

利益衡平视角下重整新融资债权优先级跳跃的实践审视与制度完善

舒翔 丁若泓

摘要：企业进入破产重整程序后，能否获得新融资，关系其能否破局而立、重获生机。为了吸引更多融资人对债务人企业伸出援手，我国破产法赋予重整新融资以一定程度的“优先级跳跃”。但这样的“优先级跳跃”在减少新融资债权人风险的同时，也增加了原有债权人清偿率降低的风险。如何在吸引新融资的同时保障原有债权人的清偿率不受影响，在提升整体利益的同时不过分损害个人利益，是制度设计、完善必须要考虑的问题。笔者从正当性和必要性两方面论证了“优先级跳跃”作为权利让渡和博弈的结果的合理性，分析了实践中“优先级跳跃”被不当利用的原因，包括“共益性”定义模糊导致实践中的认定标准缺失，债权人会议权利休眠导致认定主体缺位，以及附加性条款的滥用导致偏颇性清偿频发。对此，笔者对规制重整新融资的“优先级跳跃”给出了建议。就认定标准而言，应当明确新融资的共益性质，并建立分类清偿制度，对新融资的认定和分类标准进行完善；就参与主体而言，应强化和规范司法参与，明确债权人会议对重大事项的决定权和债权人委员会可依授权开展日常事项履职，建立起多方有效参与、金字塔式的分类审批的审查模式；就流程监督而言，应加强对新融资交易过程的法律监督，防止新融资在交易过程中产生异化、背离共益性的目标，保证其始终服务于全体债权人的整体利益。

关键词：重整新融资；共益债务；超级优先权

[中图分类号] D922.291.92 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2025) 02-0085-19

引言

在企业进入破产重整程序后，重整计划的实施将为其带来新的生机，但仅有科学有效的重整计划是不够的，还需有充足的资金，才能为重整成功带来可行性。信用评级较低的破产企业对外部融资的吸引力显然是不足的。如何才能保证破产重整中新融资（下称重整新融资）的清偿率，从而获得更多的资金助力？19世纪美国大型铁路公司的重整为我们提供了一个思路。在这一破产

【作者简介】舒翔，北京金融法院四级高级法官；丁若泓，北京金融法院四级法官助理。

案件中,铁路公司赋予新融资债权人优先于部分次级债权人的清偿顺序,以另一种方式为重整新融资提供了可预期的较高的清偿率,降低了投资风险,提升了对投资人的吸引力。但这样的方法会产生另一个问题,即新融资债权人和其他债权人权利的冲突与拉扯。一方权利扩张通常伴随另一方权利压缩,此间的度与限,需要得到合理的明确。

笔者所援用的“优先级跳跃”之概念,是由 Mark J. Roe 与 Frederick Tung 在其文章中提出的,他们将优先级变动的过程形象地称为跳跃。破产过程实际上充斥着寻租空间,债权人常常对现有的分配规则提出质疑,并寻求途径来提高他们的私人清偿率。因此,优先级并不是静态的、绝对的,而是动态的、可以争取的。^[1]在受偿顺序中,原本排序在后的一类债权人通过谈判、游说等多种方式提高其顺位,就实现了相对于同级别、其他级别债权人的“优先级跳跃”。

就我国的立法来看,我国在最开始颁布的 1986 年《中华人民共和国企业破产法》(下称《企业破产法》)中,没有共益债务这个概念。2007 年,我国对《企业破产法》进行了修订,共益债务开始“插队”到了破产清偿顺序中。之后,我国陆续颁布了三部《企业破产法》司法解释,为破产法在实践中的运用提供更加具体的依据和指引,但较之破产实践的丰富样态,现行法律规定部分仍然存在着明显的理论与实践脱节、笼统和滞后的问题。典型的如笔者所论重整新融资的债权问题,其性质认定、清偿规则、顺位确定等问题仍不够清晰和完备。

明确具体的立法为实践定规矩明方圆,而缺乏规尺的实践则可能存在混乱、出现滥用。实践中,对共益债务的界定范围出现不断扩大的趋向,很多本来不能被作为共益债务受偿的新借款被赋予了不合理的优先权,使得重整新融资沦为新融资债权人进行“优先级跳跃”的工具,对其他债权人的利益带来了较大的损害。笔者拟以“避免不合理的‘优先级跳跃’”为主题,旨在研究重整新融资作为共同利益债务的认定、监管、优先权边界等关键问题,在吸收实务经验的基础上,从制度设计的角度进行完善,进而提出解决方案。

一、规则考察:重整新融资债权^[2]“优先级跳跃”的合理证成

破产程序中一方的优先权扩张通常伴随着其他债权的清偿率下降,因此须平衡各方利益,对重整新融资债权人的优先受偿范围给出合理的限定。^[3]

(一) 理论逻辑:“优先级跳跃”设置的正当性基础

重整新融资债权作为在后成立的债权,获得优先的清偿,这样的设置让其实现了相对于普通

[1] Mark J. Roe & Frederick Tung, *Breaking Bankruptcy Priority: How Rent-Seeking Upends the Creditors' Bargain*, 99 Virginia Law Review 1235, 1235–1243 (2013).

[2] 实践中,重整新融资包括股权融资、债权融资、资产转让等,其中债权融资最直接地增加企业的流动资金,亦是实践中最重要也最重要的融资形式。笔者即主要针对债权融资进行论述。

[3] 陈伟提出“产生的其他债务”应当包括债务人企业为继续营业而引入的新借款,但采用“绝对程序标准”会导致过多的新借款被认定为共益债务,应使用“双重标准”,要求其实质上能维持甚至提升债务人企业资产的价值。参见陈伟:《共益债务的认定——从“绝对程序标准”到“双重标准”》,载《南京航空航天大学学报(社会科学版)》2017年第1期,第24页。

债权的“优先级跳跃”。这种“优先级跳跃”本质上是一种权利的让渡和博弈的结果，具有现实的合理性。

从破产程序的立法原意来看，赋予重整新融资债权人特殊的请求权，提升其受偿权优先级别，符合破产程序中优先权制度的设置意义。企业是一个资产池，股东、债权人等不同利益相关主体通过与企业签订不同的投资合同来投入要素，享有不同性质的请求权。⁽⁴⁾在企业进入破产程序后，其请求权转化为对破产财产分配的请求权，此时，不同主体的请求权地位本身就是不一样的，对不同主体赋予有区别的受偿顺序，是为了实现实质公平。而破产程序中的优先权制度蕴含着法律上的价值判断，即对于各个主体请求权地位的衡量，包括哪个主体或者某主体的部分特定债权能够拥有特殊的请求权地位。这个衡量的过程涉及众多主体的利益，需要符合破产制度的公平原则。对于破产重整中的企业，破产制度的目标中增加了对于最大化重整价值追求的比重。

从经济学的角度来看，新融资对于企业重整的成功具有决定性的意义。其一，普通债权人作为企业存续、财产价值提升的主要受益者，应当承担相应的成本，符合外部性理论的要求。⁽⁵⁾其二，新融资人对重整企业的投资行为并不纯粹是一个利己行为。无论是否出于其本意，这一行为从结果上看实际上具有一定的利他意义，例如，通过救助破产企业、提高破产效率，产生对公共利益的积极作用。⁽⁶⁾因此，重整新融资债权人应当享有回报。其三，高风险对应高收益。破产重整企业的债权因产生时期不同，会面临不同程度的风险。例如，在企业健康运营时期投资的旧债权人与在企业重整时期投资的新债权人应当有着不同的回报率。

