

# 重要國家因應金融危機之企業再生機制

高 超 陽

## 摘 要

金融危機下，為促使金融體系早日恢復穩定，儘速處理金融機構之不良債權相當重要。惟在大規模處理不良債權的過程中，可能導致財務困難企業發生連鎖倒閉。財務困難企業中，可能包括了許多事業多角化失敗，但本業收益仍佳，且擁有優秀技術及具未來前景的企業。上述企業，如因暫時的財務困難而導致破產，對於全體經濟社會的生產活動、產業的持續發展，以及就業將造成重大的損失。因此，金融危機受害國在致力於處理金融機構不良債權之同時，如何亦能兼顧企業的生機亦成為重要的課題之一。

對問題企業雖可依法進行重整，但經由司法程序處理，企業商譽將受損、商品的供應能力大幅下降，經營基礎將嚴重損毀。而且，金融危機下，全體經濟社會正面臨嚴重的動盪不安，不良債權大幅擴增，司法程序冗長繁瑣處理緩不濟急。因此，金融危機受害國大多利用正規司法程序外的企業再生機制（corporate workouts），由債務企業提出再生計畫，並在有利於債權人的前提下，協助有持續經營價值的企業進行重整。此一再

生機制可以由民間自行推動，但金融市場及技術較差的國家，則需要政府介入才能獲得成效。

於1990年代曾經經歷金融危機的瑞典、芬蘭等北歐國家，或亞洲的韓國、馬來西亞、泰國及印尼，即是由政府出資設立的資產管理公司大規模進行企業再生工作。同時，中央銀行也配合推動「倫敦處理原則」（London Approach），積極扮演債權金融機構與債務企業間的中立仲裁者角色，協助企業再生工作的順利推動。事後來看，上述國家執行企業再生之後，不僅提高了不良債權的回收金額，對於抑制不良債權新增，儘速穩定金融體系，以及降低失業率、促進產業的持續發展亦有很大的助益。

從瑞典等國對銀行債務企業之處理經驗來看，建構企業再生機制的成功條件，首先需事先建構有效的不良債權收購機制，注意事項包括：（1）收購價格宜反映公平市價；（2）建立收購價格與出售價格間差距的事後調整機制，避免金融機構面臨二次損失風險；（3）收購對象的選擇宜考慮公平性及便

於迅速處理。其次，需建構促使企業再生順利運作的環境，注意事項包括：（1）保全債務企業的資產為首要條件；（2）提供債務企業必要的營運資金；（3）善用外資金融機構，累積企業再生的專業知識等。

我國銀行之逾期放款中，有近 60% 屬企業放款。對一般民眾的房地產抵押放款而言，為求回收價值之極大化而以最高的價格出售抵押品，處理程序尚屬單純。但對企業逾期放款而言，僅單純清算企業資產對債權人不一定最為有利。政府為輔導企業正常營運，避免少數企業危機，造成金融經濟波動現象，於 87 年至 89 年間曾成立協助企業經營資金專案小組，協調金融機構配合企業到

期債務展延。惟部分債務企業藉此脫產賴債，形成嚴重的道德風險，不但對解決債務企業問題助益不大，更影響銀行因配合政策而無法確實做好資產負債的管理，產生流動性風險問題。職是之故，未來我國金融重建工作，似宜仿效美國的 RTC，同時善用市場機制及民間資源，協助民間部門擴大參與企業再生活動，由銀行、AMC 或企業購併基金、企業再生基金等扮演公正、專業之第三人，協調、主導企業的再生事務，有助於再生工作之合理化及加速處理企業不良債權，建構一個常設而且有秩序及效率的司法程序外之企業再生機制。

\*\*\*\*\*

## 一、前言

金融危機下，為促使金融體系早日恢復穩定，儘速處理金融機構之不良債權相當重要。惟在大規模處理不良債權的過程中，可能導致財務困難企業發生連鎖倒閉。財務困難企業中，可能包括了許多事業多角化失敗，但本業收益仍佳，且擁有優秀技術及具未來前景的企業。上述企業，如因暫時的財務困難而導致破產，對於全體經濟社會的生產活動、產業的持續發展，以及就業將造成重大的損失。因此，金融危機受害國在致力於處理金融機構不良債權之同時，如何亦能

兼顧企業的生機亦成為重要的課題之一。

於 1990 年代曾經經歷金融危機的瑞典、芬蘭等北歐國家，或亞洲的韓國、馬來西亞、泰國及印尼，政府除出資設立資產管理公司（AMC）收購不良債權外，並大規模進行企業再生工作。同時，中央銀行也配合推動「倫敦處理原則」（London Approach），積極扮演債權金融機構與債務企業間的中立仲裁者角色，協助企業再生工作的順利推動。事後來看，上述國家執行企業再生之後，不僅提高了不良債權的回收金額，對於

抑制不良債權新增，儘速穩定金融體系，以及降低失業率、促進產業的持續發展亦有很大的助益。

本文之目的旨在以企業再生的觀點，探討瑞典、芬蘭及韓國、馬來西亞等國處理不良債權的經驗，進一步分析企業再生機制順利運作的必要條件，以提供當局執行金融重

建之參考。全文共分六節，除本節前言外，第二節探討不良債權處理與企業再生的關係；第三、四節介紹瑞典、芬蘭及韓國、馬來西亞等國企業再生的經驗；第五節分析企業再生機制順利運作的必要條件；第六節則是本文的結論與建議。

