

[专论]

学说与市场：属于债权人的时代

——第11章的“新”新公司治理 / 小戴维 A·斯基尔著 赵炳昊译

重整机构的权利及其限制 / 张世君

股东(大)会决议行为探析 / 麻广

[法治杂谈]

董事会秘书的美丽与哀愁

——论我国董事会秘书的制度设计与效用不佳的成因 / 李领臣

2007年第3辑 (总第11辑)

公司法评论

赵旭东 宋晓明 主编

中国政法大学民商经济法学院商法研究所
最高人民法院民事审判第二庭

主办

人民法院出版社

[法官律师论坛]

有限责任公司的解散问题及清算制度的完善 / 李学泉

正确定位人民法院在非破产清算中的地位和作用 / 刘炳荣

[案例评析]

破产公司董事对债权人信用义务的“终结”

——NACEPF v. Gheewalla案述评 / 任自力

关联交易合法性判断及其规制完善

——由一起关联交易诉讼引发的思考 / 蒋馨叶

[名家演讲实录]

荷兰公司法的合理性与公平性：实践中的软法问题 / 温福瑞得·凡·登·马森伯格

[域外公司法]

股东大会决议不存在·确认无效之诉·撤销之诉 / 小川宏幸

日本关于公司相关非讼案件的程序法 / 周剑龙

[研究综述与大事记]

2007年公司法研究综述 / 张维 王岷人 杨坤

2007年第3辑 (总第11辑)

公司法评论

赵旭东 宋晓明 主编

中国政法大学民商经济法学院商法研究所
最高人民法院民事审判第二庭

主办

人民法院出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司法评论. 2007 年. 第 3 辑: 总第 11 辑/赵旭东、宋晓明主编.
北京: 人民法院出版社, 2008. 5
ISBN 978 - 7 - 80217 - 502 - 0

I. 公… II. ①赵…②宋… III. 公司法 - 研究 - 中国
IV. D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 054737 号

公司法评论 2007 年第 3 辑 (总第 11 辑)

赵旭东 宋晓明 主编

责任编辑 林志农 张承兵 张钧艳 孟 晋
出版发行 人民法院出版社
地 址 北京市东城区东交民巷 27 号 (100745)
电 话 (010) 85250563 85250575 (责任编辑)
85250516 (出版部) 85250558 85250559 (发行部)
网 址 <http://courtpress.chinacourt.org>
E - mail courtpress@sohu.com
印 刷 保定市中华美凯印刷有限公司
经 销 新华书店

开 本 787 × 1092 毫米 1/16
字 数 211 千字
印 张 11.875
版 次 2008 年 5 月第 1 版 2008 年 5 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 80217 - 502 - 0
定 价 25.00 元

版权所有 侵权必究

编辑委员会

编委会主任 江 平

编委会成员 (以姓氏笔画为序)

王卫国 王利明 王保树

王家福 邓荣霖 石少侠

江 平 吴志攀 宋晓明

赵旭东 奚晓明 黄松有

主 编 赵旭东 宋晓明

副 主 编 李建伟 林志农

编辑办公室 吴伟央 沈 莹 吴 冬

杜 瑶 过 琳 王艳华

目 录

[专 论]

- 1 学说与市场：属于债权人的时代
——第 11 章的“新”新公司治理
/小戴维 A·斯基尔 译者：赵炳昊
- 34 重整机构的权利及其限制 /张世君
- 42 股东(大)会决议行为探析 /麻广

[法治杂谈]

- 51 董事会秘书的美丽与哀愁
——论我国董事会秘书的制度设计与效用不佳的成因 /李领臣

[法官律师论坛]

- 66 有限责任公司的解散问题及清算制度的完善
/李学泉
- 76 正确定位人民法院在非破产清算中的地位
和作用 /刘炳荣

[案例评析]

- 90 破产公司董事对债权人信用义务的“终结”
——NACEPF v. Gheewalla 案述评
/任自力
- 98 关联交易合法性判断及其规制完善
——由一起关联交易诉讼引发的思考
/蒋馨叶

[名家演讲实录]

- 111 荷兰公司法的合理性与公平性：实践中的软法问题
/ 主讲人：温福瑞得·凡·登·马森伯格

[域外公司法]

- 119 股东大会决议不存在·确认无效之诉、撤销之诉 / 小川宏幸
126 日本关于公司相关非讼案件的程序法 / 周剑龙
133 日本非讼事件程序法
138 日本最高法院制定：公司非讼案件等程序规则

[研究综述与大事记]

- 148 2007 年公司法研究综述
/ 张维 王咿人 杨坤
178 2007 年公司法研究大事记
/ 王咿人 张维

[专论]

