的建议，并加强对公司经营控制权人的监督。同时，机构投资者还可能凭借其财力为债务人提供重整融资。^{〔10〕}因此，机构投资者的加入可能是促进重整成功的最重要的积极因素。

另外，债权交易导致债权人共同体成员的变更，有时能解决重整程序中的“反公地问题”，^{〔11〕}从而加快重整谈判进程，提高重整效率。贸易债权人（特别是缺乏参与破产程序经验的小型企业）和公共债券持有人的债权额较少，因而他们往往对重整程序持“理性冷漠”的态度，集体行动问题也因此产生。机构投资者经过对债务人的调查和评估，认为值得对债务人作出投资，因而收购分散的债权，以大债权人的身份深度参与重整程序。随着债权的集中，集体行动问题得到化解，重整程序的效率也得以显著提高。^{〔12〕}并且，若债务人与部分债权人之间或者债权人群体内部存在敌对关系，这时由机构投资者收购部分债权，就能避免这种敌对关系对重整进程

〔7〕 See Adam J. Levitin, Bankruptcy Markets: Making Sense of Claims Trading, 4 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 67, 97 (2009).

〔8〕 参见前引〔3〕，Adam J. Levitin 文，第 89 页。

〔9〕 See David A. Skeel, Jr., Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11, 152 *University of Pennsylvania Law Review* 917, 921 (2003).

〔10〕 参见前引〔7〕，Adam J. Levitin 文，第 105 页。

〔11〕 “反公地问题”即所有权利持有人都有能力阻止其他人使用资源，无人拥有使用资源的排他性权利，导致资源使用不足。See Michael A. Heller, The Tragedy of the Anticommons: Property in The Transition from Marx to Markets, 111 *Harvard Law Review* 621, 624 (1998).

〔12〕 See, e.g., *In re Automatic Equip. Mfg. Co.*, 106 F. Supp. 699, 706 (D. Neb. 1952), appeal dismissed, 202 F.2d 955 (8th Cir. 1953).

的消极影响。^{〔13〕}近年来美国公司重整实践中重整计划强制批准适用率降低^{〔14〕}与大型公众公司重整案件时间缩短的主要原因之一就是破产债权市场的发展。^{〔15〕}

最后，大多数债权人都愿意接受现金清偿，而不愿意接受证券清偿，因为他们并无对债务人做长期投资的意愿，且债务人的证券难以出售。银行、保险公司等债权人更是被限制持有债务人的证券。但是机构投资者一般都愿意甚至热衷于接受证券作为清偿。^{〔16〕}机构投资者通过收购债权加入重整程序，能使重整计划更易达成，且能降低重整后公司的债务负担，避免公司再次进入破产程序。

（二）公司重整中债权交易的风险

然而，公司重整中的债权交易也能给各方利害关系人带来风险。这些风险主要体现在利益分配和公司治理两个层面。

利益分配层面的问题在于，公司重整中的债权交易本身是否程序严谨、信息透明、对价公允。由于债权交易中的出售方与收购方在财力、知识、技能、经验等方面的差异，出售方可能遭到收购方的欺诈。债权交易与重整计划一同构成了公司重整中的营运价值分配秩序，或者说债权交易就是实质上的重整计划的一部分，但是债权交易的出售方并未享有重整计划制定和批准程序的保护。在重整计划投票之前，债务人或管理人必须向利害关系人提供经过法院批准的信息披露报告，使利害关系人能掌握作出投票决策所必需的信息。^{〔17〕}然而，当债权人在收到信息披露报告之前收到了债权收购要约，这时债权人并无充分的信息能用来判断债权收购要约的价格是否合适。^{〔18〕}因此，收购方可能利用出售方在知识、经验上的不足，对出售方隐瞒有关债务人前景的真实情况，或者编造虚假的情况欺骗出售方，从而以低价购入债权，再通过参与重整谈判争取在重整计划中获得高额清偿，或者以高价将债权再次转出。

公司治理层面的问题在于，因为公司重整中的债权交易伴随着控制权的移转，这种控制权配置格局的变化可能会破坏公司重整的基本秩序。首先，机构投资者与债务人之间并无长期关系，因而往往追求最大的短期投资收益，为此不惜牺牲债务人的长期盈利能力。有的机构投资者在债务人还未完全恢复盈利能力时就迫使债务人结束重整程序，这是导致债务人再次进入破产程序的主要原因之一。^{〔19〕}其次，如果多个机构投资者同时谋求对债务人的长期控制权，重整程序就将异化为激烈的控制权竞争，此时债权交易不但不能解决“反公地问题”，还会使其加剧。^{〔20〕}再者，债务人的竞争对手也可能收购债权，有时是为了获取有关债务人的信息，^{〔21〕}有时是为了拖

〔13〕 See, e.g., *In re Apex Oil Co.*, 92 Bankr. 847 (Bankr. E. D. Mo. 1988); *In re Celotex Corp.*, 224 B. R. 856, 856-57 (Bankr. M. D. Fla. 1998).

〔14〕 See Douglas G. Baird & Donald S. Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930, 1932 (2006).

〔15〕 参见前引〔9〕，David A. Skeel, Jr. 文，第921页。

〔16〕 See Herbert P. Jr. Minkel & Cynthia A. Baker, Claims and Control in Chapter 11 Cases: A Call for Neutrality, 13 *Cardozo Law Review* 35, 36 (1991).

〔17〕 See 11 U. S. C. § 1125.

〔18〕 See Robert A. Benjamin, Fiduciary Responsibilities of Creditors' Committee Members with Respect to Securities and Commodities Transactions, 10 *American Bankruptcy Institute Law Review* 493, 493 (2002).

〔19〕 参见前引〔4〕，Harvey R. Miller, Shai Y. Waisman 文，第153页。

〔20〕 See *In re FiberMark, Inc.*, 330 B. R. 480, 489-93 (Bankr. D. Vt. 2005).

〔21〕 See Robert P. Enayati, Note, Undermining the Trading Wall: The BAPCPA's Affront on the Creditors' Committee's Duty of Confidentiality in Chapter 11 Bankruptcies, 21 *Georgetown Journal of Legal Ethics* 703, 706 (2008).

