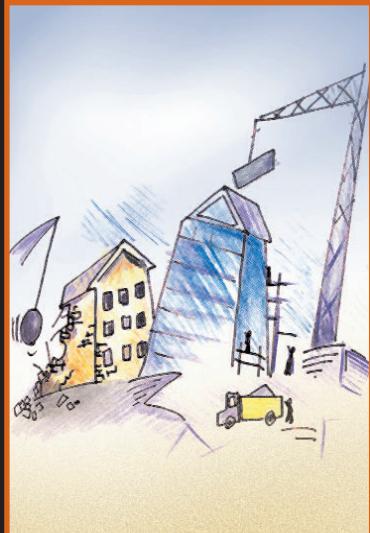


# 公司部门重组

政府在危机期间的作用



Mark R. Stone

# 公司部门重组

政府在危机期间的作用

Mark R. Stone



©国际货币基金组织，2002年

丛书编辑  
基金组织对外关系部  
Jeremy Clift

封面设计及排版  
Massoud Etemadi, Choon Lee  
和基金组织制图科

ISBN 1-58906-200-0  
ISSN 1020-5098  
2002年3月出版

如欲订购基金组织出版物，请联系：  
International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.  
电话: (202) 623-7430 传真: (202) 623-7201  
电子信箱: publications@imf.org  
互联网址: <http://www.imf.org>

## 前言

编写《经济问题》丛书是为了向广大的非专业读者介绍基金组织工作人员进行的一些专题性经济研究工作。丛书的素材主要选自基金组织的工作文章—由基金组织工作人员和访问学者撰写的技术性论文—和与政策有关的研究文章。

本文取材于以下文章：基金组织政策讨论文章第00/7期—“危机后大规模公司重组”，2000年7月；基金组织工作文章第00/114期—“系统性金融危机的公司部门动力学”，2000年6月；基金组织政策分析与评估文章第98/13期—“东亚的公司债务重组：从国际经验中吸取的一些教训”，1998年10月。本书还增加了一些关于日本的材料。本小册子由对外关系部的Jeremy Clift编写。对有关研究文章的引用见原文，读者可以从基金组织的出版物服务处购买原文（定价10美元），或从基金组织的网站（[www.imf.org](http://www.imf.org)）下载。

本出版物中所述的观点只是作者的看法，并不一定代表基金组织的观点或政策。

## 本小册子的背景

本小册子主要基于从九次系统性金融危机中收集的证据，公司部门在这九次危机中都起到了主要作用（表1）。危机期间，实际国内生产总值平均下降了6%。这里包括的情况并不完全，没有包括小国和重组不太成功的一些国家（如90年代初的罗马尼亚和俄罗斯）。但是，这九次危机每一次都很重要，而且有关数据和文件也更容易获得。增加了一个关于日本的专栏。

表1. 危机后大规模公司重组的案例

国家	危机低谷 <sup>1</sup>	国家	危机低谷 <sup>1</sup>
智利	1983年1月	印尼	1998年5月
墨西哥	1983年10月	韩国	1998年7月
匈牙利	1992年7月	马来西亚	1998年11月
波兰	1991年10月	泰国	1998年11月
墨西哥	1995年7月		

<sup>1</sup> 危机低谷是指经过季节调整的工业生产在危机期间处于最低水平的月份。

来源：作者。

## 公司重组的挑战

对经济决策者们来说，最艰巨的挑战莫过于在金融危机之后进行大规模的公司重组。政府不得不发挥主导作用（即便是间接地发挥这种作用），以便确定政策目标的重点、解决市场失灵问题、改革法律和税收体系以及应付强大利益集团的抵制。大规模公司重组的主要目标是对具有生存能力的公司进行重组和对失去生存能力的公司进行清盘，恢复金融部门的健康，并为长期经济增长创造条件。