学说与市场：属于债权人的时代 ——第 11 章的“新”新公司治理*

小戴维 A·斯基尔**

译者：赵炳昊***

在安然公司（Enron）等轰动一时的破产案件发生后的一年多时间里，各大报纸充斥着对美国公司治理的失望情绪。据报道，华尔街的观察家，尤其是证券分析师和审计师在股票市场的繁荣时期对违背公众利益的行为忧心忡忡，以至于他们关注的唯一对象就只剩他们自己的银行存款。像我在文章中所写的，20 世纪 90 年代时，美国证券交易管理委员会（SEC）的前主席在全国各地巡回演讲，就已试图对我们提出警告。他尤其提到证券交易管理委员会需要更多的资金，并要在工作中尽量避免受到行政干预。^①

* 本文英文原文首发于美国《宾夕法尼亚大学法律评论》2003 年第 157 期，第 917 页。（David A. Skeel, Jr., Creditors' Ball: The 'New' New Corporate Governance in Chapter 11, 152 U. Pa. L. Rev. 917 (2003)；《宾夕法尼亚大学法律评论》编辑部授权译者翻译本文。《宾夕法尼亚大学法律评论》编辑部声明：《宾夕法尼亚大学法律评论》没有参加本文的翻译也不对本译文负责，第 11 章系指《美国破产法》第 11 章。

** 作者介绍及致谢：作者小戴维 A·斯基尔系美国宾夕法尼亚大学法学院（University of Pennsylvania Law School）S. Samuel Arsht 公司法讲席教授。作者要感谢 Barry Adler, William Bratton, Jesse Fried, Rishi Gupta, Melissa Jacoby, Lynn LoPucki, Bruce Markell, John Pottow, Bob Rasmussen, Bill Schorling, Alan Schwartz, Michael Whincop, 和 Todd Zywicki; Klett, Rooney, Lieber & Schorling 律师事务所破产和债权人权益部；2003 年 2 月 8~9 日参加由《宾夕法尼亚大学法律评论》举办的公司控制交易论坛的与会者们，以及宾夕法尼亚大学法学院所给予作者的慷慨的暑期研究资金。

*** 赵炳昊，宾夕法尼亚大学法学院法律博士（J. D.），法学博士候选人（S. J. D. Candidate），现为美国凯威莱德律师事务所（Cadwalader, Wickersham & Taft LLP）财务重整部律师。

① 本篇文章于 2002 年后期开始创作。这里所指的前任美国证券委员会的主席是 Arthur Levitt，并且他的种种抱怨都记录在 Arthur Levitt, Jr.:《街头漫谈》，第 131~133 页，这是一本游记作品。

对于那些治理失败的标本公司来说,破产正是当下应当采取的措施。几乎是所有这一类公司——包括安然、世通(WorldCom)、Adelphia 通信公司和环球电讯(Global Crossing),现在都在按照第 11 章重整程序解决它们的问题。假设有这样一位观察家,他在 20 世纪 90 年代一直在追踪破产方面的新闻(比如时不时地浏览在《纽约时报》或者《华尔街日报》上发表的文章),而此后他就没有再跟进这方面的报道,那么现在的他一定会有充分的理由认为当下这些破产案会引发又一轮的失望情绪,并且指向美国糟糕的破产制度。在 10 年以前,很多观察家认为第 11 章存在不可弥补的缺陷,^①但是仅仅在几年以后,令人惊讶的是我们发现很少有人再对公司破产制度发难。当然,也偶尔有人表达了他们的忧虑,曾经有些文章指出第 11 章对破产的公司给予了过多的保护。^② Verizon 和美国电报和电话公司(AT&T)等世通的竞争对手曾抱怨破产程序使世通获得了不公平的利益;在安然一案中,还存在专业人员酬金高昂的流水账问题。^③但是在今天,破产在更多的时候被看作是一个解决麻烦的手段,而不是麻烦本身。

也许这一切仅仅说明:美国公司治理在这一段时期看起来是如此的不堪,以至于一个弊端重重的破产制度和它比起来也显得很完美。还有另外一种解释也比较合理,即第 11 章比起那些激烈无比的批评来说实际上总是要好一点。

虽然以上两种解释至少在一定程度上是对的,但是我打算在这篇文章中重点阐释第三种解释:事实上是第 11 章的判定方法本身在过去 10 年中发生了很大的变化,20 世纪 80 年代破产程序的特点是没完没了的谈判和令人感觉麻木的官僚化程序,而现在取而代之的破产程序看起来更像是公司控制权