延重整进程，阻止重整计划获得批准，从而迫使债务人走向破产清算。最后，活跃的债权交易将使债权人组成的处于频繁变动之中，这本身就会破坏重整成功的基础。公司重整制度鼓励各方利害关系人在法律框架下通过谈判与合作进行集体决策，在这个过程中，各方利害关系人都获得了与公司利益共同体有关的知识和经验，各方之间形成了一种紧密的合作关系，这些是重整成功不可或缺的要素。若任由债权人随意进出重整程序，利害关系人之间的关系就必须不断重组，债权易手之前积累的知识、经验以及谈判成果都将付诸东流。甚至债权的流动性本身都有可能阻碍重整进程，因为如果债权人能过于便捷地退出重整程序，债权人就会缺乏建立长期关系的激励，不愿为参与重整程序投入资源，各方将因此失去合作的基础。^{〔22〕}

三、公司重整中债权交易的风险防范机制：以美国法为例

（一）公司重整中债权交易的规制路径

债权作为一种财产本身具有可转让性，并且，考虑到债权交易能为利害关系人带来的收益，不应一概禁止公司重整中的债权交易。然而，为防范债权交易带来的风险，需要构建债权交易的法律规制体系。美国法上对公司重整中债权交易的规制存在两种路径，一为破产法的规制，二为证券法的规制。前者在制定法和判例法上都有丰富的体现；后者在理论上尚有争议，但相关理论观点已经对司法实践产生了重要影响。

1. 公司重整中债权交易的破产法规制

破产法是否应当对公司重整中的债权交易作出规制？这个问题的背后，存在对破产法目的的不同认识，以及对破产程序中市场与法院之间关系的不同认识。传统观点认为，破产法的目的在于保护债务人的营运价值，支持债务人复兴，以此增进各方利害关系人共同利益。^{〔23〕} 破产程序作为相对于市场的“安全港”，旨在保护公共利益不受市场力量的任意侵蚀。从传统观点上看，公司重整中的债权交易会动摇甚至摧毁各方之间的长期共生关系，从而有害于各方共同利益，因此债权交易应当受到法律的严格限制。^{〔24〕} 与此相反，法经济学观点认为，破产法与非破产法下的债务清理制度一样，其目的都是使债权人得到最大限度的清偿。其他利害关系人的权利应通过其他法律如劳动法、消费者法等得到保护。除了通过概括清偿的方式应对债权人之间的“公共鱼塘”问题，破产法不会影响债权人在非破产法下的权利。^{〔25〕} 破产程序不过是市场的延续，商业决策本身应由市场主体作出，法院的责任是通过对不法行为的监督控制市场的外部性。从法经济学观点看来，公司重整中的债权交易是市场力量活跃的表现，有助于资本分配效率的提升，法院应当鼓励而非限制或禁止。^{〔26〕}

〔22〕 参见前引〔4〕，Frederick Tung 文，第 1718 页。

〔23〕 See Elizabeth Warren, Bankruptcy Policy, 54 *University of Chicago Law Review* 775, 777 (1987).

〔24〕 See Harvey R. Miller & Shai Y. Waisman, Does Chapter 11 Reorganization Remain a Viable Option for Distressed Businesses for the Twenty-First Century?, 78 *American Bankruptcy Law Journal* 153, 181 (2004).

〔25〕 See Thomas H. Jackson, Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements and the Creditors' Bargain, 91 *Yale Law Journal* 857, 867-868 (1982).

〔26〕 参见前引〔3〕，Paul M. Goldschmid 文，第 193 页。

这两种观点本身都有一定片面性。传统观点没能认识到能高效地清理债务的破产程序有助于增进利害关系人共同利益。^{〔27〕}另外，传统观点在一定程度上夸大了司法权力在破产程序中的作用，忽视了市场力量的主观能动性。^{〔28〕}法经济学观点没能认识到能周全地保护利害关系人共同利益的破产程序有助于增进债权人长远利益。同时，法经济学观点在一定程度上忽视了现实的破产程序中错综复杂的利益关系，特别是债务人陷入财务危机导致各方利益冲突激化的事实。^{〔29〕}这两种观点对债权交易的看法同样是片面的。为充分发挥市场力量，增进重整程序的效率，破产法应当为债权交易提供充分的制度空间。同时，为防止债权交易的外部性损害利害关系人共同利益，债权交易本身以及相关的公司治理实践也应受到立法和司法上的适度限制。

美国破产法是一个综合了实体法与程序法、行为法与组织法、制定法与判例法的体系，这使得美国破产法在功能上呈现出多元性和灵活性。然而，由于立法者在制定1978年《美国破产法典》时并未预料到债权交易的迅猛发展及其带来的诸多问题，美国破产法对债权交易的规制主要依靠对已有法律规则的扩张解释以及判例法上的法官造法机制。这使得美国破产法对债权交易的规制带有缺乏系统性的弱点，存在一定的疏漏。因此，破产法规制需要以高度发达且具有扩张适用性的证券法规制作为参照和补充。^{〔30〕}一方面，破产法上相关制度的适用与改进应当以证券法作为参照；另一方面，证券法也能凭借其扩张适用性填补破产法规制的疏漏。有学者提出，为控制同时适用破产法和证券法带来的不确定性，从长远来看应当参照证券法修改破产法，从而形成一套统一的债权交易规则。^{〔31〕}

2. 公司重整中债权交易的证券法规制

证券法是否应当对公司重整中的债权交易作出规制？若要回答这个问题，首先应当明确破产债权是否属于证券。在美国的制定法和判例法上，都能找到将破产债权认定为证券的依据。由于破产程序和债权交易市场改变了债权的实现方式，即使在破产程序外不属于证券的债权，如贸易债权、侵权债权，在成为破产债权后也会具备证券的特征。

在制定法上，美国1933年《证券法》和1934年《证券交易法》以列举的方式对证券作出了非常宽泛的定义。1933年《证券法》第77b(a)(1)节的定义中有一项“债务凭证”(evidence of indebtedness)，^{〔32〕}破产债权可被认为属于“债务凭证”的一种。1934年《证券交易法》第78c(a)(10)节的定义中虽无“债务凭证”这一项，但其中包含了“购买证券的权利”。^{〔33〕}因为重整计划的安排往往是将破产债权换作重整后公司的证券，所以破产债权也可被认为属于“购买证券的权利”。

判断破产债权是否属于证券的更重要的标准来自判例法。为实现证券法的立法目的，美国法

〔27〕 See Robert K. Rasmussen, An Essay on Optimal Bankruptcy Rules and Social Justice, 1994 *University of Illinois Law Review* 1, 42 (1994).

〔28〕 参见前引〔3〕, Robert K. Rasmussen、David A. Jr. Skeel 文, 第91页。

〔29〕 参见韩长印：《企业破产立法目标的争论及其评价》，载《中国法学》2004年第5期。

〔30〕 参见前引〔5〕, Robert D. Drain、Elizabeth J. Schwartz 文, 第606页。

〔31〕 See Joy Flowers Conti, Raymond Kozlowski Jr. & Leonard S. Ferleger, Claims Trafficking in Chapter 11-Has the Pendulum Swung Too Far?, 9 *Bankruptcy Developments Journal* 281, 353 (1992).