从现实需要的角度来看，只有允许一定程度的“优先级跳跃”才能更好地维护新融资债权人的利益，进而提高企业纾困效能。重整企业通常因为融资吸引力较低而面临融资困境。一是处于重整程序中的债务人企业存在重整计划失败、进入清算程序的风险，贷款预期回收风险高。二是重整企业大多已经债台高筑，债权人数量多、债权数额高昂，这势必导致个体债权人的清偿率降低。三是重整新融资的投资收益并没有法律的明确规定，而是由借贷双方自行决定，这给新融资债权人带来了更高的谈判成本和更多的不稳定因素。而“优先级跳跃”成为保证新融资债权人获得较高投资回报率的主要途径，诚然，实践中还存在其他替代性的补偿机制，典型的如高利率承诺、“贷款控制”、设立财产担保等。⁽⁷⁾但在破产重整的具体情景下，这些机制的落地效果不见得尽如人意。例如，许诺较高的利息收入，如果企业重整失败，即使新融资债权本身具备高利率，但有限的企业剩余资产价值和劣后于其他债权的优先级仍然会让新融资债权人难以收回融资。再如，“贷款控制”的尺度难以把握，其对债权人的专业性要求较高，容易造成企业管理经营的混乱，在实践中的操作难度也较大。此外，重整企业的财产在进入破产程序之前大多也已经就在先债务

(4) 王佐发：《上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护》，中国政法大学出版社2014年版，第13页。

(5) 丁燕：《论破产重整新融资中债权的优先性》，载《法学论坛》2019年第3期，第112页。

(6) 丁文联：《破产程序中的政策目标与利益平衡》，法律出版社2008年版，第101页。

(7) Jonathan C. Gordon, *Government Guarantee for Corporate Bankruptcies*, 43 Vermont Law Review 251, 273–279 (2018).

设定了担保,此时可为新投资人设定担保的资产已经寥寥无几,如果要使用已经设置担保权的资产,在现行民法体系关于担保债权优先顺序规定的框架下,可能引发新旧担保权人的矛盾冲突,即使提供财产担保,可能也难以真正实现。由此可见,要维护重整新融资债权人的利益,给予其“优先级跳跃”是必要的一种手段。

(二) 规则梳理:“优先级跳跃”规定的类型化分析

现行《企业破产法》及其三部司法解释为实践中保障新融资债权人的利益提供了依据和指引,但现有的立法在重整新融资债权的法律性质、清偿规则、优先权顺位等问题上仍然不够清晰和完备。

1. 共益债务的相关规定

破产法起草组对共益债务的定义是“破产程序中为全体债权人的共同利益由债务人财产及管理人而产生的债务”。共益债务的概念强调了两点,一是必须在破产程序中发生,二是必须是为全体债权人的共同利益而非个别主体的私人利益所产生的债务。^{〔8〕}

对于共益债务的定义,具体的法律规定体现在《企业破产法》第42条。该条对于共益债务采取了明确的列举方式,其中并不包括破产重整中产生的新融资,因此,仅在《企业破产法》的范围内,重整新融资还不具备共益债务的性质。共益债务受偿顺序的相关规则体现在《企业破产法》第113条第1款。同时,《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(二)》(法释〔2020〕18号,下称《破产法司法解释(二)》)第3条第2款规定,“对债务人的特定财产在担保物权消灭或者实现担保物权后的剩余部分,在破产程序中可用以清偿破产费用、共益债务和其他破产债权”。因此,现行法律规定的共益债务的清偿顺序是次于担保债权、破产费用,但优于其余普通债权。除此之外,根据《企业破产法》第43条的规定,共益债务的清偿还具备随时发生、随时清偿的特点。

2. 重整新融资的相关规定

在《企业破产法》层面,仅有第75条第2款提及了重整新融资债权。此条款虽允许债务人企业为重整新融资设定担保,却并未解决以下几个问题:首先,先后设置担保的行权冲突问题。如果在已设置担保的财产上再为新融资设置担保,结合《企业破产法》第109条对担保债权人的保护规定,同样位于第一梯队的新旧担保债权人之间可能会产生行权冲突。其次,无法设置担保的重整新融资债权的规范缺失。企业在进入破产重整之时,由于资不抵债,通常已没有多少可以设置担保的财产,因此在现实中,无担保的重整新融资债权更为普遍。而该条款对其法律性质、受偿顺序均未给出规定,立法上仍然存在较大的空白。

《企业破产法》司法解释的出台部分回应了上述问题。根据《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)》(法释〔2020〕18号,下称《破产法司法解释(三)》)

〔8〕 转引自陈伟:《共益债务的认定——从“绝对程序标准”到“双重标准”》,载《南京航空航天大学学报(社会科学版)》2017年第1期,第22页。

第2条的规定,以继续营业为目标、借款为形式的新融资,可以“参照”共益债务的相关规定获得清偿。该规定实际上还没有完全将重整新融资纳入共益债务的范围,只是“参照”共益债务的规定。在《破产法司法解释(三)》的征求意见稿中,是将重整新融资直接认定为共益债务的,但在最后出台的正式法律文件中,却使用了“参照”的说法,没有正式确定重整新融资的法律性质。有学者认为,从共益债务的概念来看,重整新融资符合其时间标准和共益性标准。重整新融资是在破产重整中发生的,自然属于破产程序中发生的债权;企业争取新融资的目标是为了继续营业,从而实现重整目标,避免进入清算程序,这是有利于全体债权人的。因此,如果要对重整新融资的法律性质进行认定,可以直接确定为共益债务。⁽⁹⁾但笔者认为,如果要直接确认重整新融资法律性质为共益债务,那么也要适用共益债务在清偿顺序之外的其他规定,例如随时清偿,由此可能带来的合理性质疑使得对该问题的绝对肯定性回应仍然是有待商榷的。

相较于法律性质,《破产法司法解释(三)》对于重整新融资债权优先级的规定更为明晰。新融资债权优先于普通破产债权受偿。普通破产债权是除了足额有效担保物权、破产费用、共益债务、劳动债权以及破产人欠缴的税款之外的债权,具体包括:(1)企业在破产宣告前成立的、无担保物担保、不具有优先受偿权利的无担保债权;(2)具有财产担保,但因自愿或其他原因放弃优先受偿的债权;(3)虽有财产担保,但是担保物的价款不足以清偿财产担保债权数额的担保差额债权等。同时,《破产法司法解释(三)》也强调了新融资债权的受偿顺序应当劣后于原有效担保债权。对于在破产前已经设置担保的财产,债务人企业可以为新融资债权人再次设置担保,但新旧担保债权人之间的清偿顺序要符合《中华人民共和国民法典》(下称《民法典》)担保物权编的相关规定。⁽¹⁰⁾按照现行法律规定⁽¹¹⁾,应是按照登记的时间先后确定清偿顺序,在担保债权都已经进行登记的通常情况下,新融资债权人的优先级别在既有担保权人之下。但如果担保物在清偿既有担保债权人后仍有剩余,对于剩余部分,新融资债权人作为担保债权人,优先于其他债权人受偿。

二、问题检视:部分重整新融资债权不合理“优先级跳跃”的实践偏差

如前所述,虽然在现行立法中,重整新融资的法律性质并不能完全等同于共益债务,但其参照共益债务优先级的相关规定,是因为同样具备共益性,共益性是重整新融资债权获得优先级跳跃的基础。但在实践中,对参照共益债务的界定范围出现了不断扩大的趋向,很多本来不能被作为共益债务受偿的新借款被赋予了不合理的优先权,对在先债权人的利益造成侵害,使得在一定情况下,重整新融资沦为新融资债权人进行不合理“优先级跳跃”的工具。