① 有关这些缺陷的探讨,并建议用另一种制度替代第 11 章重整制度的主要建议,参见 David A. Skeel, Jr.:《市场、法院与勇敢的破产新世界理论》,1993 Wis. L. Rev. 465~494。

② 参见 Daniel Altman:《第 11 章或者应当是合上书本的时候了》,载《纽约时代周刊》2002 年 12 月 15 日第 3 期,第 1 版(引述加州大学圣地亚哥分校经济学教授 Michelle J. White 的观点)(书中援引的内容省略);还可参见 Sarah McBride:《澳大利亚的破产实例的启示》,载《华尔街日报》2002 年 12 月 16 日,第 A2 版(该文探问到是否以追求“拯救”为本位的美国破产制度浪费了经济资源,而把资金用于缴纳繁复的法律和咨询服务费用,并减慢了经济总体的发展速度)。

③ 参见:David Barboza:《律师一针见血揭穿安然合伙人》,载《纽约时报》2002 年 9 月 21 日,第 C1 版(这篇文章介绍了法院任命的破产监督人——总部位于亚特兰大的 Neal Batson 向债务人安然公司要价每月 300 万美元以调查安然公司的经营活动和合伙人);Mitchell Pacelle:《安然破产成本费用大观:律师的各项收费合计约 28000 万》,载《华尔街日报》2002 年 12 月 11 日,第 C1 版(这篇文章介绍了破产的法律服务费用及其批准程序)。

的交易市场。尽管债权人及其经理人只是在几年以前才得以支配破产程序，但现在第 11 章已具有明显的以债权人为中心的倾向。第 11 章再也不是被经营者们用来当作反收购的工具，随着资产收购的引入和结案速度的加快，它已经变成了公司控制权交易市场中新的的重要前沿领域。

和 1978 年国会引进的“新型”破产治理的理念不同，^① 新第 11 章的“新”治理具有契约的性质。债权人将两种现有的契约工具转化成了重要的破产重整的治理手段。^② 第一个工具是经营债务人（debtor in possession，简称 DIP）的融资。在申请破产之前，公司的债务人必须为公司融资，为公司在第 11 章下的重整经营提供经费。现在破产融资的放贷方越来越多地利用这种借贷合同来影响破产公司的治理。经营债务人的融资协议的条款清楚规定了资产的处理、公司的分割以至控制权转让的条件。第二个工具是第 11 章为公司的主要高管人员规定了更多的业绩补偿方案，经营债务人主要管理人员的酬劳越来越多的取决于他们的工作表现。最普通的方法是向高管人员许诺，如果他们尽快完成公司重组，就可以获得大笔奖金；同样，如果案件拖得很长，高管人员只能得到很少的奖金。

在本文中，我的主要目的是分析清楚破产公司治理的发展，一方面，把它放到历史的环境中分析；另一方面，揭示这些新发展所带来的问题。在第 1 章中，我阐述了 20 世纪 80 年代人们对第 11 章的抱怨，以及经营债务人的融资协议和业绩奖金日后渐多地被采用来改造第 11 章破产公司治理的情况，我也解释了债权人在破产案件中是如何影响债务人董事会的构成和关注重心的。在第 2 章中，我简要总结了新第 11 章治理的优点。在第 3 章和第 4 章中，我分析了每一个治理手段的侧重点，对于经营债务人的融资（第 3

① 第 11 章用许可债务人的管理人员持续经营，享有在案件的首个 120 天内提出公司重组方案的独有权力，以及依靠债务人与债权人之间的谈判来实施重组的内容，替代了早前严厉得多的破产法条款。想要了解更多第 11 章的新治理工具的发展过程及其内涵，可参阅 David A. Skeel, Jr.: 《债务的支配：美国破产法的发展史》，pp. 160 ~ 183, pp. 212 ~ 237 (2001)。

② 在此对 Michael Lewis 致以诚挚的抱歉，见 Michael Lewis: 《新新事物》(2000)。

③ 另一重要发展是已在 20 世纪 80 年代就有了长足发展的第 11 章公司重整中的债权市场。在其他文章中，我已经讨论过这一发展状况，并且它作为一种收购公司债务人控制权的工具，运用到其他工作上。参见 Robert K. Rasmussen & David A. Skeel, Jr.: 《公司破产法的经济分析》，3 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 85, 101 ~ 104 (1995)（阐明了“索赔获利方面不断增加的指数”，并探讨了债权人获取足够的债权份额来否决债务人提出的重整方案的潜力）；David A. Skeel, Jr.: 《第 11 章重组案件中的公司投票权的性质与影响》，78 Va. L. Rev. 461, 513 ~ 518 (1992)（介绍了当前不断增长的债权交易，以及债权人通过债权交易市场否决重整方案的潜力）。