〔32〕 See 15 U. S. C. § 77b (a) (1).

〔33〕 See 15 U. S. C. § 78c (a) (10).

院认识到在解释“证券”一词的时候，应当忽略形式、注重实质，以适应市场主体在创造各式各样的使用他人的金钱来获取利润的计划时体现出的独创性。^{〔34〕} 一个重要的标准就是美国判例法上著名的 Howey 测试，即如果涉案投资工具是“一种合同、交易或者计划，一个人用以将他的钱投资在一个普通企业，并且希望借此从主办者或者第三方的努力中获得收益”，这种投资工具便属于“投资合同”，进而属于 1933 年《证券法》下的“证券”，无论这种“投资合同”采用的是什么样的法律术语。^{〔35〕} 依据 Howey 测试，可以将破产债权解释为一种证券，理由如下：第一，收购债权需要投入金钱；第二，债权是在破产财团这样一家“普通企业”内部；第三，债权交易是基于对利润的合理期待；第四，利润是通过他人的努力产生的，包括债务人管理层或管理人、委员会、法院，等等。^{〔36〕}

另一个重要的标准是 Reves 测试，该测试提出了四个因素用以判断涉案投资工具是否属于证券。第一是各方的动机：如果发行该工具是为了一般商业用途而筹资，或者资助一项重大投资，买方主要对将要产生的利润感兴趣，则它更可能是证券；如果发行这个工具是为了帮助购买一项次要的资产或消费品，或者增加现金流，或者为了另外的消费者的或商业的目的，则它更可能不是证券。第二是分配计划：如果有以这种投资工具为客体的，以投资或投机为目的的常规交易，或者这种投资工具面向广大公众出售，则它更可能是证券。第三是公众投资者的合理期待：如果公众合理地期待这种投资工具属于证券并受到证券法的保护，则它更可能是证券。第四是另一个规制体系的存在：如果有另一种规制体系很大程度上降低了这种投资工具所蕴藏的风险，且如果没有这种规制体系，这种风险就要受到证券法的规制，则它更可能不是证券。^{〔37〕} 依据 Reves 测试，同样可以将破产债权解释为一种证券，理由如下：第一，收购方将破产债权视为投资工具，希望从债权交易中获得利润，因为他们预测到最终给债权人的分配；第二，美国的破产债权市场已经形成，债权交易已经常规化；第三，公众投资者认为破产债权应当受到证券法规制，他们认识到有一个困境债权市场，得到许可的经纪人、投资银行等主体在以标准的形式进行债权交易；第四，破产法不是一个可以让证券法不必适用的替代性规制体系，一些证券法上的规制在破产法上并无对应物，且修改后的《联邦破产程序规则》第 3001（e）节削弱了对出让人的保护，因此更需要证券法来填补规制体系中的疏漏。

上述将破产债权认定为证券的理由皆为形式上的理由，而实质上的理由在于证券法的立法目的。美国 1933 年《证券法》规制证券的公开发售。该法禁止没有在证券交易委员会（SEC）获得登记的证券出售或交易（某些特定情况除外），保证公众能接触到充分、可靠的信息，并且禁止任何证券发行或出售中的欺诈行为。^{〔38〕} 1934 年《证券交易法》适用于证券发行后的交易。该法要求参加证券交易的人提供报告，防止与证券交易有关的欺诈行为，并对公众公司中的内幕交

〔34〕 See *Tcherepnin v. Knight*, 389 U. S. 332, 336 (1967).

〔35〕 See *SEC v. W. J. Howey*, 328 U. S. 293, 299, reh'g denied, 329 U. S. 819 (1946).

〔36〕 See Thomas Donegan, Covering the “Security Blanket”: Regulating Bankruptcy Claims and Claim —Participations Trading Under the Federal Securities Laws, 14 *Bankruptcy Developments Journal* 381, 401 (1998).

〔37〕 See *Reves v. Ernst & Young*, 494 U. S. 56, 67 (1990).

〔38〕 See Alan R. Palmiter, *Securities Regulation: Examples and Explanations*, Aspen Publishers, 2005, p. 20.

易作出特别规制。^{〔39〕}特别值得一提的是1934年《证券交易法》的最为重要的修正案“威廉姆斯法”（The Williams Act），该法对公司控制权变更特别是要约收购施加了额外的实体规制和信息披露要求，旨在为股东提供评估收购要约的方法，并在收购战中维持收购方与管理层之间力量的平衡。^{〔40〕}基于证券法的立法目的，至少应当在以下两种情形下将破产债权视为证券：首先是债权交易活跃的情形，特别是当收购方是内部人，掌握内部信息时；其次是收购方想要通过收购债权控制债务人的情形。

（二）利益分配层面的风险防范机制

1. 《联邦破产程序规则》相关条款

利益分配层面的风险防范机制主要是制定法下围绕债权交易的信息披露制度。就破产法规制而言，《联邦破产程序规则》第3001（e）节针对债权交易提供了基本的程序规则。在1991年8月1日前，《联邦破产程序规则》第3001条（e）节规定，在债权申报之后，将受让人认定为债权持有人，需要法院经公告和听审后批准。受让人必须就债权转让事宜对出让人和利害关系人作出正式的通知，第三方可以反对转让。无论是否有人反对转让，转让条款都必须向法院披露，由法院来判断出让人有没有得到关于债权价值的充分信息。该条规则在1991年被修订，修订后的第3001（e）节规定，如果债权交易发生在债权申报之前，交易当事人不用说明交易的对价，或者提交交易的其他证据。如果债权（除了证券）交易发生在债权申报之后，若出让人不反对，则受让人取代出让人成为债权人。交易当事人无需披露交易条款。如果出让人及时提出反对，法院的作用就是认定是否存在一个在非破产法下可执行的交易。^{〔41〕}修订后的第3001（e）节限制了对债权交易的司法审查，并禁止第三方介入债权交易，显著地提高了债权交易的效率，增强了破产债权的流动性。但是，由于修订后的第3001（e）节取消了债权交易条款的披露要求，这使得法院无法通过审查债权交易条款弥补信息不对称，从而削弱了对出让人的保护。^{〔42〕}

为弥补1991年修订《联邦破产程序规则》第3001条（e）节造成的债权人保护方面的缺失，2011年，美国国会对旨在规制《美国破产法典》第9章和第11章中债权人和股东权益披露的《联邦破产程序规则》第2019条作出了重大修订。修订后的第2019条扩张了信息披露义务主体的范围以及信息披露的内容。该条规则下的信息披露义务主体包括任何由多个债权人或股东组成的，或是代表多个债权人或股东的群体、委员会或其他实体，这些债权人或股东是为增进他们的共同利益而联合行动，且并非完全是子公司或内部人之间的联合。^{〔43〕}信息披露内容包括非官方委员会的组成、每个债权人或股东的名称和地址、每一笔与债务人有关的可披露的经济利益的性质与数额、收购每一笔可披露的经济利益的日期（除非在破产申请前一年以上就已收购），等等。^{〔44〕}

〔39〕 参见前引〔38〕，Alan R. Palmiter书，第261页。

〔40〕 参见前引〔38〕，Alan R. Palmiter书，第287页。

〔41〕 See Fed. R. Bankr. P. 3001（e）.

