

正确理解破产重整制度
□北京中和应泰财务顾问有限公司
许美征

2007年7月新企业破产法实施以来，破产重整制度发挥了积极作用，特别是陷入困境的上市公司，通过破产重整获得了新生，出资人、债权人以及上市公司的利益得到最大限度的保护。

由于企业破产法实施时间不长，对破产重整制度这一新事物的理解尚存在不全面、不确切之处，比如，有人认为：“新破产法对于债务的减免，不需要与债权人进行艰巨的谈判，也不需要相关部门作反复动员和承诺，只需要依法申请法院重整即可”。根据我对破产重整制度的理解和进行上市公司破产重整的实践，觉得以上理解可能有失偏颇，因而可能对破产重整工作产生误导。为此，提出一点看法供讨论。

新破产法增加重整制度，是破产法修改的一项重要内容，老破产法也有债务和解的法律规定，2005年我公司从事的上市公司吉林纸业的债务重组是根据老破产法的债务和解做的，债务重组取得了成功，并引入两家战略投资人，使吉纸获得新生，并促进了当地经济发展。这是第一例在法院主持下完成的债务重组。

新破产法的重整制度比老破产法的债务和解有很多改进，如新破产法的重整制度中增加了设“出资人组”、“小债权人组”等。新破产法的重整制度较之老破产法债务和解很重一点是，新破产法第八十七条规定，当部分表决组未通过重整计划草案的，而重整计划符合下列条件的（见破产法第八十七条），法院可以裁定批准。上述意见认为“债务减免，不需要与债权人进行艰巨的谈判，也不需要相关部门作反复动员和承诺，只需要依法申请法院重整即可”可能是依据这一条规定引申而来。

在实践中，我曾听到过类似的说法，认为“新破产法实施后，债务重组简单了，只要债务人请评估机构评出企业的偿债能力，并在清算条件下的偿债率之上加两个百分点，然后把偿债能力分析报告发给债权人，如果重整计划未获通过，法院强制裁定就行了”。按这种思路去理解和实施破产重整会产生不良后果的，如某市某上市公司申请进入破产程序后，没有做好债权人、股东等利益相关方的工作，因而重整计划表决未获通过，法院即运用强制裁定批准，强制裁定后即引来了债权人与股东告状。

债务重组是一项十分复杂而艰巨的工作，它是债务人与债权人；债权人与股东；债权人、股东与战略投资人；如果是国有控股企业，还涉及到作为控股股东的当地政府等多个利益相关方之间的利益协调，各利益相关方之间的博弈，需要担任财务顾问的中介机构善于运用相关法律以及证券市场的各种工具协调各个利益方，使债务重组的损失分担合理、公平；并对各方的利益尽可能最大限度地保护，为此，要反复与各利益相关方沟通，根据各方的意见设计和调整重整方案，并且通过沟通使各有关方理解和认可重整方案，以争取重整计划获得多数债权人和股权持有人的支持。

新破产法八十七条对部分表决组未能通过重整方案，法院可以强制裁定批准，但法院对强制批准十分慎重。法院不会简单地根据重整计划中普通债权的偿债率高于清盘的偿债率，即强制批准重整计划。因为在实践中，即使普通债权人的利益没有得到保护，甚至受到损害，也可以做到重整的偿债率高于清盘的偿债率。为此，法院要详细了解：债权人的利益是否尽可能得到保护，是否存在债务人或战略投资人为减轻偿债压力而压低偿债资产的价值，是否存在大股东侵占上市公司的利益问题未解决；要了解股东是否分担了债务重组损失，出资人权益调整是否公平、公正；同时，也要了解债权人不支持重整计划的原因，债权人提出的要求是否合理合法？债权人的要求不能满足，是否存在不可克服的困难？等等。总之，如果没有对债权人以及各利益相关方进行艰苦细微的协调工作，要获得法院的强制批准是不可能的。