章的主题)，我指出给予经营债务人的放贷人（lender）以优先地位可能会产生各种不利的影响，现有的债权人可能会利用这种新的融资安排提高他在破产之前的担保地位，某些出借人可能在清算中营私舞弊，侵害其他债权人的利益，如此，在未来的几年，可能会损害第 11 章一个重要价值，我称之为反托拉斯利益。虽然债务人的管理人员同意了融资协议的条款，但在公司遇到财务困难的时候，高管们做出的很可能不是最有利于公司的决策。对于公司管理层的补偿（第 4 章），我提出公在司破产前给予公司管理人员奖金，虽然这在公平和效率方面确实有很多问题，但是在公司已经申请破产的情况下麻烦则要少得多。

这些分析都以叙述性文字为主，这样就不会混淆一个事实，也就是说这两种治理手段极大的改进了第 11 章破产公司治理。在第 5 章我再次明确地强调了新制度的优点。

第一章 不断变革

20 世纪 80 年代后期和 90 年代早期对于美国公司大规模重整来说，既是最佳时期，也是最坏的时期。1978 年《破产改革法》^① 的颁布解除了多年来一直妨碍公司破产的束缚。在钱德勒法案（Chandler Act）的第 10 章^②——此章是旧破产法中专门针对大型公司所专门制定的，其中所规定的申请破产债务人管理人员的地位被法院指定的破产管理人代替了，与之相比，1978 年《破产改革法》的第 11 章则授权管理人员继续经营公司业务，并赋予他们提出公司重整方案的专门权利。^③ 依据第 11 章处理的大型案件的数量大幅度上升，但是，仍然有许多人对这些让破产制度恢复了昔日光彩的改革存有诸多抱怨：第 11 章似乎给了债务人管理人员过多的控制权，以至于他们可以抛开债权人，过度拖延破产案件的进程。破产公司的管理人员在挥

^① 1978 年《破产改革法》，Pub. L. No. 595 ~ 598, 92 Stat. 2549 [在 11 U. S. C. 101 et seq. (2000) 中成为成美国法典的修正案]。

^② 1938 年《钱德勒法案》，ch. 575, 52 Stat. 840, 883 [被 Pub. L. No. 595 ~ 598, tit. IV, 401 (a), 92 Stat. 2549, 2682 (1978) 废止]。

^③ 正如我前面所说的，我已经在其他文章中详细探讨了这些发展，描述了第 11 章中取代更为严厉的破产法的条款内容。

霍债权人的金钱，而大型案件往往会持续几年甚至更长的时间^①。

这方面典型的例子就是东方航空公司（Eastern Airline）破产案，尽管几乎所有人都清楚东方航空公司会被出售，但是在这家公司不断贬值的时候，东方航空公司的首席执行官弗兰克·洛伦佐（Frank Lorenzo）将这种不可避免的出售拖延了若干年，与此同时公司的价值一跌再跌。最后，东方航空公司的资产被清算时，其清算价值仅仅相当于其申请破产初期价值的一小部分。^②

在有了东方航空公司破产案这个先例后，批评家开始呼吁对第 11 章进行重大修订。在关于破产的著述中，人们对是否要用更便捷、更市场化的方法替代第 11 章展开了激烈的辩论。^③

然而此后发生了有趣的变化，第 11 章最明显的积弊——没完没了的案件审理时间以及市场规则的缺乏，开始消失了。^④ 在几年之内，破产拍卖增多，债权的转让有时替代了公司控制权交易市场的功能。在过去的几年中，这种变化尤其明显。在大多数的大型公司破产案件中，债权人现在拥有对案件进程大部分的决定权，而仅仅在几年以前他们还是很无助的一方。诚然，

① 参见 Lynn M. LoPucki:《第 11 章的困境》，1993 Wis. L. Rev. 729, 739~745（调查了破产案件过程中的一系列数据资料）。

② 参见 Claudia MacLachlan:《谴责航空公司破产的逃兵》，Nat'l L. J., May 27, 1991, at 1, p. 35~p. 36（本文详细介绍了在东方航空公司破产案中非担保债权人的股票是如何从 1 美元缩水到 2.8 分的，此外文章还将东方航空资产贬值的责任归咎于公司的首席执行官弗兰克·洛伦佐）。

