

美国危机公司治理调整给我们的启示

■ 罗菲

随着公司经营内外部环境的变化以及竞争的日益加剧,近年来因危机而陷入困境甚至宣告破产的公司屡见不鲜。但目前国内学者对危机公司的研究成果,大的注重对“危机”进行界定或预警,而对危机公司在公司治理方面如何进行调整的研究较少。本文试对美国危机公司的公司治理调整研究情况进行论述,以期对我国的危机公司治理提供一定的借鉴。

一、发生危机时美国公司治理的调整

当公司进入危机状态时,公司治理的各个方面都可能会受到不同程度的影响,如管理者和公司董事的受托责任将由原来仅着重关注公司股东利益扩展到必须同样关注债权人权益;管理层和董事会的职位也可能经历严重的人员更替,尤其是当公司申请美国破产法第11章的保护时(根据这个法律程序,美国企业能够在保持对企业控制、继续经营日常业务的同时解决财务和业务运作方面的问题,这并不意味着公司清算,也不意味着公司倒闭,而是一个重组程序)。

(一) 公司管理者的义务

当公司经营状态正常、具有偿还能力时,管理者和公司董事对其公司和公司股东负有受托责任。此时,债权人的权利仅限于原始合约中所规定的条款。但当公司不具备偿还能力时,这种关系会发生变化:公司董事和高级职员受托责任的范围将扩展为既包括债权人又包括公司股东。这种责任的扩展会导致股东和各种债权人之间产生潜在的利益冲突,如债权人通常会倾向于资产清算,这样他们可以避免抵押品价值的进一步损失,而股东会比较倾向于公司持续经营,这样将来公司价值可能会提高,股东也有可能得到剩余价值。所以,公司管理层必须正确处理这种潜在的冲突。

Weiss和Wruck在1998年所描述的东方航空公司破产案就是一个公司管理层处理股东和债权人之间利益潜在冲突的典型例子。1989年东方航空公司申请破产时,其固定请求权总额超过37亿美元,但根据有意购买该公司的出价提议,其权益价值大约仅为12亿美元。由于债权人和有关方面仍然支持公司进行重组尝试,于是为使该航空公司能够继续飞行,美国南部

地区破产法庭授予该公司管理者以出售资产获得收入的方式为经营筹资的权利。但最后,对这家公司的所有保护尝试都失败了,不得不在1991年1月19日终止经营。实际上,在破产前的22个月内东方航空公司的价值下降超过了20亿美元,已经明显进入无力偿债的状态。我们知道,如果管理层的目标是提升股东利益,当然最好的战略是使公司继续运营,但如果公司已经无力偿债,实际上对于债权人来说,用出售资产得到的收入来支付给债权人显然要比为非盈利的经营进行再筹资要好。但到底应如何选择,公司管理层应权衡利弊,综合考虑。

(二) 公司管理层和董事会成员的更换频率和时机

不论是在公司发生危机前还是公司已经处于危机状态中,管理者(尤其是CEO)更换的频率和时机会对公司经营决策产生重要影响,也因此关系到危机状况是否会继续恶化。

1、发生危机时公司管理层变化的研究结果。美国学者对公司发生危机时管理层的变化进行了研究,如Gilson在1989年对69家破产公司和57家成功进行了庭外重组的公司管理层变化情况进行了研究,其研究期间是1979~1984年(即从申请11章保护的前两年开始的四年)。研究结论表明,在69家破产公司中,高级管理者(CEO、董事长或总裁)在公司申请破产后两年内的替换率为71%;57家出现危机但成功进行了庭外重组的公司中,高级管理者的替换率为60%。很明显,申请破产公司的高级管理者替换率明显高于进行庭外重组的公司。

1997年,Hotchkiss和Mooradian也得出了类似结论。他们研究了197家破产公司和77家成功进行了庭外重组的公司的CEO替换率,研究发现,197家破产公司中,违约时在职CEO的替换率为18.8%,而提出破产申请时为54.9%;77家出现危机但成功进行了庭外重组的公司中,违约时在职CEO替换率为19.5%,庭外重组成功时为36.4%。

另外,Gilson在研究中还发现,那些被替换了的高级管理者没有一个在其离开后的三年内能够被在交易所上市的其他公司所雇佣,这也说明了这种替换会给其个人带来巨大损失。

2、发生危机时公司董事会构成变化的研究成果。当公司违约后重新协商其债务合约时,董事会成员及其构成通常也会发生

变化,即将会有更多的具有管理特殊问题或具有特殊技术的成员加入董事会,如投资银行家或解决某些特定经营问题、融资问题的专家等。Gilson (1989) 在研究中发现,平均来说,仅有46%的董事在公司发生危机之前就是董事会成员而且,仅有43%的CEO在公司申请破产或与债务人私下和解两年后仍然在位。同时,Hotchkiss和Mooradian (1997) 还对专门处理危机债务的金融顾问和危机债务投资者的监管活动进行了考察,研究结果表明,对于大部分的公开债务违约的样本公司来说,这些专门处理危机债务的金融顾问和专门从事危机债务投资的投资者在重组公司的监管中起到了非常重要的作用,对公司扭转危机局面的贡献很大,这些投资者进入董事会的占到了样本公司的27.8%。