(9) 孙建:《重整融资法律制度问题研究》,南京师范大学2021年博士学位论文,第85页。

(10) 《破产法司法解释(三)》第2条。

(11) 《民法典》第414条。

（一）“继续营业”标准不当导致普通债权人利益受损

我国现行立法对可参照共益债务重整新融资的定义为“为债务人继续营业而借款”，这可能是为了能将重整新融资纳入《企业破产法》第42条第4项所规定的债务范围，从而参照共益债务的规定。但从实践角度来看，“继续营业”的认定标准存在局限性，“继续营业”并不意味着必然“共益”，仅以“继续营业”为标准，并不能有效筛选出服务于全体债权人共同利益的新融资。

以“僵尸企业”为例，此类企业存在产能过剩、占用审执程序资源等问题，并不具备再生价值和恢复盈利能力的可能性，即使获得新融资，也无法提升企业剩余价值。此类“僵尸企业”本应进入清算程序，但相关主体可能由于地方利益、观念等问题，排斥“僵尸企业”进入清算程序。^{〔12〕}从全国企业破产重整案件信息网的数据来看，近年来，强制清算案件的数量大幅度增长（见图1），也一定程度上反映出我国实践中存在着相当数量的“僵尸企业”。

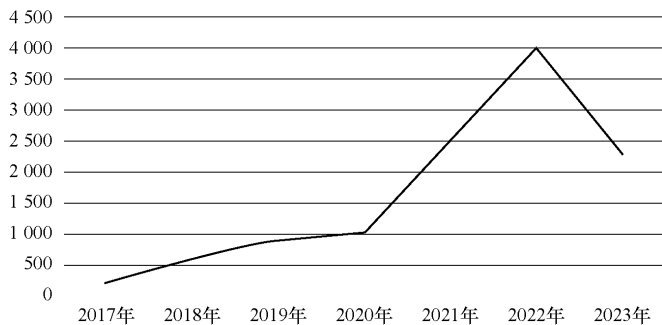


图1 2017—2023年强制清算案件裁判文书数量变化^{〔13〕}

对于“僵尸企业”而言，假设其在引入新融资前的初始破产财产价值为 x ，担保债权人能够得到的偿付为 $0.5x$ ，无担保债权人人为 $0.5x$ 。在得到新融资 $0.2x$ 后，债务人企业的资产短暂上升为 $1.2x$ ，但由于债务人企业并无挽救可能，虽然维持经营，但企业资产价值仍在持续萎缩，如果最终总资产价值降为 $0.8x$ ，而新融资债权人的优先级高于次级债权人，那么此时在偿付了担保债权人、新融资债权人等优先债权后，剩下的资产价值 $= 0.8x - 0.5x - 0.2x = 0.1x$ ，而 $0.1x < 0.5x$ ，普通债权人的受偿比例下降，且原有的受偿部分转移至新融资债权人（若不存在优先受偿权，则新融资债权人与普通债权人的受偿数额均为 $0.15x$ ，实际上普通债权人向新融资债权人让渡了 $0.05x$ 的受偿份额）。在这种情况下，虽然新融资确属重整企业继续经营或生存的必要手段之一，符合“继续营业”的标准，但这并不能带来企业资产的保值增值，也不能扩大全体债权人的权益，亦不会提高普通债权人的清偿率，甚至会因加入了新的债权人造成普通债权人优先级的不合理下降，对普通债权人的利益造成新的损害，导致普通债权人的收益与其成本不相匹配，同时也不当占用了

〔12〕 李曙光、刘延岭主编：《营商环境与破产重组（破产法评论第2卷）》，法律出版社2020年版，第6—10页。

〔13〕 数据来源：中国裁判文书网（检索条件：案件类型为“强制清算案件”，裁判时间为2019—2023年）。

推进破产程序的相关司法资源。^{〔14〕}

值得一提的是,在这种情形下,普通债权人清偿率的下降并不属于正常的市场风险。破产重整制度的目的是挽救企业,但受到挽救的企业首先应当是有重整价值的。^{〔15〕}同样的,重整新融资是为了扩大企业剩余价值,但重整企业的资产价值首先应当具备扩大的可能性。如果债务人仅仅符合“继续营业”的标准,却不具备增值可能性,那么新融资就不可能发挥应有的作用,普通债权人仅承担损失而不可能有收益,其风险可谓早已注定。

因此,如果仅以“继续营业”为标准引入共益债务,将会导致缺乏正当性基础和共益性功能的重整新融资获得“优先级跳跃”,进而造成普通债权人利益的受损。

(二) 债权人会议权利休眠导致实践中认定主体缺位

法律将重整新融资的认定权赋予债权人会议,破产管理人则要在法院的许可下才可以认定新融资债权。从理论上来说,与破产管理人相比,债权人拥有更加主动、全面的认定权,是最主要的认定主体。但从全国企业破产重整案件信息网所公布的数据来看,在实践中,对于重整新融资的认定主要是由破产管理人主导的,债权人会议和法院并未充分发挥作用。

其一,2017—2023年,以管理人公告形式发起的破产中新融资招募的检索结果共4581条且不断增长(见图2),而涉及共益债务融资提案的债权人会议公告数量仅14条。由此可见,管理人在实践中主导着整个重整新融资人选确定的流程,包括发布公告、确定候选人、对接候选人等。

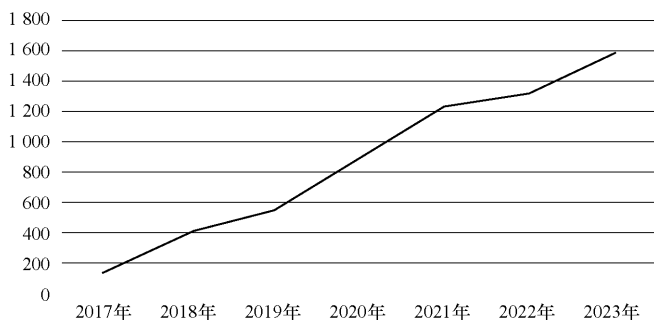


图2 2017—2023年以管理人名义发布的招募投资人公告数量变化^{〔16〕}

其二,在所有的招募公告中,由债权人会议通过重整新融资提案从而发起的较少,由债权人会议确定重整投资人选或监督、参与评选过程的也较少,且大多数招募投资人公告中对于投资人遴选评议委员会的组成并没有明确包含债权人会议,可见债权人会议在重整新融资人招募过程中

〔14〕 王欣新:《营商环境破产评价指标的内容解读与立法完善》,载《法治研究》2021年第3期,第137页。

〔15〕 尚志东、王抗:《重整期间新融资的困境与解决之道探析——从司法解释第三条谈起》,载河南省法学会主编:《第十二届“中部崛起法治论坛”论文汇编》2019年,第8页。

〔16〕 数据来源:全国企业破产重整案件信息网, <https://pccz.court.gov.cn/pcajxxw/index/xxwsy>。

的参与度并不高，且较少行使其对于最终融资人选的决定权。^{〔17〕}

其三，法院在大多数公告中的角色是负责“监督”“批准”，且没有列示明确的监督细则，只有少数的公告写明“将评审委员会的人员名单交由法院全权选定”，法院在整个招募和人选确定的过程中所发挥的作用较为有限。