③ 在所有提议中，最引人注目的是要求设立股权削减计划，以及建立传统的、以期权为基础的对债务人资产的商业拍卖机制。参见，如 Barry E. Adler:《美国公司破产的经济与政治理论》，45 Stan. L. Rev. 311, 323~333（1993）（提出一项“可变式资产”方案，可用于取缔现有的股票，并将最差的债务转换成新股）；Philippe Aghion 等:《破产改革经济》，8 J. L. Econ. & Org. p. 523, p. 532~536（1992）（发展了以期权为基础的拍卖理念）；Douglas G. Baird:《公司重组中的艰难案例》，15 J. Legal Stud. p. 127, p. 136~138（1986）（提倡破产公司资产的标准化拍卖）；Lucian A. Bebchuk:《公司重组的新路径》，101 Harv. L. Rev. 775, 785（1988）（提出如果股东或者债权人愿意牺牲部分优先清偿，则应当允许他们获得相应的股权）；但是参见 Skeel 的观点，第 2 页注②，第 472~493 页（介绍并批判了各个提议）。

④ 有关探讨第 11 章的市场追索权所起的作用，参见 Rasmussen & Skeel，第 3 页注③，第 101~105 页。

以国际标准来衡量,^①第 11 章仍然算是对债务人非常有利的,但是比起晚近以来,现在的债权人对案件有更大的影响力。这种变化使案件程序更为快捷,其更进一步的原因是现在人们更多地依靠资产出售和公司控制权交易市场,而不是通过谈判协商来推动重组过程。

为什么情况会变化得这么快呢?这种转变在某种程度上反映了美国工商业的变化。不同于 19 世纪进入破产程序的铁路公司等传统企业或者此后的制造类企业,当代许多企业主要依靠知识和创意,而不是有形资产。由于这些公司最重要的资产可能随时会流失掉,他们不可能在实现最终的重组之前将协商的过程拖上几个月甚至几年。他们必须尽快解决所面临的困难,通常情况下,唯一的途径是在破产后尽快出售关键资产。此外,资产市场甚至公司整体并购的流动性比以前强了很多。

更重要的是,伴随着美国工商业的转型,一些重整案件中的契约关系也得到了显著的发展。首先,重整融资的放贷人逐渐利用他们在破产申请后签订的融资协议来进行第 11 章下公司重整案件的治理;另一种契约策略则是直接用经济利益来吸引重整公司的管理层。债权人与管理层签订一份称之为“留任奖金”的协议,奖金数额根据债务人重整的速度或者出售资产的成交价格而定,比起 20 世纪 80 年代的做法,债权人对债务人管理人员采取了截然不同的激励措施。

这些重整案件在契约方面的变化与发展改变了破产的特质,这种行事方式的变化已经超出了契约本身。虽然破产法没有正式授权债权人撤换重整公司的董事,但债权人事实上逐渐行使了对公司董事的控制权。董事们现在更可能对债权人的要求作出积极回应,因为债权人对他们有种微妙的威胁,即“早晚我们就是公司的主人,到时我们可以不推选你,那么你就必须走人”。^②

下列各小节简要描述和解释了这些重整制度下公司治理的新发展。

^① 最近的航空公司破产案件是一个最好的例子,如美国航空和联合航空的破产案。在联合航空破产案中,贷款方成本削减计划使得公司进行了几次大裁员。参见 Susan Carey:《作为成本削减战略的一部分,UAL 将裁减 1500 名员工》,载《华尔街日报》2003 年 1 月 6 日,第 A3 版(报道了联合航空为了满足融资目标要求,计划裁减 14% 员工)。美国航空的主要重整融资放贷人要求对美国航空清算,除非劳工联盟同意削减工资,参见 Micheline Maynard:《美国航空的主要重整融资的放贷人对最终结果形成威胁》,载《纽约时报》2002 年 12 月 7 日,第 C1 版。

^② 参见 Jared Sandberg & Joann S. Lublin:《谁在操控世通公司?》,载《华尔街日报》2002 年 10 月 16 日,第 B1、B4 版(本文引用了破产律师 Evan Flaschen 的话)。

一、经营债务人的融资：债权人的新型权力工具

当评论家将第 11 章与其他国家的公司重整法律加以比较的时候，更多人指出经营债务人融资对第 11 章有至关重要的裨益。最关键的规定是第 364 条，^① 这条规定授权破产法院给予那些愿意向重整债务人提供新贷款的融资人优惠性的“红地毯待遇”。首先，法院可以将那些给予经营债务人的贷款作为案件的管理费用，这样在受偿的优先次序上仅仅劣后于现有的担保放贷人；其次，如果债务人还拥有没有被设置担保抵押的资产，法院可以为经营债务人的放贷人在这些资产上设置担保债权，这样放贷人就具备和重整公司的担保债权人同样的优先受偿权；最后，如果债务人所有的资产都设置了担保，第 364 条为经营债务人的放贷人提供了一项引人注目的权利：法院可以授予经营债务人的融资人所谓的“优先留置权”，也就是在同一担保品上比现有的担保物权还要优先的一种担保物权。