## 二、銀行債務企業之處理與企業再生機制

有關銀行之不良債權企業客戶的最終處理，可依正規司法程序處理，或以司法程序外的企業再生機制（corporateworkouts）進行（註1）。經由正規司法程序處理時，有破產及聲請重整兩種處理方式：（1）破產在於清算陷入財務困難公司，處分其財產，使債權人能公平獲得清償；（2）相較於破產，由債權人向法院聲請重整，在司法機關的監督下，讓暫時財務困難的公司得以藉由重整開創企業生機。雖然，目前各國大多已制定有破產及重整的相關法律，但經由司法程序處理，企業商譽將受損、商品的供應能力大幅下降，債務企業的經營基礎將嚴重損毀。而且，金融危機下，全體經濟社會正面臨嚴重的動盪不安，不良債權大幅擴增，司法程序冗長繁瑣處理緩不濟急。因此，金融危機受害國大多利用正規司法程序外的企業再生機制。

藉由司法程序外的企業再生機制處理時，再生的對象必須符合以下基本條件：

（1）該債務企業有持續經營的市場價值；  
（2）企業再生計畫對於債權人具有經濟的合理性；（3）該債務企業能夠提出合理的再生計畫。但相較於正規司法程序處理，企業再生機制亦有其弱點：（1）對債權人的權益而言，該機制無法就再生計畫的經濟合理性與適當性提供明確的保證；（2）該機制未具備限制清償等保全債務企業資產的法律效力，無法對抗債權人行使擔保權；（3）由於該機制未具備法律約束力，債權人經表決，多數不同意企業再生計畫時，再生計畫將無法執行等。

1980年代後期，美國政府面對儲貸協會（S & L）危機時，設立了整理信託公司（Resolution Trust Corporation，RTC），著眼於優先處分金融機構的不良資產，企業再生工作則委由民間部門執行。而於1990年代曾經經歷金融危機的瑞典、芬蘭等北歐國家，或亞洲的韓國、馬來西亞、泰國及印尼，政府除出資設立AMC收購金融機構的不

良債權外，並大規模支援事業多角化失敗，但本業收益仍佳，且擁有優秀技術及具未來前景之債務企業的再生工作。瑞典等國政府介入企業再生的理由可歸納為以下兩點：

第一、瑞典等國面對的是系統性金融危機。在系統性金融危機下，全體經濟部門的風險承受能力已大幅下降，因此處分不良債權的進度相當緩慢。再者，如大規模處分作為擔保品的不動產，亦可能加重資產價格下挫的壓力。例如，韓國的公營資產管理公司 KAMCO 以美國的 RTC 為範本，最初的經營方針是早期處分不良債權，之後則轉為強化企業再生機制；瑞典的公營資產管理公司 Securum，不僅以處理不良債權為目標，更肩負防範金融機構競相出售不良債權，以安定資產市場之任務。

第二、民間部門對於企業再生的專業知識及累積的經驗不足。由於瑞典等國的資本市場尚未成熟，無法如美國的 RTC 可運用各種方式處分不良債權。因此，為儘速解決不良債權問題，由政府積極推動企業再生是必須的。韓國及馬來西亞政府強力推動企業再生，結果大幅縮減了不良債權的處理期間。

亞洲金融危機受害國由政府積極介入企業再生，其方式除了藉由 AMC 之外，亦仿效英國的「倫敦處理原則」，由中央銀行積極扮演債權金融機構與其債務企業間的仲裁者角色，協助企業再生工作的順利推動。

#### （一）由資產管理公司執行企業再生工作

AMC 設立的目的是在於承受金融機構的不良債權，再依不同情況以最佳的方式處理，例如出售、處分擔保品後回收、或經由企業再生後出售等，以求取最高的回收率。AMC 可由民間出資設立，或為因應金融危機由政府出資設立。設立 AMC 處分不良債權的優點可歸納為以下三點：（1）不良債權交由 AMC 處理，金融機構的資產負債表可立即獲得改善，而專注於本業的經營；（2）可專業且效率地處理不良債權；（3）較易以客觀立場評估不良債權，可提高不良債權的透明度。

金融危機下，體質較差的金融機構陸續陷入經營危機，從儘速穩定全體經濟社會及金融體系的觀點，由政府出資設立 AMC 的優點較大（註 2）。政府設立的公營 AMC 依其債權回收的方針不同，可分為企業再生型及早期處分型兩類（註 3），例如瑞典的 Securum（1992 年）、芬蘭的 Arsenal（1993 年），以及韓國的 KAMCO（1997 年）、馬來西亞的 Danaharta 屬企業再生型；美國的 RTC、墨西哥的 FOBAPROA、西班牙的存款保證基金及菲律賓的資產民營化信託（APT）則屬早期處分型。但是，此二類型公營 AMC 均以最高金額回收，降低公共資金及金融機構的處理成本為目標。惟相對上，企業再生型的公營 AMC 主要著眼於防範金融機構競相以偏低的價格處分不良債權，且希望藉由執行企業再生來提高回收金額。

## (二) 中央銀行配合推動「倫敦處理原則」

### 協助企業再生

「倫敦處理原則」顧名思義係發源於英國的倫敦。1970年代中期英國面臨戰後最嚴重的經濟衰退，企業發生大規模破產。惟破產企業中，許多尚擁有優秀技術及競爭力的事業部門，若經由企業再造仍有繼續經營的價值。再者，個別金融機構亦思考是否能提高不良債權的回收以降低損失。此一環境下，不立即向法院聲請破產，而由債權人及債務人協商制定企業再生計畫乃逐漸形成共識。立場中立且受到信賴的英格蘭銀行自然扮演起促使債權金融機構協商順利進行的仲裁者角色，惟不具有法律效力（註4）。藉由「倫敦處理原則」，在債權人及債務人的合作下，不但救援了許多有希望的企業，對於維持產業的持續發展，及確保就業機會亦有很大的助益。

