

美国企业破产重组效用分析

北京师范大学 申嫦娥

【摘要】 本文总结了美国企业破产重组效用的实证研究成果,包括破产直接成本、重组再生情况、重组企业的业绩以及重组对企业投资人利益(包括股东的投资回报和债权回收)的影响,以期能对我国《企业破产法》的修订提供一些启示。

【关键词】 美国破产法 破产重组 重组效用 实证证据

一、美国破产法简介

财务理论认为,破产是最优债务契约的实现条件,而破产重组(通常又称为破产保护)可以避免无效清算。根据美国破产法,破产程序可由陷入财务困境的债务人企业启动,也可由债权人启动。破产法为陷入财务困境的企业提供了两个选择:①对于未来没有成功经营可能性的企业,按照破产法提供的程序进行清算。②对于期望能继续经营的企业,按照破产法提供的重组程序进行破产重组。

在重组方案中,无担保的债权往往被削减,有担保的债权人在破产重组的情况下,仍然享有他们所留置的抵押资产的赎回权,股票依然保持完整,但直到重组方案中所有的义务有待提高。

6.信息披露的连续性差。在48家公司中只有28家公司连续四年披露了社会责任会计信息,仅占样本总量的58.3%。

7.信息的可比性不强。同行业企业社会责任项目的比较基础不一致,使各项指标缺乏可比性。从上市公司披露的社会责任会计信息来看,纵向和横向的对比较少,个别项目占全部项目的比例也少。这都不同程度地降低了所披露信息的可理解性。

三、存在问题的原因分析

1.企业社会责任意识淡薄。从观念上看,企业没有认识到社会责任会计在建立健全我国社会责任信息公开化制度中的重要作用。长期以来,我国企业所采用的一直是传统会计的封闭式思维方式,没有把企业视为整个社会的一分子,这直接导致了企业片面地追求经营的内部效益及经济价值而忽视其外部效益及社会价值。笔者在收集资料中发现,企业经常有逃、漏税行为,企业对其社会责任避而不谈的消极态度会极大地阻碍社会责任会计在我国的发展。

2.我国社会责任会计理论体系不完善。从研究方面看,科学合理、系统完整并符合我国国情的企业社会责任会计理论和方法体系尚未建立起来。由于社会各界对社会责任会计认识不够,我国对社会责任会计理论的研究起步较晚,还没有设立专门的社会责任会计研究机构,也很少有这方面的研究成果。另外,社会责任会计学科与其他许多学科如社会学、经济学、伦理学、计量学、组织行为学等联系紧密,而我国对这些相

务得到满足之后才能得到股利收入。但重组方案需要得到多数无担保债权人的同意,即重组方案必须由不同级别的债权分组(如有担保与无担保应分在不同的组)投票,且每一组要得到参与投票的2/3的债权人或者能够代表全部债权1/2的债权人同意才能通过。

二、美国企业破产重组效用:实证证据

在西方财务学界,对重组效用的研究集中于破产保护下的重组,研究者不仅关注破产直接成本、重组再生情况和重组企业的业绩,而且关注重组对企业投资人利益的影响,包括股东的投资回报和债权回收,下面将分别进行阐述。

1.破产直接成本。它是与破产程序本身相关的费用,包括

关学科的理论研究还远远不够,这也阻碍了社会责任会计的发展。

3.社会责任会计准则的缺失。由于缺乏社会责任会计行为规范理论基础,无法统一规范社会责任会计核算的对象及披露形式,社会责任会计准则难以制定。调查结果表明,由于没有相应的社会责任会计准则和信息披露规定作依据,企业在近期内不会主动披露社会责任会计信息,或者只会按照各自的意愿进行披露。这样,多种披露方法并存会造成上市公司对社会责任会计信息披露的混乱。

4.会计人员缺乏社会责任会计专业知识。经调查发现,我国企业目前会计人员素质普遍不高,具有大专以上学历的会计人员仅占被调查总人数的16%,而具有中级以上职称的会计人员也仅占被调查总人数的15%。我国会计人员的这种素质结构,还难以满足社会责任会计信息披露工作的要求。

4.企业提供社会责任会计信息的成本过高。与传统会计核算内容相比,社会责任会计核算内容显得更为广泛与复杂,尤其是当这些社会责任事项不以交易形式发生时,要对这些事项的社会成本和效益予以确认和计量就显得格外困难。

主要参考文献

- ①曹晨.社会责任会计.科学决策,2003;7
- ②邵毅平,高峰.关于我国企业环境绩效信息披露问题的研究.财经论丛,2004;2
- ③耿建新,焦若静.上市公司环境会计信息披露初探.会计研究,2002;1

破产申请费、律师费、会计师费、专家证明费、受托人费及其他费用。通常在重组程序中发生的破产直接成本高于清算成本,且重组的时间越长,破产直接成本越高。

(1)破产直接成本的基本证据。Warner(1977)首次用模型测量和评估破产直接成本,他检验了1933~1955年间11个公司的破产直接成本,平均而言,破产直接成本约为公司破产前市场价值的1%。Warner的研究结果表明破产直接成本十分不显著,这受到了学术界的质疑,从而也引起更多人的研究兴趣。Ang、Chua、McConnell等研究了1963~1978年间进入破产程序的86家公司,发现破产重组的直接管理成本占破产清算价值的7.5%。