成功的政府主导的公司重组政策往往遵循一个顺序。首先，政府应制定宏观经济和法律政策，为成功的重组奠定基础。然后，金融重组必须开始建立适当的激励机制，使银行有动力参与重组，并使信贷资金重新流动起来。只有在这时，公司重组才能真正开始，将具有生存能力的企业同失去生存能力的企业区分开来，对前者进行重组，对后者进行清盘。政府主导的公司重组的主要手段包括调解、激励计划、为银行补充资本金、资产管理公司以及委派管理人员领导重组。在实现目标后，政府必须撤回它为支持重组而进行的干预。

### 重组的任务

往往是由于发生了系统性金融危机，才进行大规模公司重组。系统性金融危机是指对金融市场造成严重破坏，对金融市场的运作能力构成损害，并对经济活动造成重大不利影

---

响。系统性危机的特点是公司和金融部门相互交织，因此，重组需同时解决两个部门的问题。



## 奠定基础

如果没有政府通过采取各项经济政策而建立的坚实基础，重组不可能成功。

- 首先，必须巩固宏观经济稳定，以便为债务重组提供信心。需要稳定的物价、利率和汇率，使债务人、债权人和潜在投资者在开展业务时有足够的确定性。
- 当局、银行和专家顾问必须迅速对公司所面临困境的规模和性质进行评估，以确定是否属于系统性问题，从而决定政府是否应当发挥主导作用。对公司困境的评估可以通过简单计算整个公司部门的偿债能力、对银行信贷的需求、增加的不良贷款以及破产情况进行。
- 一旦断定危机在范围上是系统性的，就应当尽快制定包括公司和金融部门在内的综合重组战略。让所有有关各方参与制定战略，并公开阐明它的目标、任务和实施模式，这有助于增强战略的可信度。瑞典（90年代初的银行危机）和韩国（1997–98年）都通过尽早制定综合重组战略而受益。
- 成功的公司重组要求有法律、监管和会计环境作为

---

支持。重组涉及的重要法律问题包括取消抵押品赎回权的标准、外商投资规定以及并购政策。经常需要修改有关债转股和资产出售的规定，以便有可能完成新型和复杂的重组交易。

- 必须使公司治理达到国际标准，以鼓励有生存能力的公司重组资产负债表并实现价值最大化。改善公司治理不仅能促使管理者重组现有债务存量，还能实现盈利并提高将来的利润流量。开放外商投资，引进国际最佳做法，这通常能够促进公司的良好治理。
- 关闭失去生存能力的公司将带来社会成本，政府可能有必要采取相应措施，帮助贫困人口，并维护对重组的政治支持。匈牙利和波兰在90年代中期采取措施缩小收入差距（不仅仅是因为公司重组），结果既有成功的一面，也有不成功的一面。东亚国家在1997年危机期间通过转移收入、限制失业以及保证穷人继续享有社会服务等措施来扩大基本的社会保障体系，以缓解危机对穷人的影响。应当与公司和工会合作来制定社会措施。



## 金融部门重组

即便已经打好基础，如果金融部门重组没有取得重大进

---

展，公司重组也无法真正开始。危机所带来的银行资本的流失通常会导致它们急剧削减对公司的贷款，无论这些公司是否具有生存能力，从而加剧了经济的总体收缩。此外，银行必须具有资本金和积极性，以便在重组中发挥作用。

金融重组的第一项任务是尽可能将具有生存能力的金融机构同失去生存能力的金融机构区别开来。为完成这一任务，国际金融机构提供的资金和技术援助很有帮助，如印度尼西亚在1997年危机后的经验。

失去生存能力的银行应由政府接管，其资产最终出售或转移给资产管理公司；同时应当为具有生存能力的银行补充资本金。应当为银行直接补充资本金以恢复正常业务，否则在没有强大竞争压力的情况下，它们可能会通过扩大利差来间接地为自己补充资本金，进而阻碍复苏。同时，政府应确保对银行实施足够强的监管，以维护银行部门的稳定。