可见，在募集重整新融资的过程中，破产管理人大多数情况下仍然是实际主导者，债权人会议的权利处于休眠状态，法院的参与度也较低。^{〔18〕}

而现实中破产管理人的权限过大的问题，是需要关注的。破产管理人本身并不一定是合理的认定主体。虽然破产管理人大都由专业的中介机构担任，但仍然可能在专业性和中立性上有所欠缺。一方面，破产管理人的选任机制仍不健全。现行的管理人选任机制分为随机抽取和竞争选任两种。随机抽取是由法院在预备的管理人队伍中抽取，在这样随机选任的机制下，法院指定的管理人的专长不一定与其破产案件的需求匹配。^{〔19〕}竞争选任是由法院发布邀请社会中介机构竞争选任债务人企业破产管理人的公告，由评审委员会在候选人中进行评选，竞争选任机制虽然能够筛选出在专业能力上最为匹配的管理人，但在一定程度上也存在“权力寻租”的空间。此外，近年来我国破产案件的数量急剧上升，所涉及的领域也越来越多，案情也日趋复杂，而管理人的备选队伍却没有及时更新，人才储备与案件需求之间存在较大缺口。^{〔20〕}就重整新融资而言，新型的共益债权证券化产品陆续出现，未来还可能有更多其他形式的新融资加入，如果管理人没有足够的专业素质和执业水平，则很难根据债务人企业的情况作出科学的融资人选择。另一方面，破产管理人履行职权时受到的监督不足。重整新融资对于债务人企业的延续而言十分关键，管理人为了自身履职的成效，通常倾向于接受新融资，也就是说，管理人此时无法保证以百分百的中立性，完全从债务人企业和债权人利益的角度出发作出选择。但现行立法中关于监督管理人的规定是较为笼统的，监督主体、监督方式、责任追究等方面都没有相应的具体规定，导致监督主体对管理人有效行使监督权较难落地。

而另外值得关注的问题，则来源于债权人会议作为认定主体的理论设定和现实操作的差异。理论上说，债权人会议作为代表全体债权人意志的自治机构，由其主导新投资人的选定较为合理。其一，破产重整程序中，债权人群体的利益受重整新融资的影响较大，因此债权人群体应有充分表达自身意愿的途径，而债权人会议作为意思自治机构，能够较为全面地反映债权人群体的自由

〔17〕 洪燕在《共益债务的理论重构及其实践》一文中提出应当由债权人自行判断表决，人民法院从旁监督，同时主导破产程序的进行，但从实践来看，债权人缺乏主动性，由其自行判断表决的可操作性不高。参见洪燕：《共益债务的理论重构及其实践》，载《四川理工学院学报（社会科学版）》2019年第3期，第64页。

〔18〕 这不仅在上述公告数据中有所体现，也体现在了其他具有权威性的报告当中。根据世界银行近年来所发布的《全球营商环境报告》，我国“办理破产”指标得分较低，原因主要是该指标下“破产框架力度指数”中的“债权人参与指数”得分不足，这也显示出我国债权人的权利体系仍然有待完善。

〔19〕 李震东：《公司重整中债权人利益平衡制度研究》，中国政法大学出版社2015年版，第127页。

〔20〕 王欣新：《破产法理论与实务疑难问题研究》，中国法制出版社2011年版，第130-131页。

意志，为每位债权人平等参与和行使权利提供了坚实的保障。其二，破产重整程序中，债权人群体通常人数众多，且可能会在冗长的重整程序中不断发生利益冲突，债权人会议作为全体债权人参与破产程序并表达意见的核心机构，其设立能够为破产重整程序中各主体提供一个沟通协商的平台，因此能够保障重整程序的顺畅进行。但在实践中，因为各类原因，债权人会议并不能真正发挥应有的作用。其一，债权人本身并不参与重整计划草案的制定，债权人会议仅在审核通过重整计划时参与其中，较为被动；而重整计划草案的制定权掌握在债务人企业和管理人手中，此二者都有接受新融资而忽视债权人利益的倾向。其二，部分债权人对债权人会议的参与度不足。破产法鼓励破产程序中不同的利益相关方尽可能参与其中，从而实现利益衡平。⁽²¹⁾ 债权人会议是债权人表达利益诉求、争取权利的最重要的途径，却仍然有一部分债权人缺席或无法配合议程。而这些形形色色的原因中，一些是由于客观原因：现代企业的业务日益复杂，债权人群体也日益扩大，债权人会议的召开难度较高、程序性工作量大，一部分债权人可能并没有得到充分的告知或通知，对重整计划的制定进展和表决程序不甚了解。现实中企业的最大债权人通常是银行等金融机构，因此其意志表达对于债权人会议议程的推进具有决定性作用，但银行各级分支机构行使表决权需要层层报送总行或上级行审批，决策周期长，且审批结果不确定，给债权人会议的召开带来较大障碍。⁽²²⁾ 另一些则是主观因素：中小债权人可能因为专业知识不足、谈判处于弱势地位等原因，无法对新融资的共益性质进行必要的审查，也无法充分表达自身的意愿，怠于行使权利。即使召开债权人会议，参与表决的也主要是大债权人。无论是何原因，都导致了同样的结果，即各个债权人的真实意志并不都在债权人会议的决议中得到表达。上文的正当性基础分析已述，企业存在重整失败的可能，这意味着新融资的“优先级跳跃”可能反而会使普通债权人的清偿数额减少——这是合理的市场风险，普通债权人在选择引入新融资、试图谋求潜在收益之时，就代表其接受了潜在的重整失败乃至优先级降级的风险。但如果并非出自普通债权人本意，这样的正当性基础也就不复存在，新融资债权人的“优先级跳跃”也就不尽合理。

（三）重整新融资不合理运用导致偏颇性清偿频发

重整新融资的不合理运用指的是，获得“优先级跳跃”的重整新融资在实际上并未用于挽救债务人企业，并未扩大全体债权人利益。

一是通过不合理的附加性条款使得重整新融资服务于个别债权人的利益。在部分案件中，债权人会议被大债权人把控，容易导致管理人和大债权人二者勾结或此二者与外部第三方勾结，从其私利而非债务人企业的整体利益出发与新融资债权人签订贷款协议。⁽²³⁾ 同时，我国现行《企业破产法》及相关法律法规中，并未从具体规则层面对新融资债权人的义务作出规定，因此，难以直接适法调整新融资债权人与债务人企业之间对于权利义务的分配结果，从而使得这一结果基本

(21) 李震东：《公司重整中债权人利益衡平制度研究》，中国政法大学出版社2015年版，第34—38页。

(22) 李曙光、刘延岭主编：《营商环境与破产重组（破产法评论第2卷）》，法律出版社2020年版，第7页。

(23) 武永庆：《资本在破产重整中的作用》，载《人民法院报》2017年1月11日，第7版。

依赖于双方之间的约定。一方面,博弈过程会因此而加长,导致双方时间成本和谈判成本的增加;另一方面,双方的谈判地位很可能处于不对等的状态,处于劣势地位的债务人企业可能只能选择接受新融资债权人一些不合理的要求。无论是哪一种情形,都导致了新融资债权人能够通过借贷合同中的附加性条款来实现不合理的“优先级跳跃”。具体来说,附加性条款包含混合担保、以新还旧等多种条款。其中,“混合担保”指的是使用破产前已经设置担保的财产再次为新投资人设置担保。在混合担保的情形下,可能发生原有担保权人债权实现与新投资人利益保护的冲突,例如,部分债务人企业可能为了吸引重整新融资,通过混合担保条款人为调整不同担保权之间受偿的顺序。此外,即使未就担保权实现的先后顺序在合同中进行调整,原有担保债权也仅在担保财产的价值范围内优先于重整新融资受偿,而在财产价值之外,其作为普通债权,优先级则劣后于参照共益债务受偿的重整新融资债权,在这种情形下,若在重整过程中,担保财产的价值发生贬损,则在担保财产无法覆盖的债权金额部分,原有担保债权人将劣后于新融资债权人受偿。“以新还旧”条款指的是重整企业的普通债权人通过向企业注入新的资金,要求企业将破产前的普通债权一并计入共益债权中,从而获得更大范围的优先受偿。实践中,在新融资来自融资人本身为原债权人的情形下,这样的附加性条款有较大可能出现。⁽²⁴⁾对于这类债权人而言,其破产前的债权份额并不具备共益性,却借由不合理的合同条款实现了“优先级跳跃”,显然是缺乏正当性基础的。