经营债务人融资可以追溯到一个世纪以前的衡平法破产管理，这种制度适用于重组经营不善的铁路公司，它影响了美国第一批大企业的重组。^② 为了进行短期融资，从而向供应商和其他主要债权人付款，法院创设了一种叫做接管人资格的融资方法，^③ 接管人资格制度赋予给那些向濒临破产企业^④ 提供新贷款的投资人一种特别优先权——有时候甚至优先于优先留置权，这使得那些即使负债最重的铁路公司也可以筹集资金，在重组过程中支付短期费用。^⑤

与现在的重整债务人的放贷人完全不同，在一个世纪前，根据接管人资格制度融资的债权人不会明显地介入濒临破产公司的治理，更重要的角色是公司的投资银行——通常是 J·P·摩根、Kuhn、Loeb 或者其他的业内机构。

① 参见《美国破产法典》第 11 章第 364 条（2000 年）。

② 公司资产衡平接管，参见拙著：《债务的支配：美国破产法的发展史》，第 49～70 页。

③ 有关法院批准接管人资格制度的例子，参见案例 Meyer v. Johnson, 53 Ala. p. 237 (1875)。

④ 同前注第 354 页。

⑤ 有关探讨接管人资格制度在处理艰难的债务问题所起的作用，参见 Peter Tufano: 《经营失败、司法干预和金融变革：重建美国 19 世纪的公路事业》，71 Bus. Hist. Rev. 1, 8～9 (1997)。书中讲述了接管人资格制度是一种迅速筹集现金的方法，但是不能解决长期的资金需求。在同时期，法院允许债务人以现金的形式清偿给供应商，尽管依据所谓的“六个月规则”，高级债权人对铁路公司的收入享有留置权。参见 James Byrne: 《在某种公司融资、重组和管制的立法阶段，美国法院对铁路抵押物的没收权》，第 77 页，第 124 页 (1917)（探讨了在六个月内产生的追索权所享有的优先权的情形）。随着接管人资格制度的出现，“六个月规则”保证了供应商不会断绝债务人的希望。

投资银行与他们的律师一起设立委员会,代表其以前认购的股票或者证券,与债务人的管理层协商重组的条款,并借助重整方案筹集资金。^①筹集资金的方法一般是发行与重组有关的新股票和债,而“认购者”就是公司现有的股东和债权人,他们通常按照估定的价值提供资金,作为回报他们对重组后的铁路公司仍然享有权益。^②

为了理解为什么今天的破产申请后融资者参与公司治理的程度远胜于他们的前辈,也就是接管人资格制度中的投资者,我们需要了解另外一个历史细节:在 20 世纪 30 年代,为了抵制华尔街的影响力,新政改革运动者们将华尔街的投资银行和律师从大规模重组业务中撵了出来。^③主要由后来的联邦最高法院法官威廉·道格拉斯起草的《钱德勒法》第 10 章帮助他们实现了这个目标。它规定由法院指定的破产管理人代替债务人的管理人员,并且禁止在破产之前已经成为债务人代表的银行和律师插手破产程序。^④此后,大型公司破产案件的数量急剧下降,^⑤华尔街在公司重整中的影响也销声匿迹了几十年。

自 20 世纪 30 年代以来,大型公司重整的融资主要通过债务人的未分配利润和银行贷款来完成。由于公司债务人在案件的程序中不需要清偿破产前的债务,他们可以把资金存储下来。但是即使他们不需要立即清偿,他们也要从银行或者其他放贷人处筹措新的资金。而筹集的资金通常来自于债务人破产前就已经向其提供贷款的银行,这样的贷款通常要求债务人提供担保。因此,在公司债务人使用新的资金之前必须办理现金抵押手续,这种抵押旨在债务人使用该项现金时对银行提供担保。^⑥

请注意破产融资所发生的戏剧性变化:银行在 19 世纪和 20 世纪早期在

① 参见拙著:《债务的支配:美国破产法的发展史》,第 58~59 页(解释了在 19 世纪后期铁路重组中投资银行所起的作用)。

② 参见 Tufano, 同前页注⑤,第 10~19 页(描述了 19 世纪联邦法院设定低廉而令人不悦的价格,以迫使股东同意支付评估费用的发展趋势)。

③ 有关探讨新政时期的破产法改革情况,参见拙著:《债务的支配:美国破产法的发展史》,第 109~127 页。

④ 1938 年的《钱德勒法案》ch. 575, 52 Stat. 840, 888 [被 Pub. L. No. 595~598, tit. IV, 401 (a), 92 Stat. 2549, 2682 (1978) 所废止]。钱德勒法案要求重整案件中要有不具有利益关系的强制受托人、律师、保险人和银行家各一名。