〔42〕 See W. Andrew P. III Logan, Claims Trading: The Need for Further Amending Federal Rule of Bankruptcy Procedure 3001（e）（2），2 *American Bankruptcy Institute Law Review* 495，504（1994）.

〔43〕 See Fed. R. Bankr. P. 2019（b）.

〔44〕 See Fed. R. Bankr. P. 2019（c）.

如果披露的事实发生了重大变化,该实体、群体或委员会还应提交补充陈述。^{〔45〕}对于违反信息披露义务的情形,法院可以拒绝批准该实体、群体或委员会在案件中得到听审或者介入案件,或者将其获得的授权或征集的投票认定为无效,或者提供其他合适的救济。^{〔46〕}《联邦破产程序规则》第 2019 条使得利害关系人可以及时获知债权交易的发生及其所导致的债权人群体的变化,从而采取相应的对策。

2. 《美国破产法典》相关条款

《美国破产法典》虽然没有直接规制债权交易的条款,但有的条款经由解释可以用于防范利益分配层面的风险,例如第 1125 条。第 1125 条 (b) 节规定,在向债权或股权的持有人征集对重整计划的接受或反对意见之时或之前,必须将重整计划或其摘要以及信息披露报告递交给上述债权或股权的持有人。上述信息披露报告必须由法院经公告和听审后认定为包含了充分信息,从而得到法院的批准。第 1125 条的立法目的在于为中小债权人及股东提供充分的信息,防止其受到老谋深算的管理层、大债权人或大股东的欺诈。在债权收购的情形中,第 1125 条旨在解决的信息不对称问题同样存在。更重要的是,重整程序中的债权收购行为实际上具有“征集对重整计划的接受或反对意见”的效果。债权收购要约对象的范围越广泛,对重整计划的影响就越大。因此,有的判例对“征集对重整计划的接受或反对意见”作宽泛的解释,认为其包括债权收购行为,从而使收购方负有第 1125 条下的信息披露义务。如果收购方有意在收购债权后提出重整计划并推动其表决通过,收购方还应向出售方递交重整计划。在 *Revere Copper and Brass* 一案中,机构投资者收购了至少 28 笔对 *Revere* 的无担保贸易债权,但并未对出售方作出信息披露。虽然出售方并未反对此次收购,法院却拒绝批准收购,并且认为如果出售方没有获得充分的信息,出售方就有权在 30 天内撤回出售。^{〔47〕}

另一个条款是第 1123 条 (a) (4) 节。该节规定重整计划必须为同一组别的债权或股权提供同样的待遇,除非特定的债权人或股东同意就其债权或股权获得更低的待遇。有的判例认为,收购债权的行为实际上对出让债权的这部分债权人作出了分配,属于实质意义上的重整计划的一部分,因此债权收购的对价应当受到第 1123 条 (a) (4) 节规定的平等对待要求的限制。在 *Allegheny International, Inc.* 一案中,机构投资者未经法院批准,在债务人提交重整计划之后,法院批准信息披露报告之前,对次级债券和一个子公司的债券发动要约收购,价格低于重整计划支付给这部分债券持有人的价格。法院以债权收购行为违反了第 1123 条 (a) (4) 节提出的平等对待要求而拒绝批准收购。^{〔48〕}

3. 证券法相关条款

就证券法规制而言,1934 年《证券交易法》中有关要约收购和控制权交易的部分即“威廉姆斯法”同样构成利益分配层面的风险防范机制的一部分。如果将破产债权认定为证券,且机构投资者收购债权的行为构成要约收购,收购债权的行为就应当受到威廉姆斯法的约束。在

〔45〕 See Fed. R. Bankr. P. 2019 (d).

〔46〕 See Fed. R. Bankr. P. 2019 (e).

〔47〕 See *In re Revere Copper and Brass, Inc.*, 58 Bankr. I (Bankr. S. D. N. Y. 1985).

〔48〕 See *In re Allegheny Int'l., Inc.*, Ch. 11 Case No. 88-00448 (Bankr. W. D. Pa. July 12, 1990).

Wellman v. Dickinson 一案中，法院列举了要约收购的 7 个特点：面向公众证券持有者的积极而广泛的征集；征集的是相当大的一部分发行人的股份（虽然这部分可能小于 5%）；要约的价格高于市场价格；要约的条款是固定的而不是可谈判的；要约以固定的最低股份数目和/或上限为条件；要约在一段有限时间内保持开放；受要约人是迫于压力出售他们的股份。^[49]当机构投资者收购债权的行为满足这 7 个特点时就构成要约收购，应当受到威廉姆斯法的约束。威廉姆斯法第 13 条（d）节规定，任何持有 5% 以上依据 1934 年《证券交易法》第 12 条登记的证券的人或群体，必须在收购之日起 10 日内向发行人以及 SEC 披露以下信息：收购者的背景；用于收购的资金来源；收购的目的；拥有的股份数目；任何有关的合同、安排或协议。^[50]第 14 条（d）节对任何想要对 5% 以上依据第 12 条登记的证券发出征集要约的人或群体提出了类似的要求。^[51]任何与上述证券有关的错误陈述或省略重要事实的行为，以及任何欺骗性、迷惑性或操纵性的行为都为非法。^[52]和《美国破产法典》第 1123 条（a）（4）节一样，威廉姆斯法也禁止对要约收购的对象作出区别对待。^[53]美国法院将原本不属于证券的破产债权认定为证券的典型判例，适用的就是威廉姆斯法。该案中，在重整计划批准之后，重整后的债务人发行股票之前的 4 个月内，收购方对大约 20000 名债权人发起要约收购，获得了一部分债权，由此在重整后的股票发行时掌握了控制权。虽然收购方在要约上附加了详细介绍要约条款、重整情况和重整计划条款的征集材料，SEC 还是以收购方违反威廉姆斯法为由，针对收购行为启动了禁止令与衡平救济。州地方法院作出简易判决，批准了 SEC 的动议，并明确指出威廉姆斯法适用于该案中的要约。^[54]