新破产法的重整制度与老破产法的债务和解对于债务重组同样都要做艰苦的工作，所不同的是，在新破产法的重整条件下，在进行了艰巨的工作后，由于某些难以克服的困难影响了表决组通过重整计划，或者由于某些债权人的不合理要求阻碍了重整计划的通过，法院将支持重整计划而获得强制批准，以免破产清算对社会造成很大损失。但是在老破产法条件下则不可能。这正是新破产法吸收国际经验增加重整制度的意义。

俄罗斯每人分一万卢布的教训与启示

□刘纪鹏

今年以来，在国际经济危机和中国扩大内需的背景下，陆续有人提出了分国有资产，藏富于民，拉动内需的思路。例如，谢国忠提出给13亿人分国有企业股份的思路，张维迎提出分外汇储备的思路，“分”成了2009年的热门话题。

分国有股和外汇储备的思路则都提出了要拿出13万亿国有资产来给13亿人每人分一万元的数量指标。其实给每个公民分一万元的做法早在1992年，俄罗斯请哈佛大学教授萨克斯制定的“休克疗法”改革中就给1.49亿俄罗斯公民每人分了1万卢布的私有化券，然而对那场最初人们无不欢欣鼓舞的改革，至今多数俄罗斯人仍不堪回首。

不堪回首的“休克疗法”

1991年前苏联解体，1992年叶利钦上台即急于推出私有化的系统改革。35岁的盖尔拉投其所好，根据哈佛大学教授萨克斯的“休克疗法”，制定了激进的改革方案。为此，叶利钦破格将盖达尔提拔为政府总理，任命萨克斯为总统首席经济顾问。在这二人的设计和主持下，以放开物价、大规模快速彻底私有化为主要内容的“休克疗法”式激进改革全面推出。

俄罗斯企业私有化经历了两个阶段，第一阶段（1992年7月—1994年6月）是无偿私有化阶段，就是将前苏联74年积累的国有资产经过估价，按1.49亿人口，每人一万卢布，无偿转让给每个公民。每人只象征性地支付25卢布，即可领到一张面值1万卢布的私有化券，购买企业股份或住房，或委托给投资基金，该券不记名、不挂失、可转让和兑现。

然而在分的过程中，原国有企业的管理部门和财产所有部门取消了，而非国有化背景下的企业经营者团队又未形成，因此，作为国家经济支柱的国有企业，陷入群龙无首的地位。单个企业效益和国民经济产值都大幅度下降，持股者全然不知所措，只有等待。接着发生持续恶性通货膨胀，1992年当年通胀率即达到2501%。广大民众纷纷出售私有化证券。而企业的经营者和有钱人乘机廉价收买，私有化证券以极快的速度向他们手中集中。在股份化的国企中90%的小股东持股不到10%，而1%的大股东则持股85%以上。由于随着私有化券的发放，冒出了600多家私有化券投资基金，他们以理财专家的身份代客理财，因此大约三分之二的人把私有化券交给了私有化投资基金。由于从1992年起连续7年俄罗斯经济的严重衰退，多数投资基金也垮了，委托者几乎血本无归。

企业私有化第二阶段（1994年7月—1996年12月），主要是针对国有大中型企业的有偿私有化阶段。每人分一万卢布的美好理想并没有构造出一个庞大的中产阶级。人们也并没有因为分了1万卢布的私有化券使生活得到改善，同时由于私有化后原体制下的国有企业社会保障制度丧失了，而新的以养老、退休为主要内容的社会保障制度又没有建立，加上恶性通货膨胀，最终，人们还是回过头来要找政府。由于经济的全面衰退，政府也发生了严重的财政赤字。这迫使政府唯有把没有分完的大中型工业企业的国有股进一步向私人有偿转让。转让中主要有两种做法：1.企业领导人除可得到不超过法定资本25%的优先股外，还可按优惠条件购买5%的有表决权的普通股。2.企业职工可按规定价格购买51%的有表决权的股票，成为

中国今天最应该做的是把针对弱势群体的社会保障系统完善起来，目前还有相当多的人群在医疗、养老、失业三座大山的压迫下喘不过气来。而仅靠国家有限的财政收入是不能够迅速建立并完善这一体系的。因此，完全有必要借助国有资本经营性预算收入来尽快完善这一体系。