英格蘭銀行對「倫敦處理原則」的定義如下（註5）：

1、債權銀行在債務企業陷入財務危機時，應持續給予必要的支援。換言之，債權銀行將繼續給予融通，且不指定破產清算人（receiver）。

2、對於債務企業未來的相關決策，全體債權銀行及企業再生計畫的利害關係人必須基於共有的資訊。

3、債權銀行應經由協商達成對債務企業的財務支援及相關條件。

4、即使承認債權的優先順位，同一項目亦可能出現所有債權人以相同條件處理之情形。

迨入1990年代，伴隨國際化及直接金融之盛行，於英國的國際企業再生案例大幅增加，以前僅限於英國銀行業及英格蘭銀行參加的企業再生協調會議，逐漸有非屬於英國的銀行業或債券持有機構等各種債權人加入。由企業再生專家所組成的破產專業人士國際協會（INSOL；International Federation of Insolvency Professionals）乃延續「倫敦處理原則」之精神，制定了八項全球性原則（Principles for A Global Approach to Multi-Creditor Workouts），以提供債權人及債務企業進行企業再生時之準則，其要點如下（註6）：

1、債務企業被判定面臨財務困難之後，債權人應設定債務暫停償還期間（Standstill Period），且於期間內，對債務企業所發生的問題加以掌握及評估，並制定問題的處理方案。

2、債權人於債務暫停償還期間，須避免回收債權或減少債權金額之行為。相較於其他債權人，有避免蒙受損失之權利。

3、債務人於債務暫停償還期間，須避免請求債權人減少債權回收金額之可能行為。

4、債權人之利益，依據債權人間協調後的因應方案而獲得確保。為實現債權人之利益，除設置以債權人間協商為目的的委員會

之外，必要時可聘請有企業再生專業知識的顧問，來協助企業再生計畫之進行。

5、債務暫停償還期間，債權人為評估債務人之財務，債務人須提供債權人或企業再生顧問相關財務及營運之資訊。

6、為促進企業再生，債權人必須負擔損失時，債權人間之負擔分配，須依據法律規定，及債務暫停償還期間起始日債權餘額之比率。

7、上述資訊或促進企業再生之相關提案，由全體債權人共有，對非關係人不得公開。

8、對債務企業追加融資時，追加融資部分可優先受償。

相較於英格蘭銀行採取不直接介入的態度，僅扮演促使債權金融機構協商順利進行的仲裁者角色，亞洲金融危機受害國的中央銀行或政府則積極推動「倫敦處理原則」，並設立協調委員會協助企業再生工作的順利進行，對於金融的早期穩定及總體經濟的復甦助益頗大。至於推動的方式與協調委員會所扮演的角色，則因國情不同而有所差異。韓國著眼於債權人之間的協商，於金融監督委員會的指導下，促使金融機構簽訂企業再生協定（Corporate Restructuring Agreement），設立企業再生協調委員會（Corporate Restructuring Coordination Committee，CRCC）進行協商工作。馬來西亞於中央銀行

之下設立企業債務重整委員會（Corporate Debt Restructuring Committee，CDRC），積極參與民間債務重整及企業再生的協調工作，對於採不合作態度的債權人，由 Dana-harta 強制買收其持有之不良債權。泰國也由中央銀行居中協調，促使債權人之間，以及債權人與債務人之間，協商達成具法律效力的再生計畫。印尼於金融危機初期，曾公布民間債務處理原則，惟企業再生進度緩慢；2000 年以後，對於合作的債務人給予較優惠的條件，不合作的債務人則依法強制其進行重整。有關上述東亞四國推動企業再生計畫的情況，請參表 1。

至於未面臨嚴重金融危機，但金融體系持續不安的日本，為處理伴隨金融機構龐大不良債權及企業超額負債而來的長期景氣低迷，亦於 2001 年 9 月配合日本政府實施的緊急經濟對策，由金融界、產業界及專家學者，仿效 INSOL 的八項原則，制定了「司法程序外企業再生的處理指導原則」，積極進行企業的再生工作（註 7）。

以下，以企業再生的觀點，探討以公營 AMC 主導企業再生計畫的瑞典、芬蘭，以及公營 AMC、「倫敦處理原則」同時並行的韓國、馬來西亞，處理企業不良債權的經驗，並進一步分析企業再生機制順利運作的必要條件。

表 1 亞洲國家推動債務企業再生計畫之情形

|                              |                    | 韓國                  | 馬來西亞                | 泰國                     | 印尼                  |
|------------------------------|--------------------|---------------------|---------------------|------------------------|---------------------|
| (一)<br>企<br>業<br>再<br>生      | 協調委員會              | 企業再生協調委員會<br>(CRCC) | 企業債務重整委員會<br>(CDRC) | 企業債務重整諮詢委員會<br>(CDRAC) | 企業再生協調委員會<br>(CRCC) |
|                              | (設立時間)             | 1998年7月             | 1998年8月             | 1998年6月                | 1998年9月             |
|                              | 申請件數               | 104                 | 53                  | 721                    | 323                 |
|                              | 受理件數               | 93                  | 27                  | 406                    | 157                 |
|                              | 實際執行件數             | 46                  | 10                  | 157                    | 26                  |
|                              | 重整債務的比率<br>(按金額計算) | 40%                 | 32%                 | 22%                    | —                   |
| (二)<br>經<br>法<br>院<br>重<br>整 | 申請件數               | 48                  | 52                  | 30                     | 88                  |
|                              | 受理件數               | 27                  | 34                  | 22                     | 78                  |
|                              | 實際執行件數             | 19                  | 12                  | 8                      | 8                   |
|                              | 重整債務的比率<br>(按金額計算) | 8%                  | -                   | 7%                     | 4%                  |