（三）公司治理层面的风险防范机制

1. 法院的衡平权力

公司治理层面风险防范也就是防止债权交易带来的控制权配置格局的变化对公司重整的基本秩序造成破坏。一方面，上述信息披露制度是防范公司治理层面风险的基础；另一方面，由于破产程序是一种司法程序，法院的权力也是实现这一目的的关键。在破产程序中，经营控制人人和利害关系人的任何行为都只有在法院作出相应行为后才有意义。各方利害关系人的相互竞争的利益应当由法院作出综合评判。

首先，《美国破产法典》第 105 条赋予了法院宽泛的衡平权力，使得法院能够采取措施防范债权交易带来的公司治理层面的风险。这些衡平权力内生于破产法院的管辖权，可以用来应对各种不同的紧急情况。依据该条，法院有权发布任何必要或适当的命令、传票或判决来执行该法的条款，或者阻止对程序的滥用。^[55]法院还可以依职权或依当事人请求召开临时会议，或者在临时会议上发布命令（只要不违反该法其他条款和《联邦破产程序规则》）来保证案件得到迅

[49] See Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783, 825 (S. D. N. Y. 1979), affirmed on other grounds, 682 F.2d 355 (2d Cir. 1982), cert. denied, 460 U.S. 1069 (1983).

[50] See 15 U.S.C. § 78m (d); 17 C.F.R. § 240.13d-1 (a).

[51] See 17 C.F.R. § 240.14d-2 to d-4, d-6.

[52] See 17 C.F.R. § 240.13e, 14e.

[53] See 15 U.S.C. § 78m (d), (e).

[54] See SEC v. Texas Int'l Co., 498 F. Supp. 1231, 1239-40 (N. D. Ill. 1980).

[55] See 11 U.S.C. § 105 (a).

速、经济的处理。^[56] 在 *Am. United Mut. Life Ins. Co. v. City of Avon Park* 一案中, 法院运用衡平权力拒绝批准涉案第9章和解计划, 因为一个受信人在征集投票之前并未披露它收购债券的行为, 而法院认为受信人收购债券是为了使其关联方持有这些债券, 从而促成和解, 但这可能会使受信人处于利益冲突之中。^[57] 在 *Ionosphere Clubs* 一案中, 法院认为大型案件中债权交易导致监控成本、管理成本大量增加, 消耗了破产财团的资源, 可能阻碍重整进程, 因而限制债权交易。^[58] 在 *Pan Am Corp.* 一案中, 经债务人申请, 法院禁止所有普通无担保债权的转让以及重要的公开交易债券的转让。^[59]

法院衡平权力的另一个体现是衡平居次原则 (doctrine of equitable subordination), 即《美国破产法典》第510条(c)(1)节规定的“在破产分配中, 将一项经确认债权的全部或部分劣后于另一项经确认债权的全部或部分, 或将一项经确认股权的全部或部分劣后于另一项经确认股权的全部或部分”。在 *Mobile Steel Co.* 一案中, 法院指出适用衡平居次原则必须满足以下条件: 权利人实施过特定种类的不公平行为; 该行为损害了破产债权人的利益, 或使权利人取得了不合理优势; 对债权的衡平居次不违反破产法。^[60] 在 *Clark Pipe and Supply Co.* 一案中, 法院指出上述“不公平行为”包括欺诈、违法或违反受信义务的行为, 资本不足以及权利人对债务人纯粹工具式的运用或权利人与债务人存在人格混同。^[61] 另外, 在债权交易的情形中, 有的法院运用衡平权力判决收购债权的内部人只能以收购价受偿。^[62] 这种做法与衡平居次原则有异曲同工之处, 都是通过限制债权回报的方式对滥用权利的行为进行制约和威慑。

2. 重整计划投票规则

另外, 许多机构投资者以及债务人的竞争对手收购债权的目的是为获得对重整计划的投票权, 而《美国破产法典》中规定重整计划投票规则的第1126条本身就包含了防止投票权滥用的机制。第1126条(e)节规定, 经利害关系人请求, 以及公告和听审, 对于“非善意地”接受或反对重整计划, 或者接受非善意或者不合法的征集投票的任何主体, 法院可以认定其投票无效, 也就是将这些票数排除在计算之外, 无论是分子(赞成票)还是分母(总票数)。^[63] 该节旨在应对出于损人利己的目的阻止重整计划通过的投资者, 他们往往在重整计划已经过充分谈判之时突然发动“钳制”(hold-up), 从而攫取更多收益, 而这种手段往往与债权收购相结合。依然是在 *Allegheny International Inc.* 一案中, 在重整计划已经提交, 信息披露报告也已经获得法院批准之后, 机构投资者分别以66%和80%~95%的价格收购了高级无担保债权和银行债权, 从而在这两个组中获得了重整计划的否决权。法院认为该机构投资者在这两个组中的投票是非善意的, 并依据第1126条

[56] See 11 U.S.C. § 105 (d).

[57] See *Am. United Mut. Life Ins. Co. v. City of Avon Park*, 311 U.S. 138, 145 (1940).

[58] See *In re Ionosphere Clubs* 119 B.R. 440 (Bankr. S.D.N.Y. 1990).

[59] See *In re Pan Am Corp.*, 125 B.R. 372 (Bankr. S.D.N.Y. 1991), *aff'd sub nom.*

[60] See *In re Mobile Steel Co.* 563 F.2d 692, 700 (5th Cir. 1977).

[61] See *In re Clark Pipe and Supply Co.*, 893 F.2d 693, 699 (5th Cir. 1990).

[62] See *In re Gladstone Glen*, 739 F.2d 1233, 1237 (7th Cir. 1984).

[63] 参见〔美〕查尔斯·J·泰步:《美国破产法新论》(第3版)(下册), 韩长印、何欢、王之洲译, 中国政法大学出版社2017年版, 第1233页。

(e) 节认定其无效。^{〔64〕} 在 *Macleod Co. Inc.* 一案中，债务人的竞争对手收购债权，企图阻止重整计划通过以摧毁债务人的营运事业，法院依据第 1126 条 (e) 节认定其投票无效。^{〔65〕}

与此同时，第 1126 条 (c) 节规定的投票通过标准有时阻碍了通过收购债权操纵投票结果的企图。该节规定，只有当一组内拥有 2/3 以上债权额且人数超过 1/2 的债权人接受或反对重整计划时，该组才能被认定为接受或反对重整计划。有时收购方掌握了 2/3 以上的债权额，但却无法满足 1/2 以上人数的标准。在 1978 年《美国破产法典》颁布之前就有先例认为，若某个债权人收购了许多其他债权人的债权，在判定是否满足人头多数时，也只能算作一个债权人。^{〔66〕} 并且，收购方不能通过将债权拆分后由多个主体持有来规避上述规定，因为同样有先例指出通过拆分债权规避法律是无效的。^{〔67〕}