⑤ 参见拙著:《债务的支配:美国破产法的发展史》,第 125 页(文章提及了大规模重组案件的数量由 1938 年的 500 多例减少到 1944 年的不足 100 例)。

⑥ 参见《美国破产法典》第 11 章第 363 条(2000 年)(明确了受托人在清算以及在重组案件中就财产的使用、出售或者出租问题所具有的权利和职责)。

破产程序中居于主导地位，而他们现在又重新掌握了局势。但是现在我们所指的是不同类型的银行，在衡平法破产管理制度盛行的时代，投资银行操纵了破产，与之相比现在统治破产融资的是商业银行。^①

在过去的十年当中，破产申请后的融资变得比以前任何时候都更重要了。^② 在 20 世纪 80 年代，申请破产的大型企业通常有大量的无担保债务，而担保债务相对较少。因此，当他们申请破产时，由业务产生的现金一般都没有附带担保权，债务人可以使用这些现金，为重组活动提供资金。而现在，申请破产的大型公司在破产前一般都负担了很多担保债务，这样就只有较少的现金可用于破产程序。面对破产申请后融资的迫切需求，以及债权人对第 11 章程序的担忧，放贷人便利用了经营债务人融资的概念来改进第 11 章的破产程序。

美国航空公司破产案的融资是体现这种新趋势的典型例子。在重组开始的时候，美国航空公司与阿拉巴马退休系统（Retirement Systems of Alabama）签订了协议，借入了总额为 74000 万美元的资金，其中 24000 万美元是在起初的时候借入的，3 亿美元在案件进行过程中借入，另外 2 亿美元是在美国航空公司将要完成第 11 章重整程序的时候借入的。通过在董事会的 12 个席位中占有 5 席，同时获得了重组后新公司 37.5% 的股份期权，^③ 放贷人确保了它对航空公司的治理的影响力，为破产后接管公司铺平了道路，^④ 美国航空的重整融资因此也是对公司的部分收购。在很多情况下，出借人并没有接管公司的打算，但是即使是在这种情况下，出借人也常常利用重整债务

① 应当注意的是投资银行在第 11 章中并非不起任何作用。相反，它们的作用相当明显，而且它们能起到如顾问和便利资产交易的作用，而并非作为担保人。我还要指出的是 20 世纪早期的投资银行，如摩根大通及它的同行，也都从事商业银行业务。但是他们在公司重组中所起的作用主要源自它们的投资银行业务部门。

② 要获取重整债务人融资得以广泛使用的的数据，参见 Sris Chatterjee 等：《破产保护融资案件 7》（2001 年 5 月 31 日）（未公开发行的手稿，已取得作者的同意），发现获得融资的重整公司数量在 20 世纪 90 年代迅速增加，从 90 年代早期的 27% 增加到 90 年代后期的 46%。

③ 参见 Micheline Maynard：《美国航空的主要重整融资的放贷人对最终结果形成威胁》，载《纽约时报》2002 年 12 月 7 日，第 C1 版（探讨了阿拉巴马州退休系统——美国航空重整融资的主要放贷人，要求工会削减工资和福利，以避免航空公司被清算的案例）。

④ 同前注。Alabama 养老基金随后商讨再控制额外的两名或者更多的董事（数量变成七名），并同意在美国航空占有 36% 股份时，降低自己的股权利益。

人融资协议限制债务人管理层的自由。^① 如果说债务人破产申请后融资的条款通常调整了第 11 章破产程序的过程，甚至是结果，这并非言过其实。

二、让管理人员看到现实的利益：第 11 章的高级管理人员薪酬

债权人的另一种新型治理手段是高管人员薪酬。通过重整债务人融资协议，债权人凭借简单明了的目标防止管理人员在破产时慢慢耗费掉公司的价值。在有切实的措施保证债务人的管理人员会保持而不是浪费企业价值之前，通常要说服他们继续留任。

管理人员的薪酬安排专门用于解决这些问题。首先是让管理人员愿意和破产公司同舟共济，鼓励管理人员在破产期间留任的报酬通常叫做留任奖金。^② 不难理解为什么债务人的管理人员会欢迎这种留任奖金的做法，事实上恰恰是债务人的管理层会提出这样的建议。另一方面，从债权人的角度来说，作出批准这种奖金的决定要更复杂一些，毕竟，要请求这些将公司带入破产的管理人员继续用心工作多少有点奇怪。尽管债权人有所保留，但是他们还是逐渐认为付钱让债务人的现任管理人员留下来相对更好，^③ 因为这些原来的管理人员相对更了解业务，而聘请新的管理人员并培养他们直到能胜任工作的过程很漫长，而且会导致内耗。据某个薪酬专家说：“留任奖金的普遍使用是 90 年代初经济低潮以来的转变……”。^④ 虽然在 20 世纪 80 年代