資料來源：依據 Meyerman (2003) 的資料作成，研究期間為 1998 年至 1999 年 9 月；轉載自內閣府 (2003)。

### 三、北歐金融危機受害國的企業再生經驗

#### (一) 瑞典

瑞典於 1980 年代經濟景氣持續熱絡，加以實施放寬放款利率及放款金額上限等金融自由化措施，結果導致金融機構激烈的放款競爭，房地產價格及股價飆漲。迨入 1990 年代，景氣逐漸降溫，1992 年起房地產價格大幅滑落，金融機構的不良債權大幅擴增。

1992 年大型銀行相繼陷入危機，瑞典政府為保護存款人及債權人，宣布挹注財政資金，全額保障銀行的存款及債務。瑞典政府委託外國管理顧問公司，以透明化的方式詳

加評估申請支援銀行的財務狀況，將無法自主重建的 Nord 銀行暫時國有化，並設立資產管理公司 Securum 承受大部分的問題債權並專責處理。未接受政府支援的銀行，亦自行設立 AMC 處理不良債權。

#### 1、政府出資收購不良債權

Securum 由 Nord 銀行融資 270 億瑞典幣及政府出資 240 億瑞典幣於 1992 年成立，主要承受 Nord 銀行的不良債權。Securum 以 500 億瑞典幣收購 Nord 銀行帳面價值 670 億 (占 GDP 的 4.6%) 的不良資產。Securum 的

營運有以下三個特色：

第一、Securum 是專為承受 Nord 銀行的不良債權而設立的 AMC，與美國的 RTC 及亞洲金融危機受害國政府所設立的公營 AMC 不同。

第二、Securum 收購的對象集中於較易發揮管理或處分效益的大型債權（1,500 萬瑞典幣以上），或結構複雜的債權（包括數個國家參與經營的企業）。

第三、Securum 的股權由政府持有屬國營企業，但業務執行具高度獨立性。除由企業界代表組成監督委員會外，並透過公布業務報告書等方式，以確保營運的透明性，並致力於對外界說明與溝通。

## 2、企業再生機制

Securum 執行的企業再生工作可歸納以下三個特色：

第一、瑞典的經濟規模小，不良債權的擔保品如被競相出售，將導致房地產價格持續下跌。因此，Securum 不將取得之不良債權單純地出售，而係致力於將所收購的不良債權提高附加價值之後，再以合理的價格出售。

第二、為迅速執行企業再生，Securum 依據取得資產的種類及業別設立子公司，並聘任專家執行企業再生。

第三、Securum 辦理的業務相當廣泛，包括運用以債作股（debt equity swap）方式取得債務企業之經營權，協助債務企業經營

之效率化、出售虧損之事業資產，以及辦理合併或購併的仲介業務，必要時亦可挹注資金以強化債務企業的資本結構。至於企業再生的方式，則依據個別案例有不同的選擇，根據研究顯示，藉由企業再生，債務企業的生產成本下降，商品的價格及品質皆有所改善（註 8）。

Securum 大量雇用了了解債權狀況的 Nord 銀行員工，雖可能發生利益衝突，但由於處理的標的大部分屬回收無望的債權，且所雇用的 Nord 銀行員工並非授信人員而是管理人員，故無此疑慮。此外，Securum 並根據不良債權的種類，聘用律師、金融會計專家、外國的企業管理顧問公司，以及各行各業的專家。

## 3、企業再生的成效

瑞典的經濟於 1993 年之後逐漸復甦，1995 年起大型銀行轉虧為盈，11 月瑞典政府宣布終止對銀行的支援措施，順利脫離金融危機。處理此次金融危機，瑞典政府總計投入 635 億瑞典幣（占 GDP 的 4.4%），而處分不良債權的回收金額為 670 億瑞典幣。Securum 能於短期間內以較高的回收金額成功處分不良債權，除因低利率帶動房地產價格回升外，有效地執行企業再生亦功不可沒（註 9）。

## （二）芬蘭

芬蘭的經濟情況與瑞典相似，1980 年代實施金融自由化，銀行放款大幅擴增，導致

後期發生股市及房地產泡沫，特別是儲蓄銀行於籌資工具多樣化後大幅擴增對房地產授信。1988年因芬蘭中央銀行緊縮貨幣政策促使經濟泡沫崩潰，加以嗣後之蘇聯瓦解以致對東歐出口遭受重大打擊，遂陷入嚴重的經濟衰退。

由於高利率及資產價格下跌，1991年9月扮演儲蓄銀行的中央銀行功能的Skop銀行爆發危機，金融體系陷入不安。芬蘭政府除決定暫時將Skop銀行交由中央銀行管理外，並於1992年事先對全體銀行挹注80億芬蘭幣的財政資金（占GDP的1.6%）。再者，芬蘭政府針對金融危機設立政府保證基金（Government Guarantee Fund）。政府保證基金為支援因大規模對不動產融資及投資股票而陷入經營危機的41家儲蓄銀行，1992年6月促使其合併為芬蘭儲蓄銀行（Savings Bank of Finland）。政府保證基金對芬蘭儲蓄銀行挹注財政資金並對其債務保證支援其繼續營業，但也招致民間對公平性之質疑。因此，芬蘭政府於1993年10月將該銀行解散，健全資產分別售予四大銀行，並設立資產管理公司Arsenal承受其不良債權。

#### 1、政府出資收購不良債權

Arsenal於1993年11月由政府及政府保證基金共同100%出資成立，為確保業務執行

的獨立性，由民間兩人，及財政部、經濟部指派四人，共同組成委員會。業務監督方面，由政府保證基金、審計部及議會任命之監察人共同監督。Arsenal收購不良債權的方式，係藉由數次公共資金的挹注，逐步購併各家銀行原先成立的AMC。而購併的過程中，不論不良債權的種類及規模俱被全數收購。