二是通过运用不符合重整计划约定的资金使重整新融资背离了全体债权人利益。即使在重整计划等文件中对重整新融资的用途进行了明确约定,但在重整新融资进入债务人企业后,出借人缺乏有效的资金监督渠道,其与债务人企业处于信息不对称的状态,重整新融资的专款专用无法得到保障。在缺乏监管的情况下,如果重整新融资被挪用,则有可能并非用于“共益”用途,不利于对全体债权人利益的保护,且对于实际用途与重整文件约定不符的重整新融资,是否还能参照共益债务的规定,司法实践中也未有定论。在深圳市亿商通进出口有限公司诉东莞市清溪金卧牛实业有限公司破产债权确认纠纷案⁽²⁵⁾中,二审法院以“借贷关系发生时”为认定借款的共益债务性质的时间基准,即使后续借款实际用途发生变化,也并不能就此否认共益债务性质的认定。但也有部分判例认为资金的挪用将影响共益债务后续的认定及清偿。

总之,无论是附加性条款还是资金的实际挪用,都会导致重整新融资的共益性丧失,如果在这种情况下仍然支持重整新融资的“优先级跳跃”,将导致偏颇性清偿,这对其他债权人明显不公平。

三、路径探寻:完善重整新融资债权优先受偿制度以平衡各方利益

促进企业的健康稳定发展,对于经济高质量发展意义重大。重整新融资有助于优化营商环境,

(24) 丁燕:《破产重整企业债权融资的异化及其解决》,载《华东政法大学学报》2019年第4期,第174页。

(25) 广东省高级人民法院民事判决书,(2014)粤高法民二破终字第2号。

是完善和发展破产制度的重要内容。⁽²⁶⁾为了使重整新融资的“优先级跳跃”具备合理性,笔者从以下几个角度进一步讨论如何进行制度设计以平衡重整程序中的各方利益。

(一) 完善重整新融资的认定标准: 维护普通债权人的利益

从已有的司法判例来看,司法实践中,法院大都以“共益性”标准来决定是否批准债务人企业招募新融资人,而非仅以企业运营的维持需求来判断。例如,富邦钒钛破产重整案⁽²⁷⁾中,法院批准新融资的原因是推动破产重整程序的顺利进行,为了使富邦钒钛继续经营,进而维护全体债权人的共同利益而产生的债务,强调了“继续营业”的最终目标是维护全体债权人的共同利益。又如,在云南金鼎盛房地产开发有限公司破产案⁽²⁸⁾中,“同意云南金鼎盛房地产开发有限公司管理人借款用于云南金鼎盛房地产开发有限公司‘莲花池畔’项目排危排险、复工续建,不同意借款用于发放……项目过渡费”,对借款的用途进行了严格限定。此案中,为“莲花池畔”项目排除危险、复工续建是明显有利于社会公众利益以及全体债权人利益的,但过渡费虽然同样满足“继续营业”的要求,却与共同利益没有较为明显的直接关联。法院否定了后一类用途,正是适用了“共益性”标准,而不以“继续营业”为唯一标准。从类案检索来看,主流裁判观点已认为借款用途是否用于“继续营业”与共益债务性质的认定并非直接且唯一对应的关系。⁽²⁹⁾

1. 强调重整新融资的“共益性”

重整新融资得到“优先级跳跃”的合理性基础,首先在于新融资给债务人企业带来了新的资金,使其能够维持运营,进而扩大整体资产价值,最终惠及全部债权人,即重整新融资带来了普惠性的利益,才使得新融资债权人获得优先于其他债权人的清偿顺序。因此,在对重整新融资进行认定时,应以“共益性”标准代替“继续营业”的概念,强调重整新融资的核心认定标准,即必须是具备共益性的新融资。

但在事前的认定程序中,与“继续营业”的概念相比,“共益性”概念的使用存在不确定性和模糊性。是否“继续营业”可以从借款的用途、资金流向等客观数据来进行判断,但“共益性”衡量的是企业未来整体资产价值的提升程度,不是一个即时可见的指标,而是结果标准。⁽³⁰⁾因此,法官无法对“共益性”进行确切的判断,这给了法官较大的自由裁量空间。笔者认为,可以从债务人企业自身财务状况、发展战略、发展空间、重整计划内容等方面综合考虑判定。

2. 确定“共益性”的时间要件

同时,必须明确重整新融资“共益性”的时间要件,并非所有具备“共益性”的新融资都可

(26) 在世界银行所推出的对营商环境的评价机制中,两个重要的采分点就是破产程序中管理人是否能够因职务履行需要而招募新融资债权人;管理人所获得的该笔新融资在受偿时的具体顺位。

(27) 四川省攀枝花市中级人民法院复函,(2017)川04民破1号之八。

(28) 云南省昆明市五华区人民法院复函,(2020)云0102破1号之三。

(29) 周瑶:《论破产案件中共益债务认定问题的新发展——以破产企业债权融资模式与风险防控为视角》,载《中国商论》2019年第17期,第212页。

(30) 陈伟:《共益债务的认定——从“绝对程序标准”到“双重标准”》,载《南京航空航天大学学报(社会科学版)》2017年第1期,第26页。

以作为共益债务受到清偿,新融资“共益性”的作用及生效时间应严格限定在破产程序中,否则就会出现原普通债权人纷纷试图寻求“优先级跳跃”,将自身的债权纳入重整新融资债权范围内的乱象,债务人企业将面临更多的诉讼风险和更加沉重的债务偿还负担,也难以吸引真正的新融资。

在破产重整中,并不仅仅是新融资在发挥作用,企业原有的资产必然也参与到了新一轮的重整计划中,对企业重生产生了正向作用。但这些由破产前普通债权提供的资金虽然有了“共益性”的结果,却并未承担“优先级跳跃”所要求的成本,正如前文所述,“优先级跳跃”的正当性部分来自高风险所对应的高收益,破产前的债权人并未承担破产企业预期违约率较高的风险,自然不能在受偿时获得相应的风险溢价。

对于起始时间的具体划定,学界仍存争议。笔者认为,宜将起始时间点提前至债务人企业申请破产之时。从“优先级跳跃”的实现基础来看,债务人企业申请破产之时,其自身财务状况必然已经出现严重的问题,新融资债权人选择在此时注入资金,已经符合救助破产企业、产生正外部性、承担相对高风险等条件,其所具备的“共益性”与进入破产程序后再加入的融资并没有本质上的区别。从司法实践来看,由于越来越多的管理人已经倾向于在预重整期间发布融资人招募公告⁽³¹⁾、进行债权人之间的谈判博弈,因此,将“共益性”的时间起始点提前至债务人企业申请破产之时,也能与司法实践的需求相匹配。

(二)辩证引进“超级优先权”制度:维护担保债权人的利益

较之普通债权人,担保债权人的受偿率与破产重整计划实施成功与否关联度较小。在企业还留有一定资产的情况下,即使直接进入清算程序,担保债权人依然有可能获得足额赔偿。⁽³²⁾在进入破产重整程序后,原有担保债权人反而因为重整计划的实施而无法尽早实现担保债权,增加了自身的时间成本、机会成本和不确定性。⁽³³⁾在这种情况下,如果还允许新融资债权人实现相对于担保债权人的“优先级跳跃”,而担保债权人无明显受益的话,将无法为担保债权人提供充分的保护。