四、对我国的启示

(一) 我国发展破产债权市场的必要性

首先，随着我国经济进入下行周期，增长速度逐渐放缓，我国金融机构不良资产增长过快的的问题愈发凸显。当前我国金融企业债权人主要运用集中清收、内部分账经营、批量转让、招标拍卖、坏账核销等方式处置不良资产。^{〔68〕} 在我国，仅有资产管理公司能作为批量转让的受让人，其他主体无法受让金融企业的不良资产。总体而言，相较于发达国家，我国在不良资产处置领域存在市场化不足、竞争不充分、信息不透明、流动性较差、交易手段和品种缺乏等问题。市场主体参与不良资产处置的广度和深度都显著不足。^{〔69〕} 公司重整中的债权交易能通过引入专业机构投资者增进重整谈判的活力，提高重整效率，从而使公司重整成为市场化处置金融企业不良资产的有力手段。因此，应当逐渐放开不良资产处置领域的市场准入限制，鼓励市场主体通过债权交易深度参与重整程序。

其次，我国重整制度的实施现状也要求发展破产债权交易市场。美国破产债权市场的发展部分地促成了重整计划强制批准制度适用率的降低，因为债权交易能有效应对重整程序中的“反公地问题”。与此相反，我国重整计划强制批准制度适用率一直较高，引发诸多争议，表明我国重整程序深受“反公地问题”的困扰，重整谈判效率较低。利害关系人之间相互牵制、掣肘，无法合意通过重整计划，只能诉诸法院强制批准。然而法院强制批准重整计划一方面意味着持反对意见的利害关系人要被迫做出一定牺牲，另一方面往往不能彻底解决利害关系人之间的纷争，可能对重整后公司的继续经营造成负面影响。^{〔70〕} 发展破产债权市场，鼓励债权交易，有助于维护利

〔64〕 See *In re Allegheny Int'l, Inc.*, 118 B. R. 282 (Bankr. W. D. Pa. 1990).

〔65〕 See *In re MacLeod Co., Inc.*, 63 B. R. 654 (Bankr. S. D. Ohio 1986).

〔66〕 See e. g. *In re Frank*, 9 F. Cas. 704, 705 (N. D. N. Y. 1871); *In re Messengill* 113 F. 366 (E. D. N. C. 1902).

〔67〕 See e. g. *Leighton v. Kennedy*, 129 F. 737, 741 (C. C. D. Mass. 1904); *Emerine v. Tarault*, 219 F. 68, 69 (6th Cir. 1915); *In re Tribelhorn*, 137 F. 3, 4 (2d Cir. 1905).

〔68〕 参见《金融企业不良资产批量转让管理办法》(财金〔2012〕6号)。

〔69〕 参见刘向民、武卓、牟田田：《不良资产市场化处置机制研究》，载李曙光、郑志斌主编：《危困企业并购艺术》(第1辑)，法律出版社2017年版，第91页。

〔70〕 See Lynn M. LoPucki & William C. Whitford, *Bargaining Over Equity's Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies*, 139 *University of Pennsylvania Law Review* 125, 161 (1990).

害关系人之间的和谐关系,提高重整谈判的效率,降低重整计划强制批准适用率,并将我国重整制度改造为以当事人自主谈判为核心的困境企业拯救机制。

(二) 我国发展破产债权市场的可行性

首先,破产债权是一种私有财产,可转让性是私有财产的基本属性,只有在少数例外情形下才能限制私有财产自由转让。破产法不能任意改变进入破产程序前权利的实体内容,否则将放任当事人滥用破产程序牟取非法利益。^[71] 破产债权的转让同样应当适用《民法典》第三编第六章“合同的变更和转让”的规定。《民法典》第545条明确规定债权人可以将债权的全部或部分转让给第三人,除非根据债权性质、按照当事人约定或依照法律规定不得转让。根据债权性质不得转让的情形主要包括:债权人的变更会使权利的行使发生显著的差异,例如在重整谈判中发挥重要作用的大债权人的债权;出于保障债权人生活的目的而使之享有的债权,例如破产企业职工的退休金债权;等等。^[72] 按照当事人约定不得转让的情形,在重整程序中表现为债务人与特定债权人签订“锁定协议”,这些债权人有义务支持债务人的重整计划,并限制或禁止这些债权人转让其债权。^[73] 依照法律规定不得转让的情形,对于公司重整中的债权交易而言并不存在。《企业破产法》及其司法解释并无任何规定禁止债权交易。鼓励破产债权交易,发展破产债权市场,在我国并不存在法律上的障碍。

其次,《企业破产法》及《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《企业破产法解释三》)赋予了债权人较为全面的参与重整程序的权利,这为收购方通过收购债权参与重整程序创造了制度激励,进而为破产债权市场的发展奠定了坚实的制度基础。公司重整中的债权交易意味着破产债权中的经济权利和参与权利同时发生转移。破产债权中包含哪些种类的参与权利,则取决于法律如何规定。依据《企业破产法》,债权人在重整程序中拥有以下参与权利:在债权人会议上询问债务人及管理人的权利;申请人民法院更换管理人的权利;监督管理人的权利;参加债权人会议并作出表决的权利;组成债权人委员会并行使债权人委员会职能的权利;对重整计划草案进行分组表决的权利;对债务人的法定代表人和其他直接责任人员、管理人提起损害赔偿诉讼的权利。在世界银行营商环境指标中“办理破产”指标的指引下,^[74]《企业破产法解释三》进一步赋予债权人以下参与权利:对债权表记载的债权提出异议以及提起诉讼的权利;查阅参与破产程序所必需的债务人财务和经营信息资料的权利;采取非现场方式进行债权人会议表决的权利;申请人民法院撤销债权人会议决议的权利;通过债权人会议和债权人委员会监督管理人处分《企业破产法》第69条规定的债务人重大财产的权利。最高人民法院民二庭在2019年11月14日发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(简称“九民纪要”)第111条中还指出,若自行管理的债务人存在严重损害债权人利益的行为或者有其他不适宜自行管理情形,而管理人未申请人民法院作出终止债务人自行管理的决定的,

[71] See Douglas G. Baird, Loss Distribution, Forum Shopping, and Bankruptcy: A Reply to Warren, 54 *University of Chicago Law Review* 815 (1987).

[72] 参见韩世远:《合同法总论》(第4版),法律出版社2018年版,第602-603页。

[73] See David A. Jr. Skeel & George Triantis, Bankruptcy's Uneasy Shift to a Contract Paradigm, 166 *University of Pennsylvania Law Review* 1777, 1808 (2018).