#### 2、企業再生機制

Arsenal將所收購不良債權的債務企業，委由外部的企管顧問公司進行評估，以判斷藉由短期的財務支援是否可促使企業再生。如判定有再生的可能性，Arsenal大多藉由以債作股方式取得經營權，之後著手進行企業再生。Arsenal所扮演的角色除於企業再生期間提供新的融資、債務保證、購入票據及資產負債管理等金融業務外，亦涵蓋仲介合併等企管顧問工作。另外，對取得之不動產進行管理、租賃等業務。

#### 3、企業再生的成效

芬蘭經濟於1994年起快速復甦，Arsenal對於不良債權的管理及處分對於經濟的快速復甦有相當的助益。由於Arsenal所收購的不良債權多數與不動產相關，加以獲得財政資金的充分支援，及採用專業人才，業務運作順利。但是，Arsenal不分種類及規模收購不良債權，則增加效率處理的困難度。

### 四、亞洲金融危機受害國的企業再生經驗

#### （一）韓國

伴隨亞洲金融危機，韓國的金融機構發

生巨額的不良債權，1997年11月韓國政府為處理韓國開發銀行（KDB）的不良債權，仿效美國RTC設立資產管理公司KAMCO。

### 1、政府出資收購不良債權

KAMCO由韓國政府、韓國開發銀行及金融機構分別出資42.9%、28.6%及28.6%，專為收購金融機構不良債權而設立。KAMCO管理的不良資產管理基金（Non-performing Asset Management Fund）於2001年底總金額達21.6兆韓元，其中20.5兆韓元由發行債券取得，1.1兆韓元則自金融機構借入。

KAMCO收購不良債權有三個特色：

第一、收購的不良債權金額相當龐大。截至收購業務結束的2002年11月為止，KAMCO總計收購帳面總額達110兆韓元，相當於2002年GDP之18.4%。

第二、收購對象包括全體金融機構。銀行重建的過程中，KAMCO對於自有資本低於8%被列入整理對象或有條件准許其繼續營運銀行的不良債權全數收購。再者，健全銀行或投資信託公司，如有需要亦可請求KAMCO收購不良債權。

第三、收購價格大幅低於帳面價值。KAMCO成立初期的收購價格較高，有擔保品的債權約為擔保品市場價值的70%，1998年9月以後則降至45%；至於無擔保品的信用放款則為帳面價值的3%，以接近市場價格加以收購。

### 2、企業再生機制

KAMCO除藉由拍賣、直接回收等方式處分不良債權外，亦運用國際競標或發行資產擔保證券（ABS）處分不良債權。KAMCO自1999年於國內首度發行ABS以來，一般金融機構亦增加發行ABS，對不良債權處理的進展相當有助益。

KAMCO設立初期係以美國的RTC為範本，以早期處分金融機構之不良債權為經營方針。但1999年以後KAMCO轉而將經營重點置於致力債務企業再生，以提高不良債權的回收金額。為執行企業再生，KAMCO被賦予短期資金融通及以債作股等新增業務。KAMCO除單獨執行企業再生外，亦將不良債權售予KAMCO與外資投資銀行共同組成之專業企業再生公司（Corporate Restructuring Company，CRC）或企業再生投資公司（Corporate Restructuring Vehicle，CRV）。CRC取得再生對象企業（以中小企業為主）的經營權後，於執行再生工作後再將該企業出售；CRV係作帳公司，再生業務委由其他資產管理公司執行，由於可自國內外投資人募集資金，再生對象企業以大型企業為主。

3、推動「倫敦處理原則」，由民間金融機構主導企業再生

韓國執行企業再生的特色之一，係由民間金融機構主導企業再生計畫。在財務困難企業進入司法程序處理之前，由債權金融機構與財務困難企業共同協商並執行企業再生計畫，包括整理處分子公司、出售資產、減

資及縮小經營團隊等。企業再生機制並無法律基礎，係依據由 210 家金融機構所協商制定的企業再生協定進行。政府則設立企業再生協調委員會提供司法程序外企業再生機制的執行綱領，協助債權人及債務人之間進行協商。依據上述機制，除財務困難企業可繼續接受金融機構的新增融資而維持營運外，對金融機構亦有許多優惠措施，例如降低金融機構對財務困難企業放款所提壞帳準備的標準。

但是，由於司法程序外企業再生機制僅係金融機構之間的協議，缺乏法律的約束力，加以 1999 年以後韓國景氣逐漸復甦，金融機構缺乏推動企業再生之誘因，並未達到預期的效果。韓國政府為加速企業的整理與再生，2000 年 11 月促使債權銀行團選定企業再生對象，同時公布無法進行再生的企業 52 家。2001 年 9 月以五年為限實施企業結構調整促進法，依據該法金融機構需定期對放款企業的經營進行監控，如發現放款企業有破產徵兆時，負有執行企業再生的義務。此外，債權金融機構的決議亦被賦予法律效力，以促進民間金融機構主導企業再生。債權金融機構團對再生企業設定營運改善目標，要求其降低成本、出售資產，同時執行延期清償本金、減免利息、以債作股，以及融通營運資金等金融支援。截至 2002 年底，總計有 83 家企業被納入金融機構主導的再生機制，其中 55 家企業達成再生計畫，12 家正

進行中，16 家則放棄再生而進入司法程序進行清算（註 10）。

#### 4、企業再生的成效

1998 年韓國實質 GDP 衰退 6.7%，之後受惠於韓元貶值及 IT 景氣，出口大幅擴增，1999 年及 2000 年實質 GDP 分別成長 10.9% 及 9.3%。2001 年雖因 IT 景氣降溫而成長速度放緩，迨至 2002 年由於民間消費強勁，再度帶動實質 GDP 成長 6.3%。