1. 吸收域外经验

对于重整新融资债权人是否应优先于原有担保债权人受偿这一问题,域外有不同的立场。在45个经济合作与发展组织成员国及伙伴国家中,12个国家没有赋予新融资以优先权,20个国家的新融资债权仅优先于无担保债权,13个国家的新融资债权优先于担保债权和无担保债权。⁽³⁴⁾其中,以美国为代表的“超级优先权”模式和以日本为代表的“共益债务”模式较为典型。

关于美国“超级优先权”模式。美国《破产法典》为重整新融资债权人提供了分级受偿机制,由第364条(a)小节到(d)小节,规定了债务人企业获得信贷的四个层次,层层递进,随着对重整新融资的等级评定逐级升高,新融资的优先级也相应提升。在第一个级别,第364条(a)小节规定了破产重整中的债务人企业可以在日常经营过程中获得贷款,且所获贷款可以被视为第

(31) 丁燕:《论破产重整新融资中债权的优先性》,载《法学论坛》2019年第3期,第117页。

(32) 陈景善:《重整融资之超级优先权模式:功能与构造》,载《政治与法律》2021年第9期,第66页。

(33) 王佐发:《上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护》,中国政法大学出版社2014年版,第64-66页。

(34) 李曙光、刘延岭主编:《营商环境与破产重组(破产法评论第2卷)》,法律出版社2020年版,第106-107页。

503 条（b）小节所列的“行政费用”，并享有高度优先权。尽管第 503 条（b）小节要求在行政费用生效前发出通知并进行听证，但第 364 条（a）小节并未对新融资提出通知和听证的要求，只要法院没有另外规定，即使是最低等级的新融资债权，也能够自动获得与行政费用同等级的优先清偿保护，而无须经历更多的程序。在第二个级别，债务人企业也可以在正常经营过程之外获得无担保贷款。第 364 条（b）小节规定债务人企业可以在日常运营范围以外获得贷款，但必须经过通知和听证。在第三个级别，根据第 364 条（c）小节，法官在通知和听证之后，可以授权债务人企业通过向潜在债权人提供更大的优先级来获得贷款。“更大的优先级”包括三种具体表现形式：（1）优先于所有第 503 条（b）小节和第 507 条（b）小节规定的管理费用，获得“超级优先权”；（2）可以在未设置担保的财产上为新融资债权人设置担保，新融资债权人因而优先于其他所有无担保债权人；（3）也可以在已设置担保的财产上为新融资债权人设置次于原担保债权人的担保权。同样的，随着优先级别的升高，第 364 条（c）小节对于借款的要求也更加严格。根据第 364 条（c）小节取得贷款，需要满足以下三个条件：第一，债务人企业必须证明其无法获得不要求这一优先受偿级别的新融资；第二，债务人企业必须证明缺少了该笔新融资，债务人企业的价值将无法得到维持；第三，债务人企业必须证明自身会“公正、合理、正当使用”该笔新融资。为激励新融资债权人在破产重整中为债务人企业提供更大数额的融资，或者激励更多的新融资债权人参与其中、形成良性竞争，为债务人企业选择最佳的新融资债权人，《破产法典》还提供了进一步的激励手段。在第四个级别，第 364 条（d）小节规定，如果债务人企业无法获得其他任何信贷，则可以采取最后的手段——“头等优先权”，使新融资债权优先于所有在先成立的担保权，成为绝对的第一优先权。第 364 条（d）小节允许债务人对已经设置担保权的财产再次设置担保，且新融资债权人的担保权优于原担保权人。“头等优先权”的使用需要经过通知和听证并获得法院批准。债务人必须证明如果不给予新融资债权人“头等优先权”，企业将无法获得任何重整新融资，并且证明在先的担保权人在这种情况下也能够得到“充分保护”。

关于日本“共益债务”模式。日本的破产法律给予了新融资债权人一定的“优先级跳跃”，与政府担保共同形成有效的融资吸引。日本对重整新融资给予“优先级跳跃”的方式是将新融资列为“共益债权”，从而使其在原有的清偿顺序中得到升级。但此类方式也意味着重整新融资在日本破产法规中的优先级并不能超越担保物权。

诚然，给予新融资债权人有限度的优先级跳跃能够提高其出资积极性，但如果触及原有担保债权人的利益，又会引发新的问题。若引进“头等优先权”，则是完全的“优先级跳跃”，就更加需要谨慎的考量。各国学者也对“超级优先权”的引进结合本国国情进行了论证。Nick Segal 对比了英国和美国的重组规则，发现英国更重视保护担保债权人的利益，在一定程度上赋予其对破产程序的控制权。⁽³⁵⁾ Lijie Qi 将中国的《企业破产法》与美国进行对比，提出应监督重整新融资

(35) Nick Segal, *The Effect of Reorganization Proceedings on Security Interests: The Position Under English and U.S. Law*, 32 Brooklyn Journal of International Law 927, 929–930 (2007).

的具体使用情况,但司法机构、法官队伍能力的不足和资本市场发展的不成熟带来了外部因素的阻碍。⁽³⁶⁾ Francesco Accettella 将意大利的破产法与美国进行对比,认为前者没有提供“超级优先权”的做法是正确的,否则将损害担保债权人的利益,并加剧强大债权人和弱小债权人之间谈判地位的差距,使强大债权人能够实现对债务人企业的控制。⁽³⁷⁾ Juanitta Calitz 将南非的公司法与美国进行对比,同样不赞成借鉴“超级优先权”,认为其“不适当的偏袒”会降低潜在投资者的信任,反而不利于救助企业。⁽³⁸⁾ Helena Stoop 也分析了南非的破产法,从另一个角度出发,提出南非的破产程序中法院监督的程度较低,但为了减少司法成本,不一定要完全复制美国的做法,可以赋予公司法庭监督债权人申请优先权的权力。Helena 也不支持在南非立法中加强对贷款人的保护,因为南非的金融环境和美国不同,破产融资环境也有所不同。⁽³⁹⁾

2. 分级设立有限的“超级优先权”

就我国而言,《中华人民共和国担保法》(已废止)及后续吸收其相关内容的《民法典》确立了担保债权人的优先次序。如果赞成引进,就有违背担保物权相关规定之嫌,且可能导致市场中潜在的担保债权人因担心企业将来存在进入破产程序的风险而不敢向健康的企业放贷的问题;若反对引进,则会影响新融资人提供贷款的意愿。根据《破产法司法解释(三)》的规定,新借款的债权劣后于担保物权受偿。但《破产法司法解释(三)》也限制了这种劣后性,即只有在担保财产的范围内借款债权劣后于担保债权。有学者认为即使是这样有限的劣后性,也会极大地打击重整阶段借款人的积极性。⁽⁴⁰⁾

笔者从“优先级跳跃”的角度进行分析:如果最后的担保财产价值下降,那么新融资债权人实际上在担保财产范围之外实现了“优先级跳跃”。因此,应当遵循“谁受益谁付费”的原则,从利益衡平的角度出发,在担保债权人受益的范围内,允许新融资债权人与担保债权人处于同一优先级,这也符合前文提到的正当性基础,若是原有担保债权人因新融资而受益,自然有理由为此让渡一部分优先权。⁽⁴¹⁾

因此,针对已设置担保财产的新融资债权,笔者建议细化重整新融资的清偿级别,即建立分类优先清偿制度⁽⁴²⁾,将新融资债权分为A类与B类新融资债权。A类新融资债权是对担保财产

(36) Lijie Qi, *The Corporate Reorganization Regime Under China's New Enterprise Bankruptcy Law*, 17 International Insolvency Review 13, 28–31 (2008).