在扩大内需中，不管发消费券，还是财政贴补，都应向弱势群体倾斜。而就农村来说，要真正缩小剪刀差，让农民在扩大内需的政策中享受到实惠，倒是应该把家电下乡、手机下乡、汽车和农业机械的下乡补贴政策落实到位。实实在在地为农民兄弟和城里的弱势群体做点实事。这样，既把钱补到了真正需要钱的人手上，拉动了内需，又借机缩小了贫富差别、城乡差别，保持了社会稳定。把国有股“好钢用在刀刃上”。这总比那不着边际的人均一万要实在得多。

企业的实际所有者。而谁才能代表那些人手一万卢布的企业职工呢？原国有企业的厂长经理有着先天的优势，他们由国有资产代理人转化为实际控制人。

此外，由于私有化后迫切需要建立社会保障制度，俄罗斯政府不得不进而把像石油、天然气这类垄断利润颇丰的国有公司和国有银行的金融股权全面向国内私人企业家和外商转让。而这正是某些人所觊觎的。他们大量廉价收购大型国有垄断企业和银行股权并迅速完成了资本集中、原始积累和对经济命脉的控制，形成了俄罗斯首批金融和工业寡头。

令人触目惊心的是，转让过程中中国

有产权出现严重贱卖的现象。以原企业领导人为代表的受让者通过与主管官员的钱权交易，评估价值低且暗箱操作，以远低于实际价值的价格受让。据俄罗斯国家杜马私有化结果分析委员会委员弗·利西奇金提供的数字，俄罗

斯已出售的12.5万家国有企业，平均售价仅为1300美元，其价格之低廉创世界纪录。俄罗斯500家大型国有企业实际价值超过1万亿美元，但只卖了72亿美元。仅1996年一年，因国有企业私有化造成的损失就比希特勒侵苏战争使国家财产遭到的损失还要多得多。

付出如此高昂的代价，而“休克疗法”的奇迹在俄罗斯却没出现。从1992年“休克疗法”的改革直到1999年俄罗斯经济持续7年严重衰退，1998年俄罗斯的国民生产总值比1990年下降了44%，工业总产值减少54%，消费品生产则下降58%，俄罗斯的经济在泥泞中一直徘徊到2000年，从1987年占世界第5位下降到占世界第13位，GDP总量还不到美国的1/10。在那个失去的年代，俄罗斯居民生活水平一落千丈，健康状况和平均寿命也在恶化，从一个大国沦为一个弱国。

制造富翁 私有化改革的“奇迹”

从每人分一万卢布起步的俄罗斯私有化改革，唯一创造的奇迹就是连续多年创出了世界第一的制造富翁的速度。无论是世界首富的排名，还是40岁世界青年首富的排名，俄罗斯都取得了骄人的成绩。

尽管2008年世界经济动荡，俄罗斯由于石油暴跌和股市跌幅世界第一，富人财富急剧缩水，但从世界首富的排名看，《财富》杂志推出2008年全球富豪榜统计了全部身价超过10亿美元的富翁（共1125人）。富豪榜中俄罗斯仍有87人上榜，超越德国攀升至第二位，仅次于美国。另以2003年俄罗斯富豪榜来看，排名前36位的俄罗斯亿万富豪加起来的资产总和已经达到创纪录的1100亿美元，相当于俄罗斯整个国内生产总值的1/4强，远远超过了美国亿万富豪资产占本国国内生产总值6%的比例。

其次，从美国《财富》杂志推出的的世界40岁青年首富的排行榜看，2000年后，连续多年这一富豪榜都是俄罗斯的富豪名列榜首，如2001—2002年高居首位的是俄罗斯石油巨头——尤科斯公

司的首席执行官霍多尔科夫斯基，以152亿美元蝉联。霍氏1996年控制的“梅纳捷普”投资银行曾以3.5亿美元的低价，购得俄罗斯最大的国有企业之一——尤科斯石油公司78%的股权。仅一年后，该公司的市值就飙升到90亿美元。而在2003年10月霍多尔科夫斯基由于与普京叫板被捕入狱以后，这一排行榜的榜首就由另一位俄罗斯的富翁阿布拉莫维奇占据，他曾以1.5亿英镑的巨资收购英超劲旅切尔西足球俱乐部，名震欧洲。以2003年的这一青年富豪榜为例，排行前10位的年轻富豪中，竟有5位来自俄罗斯。