(2)破产直接成本与企业规模的相关性。著名的破产研究专家Altman(1984)研究了1970~1978年间破产重组的19家公司,其中有12个商业企业,其资产均值为1.68亿美元,发生的破产直接成本占资产均值的4%;另外有7个工业企业,其规模较小,资产均值为1100万美元,发生的破产直接成本占资产均值的9.8%,说明破产直接成本与企业规模显著相关。

(3)破产直接成本与重组程序。Franks和Torous(1994)对正式破产程序下的重组成本与非正式的私下和解程序下的重组成本进行了对比研究,结果发现前者至少高于后者4.5%。

2.重组再生情况。重组结束以后企业的命运如何,Hotchkiss和Edith Schwalb(1995)通过研究197个重组结束后的企业发现,其中32%的企业会再次发生破产或私下进行债务重组,另有超过40%的企业在重组结束后的3年内出现经营亏损,重组5年后继续存活的企业只有97个,但这97个企业的业绩显著低于它们各自行业的均值。

3.重组企业的业绩。

(1)重组成本与收益。财务理论认为,企业陷入财务困境以后,会给企业带来破产成本,但也能为企业带来收益,如财务困境迫使企业所进行的管理层更换、经营业务的战略性调整和不良资产的剥离以及重组中实施的各种优惠措施都可能给企业带来收益。

(2)经营业务调整与重组业绩。Davia、Jame和Bruce(2002)研究发现,企业可选择状态和业务调整战略是影响企业业绩的两个主要因素。可选择状态越有利,企业破产重组后的业绩越好,但企业对业务的战略性调整只是在大部分而不是全部的可选择状态下产生较好的业绩。

(3)管理层更换与重组业绩。由于美国破产法并不要求申请破产重组的企业更换管理层,因此就存在有些申请破产的企业更换了管理层而有些可能不更换管理层的情形,从研究的角度而言,这就存在比较的价值。

Hotchkiss和Edith Schwalb(1995)研究了197个重组结束后的企业,他们发现如果在重组后仍保留破产前的管理层,其业绩比更换了管理层的企业差。

(4)债务人持有破产资产(DIP)融资与重组业绩。Sandeep等(2003)通过研究1988~1997年间美国申请破产重组的685家公司(若在此期间多次申请破产重组只计算一次)发现,进行DIP融资的企业比不进行DIP融资的企业更可能重组成功并且重组所用的时间更短。笔者认为,DIP融资对我国企业

的破产重组具有很好的借鉴意义。

4.重组对投资人利益的影响。重组对投资人利益的影响,不仅包括股东的投资回报,而且包括债权人的债权回收。Daniel、Robert和Wayne(1999)研究了美国171个破产重组企业的股东所获得的投资收益,他们假定投资人从企业申请破产重组的次日购入股票且一直持有到重组结束,并假定持有期间以复利计算的收益率至少达到20%且每月存在超常收益的为赢家,反之则为失败者。研究结果表明,在171个企业中,成为赢家的只有41个。他们再用逻辑回归的方法,辨别出赢家与失败者所投资公司的特征,以判断股东投资收益的来源。他们发现赢家所投资公司具有的特征是:公司规模较小但具有高比例的可转债,破产申请是出于战略原因,具有较低的股东集中度,相对而言,破产申请前的公司股价经历了大幅度的下跌,公司具有高比例的私人债务和研发费用,经营的行业集中。另外发现,股票持有期间按复利计算的平均收益率和超常收益率分别为71%和42%。

三、几点启示

1.应设立“过滤”程序进行破产“适度”保护。在美国,是否进行破产重组完全取决于企业的自愿申请,法律本身没有设立任何“过滤”程序。但事实上,一些没有继续经营能力的企业或一些无法承受破产直接成本的小企业,进入重组程序可能得不偿失。在美国每年申请破产的企业中大约有30%的企业申请重组,70%的企业直接申请破产清算,但从实证证据来看,重组成功的比例并不高,而且“返工率”很高。有人认为,市场是企业的“阎王”,破产法保护的仅仅是有继续经营能力的企业,对于没有继续经营能力的企业无法予以保护,因此破产法应该设立“过滤”程序。在我国《企业破产法》修订的过程中,也应该考虑设立“过滤”程序进行“适度”保护,而且应该健全产权拍卖市场,为一些陷入财务困境的企业提供拍卖场所。

2.破产重组企业应更换其管理层。从实证证据来看,破产重组企业应更换管理层。管理层更换是对破产企业管理者的惩罚,不仅有利于提高破产约束的事前效用,而且有利于保护债权人的利益。因此,我国也应该考虑设立破产管理人制度,使企业更换原来的管理层。

3.应设立各种优惠制度为破产重组企业创造良好的重组环境。企业的破产重组可以说是一项系统工程,需要多方的配合,笔者认为主要的配套措施应该包括以下两种:①《公司法》及《证券法》应当为破产重组中的产权交易留下空间,以鼓励债务人企业的股东对其进行救助。②《商业银行法》应该为破产重组中的贷款、债务展期、债务注销等提供依据,以利于债权人对财务困境企业的救助。③税收制度应该为破产重组中有关交易的纳税行为提供减免税优惠,对财务困境企业的欠税,也能如同其他债权一样中止支付,直到企业恢复支付能力。

主要参考文献

- ①Steven V.Campbell.An investigation of the direct costs of bankruptcy reorganization for closely held firms .Journal of business management,1997
- ②Karin S.Thorburn.Bankruptcy auctions:costs,debt recovery, and firm survival.Journal of Financial Economics,2000