經由 KAMCO 的努力，韓國金融機構的體質大幅改善，商業銀行的不良債權比率由 1999 年底的 13.6%，降至 2002 年底的 2.4%。至於企業再生後的韓國企業部門，較之金融危機發生前已有改善，但在財務體質及收益方面，則尚有進一步改善的空間。與 IT 產業相關的大企業及出口企業收益大幅增加，惟多數企業仍受困於超額負債及低收益窘境。製造業中營業利益不足以支付利息的企業，2002 年底仍占 34%，故企業業績呈現兩極化的現象。

#### （二）馬來西亞

亞洲金融危機下，馬來西亞的不良債權比率大幅擴增，1997 年底為 4.1%，1998 年底達 13.6%。為儘速處理問題金融機構的不良債權，馬來西亞政府仿效瑞典、美國及墨西哥的經驗，於 1998 年 6 月設立資產管理公司 Danaharta。緊接著 7 月，馬國央行亦設立企業債務重整委員會，藉由司法程序外的企業再生機制協助處理不良債權及企業再生。

### 1、政府出資收購不良債權

馬國政府出資 15 億馬幣成立 Danaharta，並交付 150 億馬幣保證額度提供其發行債券來收購不良債權。截至 2002 年底，Danaharta 總計發行了相當於 111 億美元的債券。Danaharta 收購不良債權的特色，係嚴格執行資產的查核；收購的對象以評價金額 500 萬馬幣以上大型債權為原則；有擔保品的債權依據擔保品的價值，無擔保品的債權則按本金的 10%，以接近市場價格進行收購；至於對資產的查定，則由專家針對個案依據現金流量折現法（discounted cash flow）估算。

Danaharta 收購不良債權係避免金融危機的預防性措施，因此收購對象擴及所有的金融機構。惟實際執行時，Danaharta 優先對不良債權比例較高的金融機構、或是對製造業及建設業融通的金融機構進行收購。尤其是不良債權比率超過 10% 的金融機構，被要求將不良債權運用司法程序外的企業再生機制處理或售予 Danaharta，以降低其不良債權比率至 10% 以下。

Danaharta 處分不良債權如有獲利，獲利的 80% 將退還該債權之原屬銀行；如發生損失，則由 Danaharta 全額負擔，因此增加了金融機構出售不良債權的誘因。而不接受 Danaharta 收購的金融機構，則被強制規定必須依 Danaharta 所提示價格的 80% 為不良債權的評價額加以沖銷，藉以強力推進收購業務。再者，Danaharta 收購不良債權時，被賦予強力

的法定權限，不須經債務人的許可，即可繼承舊債權之附屬權利，並任命特別管理人（Special Administrator）。

### 2、企業再生的特色

Danaharta 判定債務企業再生較清算有利時，即任命特別管理人著手制定再生計畫。特別管理人制定再生計畫期間（約 12 個月），所有的債權回收行為及擔保權之執行將被停止。Danaharta 接受的再生計畫，對全部的債權人均具有約束力。為獲得企業再生的專業知識與技術，Danaharta 積極任用外資金融機構的專家（占 Danaharta 人員的 20%），亦任命外資投資銀行為再生企業的顧問。至於作為擔保品的不動產及股票，依產業別（如旅館觀光業或一般事業等）被移轉至 Danaharta 所設立的子公司。

### 3、馬國央行推動「倫敦處理原則」協助企業再生

馬來西亞的公司法中有規範企業重整的相關法律，惟如適用相關法律，債權金融機構於企業重整計畫確定之前（通常需六個月），將凍結債權回收之執行，是對債務人有利的法律。因此，1998 年 11 月馬來西亞政府在限制依據公司法申請企業重整之同時，馬國央行為支援企業再生於司法程序外特設立企業債務重整委員會。藉由司法程序外的企業再生機制，債權人及股東的損失可降至最低，而具存續價值的企業亦將繼續經營，其雇用及生產設備仍維持運轉。

對企業債務重整委員會進行的協商工作，馬國央行積極參與。對於對協商採取不合作態度的債權人的債權，由Danaharta強制收購。企業債務重整委員會所處理的個案，限定於有繼續經營價值且由金融機構借入金額達5,000萬馬幣以上的企業。企業債務重整委員會於2002年7月解散，提供了許多企業再生的案例，並累積了司法程序外處理的專業知識。

#### 4、企業再生的成效

亞洲金融危機後，馬來西亞於一年內快速設立Danaharta及企業債務重整委員會，在短期內著手建構處理不良債權的機制，可見

在資產價格大幅下挫之前，儘速處理是企業再生成功與否的重要關鍵。Danaharta截至2002年底以90億馬幣收購帳面價值約200億馬幣的不良債權，加上政府委託管理來自兩家國有化銀行的不良債權280億馬幣，總計管理約478億馬幣的不良債權（GDP的13%）。再者，企業債務重整委員會至解散為止，總計處理了458億馬幣（GDP的13%）的債務協商。Danaharta預估不良債權的回收率約50%，如扣除成本，以及出售獲利的80%將分配予原金融機構，至2005年解散時可能出現小額的損失。

## 五、金融危機下建構企業再生機制的成功條件

### （一）建構不良債權的收購機制

#### 1、收購價格宜反映公平市價

公營AMC收購不良債權時，最重要的是所設定的收購價格需能反映其公平市場價格。一般而言，不良債權的市場評價遠低於帳面價值。如設定的收購價格過低時，金融機構缺乏釋出不良債權的誘因；過高時又有道德風險。公營AMC適時提出合理的收購價格，有助於資產價格預期的形成，防範因銀行競相拋售不良債權，造成房地產價格的持續下跌，但仍需以合乎市場價格為原則。