[74] 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》,载《法学杂志》2020年第7期。

债权人等利害关系人可以向人民法院提出申请。

（三）完善公司重整中债权交易的法律规制体系

我国公司重整实践中已经出现债权交易现象，既有投资人集中收购多笔债权，也有债权人将一笔债权分拆给多方。^{〔75〕} 由于全球商业实践具有共通性，美国公司重整实践中债权交易带来的风险，在我国同样会存在。只是由于资本市场发展程度的不同，上述风险在我国还只是初现端倪。随着我国多层次资本市场的发展，特别是机构投资者的壮大，公司重整中债权交易带来的风险及相关的投资者保护问题将日益凸显。与《美国破产法典》一样，《企业破产法》在制定时也并未将破产债权交易纳入考虑范围。在现行《企业破产法》及其司法解释的规则体系下，债权交易带来的风险无法得到有效防范。因此，应当借鉴美国法的规则与实践，立足我国实际，完善公司重整中债权交易的法律规制体系。

1. 我国公司重整中债权交易的法律规制路径

构建我国的破产债权交易规则，同样应当遵循破产法和证券法的双重规制路径。从当前来看，证券法能为破产法中的债权交易规则提供参照和补充；从长远来看，最终可从破产法和证券法中提取出一套统一的破产债权交易规则。

一方面，应当在《企业破产法》及其司法解释中植入破产债权交易规则。如前所述，《民法典》第 545 条规定债权可以转让，破产债权作为债权的特殊形态，其可转让性原则上不受影响。《企业破产法》及其司法解释也并无任何规定禁止债权交易。根据私法上“法无禁止即可为”的原则，在我国开展破产债权交易具有充分的合法空间。但对于破产债权交易相关风险的防范，《企业破产法》及其司法解释尚待进一步完善。就立法技术而言，《企业破产法》及其司法解释集实体法与程序法、行为法与组织法于一体，将破产债权交易规则纳入其中不存在立法技术上的障碍。就价值理念而言，我国破产法具有民商法与经济法双重性质，既强调公平调整债权人与债务人、公司股东之间的利益关系，又注重为维护社会整体利益而由公权力适度介入。^{〔76〕} 出于上述价值理念，《企业破产法》及其司法解释应以“兴利除弊”的立场，既为破产债权交易保留合法空间，又注重防范破产债权交易带来的风险。

另一方面，应当借鉴美国制定法上对证券的定义以及判例法上的 Howey 测试与 Reves 测试，扩大我国证券法对“证券”的定义，将破产债权纳入“证券”的范围，从而使证券法的规则能适用于破产债权。现行《证券法》第 2 条规定的证券定义较之美国法要远为狭窄。扩大证券的定义，进而扩大《证券法》的调整范围，有利于消除监管漏洞、保护投资者合法权益、提高法律的科学性和有效性、扩大直接融资、促进多层次资本市场的发展，进而促进我国经济的转型升级。美国判例法上的 Howey 测试与 Reves 测试可归纳为证券的投资性、横向共同性以及风险裸露性三大本质特征。^{〔77〕} 在破产债权交易的情境下，破产债权成为一种投资工具，投资者的收益取决于重整的成败，而《企业破产法》及其司法解释并未对破产债权交易带来的风险作出充分有效的应对。因此，破产债权符合证券的本质特征。将破产债权认定为证券，亦符合《企业破产法》和

〔75〕 参见郑志斌、张婷：《公司重整：角色与规则》，北京大学出版社 2013 年版，第 285 页。

〔76〕 参见王欣新：《论破产立法中的经济法理念》，载《北京市政法管理干部学院学报》2004 年第 2 期。

〔77〕 参见邢会强：《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》，载《中国法学》2019 年第 1 期。

《证券法》的立法目的。随着破产债权市场进一步发展,机构投资者更为广泛而深入地参与重整程序,破产债权的证券特征得到更充分的显露,相关的投资者保护问题日益突出,将破产债权交易纳入证券法规制势在必行。

2. 完善利益分配层面的风险防范机制

首先,应当完善破产程序中的信息披露制度。完整的信息披露制度既包括利害关系人的查阅权,也包括掌握信息者的主动披露。总体而言,《企业破产法》及其司法解释并未充分强调债务人和管理人负有的主动信息披露义务。^{〔78〕}对于管理人、债务人的主动信息披露义务,《企业破产法》所使用的都是较为原则性的表述,如“向债权人会议报告职务执行情况”“对其职权范围内的事务作出说明或者提供有关文件”“向债权人会议就重整计划草案作出说明”等。为防止破产债权交易中的欺诈行为,应当借鉴证券法上的信息披露制度,从以下几方面系统地完善我国破产程序中的信息披露制度:(1)信息披露的主体不限于管理人和债务人的有关人员,还应包括债务人的控制股东、实际控制人、具有控制地位的大债权人以及债权人委员会。^{〔79〕}(2)信息披露的标准应当是真实、准确、完整、及时、公平、合法、易得、易解,其核心是足以使理性的投资者能够作出明智的决定。(3)信息披露的内容应当包括与投资者利益相关的一切信息,在破产债权交易中,应当包括债权交易的时间、种类、数额、对债权人群体组成的影响、收购方的主体资格和诚信情况、收购债权的意图,等等。(4)信息披露的时间应当借鉴证券法上的规定,要求重整中的公司向法院和监管机构报送并公告年度报告、中期报告,以及在发生可能对重整进程产生较大影响的重大事件(例如大额的、重要的债权交易)、利害关系人尚未得知时报送并公告临时报告,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。(5)明确和强化违反信息披露义务的法律后果,特别是规定违反信息披露义务的债权交易本身及相关的投票无效。

其次,应当扩大证券定义,将破产债权纳入其中,使得证券法上的相关规则可以适用于破产债权交易。适用于破产债权交易的证券法规则主要是有关上市公司收购的规则。当收购方以要约或协议方式,从数量众多的债权人手中收购债权,此时的债权人群体和上市公司的公众投资者一样面临信息不对称问题,因而需要上市公司收购规则的保护。在这一认识基础上,第一,可以借鉴 *Wellman v. Dickinson* 一案中对要约收购实质特征的界定,将符合条件的收购债权行为认定为要约收购,适用证券法上要约收购的相关规则,包括《证券法》《上市公司收购管理办法》规定的权益披露规则、慢走规则、持有股份(债权)比例超过 30% 时的要约收购义务规则、公平对待所有股东(债权人)的规则,等等。第二,次对于以协议方式从数量众多的债权人手中收购债权的行为,可以适用证券法上协议收购的相关规则。最为理想的立法模式,是将证券法上的上市公司收购规则适当改造后融入破产法,从而将破产法和证券法上的相关规则整合为一套统一的破产债权交易规则。考虑到立法成本的问题,通过扩大证券定义,在规制破产债权交易时以证券法作为破产法的必要补充,此种改革路径在当前更具有可行性。