俄罗斯富豪的资产膨胀速度就像吹气泡，快得让人眼晕。2004年，莫斯科在世界富豪榜百强中以33位之多位居第一，取代拥有31名富翁的纽约，成了世界上拥有富翁数量最多的城市。

私有化与《国资法》

2003年俄罗斯首富霍多尔科夫斯基向普京总统叫板的事件不仅在俄罗斯举世震惊，而且在我国也引起了各界的严重关切。大家在未公开的深入讨论后，最终聚焦到了一个问题上，这就是俄罗斯的富翁究竟是怎么形成的？包括笔者也承担了这样的研究课题。研究结果即使有思想准备，也仍然令人震惊。在人均一万卢布的私有化改革中起步的俄罗斯私人富人中竟然有2/3是来自国有企业的厂长、经理和政府官员。

俄罗斯的金融巨头别列佐夫斯基曾说，六个新兴的私人财团控制着俄罗斯经济的50%左右（英国《金融时报》1996年11月1日）。他所说的六大财团，指的是分别由别列佐夫斯基本人、波塔宁、古辛斯基、霍多尔科夫斯基、阿文和弗里德曼、斯摩棱斯基等七人创立和领导的六个金融和工业集团。这些人大多有国有企业的厂长、经理和政府官员的背景。

俄罗斯私有化后产生的六大私人财团，实际控制了银行、国家预算资金、军火和稀有金属贸易、石油以及轻工业、绝大部分传媒，几乎控制了俄经济的50%。这些富翁一方面和政府之间有着深厚的人际关系，另一方面，他们的

背景又决定了参政冲动强。一旦成为控制国家重要经济命脉的金融寡头，在获得巨额财富后，俄罗斯大亨开始有越来越多的政治诉求。工业、金融寡头的触角延伸到经济、政治、文化和其他社会生活的各个领域，操纵和控制国家经济命脉，左右俄罗斯政府的政策，收买政治家或者把自己的人安置在政府。

普京政府上台后，如何控制私人财团以保证国家政治和经济局面的稳定，以及控制能源领域以确保俄罗斯经济振兴，一直是其执政以来的心病。要扭转俄罗斯经济持续衰退，以及社会政治经济一系列矛盾的被动局面，于是开始重新强化国有资本的控制力，加上以霍多尔科夫斯基为代表的俄罗斯富翁的政治冲动，使得双方冲突成为必然。在普京与俄罗斯富翁的博弈中，石油巨头

霍多尔科夫斯基锒铛入狱，金融巨头别列佐夫斯基、媒体大王古辛斯基流亡国外。但每一次较量后，普京都必须把他其他富翁召到克里姆林宫，反复声明其市场化与私有化的政策不会改变。

事实上，俄罗斯政府无论是财力还是政治控制力上都已力不从心。毕竟俄罗斯的私有化已走过了十年的历程，对它的任何触动都涉及社会各个方面，如果搞不好，很可能会引起俄社会的动荡不安，况且俄社会已经步入市场经济轨道，各类金融寡头、富商同时也是支撑俄国家经济的支柱，只要这些富翁不“叫板”，相安无事，原罪不究，就是最好的选择。

值得一提的是，俄罗斯的“叫板”事件对纠正我国十六大之后所谓国有经济战略性重组就是“国退民进”的普遍认识发生了重要影响。以一些省的大规模向私企、外商和以MBO方式向经营者不挂牌出售国企和上市公司国有股搞MBO的风悄然止。而上海和云南等省市坚持通过上市培育优质国有资产而坚决不把国企的资本大宴让私人去独享的做法在理论上被肯定，在实践中被其他省市接受。这一时期笔者作为《国资法》起草组成员的一个深切感受是：在2003年俄罗斯“叫板”事件发生前，如果说大家对这部法的立法宗旨到底是“退出法”还是“保护法”，还是“退出中的保护法”，仍有争议的话，那么在之后大家一致的意见是保护法，并被全国人大会议一致通过。而今年恰恰是《国资法》正式实行的第一年。