2、建立收購價格與出售價格間差距的事後調整機制，避免金融機構面臨二次損失風險

以亞洲國家為例，如收購價格與出售價格出現差距，公營AMC與金融機構通常會經由事後的調整來完成交易。惟如進行差額調整時，銀行仍背負二次損失的風險，將降低銀行出售不良債權的意願。例如，馬來西亞的Danaharta處分不良資產時，如發生損失由Danaharta負擔；如發生收益則銀行仍可參與分配收益的八成。經由此一機制，銀行於出售不良資產後，無二次損失的風險，可促使其出售較優質的不良資產。至於收購不良債權的資金，除了運用現金外，Danaharta及KAMCO也運用政府保證債（或公債）來支付不良債權價款，而國際間大多利用後者。

3、收購對象的選擇宜考慮公平性及便於

## 迅速處理

不良債權的收購對象包括破產金融機構或經營困難的金融機構，或者兩者皆可。以美國 RTC 為例，承受破產金融機構時，基於保護存款人的觀點，一般係債權、債務同時承受。然而，向經營困難的金融機構收購不良債權時，則必須考慮與其他金融機構的公平性。因此，基於防範道德風險，金融機構能自行回收者，則儘量自行處理。例如瑞典設立 Securum 時，就考慮到將 Nord 銀行的不良債權比率降至與其他銀行相同的水準即停止收購業務。

公營 AMC 為迅速處理不良債權，所收購的不良債權宜限定大型個案，北歐及亞洲金融危機受害國所收購的不良債權幾乎都屬大型個案。芬蘭的 Arsenal 因不論不良債權的種類或規模均全數承受，結果造成處理上的困難。再者，為促使公營 AMC 能加速處理不良債權，法律上被賦予一定的強制力是必要的。例如，金融機構如不同意將不良債權售予 Danaharta 時，Danaharta 可要求金融機構降低對該筆不良債權的評價。Danaharta 乃藉由此一機制，對不良債權進行強力的收購。

### (二) 企業再生機制的運作

#### 1、保全債務企業的資產係首要條件

如「倫敦處理原則」所提及，請求銀行不指定法定清算接管人，以保全債務企業的資產係企業再生的首要條件。政府所設立的公營 AMC 或債務重整協調委員會，對於債務

企業的資產保全將有貢獻。此係政府為執行企業再生而設立的特殊目的機構，可增加債權人對企業再生計畫的信心，有防範債務人競相回收債權的效果。例如，馬來西亞的 Danaharta 就被賦予任命特別管理人的法定權力，對於妨礙企業再生的債權回收可予以排除。保全債務企業的資產，並非保護舊有經營者，實際上在執行企業再生之前，該經營者大多已被撤換。

#### 2、持續提供債務企業必要的營運資金

企業再生期間，持續提供營運資金是必要的。「倫敦處理原則」亦提及，債權銀行在債務企業陷入財務危機時，應持續給予必要的支援。資金的提供可由公營 AMC 直接供給，或與投資銀行合作來籌措資金。例如，韓國的 KAMCO 被賦予融資的功能；如運用專業企業再生公司或企業再生投資公司執行企業再生時，則利用國內外金融市場所籌措的資金。

#### 3、善用外資金融機構累積企業再生的專業知識

企業再生及再生以後的資產處分，不動產鑑價、金融及產業保險等方面的專家，扮演極為重要的角色。上述金融危機受害國的專家占人口比重，較之美國少很多，因此如何於短期間內善用外資金融機構的專業知識相當重要。為活用專業知識，瑞典的 Securum 及馬來西亞的 Danaharta 均根據業種別設立專業的子公司，執行債務企業的再生

工作。

#### 4、活用民間資源促進企業再生

應鼓勵民間資源積極投入企業再生工作，例如銀行，或運用企業購併（M & A）基金、企業再生基金等（註 11）。

由於主要貸放銀行對於債務企業的經營情況，平常即進行監控，如有問題發生，經由評估並與其他債權銀行協商，可及早聘用專家進行企業再生計畫。再者，企業再生工作開始後，除監視企業再生的情況外，必要時可追加融資給予必要的支援。因此，銀行對於企業再生機制的早期啟動及確實實施，

扮演著最重要的角色。

企業購併基金籌集資金收購問題企業的股票，取得企業的支配權，再以股東身份來參與經營，俟該企業業績恢復時，再賣出股票實現獲利。有時，企業收購基金甚至單獨收購問題企業的所有股票，對於該企業的再生發揮主導的力量。

企業再生基金，屬投資基金的一種類型。以對超額債務企業或經營困難企業進行再生工作後之收益為前提，向投資人募集資金。

## 六、結論與建議

從瑞典、芬蘭、韓國及馬來西亞等金融危機受害國成功處理不良債權的經驗來看，如能配合以公正、專業之第三人的協調及主導企業再生，將有助於加速處理不良債權，並抑制不良債權的新增。再者，對於活絡經濟、產業的持續發展，以及降低大規模失業對經濟社會的衝擊亦有助益。而企業再生的事務，可由公營或民營的AMC來主導，公營AMC之優點在於政府可對其舉債給予保證，資金募集能力較強；可具有特殊權利，較不受外界之質疑等。而民營AMC之優點在於不受政府會計、審計、銓敘等限制，獨立性較大；得依市場原則運作，效率較高；不受政府財政困難的影響，設立較易。另外，中央銀行也可配合推動「倫敦處理原則」，進一

步協助企業再生工作的順利進行。建構企業再生機制的成功條件，首先需事先建構有效的不良債權收購機制，注意事項包括：（1）收購價格宜反映公平市價；（2）建立收購價格與出售價格間差距的事後調整機制，避免金融機構面臨二次損失風險；（3）收購對象的選擇宜考慮公平性及便於迅速處理。其次，需建構促使企業再生順利運作的環境，注意事項包括：（1）保全債務企業的資產為首要條件；（2）供給債務企業必要的營運資金；（3）善用外資金融機構，累積企業再生的專業知識等。