〔78〕 参见高丝敏:《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》,载《法学研究》2021 年第 2 期。

〔79〕 债权人委员会应对其所代表的债权人负有信息披露义务。若我国引入股东委员会制度(现行《企业破产法》及其司法解释并无规定),股东委员会也应对其所代表的股东负有信息披露义务。

3. 完善公司治理层面的风险防范机制

首先，应当概括性地赋予人民法院防范重整程序被滥用、维护重整中的公正和效率的权力，人民法院可运用此种权力对债权交易作出限制或禁止。人民法院可从时间和范围两方面限制债权交易：就时间而言，应当在破产申请后最初一段时间允许自由的债权交易，使债权人能够通过评估债务人的前景决定是退出还是继续参与重整。在这段“自由交易期”过去后，利害关系人应当有权请求法院禁止数额较大的债权交易，以防止重要债权人随意进出重整程序，保护各方利害关系人的谈判成果与合作基础。就范围而言，法院应当对债权交易的潜在收益和成本作出衡量，有可能损害利害关系人共同利益的债权交易应当受到限制，明显严重损害利害关系人共同利益的债权交易应当被禁止。例如，对于在重整谈判中发挥重要作用的大债权人出售全部或大部分债权的行为，法院应当严格审查其对重整程序的影响，必要时予以限制或禁止，以维持债权人之间的利益格局，保护重整谈判的成果；^{〔80〕}而对债权人之间的利益格局没有重大影响的小额债权交易，例如大债权人仅仅为增加利益份额而收购小额债权的行为，则不应被禁止。^{〔81〕}另外，应当引入衡平居次原则，通过限制受偿的方式惩戒和遏制债权人滥用权利的行为。当控制股东、实际控制人或具有控制地位的大债权人的不公平行为损害了利害关系人共同利益时，人民法院可对其债权适用衡平居次原则，使其劣后于普通无担保债权受偿。适用衡平居次原则时应当实行举证责任倒置，即由控制股东、实际控制人或具有控制地位的大债权人证明自己行为的正当性。^{〔82〕}

其次，应当从以下两方面完善重整计划投票规则：（1）借鉴《美国破产法典》第 1126 条（e）节的规定，增设关于恶意的投票或征集投票行为无效的规则，防止债权人出于恶意推动或阻止重整计划通过。可认定为恶意的情形，通常包括有能力决定其所在的表决组的表决结果的债权人纯粹为了将作为竞争对手的债务人挤出市场，或者为了获得优于组内其他债权人的待遇而投反对票的情形。被认定无效的投票不纳入计算范围，这可能改变该组投票的结果。相较于《企业破产法解释三》第 12 条规定的债权人会议决议撤销制度，关于恶意的投票或征集投票行为无效的规则具有更高的效率，因为后者的适用不必然需要重新表决。（2）完善重整计划分组表决通过标准的配套规则。《企业破产法》第 84 条第 2 款设定了与《美国破产法典》第 1126 条（c）节相同的重整计划分组表决通过标准。这一标准本身就能阻碍通过收购债权操纵投票结果的企图，因为满足了 2/3 以上的债权额多数的收购方不一定能满足 1/2 以上的人头多数。为应对规避这一标准的行为，还应当完善配套规则，即明确规定收购方集中收购债权后在人数上只能算作一人，以及债权人不得通过拆分债权规避法律。

五、结 论

公司重整的基本精神在于市场力量与规制力量的动态平衡。这种动态平衡，因经济社会发展

〔80〕 若被禁止出售债权的大债权人对重整进程作出了突出贡献，法院应当允许各方当事人约定在重整计划中给予该大债权人适当优待。若该大债权人依据重整计划获得股份清偿，其可以在重整计划执行完毕后通过股份转让、回购等途径退出公司。

〔81〕 参见前引〔4〕，Frederick Tung 文，第 1751-1752 页。

〔82〕 参见赵吟：《论破产分配中的衡平居次原则》，载《河北法学》2013 年第 3 期。

特征和制度环境的差异而呈现出不同的现象。在本国的问题初现端倪之时未雨绸缪，借鉴域外法治经验，立足本国实际，划定明确的合法空间并构建全面的风险防范机制，或许有助于维持这种动态平衡，消除规制失灵的隐患，不至于在问题充分暴露之时手足无措。公司重整中债权交易的发展及其对重整基本秩序的冲击反映了市场力量的深化和扩张，更多的市场主体加入交易，对债务人的利益份额和控制权都成为交易标的。这为利害关系人提供了更多选择，增强了重整谈判的活力，提升了重整程序的效率，从而为各方带来了收益。然而，市场固有的弊端决定了债权交易具有外部性，不仅交易当事人可能在交易中遭到欺诈，利害关系人整体利益也可能因特定交易而受损。为控制债权交易的外部性，必须在鼓励债权交易的同时完善相应的法律规制体系。破产法集实体法与程序法、行为法与组织法于一体，可充分容纳有关债权交易的法律规则。若将破产债权纳入证券的范围，证券法上的相关规则也可适用于破产债权交易，从而使证券法能为破产法提供参照和补充。整个法律规制体系主要包括破产法和证券法上的信息披露制度、对法院的概括授权、重整计划投票规则等。为提高我国重整制度的市场化水平，将我国重整制度改造为以当事人自主谈判为核心的困境企业拯救机制，我国应当鼓励公司重整中的债权交易，推动破产债权市场的发展，同时完善公司重整中债权交易的法律规制体系。

Abstract: As a typical embodiment of the market power that effects reorganization procedures and shapes the reorganization system, claims trading in corporate reorganization has shaken the original logic of corporate reorganization system in both aspects of interest allocation and corporate governance. Claims trading brings benefits and risks to parties in interest simultaneously. Claims trading in corporate reorganization can improve the efficiency of allocating capital in the market, thus facilitate the success of reorganization. But it may also destroy the allocative order and governance mechanism in corporate reorganization, thus make going-concern value be eroded and damage the common interest of all parties in interest. The legal regulation system composed of bankruptcy law and securities law can prevent the risks caused by claims trading in both aspects of interest allocation and corporate governance. The risks in interest allocation are mainly prevented by the information disclosure system in bankruptcy law and securities law. The risks in corporate governance are mainly prevented by general authorization of the court and the voting rule of reorganization plans. It is not only necessary but also feasible to develop the market of bankruptcy claims in China. China should encourage claims trading in corporate reorganization, promote the development of the market of bankruptcy claims and perfect the corresponding legal regulation system.

Key Words: corporate reorganization, claims trading, corporate governance, the market of bankruptcy claims

(责任编辑: 周 游 赵建蕊)