(37) Francesco Accettella, *The Crisis of Companies from an Italian Perspective: Reorganization and Fresh Money*, 25 International Insolvency Review 179, 190–192 (2016).

(38) Juanitta Calitz, Giles Freebody, *Is Post-Commencement Finance Proving to Be the Thorn in the Side of Business Rescue Proceedings Under the 2008 Companies Act*, 49 De Jure 265, 270–273 (2016).

(39) Helena Stoop & Andrew Hutchison, *Post-Commencement Finance-Domiciled Resident or Uneasy Foreign Transplant*, 20 Potchefstroom Electronic Law Journal 1, 1–41 (2017).

(40) 丁燕:《论破产重整融资中债权的优先性》,载《法学论坛》2019年第3期,第116–118页。

(41) 王欣新:《谈破产程序中为债务人继续营业借款的清偿问题》,载《人民法院报》2020年5月21日,第7版。

(42) 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,第207页。

价值增长起到作用的共益债权，在担保财产受益范围内允许新融资债权人和担保债权人处于同一优先级。B类新融资债权是与担保财产价值增长无关的共益债权，即普通的共益债权，此类债权遵循现有规定，严格劣后于担保债权，只有在担保债权人得到清偿后，才能开始就剩余资产受偿。

A类新融资债权的认定与具体的优先清偿范围须进一步明确。A类新融资债权的认定与否，应基于对担保财产价值增进是否有助益的判断。^[43] A类新融资债权的具体优先受偿范围的划定，则要以担保财产价值的受益范围即增值幅度为依据。担保财产的价值，应根据担保财产在破产程序外变现的费用标准予以确定。在担保物未受益的范围内，即担保物的初始价值范围内，担保债权人优于新融资债权人受偿。在担保物受益的范围内，即担保物的升值范围内，新融资债权人和担保债权人处于同一优先级，按比例受偿。在担保物价值范围之外，新融资债权人则优先于担保债权人。A类新融资债权的申请权则可交由债务人企业与新融资债权人。如果不主张申请A类新融资债权，则默认为B类新融资债权。

由于担保财产的价值变化还受到市场环境、行业变化等其余因素的影响，A类新融资债权的认定应以新融资与担保财产增值具有较为确定的因果关系为前提。考虑A类新融资债权的认定需要消耗更多的司法资源，且影响原有担保债权人的优先受偿权，对上述因果关系的举证责任交由原有担保债权人发起显然不合理。因此，宜由债务人企业或新融资债权人提交充分的依据，包括破产初始阶段的担保财产变现价值与重整成功后的担保财产升值情况等，并证明原有担保债权人已获得充分保护；同时，保留原有担保债权人的抗辩权，如果出现争议，由法院裁定是否认定为A类新融资债权。

（三）强化对新融资的干预和审查：维护全体债权人的利益

1. 加强府院联动，构建金字塔式的分类审批模式

按照现有法律规定，债权人、管理人、法院三个主体享有不同程度的新融资认定权，但在实务中存在债权人会议权利休眠、管理人权限过大等问题。笔者建议，对新融资人的选定和新融资的认定，应当在限制管理人权利无序扩张的基础上，通过强化和规范司法参与，明确债权人会议对重大事项的决定权和对日常事项履职的赋权，建立起多方有效参与、金字塔式的分类审批的审查模式。这里的金字塔式分类审批，是指对于待决事项，需要区分日常事项和重大事项，对于前者，数量多，灵活性高，对整体资产的影响不大，可适当赋权债权人委员会开展履职；对于后者，数量不多，对整体资产影响大，对全体债权人利益影响大，即使债权人会议召开或运行存在如前文所述的诸多不便之处，仍应由其决定。

故对于债权人会议的内部运行而言，需要更加关注和侧重债权人委员会作用的发挥；而对其外部监督上，需要更加注重发挥法院作为具有权威性、中立性和一定专业性的参与方的作用。毕竟，重整程序本身存在一定的社会公益性，对社会公共利益和经济秩序具有一定的影响，因此债

[43] 王欣新：《营商环境破产评价指标的内容解读与立法完善》，载《法治研究》2021年第3期，第131页。

权人会议在重整程序中的自治是有限的,适当的外部监督必不可少。例如,上海三中院受理的明虹公司破产重整案^[44],合议庭首先基于重整和清算模式的比较分析,综合判断认为该企业具有重整价值,故受理了该案。但在破产重整过程中,潜在意向投资人未按期缴纳保证金,部分债权人受疫情影响亦迟迟未能明确表态,商业谈判陷入僵局。为推进重整,合议庭多次组织远程在线会议推动磋商,最终重整计划草案被表决通过,明虹公司成功获得重整新融资。北京一中院在安德医智公司破产案中,立足高科技民营中小微企业发展特点、困难成因及司法需求,指导管理人采取市场化的方式招募重整投资人,指导管理人指定分权监督管理方案,创新适用出资人权益保留规则、调整公司治理结构,成功引入5000万元重整资金,破解了债务人企业的重整僵局。从上述司法实践来看,法院作为专业性和中立性都较强的一方,在重整新融资引进的过程中,起到了判断重整价值、监督重整计划草案的拟定和修改、推动各方协商、衡平各方利益的重要作用。

具体操作上,首先,应当充分发挥债权人会议的作用。一方面,扫清运行障碍。比如,对于召集存在困难、可能影响个别债权人充分表达自身意愿的情形,可以采取网络会议等形式召开,并尝试网络投票、电子邮件投票、邮寄投票、电话投票等投票方式,如果存在银行等需要内部审批的债权人,则合理调整发送决议草案的时点,给予其一定的内部决策时间。债权人委员会负责具体事务的落实。另一方面,推动行权便利。比如,在内容上,对重整投资人的候选者和选拔标准进行预审查。递交重整投资人的候选名单和资料时,完全列示满足投资条件并报名竞选的投资人,不得有所删减或隐瞒。其次,提升法院参与度。法院应当具备“一票否决权”,从而避免有可能损害普通债权人利益的新融资的加入。无论包含新融资债权人招募的重整计划是否经由债权人会议讨论通过,新融资债权人的选定是否已经历层层筛选,法院的意见都可作为最后的一个认定环节,法院的批准与否要起到决定性的作用^[45],使司法权对重整新融资的认定形成足够有效的干预。另外,法院也要积极推动符合重整目标、能够实现重整价值的新融资的加入。对于现有的法院强制裁定机制,应当给予保留。在新融资明显有利于债务人企业价值的提升时,法院可以在少数债权人反对的情况下强制批准重整计划中关于引入新融资的部分。对于异议债权人,则可以给予救济途径或退出机制,作为强化法院认定权的弥补。^[46]

此外,破产重整本身是一个具有外部性的行为,除了要考虑重整新融资的引入对企业的经济

[44] 上海市第三中级人民法院民事裁定书,(2019)沪03破1号之五。

[45] 高丝敏:《破产法的指标化进阶及其检讨——以世界银行“办理破产”指标为例》,载《法学研究》2021年第2期,第207页。

[46] 对于没有机会表达自身意愿的债权人,应当赋予其撤销权。一些债权人并非出于本意而缺席新融资共益债务的认定程序,比如因通知不到位而并未知悉。如果债权人的意愿没有得到充分表达,在满足一定债权比例、符合程序的情况下,应允许其行使撤销权。同时,为了保障企业的正常运营,减少不确定的诉讼风险,为接下来债务人企业业务的开展提供一个确定的法律地位,并且为新融资债权人提供一个稳定的优先级地位,需要给此类债权人的撤销权加以诉讼时效限制。对于异议债权人,在强制批准重整计划的同时,应当提供上诉途径,符合最佳利益规则和绝对优先规则。对于因不满足债权比例而无法行使撤销权的债权人,以及无法通过再审、复议改变强裁结果的少数债权人,应当为其提供退出机制。可以由新融资债权人购买少数异议债权人的债权,或者加大力度引入其他购买债权的市场力量,从而为异议债权人提供退出机制。