“休克疗法”发人深省

俄罗斯从每人分一万卢布起步的私有化改革，无论是从理论还是实践看，也无论是从老百姓的角度还是政府的角度看，试图通过这样的分法来达到培育一个强大的中产阶级和企业家阶层的目的并没有实现，这是发人深省的。

“休克疗法”几乎使俄罗斯经济走向崩溃的边缘，始作俑者盖达尔承认，俄罗斯私有化是“权贵阶层将国家财产私有化”，是“权力转化为资本”，承认“播下龙种却收获跳蚤”。

休克疗法之父萨克斯则在1999年11月7日《华尔街日报》上写道：“我过去对于大众私有化是过度乐观了。1991年捷克和1993年俄国的证券私有化，很快变成了腐败性的资产掠夺。管理者侵吞资产，而证券持有人到头来往往一无所获”。他甚至提出，应当有选择地重新国有化，将一些严重腐败的私有化交易推翻重来。

叶利钦也承认，改革使“大多数居民生活条件恶化”，发生“不公平的生活分化”，“发财的人往往是那些丧失了文明社会准则的人”，“今后不再推行这种不得人心的休克疗法”。俄罗斯人普遍对“休克疗法”的私有化政策提出了批评，说这是“为了私有化而私有化”，“完全不顾经济效果和社会后果”。一位没赶上十月革命的俄罗斯诗人曾说：“我不知道十月革命是不是剥夺过富人，但是如今的改革是在剥夺穷人，这是千真万确的。”

“好钢”应用在刀刃上

启示之一：不该把“旧裹脚布”当新围巾戴

萨克斯虽然给玻利维亚和波兰开出了自认为成功的“休克疗法药方”，然而把他俄罗斯看作像“波兰一样的国家，只是面积比其大了54倍”，并忽视无论是从经济、社会和政治结构上看，还是从民族、文化和宗教上看，俄罗斯面临的问题都是和波兰不可比的。怎么可能照搬照抄呢？设想如果发生在中国这样一个国土面积比俄罗斯小得多，人口超过俄罗斯10倍的国家，而资源禀赋等诸多方面远不如俄罗斯的大国来说，一人分一万元人民币又会是怎样一个结果？

以俄罗斯为代表的休克疗法的激进改革和中国为代表的渐变稳定改革是两种截然不同的改革模式。今天在举世公认中国改革获得相对成功的时候，切不可丢掉自己成功的经验，而去把16年以来由美国人给俄罗斯开出的今天看来仍然是懒婆娘的裹脚布，也不“漂洗”一下就当成华丽的围巾来戴。中国和俄罗斯的改革实践都已证明，盲目照搬照抄将会付出沉重的代价。当改革推进到产权这一领域时，改革的最大风险将主要来自那些不考虑当代法人资本特征和国情的激进改革者。这一点已经被俄罗斯和一些东欧国家的改革教训所证明。

启示之二：人均一万元貌似公平的背后是不公平

给每个公民人均分一万元，仅是一种貌似公平的做法，因为：1.现实中人们的财富起点不一样，贫富差距已经是人们这个社会突出的问题，国家有限的改革资源应以体现缩小这个差距为主，而不应是简单的均分。2.当均分的是股票或私有化证券这类的非实物资产时，不仅要考虑到弱势群体和强势人群在使用上现有的能力差异，而且要考虑到城乡不同人群由于使用环境差异所导致交易和转让中的不公平会带来两极分化的加剧，所以均分股票的结果在市场经济下是不会产生藏富于民的效果的。3.那种认为人均分一万，然后在市场经济公平的起跑线上同时起跑，本身就没考虑已经存在的由于不公平带来的差异。4.当大多数人并没有因此改变弱势群体的处境时，他们还会来找政府，与其这样，不如把用来均分的国有资产通过公平转让形成的公共财富，作为完善弱势群体社会保障以及缩小贫富和城乡差别的重要资源。