① 例如，最近的经营债务人融资协议要求：如果他们在案件的头几个月内不能创造利润，债权人就要出售特定的资产或者进行清算。这种情况在 FAO Schwartz 破产的临时融资协议有一个特别详尽的说明：这个协议要求将公司清算，除非债务人在 2003 年 2 月 4 日前确定了重组方案。参见 FAO 有限公司：《重组方案要求关闭 83 家商店》，Chi. Trib.，2003 年 2 月 4 日，第 2 页（总结了 FAO 有限公司的重组方案，并描述了 FAO 如何需要法院批准方案，以便防止公司清算）。更为一般的情况是，放贷人要求债务人满足特定的现金流目标，作为在循环信用协议下扩大信用的先决条件。例如，在联合航空破产案件中，这些现金流目标是专门为了迫使联合航空与劳工在谈判中进一步妥协。参见 Marilyn Adams：《联合航空制定低成本承运方案的旅程》，载《今日美国》2003 年 3 月 14 日，第 B3 版（描述了联合航空如何计划违反劳动合同，而去满足重整融资的放贷人设定的现金流目标）。

② 参见 Ann Davis：《需要额外的现金吗？为第 11 章请愿》，载《华尔街日报》2001 年 10 月 31 日，第 C1 版（报道了现今重建案件中的“预留”和“留任”奖金受欢迎的状况）。

③ 在最近的一些案件中，重整企业的管理人员都是在破产申请之前或者稍后随即引入的帮助重整企业的高管人员。

④ 参见 Ann Davis：《需要额外的现金吗？为第 11 章请愿》，载《华尔街日报》2001 年 10 月 31 日，第 C1 版（引用了 David R. Williams 的话，他是一位在普华永道会计师事务所工作的重整和公司管理层薪酬专家）。

末和90年代初的一些案件中采用了留任奖金（例如联合百货破产案—Federated Department Stores），“在目睹了零售和电器连锁业的主要管理人员的跳槽风潮后，大部分债权人才开始重视并更多地采用这种方法。”^①

几乎所有近几年的大型公司破产都采取了留任奖金的措施（虽然不时会产生争论）。例如在世通案中，债务人向法院申请一项方案，拟用总额为2500万美元的资金向世通公司的329名关键职员发放奖金，每个人的额度从2万美元到12.5万美元不等，而法院批准了这个方案。^② 法院在安然和凯马特（Kmart）的破产案中也批准了类似的奖金计划。^③

如今，仅仅向管理人员支付留任奖金尚不足以保证他们会有效率地重组公司。^④ 破产奖金的第二个创新是业绩奖金，现在已经开始在破产案件中发挥作用。在新近的案件中，债权人坚持管理人员的奖金要和公司重整的进展挂钩，而不是按照第11章的法律规定简单地向管理人员支付薪金。对于快捷处理案件的管理人员，最直截了当的奖励办法就是或多或少地要根据公司

① 同前注。

② 参见 Rebecca Blumenstein:《世通案的法官批准员工劝留方案》，载《华尔街日报》2002年10月30日，第B3版。

③ 参见 Lorene Yue:《Kmart，为新老板筹集资金》，载《底特律自由报》2002年4月5日，第A1版[介绍了凯马特公司（Kmart）用于留住主席和首席运营官 Jim Adamson 的奖金方案]；参见 Frank Ahrens:《安然申请新奖金和辞退方案》，载《华盛顿邮报》2002年3月30日，第D13版（描述了安然案中的奖金方案）。在某些案件中，债权人同意直接支付留任奖金。在华盛顿国际集团（简称 WGI）破产案件中，债务人重整融资的放贷人同意为490名重要员工（部分员工可以收到达二千九百万美元之巨的奖金）提供成功收购 WGI 的资产后所组成的新公司的所有股份作为奖金。尽管该方案在 WGI 员工（不包含在本方案中的员工）引起了恐慌，但是法院仍然通过了该奖金方案。

④ 正如我们在 Kmart 破产案中看到的一样，除非奖金分期支付，否则不能保证管理人员会留下来。参见 Hawke Fracassa & Karen Talaski:《Kmart 调查它的前任高管人员》，载《底特律新闻报》2002年5月3日，第A1版（描述了一名 Kmart 的采购管理人员收到了75万美元留任贷款，然后就离开了公司）。