价值，也要考虑其对社会的价值，部分企业可能并不具有明显的重整经济价值，但也会因处于与民生强相关的行业、提供了大量就业和税收等原因，具有较高的社会价值。特别是从实践中的数据来看，招募投资人的债务人企业中，房地产行业的债务人企业占据了 30%。⁽⁴⁷⁾可见实践中部分的企业重整会影响到社会民生，此时政府的参与是非常重要的。以余姚世模投资有限公司重整案为例，余姚市政府及法院共同主导了该企业的预重整工作，依托府院联动机制，政府全面参与了宏观工作如重整方向确定、可行性论证，微观工作如复工证照办理、纳税信用修复等问题的协调，有效推进了债务人企业破产重整的成功。⁽⁴⁸⁾因此，要加强府院联动机制建设，发挥法院承上启下的作用，一方面向政府提供管理人的工作进度和需求，使政府能提前规划民生等问题，另一方面传达政府对债务人企业、管理人的要求，使管理人的履职行为更加科学合理。发挥政府宏观调控和社会治理的作用，为企业破产重整提供宏观大方向的指引、提升投资人的积极性和履约稳定性、提高破产重整程序的质效。

2. 落实贷前贷中贷后全流程监督，规范重整新融资的使用

首先，应加强对重整新融资贷款合同条款的审查。新融资用途、金额等问题关乎重整计划执行的实效。现有的裁判文书亦显示，对相关问题的监督尤有必要。例如广安市宏泰房地产开发有限公司破产案⁽⁴⁹⁾中，在确定共益债务的裁判文书中，法官给出了最高限额 8 000 万元借款本息的要求。对于合同不合理的条款，法院应确定条款或合同无效，并视情况对管理人没有履行忠诚义务、勤勉义务的行为进行惩罚、追究责任。债权人也应拥有知情权，对于合同条款的不合理之处，有权向管理人等企业的控制方提出质疑，或是向人民法院提请审查。

其次，应加强对重整新融资的贷后监督。管理人、债务人企业、大债权人等主体为了自身利益，可能违背合同约定，并不将借款用于扩大全体债权人利益的事项上，或者在合同审查通过后继续加入附加性条款。⁽⁵⁰⁾对于诸如此类侵犯债权人利益的行为，应当注重防范，强化对重整新融资交易的事后监督。现行法律规定了法院和债权人有监督的权利，可以监督新融资的使用情况，但并未对监督的具体内容、方式等作出规定。因此，为了监督权的及时有效行使，应当对监督方式、监督内容、责任确定有更加细化的规定，给法院和债权人提供确切的行权依据和行权保障。

此外，监督权的行使，除了要有法律的支持之外，也要有畅通的信息获取渠道。就债权人而言，虽然我国破产法规一直在着力推进对债权人，尤其是单个债权人的知情权保障，但在审判实践中，仍然存在着严重的信息不对称问题，债权人对于破产中重要事项的知情权没有得到充足保

〔47〕截至 2024 年 9 月 21 日，根据全国企业破产重整案件信息网的数据，发布招募人公告的债务人企业共有 1 078 家，其中 324 家企业为房地产企业。

〔48〕庄语滋、段厚省：《重整融资中的投资人权益问题研究——以余姚世模投资有限公司重整案为分析样本》，载《法学前沿》集刊 2023 年第 3 卷——新征程中的依规治党与纪检监察研究文集》，第 245—256 页。

〔49〕四川省广安市广安区人民法院民事裁定书，（2019）川 1602 破 1 号之一。

〔50〕武永庆：《资本在破产重整中的作用》，载《人民法院报》2017 年 1 月 11 日，第 7 版。

障。⁽⁵¹⁾ 知情权是债权人行使其他权利、保护自身利益的出发点和基础,只有知情权得到充足保障,监督权才有行使的可能性。⁽⁵²⁾ 《企业破产法》虽然规定了信息披露义务,但仅局限于管理人在债权确认环节对于单个债权人的该项义务,在其他破产环节中并无规定,对新融资债权人也并无要求。⁽⁵³⁾ 因此,笔者建议同时规定管理人和新融资债权人的信息披露义务,并细化披露的具体内容和时间点。

四、结语

脱困有道,破茧而生。重整新融资对于企业的重生、企业资产价值的提升以及全体债权人的利益起着至关重要的作用。“优先级跳跃”鼓励投资人向债务人企业提供重整新融资,但并不是所有的新融资都具备获得“优先级跳跃”的条件。为了维护破产程序中各方主体的利益,实现利益平衡,应通过立法的完善、司法的参与、府院的联动,完善重整新融资的相关制度,不断加强法治协同治理,使企业的纾困重生惠及全体债权人,进而辐射惠及社会。

Practice Review and System Improvement of Priority Leap in New Financing Claims During Corporate Reorganization from the Perspective of Interests Equilibrium

SHU Xiang DING Ruohong

Abstract: Whether a company can secure new financing after initiating bankruptcy reorganization proceedings is pivotal to its revitalization. To incentivize more financiers to assist debtor enterprises, China's Bankruptcy Law provides for a certain degree of “priority leap” for new financing during bankruptcy reorganization. However, such “priority leap”, while reducing the risk for new financing creditors, also poses a potentially unjustifiable risk of reduced repayment rates for existing creditors. The questions of how to attract new financing while safeguarding the repayment rates of existing creditors from negative impacts, and how to enhance overall interests without unduly compromising individual interests, are issues that must be considered. This article justifies the rationality of “priority leap” as a result of the transfer and negotiation of rights from the perspectives of legitimacy and necessity, and analyzes the reasons and impacts of improper

(51) 李曙光、刘延岭主编:《营商环境与破产重组(破产法评论第2卷)》,法律出版社2020年版,第49页。

(52) 杨忠孝:《破产法上的利益平衡问题研究》,北京大学出版社2008年版,第160-165页。

(53) 王欣新:《营商环境破产评价指标的内容解读与立法完善》,载《法治研究》2021年第3期,第135-136页。

utilization of “priority leap” in practice, including the lack of identification standards due to the vague definition of “common interest”, the absence of identification entities due to dormant creditor meeting rights, and the frequent occurrence of biased repayments due to the abuse of additional clauses. In response, this article offers suggestions for regulating the “priority leap” of new financing in reorganization. In terms of identification criteria, it is necessary to clarify the nature of common interest of new financing and establish a system for classified repayment to improve the identification and classification standards for new financing; In terms of participating entities, it is necessary to strengthen and standardize judicial participation, clarify the decision-making power on major issues and the empowerment for performing duties related to daily matters of the creditor meeting, and establish a pyramid-style review model with classified approval and effective participation; in terms of process supervision, it is necessary to strengthen legal supervision of the new financing transaction process to prevent alienation and deviation from the goal of common interests during the transaction, ensuring that it always serves the overall interests of all creditors.

Keywords: New Financing in Reorganization; Common Benefits Debt; Super Priority

（责任编辑：王乐兵 汪友年）