启示之三：集中统一的国有资产“好钢”，应用在刀刃上

中国今天最应该做的是把针对弱势群体的社会保障系统完善起来，目前还有相当多的人群在医疗、养老、失业三座大山的压迫下喘不过气来。10%贫困人口的实际收入还在下降之中。而仅靠国家有限的财政收入是不能够迅速建立并完善这一体系的。因此，完全有必要借助国有资本经营性预算收入来尽快完善这一体系。此外，在扩大内需中，不管发消费券，还是财政贴补，都应向弱势群体倾斜。而就农村来说，要真正缩小剪刀差，让农民在扩大内需的政策中享受到实惠，倒是应该把家电下乡、手机下乡、汽车和农业机械的下乡补贴政策落实到位。实实在在地为农民兄弟和城里的弱势群体做点实事。这样，既把钱补到了真正需要钱的人手上，拉动了内需，又借机缩小了贫富差别、城乡差别，保持了社会稳定。把国有股“好钢用在刀刃上”。这总比那不着边际的人均一万元要实在得多。

导货币的功能，我们必须在这样的格局下，积极应对，趋利避害，才可以尽可能减少我们自己的损失。因此笔者认为建立超国家的储备货币是一个长期目标，短期内美元的主导货币地位不会改变。美国的综合国力仍然很强，美元的国际地位没有发生根本性的改变。虽然国际金融危机对美元有一定的不利影响，但是其他的货币都不具有挑战美元的实力，无法和美元争夺国际主导货币地位，美元将继续保持一定的垄断地位。

在浮动汇率制下建立超国家的储备货币存在一定困难，它的币值仍然是不稳定的，难以克服美元货币的缺点。目前真正能够改变美元霸权地位的就是建立多元化国际货币体系，美元不会自动退出国际主导货币的舞台，美元的问题过去存在、现在存在、将来还会存在，多元化的国际货币体系有利于形成若干个相互竞争的国际区域货币，摆脱对某一国货币的过度依赖。国际货币体系改革的理想方式是以这几种主要国际货币之间实行固定汇率制，在此基础之上，建立超国家的储备货币，最终形成全球的单一货币。我们现在应该做的是积极推进人民币的国际化，参与国际竞争，力争人民币能够成为亚洲区域货币，这是对国际货币体系改革的重要贡献。

认清美元地位 推动国际货币体系改革

□复旦大学国际金融系 陆前进

美元储备货币存在问题日益突出，国际社会希望改革国际货币体系的愿望也日益迫切，因此许多国家对中国提出改革国际货币体系都表示支持，如俄罗斯、巴西和联合国等一些新兴国家经济体和国际组织赞同中国的建议。从现实的角度来看，改变美元主导国际货币主要有三种方式：一是用新的国际储备货币或超国家的储备货币替代美元。二是建立多元化的国际货币体系，建立相互制约、相互竞争的国际货币体系，削弱美元的霸权地位，投资者有更多的选择，有利于发挥“良币驱逐劣币”的功能。三是建立全球单一货币体系，各国货币退出流通，但是从目前来看，似乎是遥不可及。

如果用新的国际货币替代美元，目前还很难实现，因为除了美元以外，其他国家货币如欧元、日元和英镑等目前还无法和美元抗衡，不能够替代美元。就算将来能够替代美元，也无法从根本上改变国际货币体系，因为这两种货币也都和美元一样，都是一国主权货币，美元存在的缺点，在他们身上同样会存在，并不能从真正意义上改革国际货币

体系。因此我国央行行长周小川提出要建立超国家的储备货币如特别提款权来替代美元，希望特别提款权能够克服一国货币作为国际储备货币的缺点，这一提议很快就得到了许多国家的响应和支持。但笔者认为建立超国家的储备货币问题将是一个长期过程，其最终目标是实现全球单一货币，就像欧洲货币单位那样，短期内很难建立超国家的储备货币体系。特别提款权和其它国家货币之间同样存在。除非全球重新采取固定汇率制度，否则