(三) 管理者补偿

毋庸置疑,当公司出现危机时,公司应替换负有主要责任的管理者,但为保证公司的正常持续经营,维护公司在公众市场上的良好信誉度,公司的大部分主要员工仍须要保留。

1、未被替换的管理者补偿水平下降。Gilson 和 Vetsuypens在1993年提供了一项对危机公司补偿政策的系统研究,他们既考察了当公司进入危机时在职管理者的薪资变化,也考察了随后替代他们的管理者的薪资水平。研究表明,没有被替换的管理者的工资和奖金水平会大幅下降,从公司内部替换的新CEO获取的收益比前任CEO平均要低35%,从外部替换的CEO取得的收益比前任CEO平均要高35%。

2、高层管理者财富对公司股票价格的敏感性提高。对于危机公司的CEO来说,其财富的大小对公司股票价格具有非常高的敏感性。例如,Gilson和Vetsuypens (1999) 的研究表明,发生外部替换的管理者通常会收到大量的股票期权,作为对其补偿的一部分。同样,Gilson、Hotchkiss和Ruback (2000) 在对破产公司估价问题的研究中发现,有32家公司(研究对象共63家,占研究对象总体的50.8%)的管理者收到了股票或股票期权。因为如果公司能够化解危机并且股票业绩提升,那么,管理者财富会大增加。因此,这种补偿对业绩的高敏感性对重组公司和管理者都非常有利。

(四) 公司所有权和控制权

美国破产法第11章实施初期,危机公司控制权的变化并不是很普遍,但是重组计划下的权益分配仍然导致了公司所有权集中在前债权人手中。有研究表明(Gilson, 1990), 1979年~1985年间111家经历严重危机的公开交易公司中,有61家申请了破产保护。而在这61家破产公司中,重组公司平均80%的普通股都被分配给了债权人(在美国,银行法允许银行持有从贷款重组中收到的普通股)。平均来说,银行会持有公司普通股的36%,并且在很多情况下还会指定其代表加入公司董事会。

几个比较典型的例子包括:作为Kmart公司(2003年)的投资者,Edward S. Lampert在该公司申请破产期间购买了其大量债券和银行贷款,后又将债务转换为股票,并在重组公司

进行了额外投资,最后成为了Kmart公司的最大股东,拥有该公司48%的股票。又如,作为Burlington Industries的投资者,Wilbur Ross原来是该公司无担保债权人委员会主席,拥有该公司8 200万美元的无担保债券和700万美元的银行债务。2003年11月,在破产银行监管拍卖中,Wilbur Ross成功购买了该公司的资产,完成了收购。另外,2002年Anschutz和Oaktree分别购买了Regal Cinemas公司 82%的银行债务和93%的债券,最终Anschutz拥有重组公司权益的60%、Oaktree拥有15%。

二、给我国企业的启示

从公司层面来讲,应尽量预防危机的发生并在发生危机时及时对公司治理进行调整。除特殊情况外,一个公司发生危机之前必然会有各种征兆。所以,公司如果能够积极采取有效措施,就能避免陷入更深的危机之中。

1、管理者应转变决策重心。当公司发生危机时,债权人和股东之间的利益冲突会日益显性化,公司管理层的决策重心也要随之进行调整,否则极易激化二者之间的矛盾,最终导致两败俱伤。通常情况下,管理者在危机发生时更应充分考虑债权人的利益要求,在确保公司整体利益的前提下进行决策。

2、调整董事会构成、降低董事会规模。公司面临危机时,应增加外部董事在董事会中的席位,充分利用外部董事的独立性,发挥其对公司的监管作用,降低公司陷入危机的概率或减少公司危机局面继续恶化的可能。此外,应降低董事会规模,因为一方面董事会成员较多时,容易出现“低效率”;另一方面,降低董事会规模更有利于与CEO进行沟通,但CEO和董事长最好由不同的人员分别担任。

3、对管理者提供激励补偿措施。现代管家理论认为,公司管理人员既有可能成为自利的代理人,也有可能成为无私的优秀管理者。当公司出现危机时,对管理者提供相应的激励补偿措施能够促使其在追求自身物质满足的同时追求荣誉感和成就感,会对公司危机产生直接而又重要的正面影响。

4、优化公司的所有权和控制权结构。当公司发生危机时,可以积极引入适当的机构投资者,如具有危机扭转经验的机构投资者,而且应放宽对机构投资者在公司的持股比例的限制,鼓励其成为公司的战略性股东,充分发挥其在扭转公司危机状况中的积极作用。

当然,投资者和债权人也可以充分利用对这些公司治理调整情况的分析,判断公司是否会发生危机,危机状况是否会继续恶化,并以此来及时调整投资或信贷政策。这种分析,对机构投资者或机构债权人来说意义更为重大,是其进行并购、扩大公司规模、优化资源配置的基础。

(作者单位:东北财经大学内部控制与风险管理研究中心)

责任编辑 陈利花