依據聯合徵信中心資料，我國銀行之逾期放款中，有近 60% 屬企業放款。對一般民眾的房地產抵押放款而言，為求回收價值之

極大化而以最高的價格出售抵押品，處理程序尚屬單純。但對企業逾期放款而言，僅單純清算企業資產對債權人不一定最為有利。政府為輔導企業正常營運，避免少數企業危機，造成金融經濟波動現象，於 87 年至 89 年間曾成立協助企業經營資金專案小組，協調金融機構配合企業到期債務展延。惟部分債務企業藉此脫產賴債，形成嚴重的道德風險，不但對解決債務企業問題助益不大，更影響銀行因配合政策而無法確實做好資產負

債的管理，產生流動性風險問題。職是之故，未來我國金融重建工作，似宜仿效美國的 RTC，同時善用市場機制及民間資源，協助民間部門擴大參與企業再生活動，由銀行、AMC 或企業購併基金、企業再生基金等扮演公正、專業之第三人，協調、主導企業的再生事務，有助於再生工作之合理化及加速處理企業不良債權，建構一個常設而且有秩序及效率的司法程序外之企業再生機制。

## 附 註

- (註 1) 參見 Kent (1997)。
- (註 2) 參見 Enoch, Garcia, and Sundararajan (1999)。
- (註 3) 參見 Klingebiel (2000)。
- (註 4) 至於英格蘭銀行於推動「倫敦處理原則」時，是否與其執行金融監理之職責相互衝突，Kent (1997) 認為根據以往經驗，兩者並無衝突，英格蘭銀行可完全從金融監理當局之職責分離出來。
- (註 5) 參見 Kent (1997)。
- (註 6) 參見 IMF (2001)。
- (註 7) 參見內閣府 (2003)。除了制定「司法程序外企業再生的處理指導原則」之外，日本政府也創設了中小企業再生信託計劃及事業再生保證制度。再者，於政策投資銀行亦創設了事業價值保全資金等企業再生支援融資。2003 年 4 月進一步設立產業再生機構，並修正產業再生法，強力推動金融及產業的同時再生。
- (註 8) 參見 Bergstrom and Sundgren (2002)。
- (註 9) Securum 的業績最受注目之處為事業再生的手法，代表的例子是由諾貝爾獎創始人 Alfred Nobel 創設的化學公司 Nobel Industry，因旗下的金融子公司破產而陷入經營危機之案例，參見山田能伸 (2003)。
- (註 10) 參見野呂國央、赤間弘 (2003)。
- (註 11) 參見內閣府 (2003)；金田一弘雄、岡田直矢 (2003)。一般而言，M & A 係指企業的合併或收購，近年來的新趨勢則指營業轉讓或股票轉讓、資本合作等廣泛的企業合作。對 M & A 的買方而言，有節省時間、獲取戰略價值高的無形資產 (包括技術、人才等) 等好處；對 M & A 的賣方而言，有容易自事業撤退及早期回收投入的資金等好處。

## 參考文獻

- 行政院經濟建設委員會 (2000)，「我國成立不良金融資產處理機構之可行性研究」。
- 王耀興 (2002) 「金融改革的真諦」，存款保險資訊季刊，第十五卷第三期。
- 內閣府 (2003)，「平成 15 年版經濟財政白書」，頁 118-144。
- 內閣府 (2003)，「產業再生—北歐、アジアの経験」，2003 年 世界經濟の潮流，(<http://www.cao.go.jp/>)。

- 金田一弘雄、岡田直矢 “海外レポート ロンドン企業再生事情”，廣報誌「にちぎんオータリー 2003 夏季號」，日本銀行情報服務局，（<http://www.boj.or.jp/service/out045.htm>）。
- 野呂國央、赤間弘（2003），“韓國の企業改革について—政府主導から市場主導改革への移行”，日本銀行國際局，（[http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htm)）。
- 山田能伸（2003），“北歐に學ぶ—金融”，日本經濟新聞社。
- Bergstrom, C. and S. Sundgren, (2002) “Restructuring Activities and Changes in Performance Following Financial Distress” SNS Occasional Paper No.88, Swedish Center for Business and Policy Studies.
- Coe, D. T. and S. Kim, ed. (2002) Korean Crisis and Recovery, International Monetary Fund.
- Enoch, C., G. Garcia, and V. Sundararajan, (1999) “Recapitalizing Banks with Public Fund: Selected Issues” *IMF Working Paper* 00/139.
- Halme, L. “The 1990s banking crisis in Finland: main causes and consequence, lessons for the future.”（[http://www.kredittilsynet.no/archive/f-avd\\_word/01/024Liis009.doc](http://www.kredittilsynet.no/archive/f-avd_word/01/024Liis009.doc)）
- IMF (2001) “Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises—Corporate Workouts.” the Policy Development and Review and Legal Departments, International Monetary Fund.
- Ket, P. (1992) “The London Approach - Lessons from Recent Years” Speech to the Association of Corporate Treasurers.
- \_\_\_\_\_ (1997) “Corporate Workouts - A UK Perspective.”（<http://www.bankofengland.co.uk/londapp.htm#top>）.
- Klingebiel, D (2002) “The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross-Country Experience,” *World Bank Policy Research Working Paper No.2284*.
- Meyerman, G. E. (2003) “The London Approach and Corporate Debt Restructuring in East Asia,” *Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia*, C. Adams, R. E. Litan, and M. Pomerleano (ed.), Brookings Institution Press.

（本文完稿於民國 93 年 10 月，作者現為本行經濟研究處副研究員）