这里有一定程度的循环，因为将具有生存能力与失去生存能力的公司区别开来，有助于区分银行有无生存能力，而金融重组又能促进对公司生存能力的区分。结束这种循环的最好方法似乎是加快银行重组，因为银行削减对公司的信贷会加剧总体收缩，并产生无法逆转的后果，如资产的廉价出售。



## 公司重组

只有当银行和市场参与者愿意并且能够参加进来时，公

---

司重组才能真正开始。与金融部门一样，第一项任务是将具有生存能力的公司同失去生存能力的公司区分开来。考虑到潜在重组成本、“均衡”汇率和利率，失去生存能力的公司就是那些清盘价值高于继续营运价值的公司。关闭这些公司能够确保它们不会吸走信贷或加重银行损失。然而，公司部门在危机期间和危机刚刚结束之后总体上表现糟糕，使得识别无生存能力公司的工作很复杂。可以运用利润模拟、资产负债预测和最佳判断来识别哪些公司有生存能力，哪些没有。

在发生系统性危机的情况下，对失去生存能力的公司进行清盘通常要求建立能够绕过标准法庭破产程序的新的清盘机制。美国的破产法可以被视为政府在最低程度上参与的标准方法。但在实际中这套法规具有很强的清盘倾向—约有90%的案例最后都进行了清盘，并且重组也花费了很长时间。此外，法庭往往没有能力处理大量案例，也缺乏经验，并且可能受到既得利益集团的影响。在调解过程中为债务人提供破产保护，使得那些后来被认为具有生存能力的公司能够继续经营，并且能够促进对那些失去生存能力的公司进行有序清盘。然而，如果为债务人提供破产保护，那么就需要对公司进行监控，以确保公司现任管理人员不侵吞最有盈利能力的资产。成立特别法庭或颁布新的破产法规能够加快清盘进程。匈牙利在1991年实施了严厉的“破产法”，其中要求处于拖欠的公司向债权人提供重组计划；如果未达成协议，公司就必须清盘。同样，在谈判期间暂停偿还银行债务，能够使那些现金匮乏的公司在等待对其生存能力做出判断期间能够继续经营。如许多转轨经济体、墨西哥在1995年、特别是印度尼西亚在1997年亚洲危机后所发生的那样，缺乏有效的破产程序将大大拖延重组进程。

政府还必须决定如何处置被清盘公司的资产。资产处置的拖延会束缚经济资源，减缓经济复苏，并阻碍公司重组。

当然，必须对具有生存能力的公司的资产负债表进行重

组。重组涉及国内外私人债权人、新的国有债权人、资产管理公司以及有关利益方（如工会和政府）。资产负债表重组通常采用的方法是削减债务或实行债转股。少数债权人往往威胁要对债务人进行清盘，试图迫使多数债权人以优惠的条件将其卖出，从而拖延了债务重组。如果规定重组计划不一定要债权人全体同意才能通过，那么这种协调问题就可以避免。可以通过政府的道义劝说、债权人事先就一系列原则达成一致或破产程序来实施上述规定。

## 专栏2. 重组的拖延使日本90年代发展受阻

在日本90年代经历了十年的经济萧条后，人们普遍认识到，如果没有公司部门的大规模重组，经济表现不会改善，对危机的脆弱性不会减小。日本公司的负债率仍然很高，反映出过度投资和治理问题。

公司部门的低盈利能力与银行资产负债表和营业收入薄弱有关。尽管近年来在降低公司负债率方面取得了重要进展，但这一进展不仅来自于股本的增加，而且来自于公司借款的急剧减少，而后者可能会限制经济扩张的余地。

当局于2002年开始加速实施有关措施，旨在大力启动公司重组。鼓励银行和公司同意进行庭外重组，来换取债务减免或债转股。这一过程受到有关部委及企业和银行协会所制定的指导原则的约束。新战略的支柱包括：制定新的国内振兴法，用于公司破产的处理；制定新的解决公司问题的指导原则，加强公司重组框架；增强清收公司的作用（成立该公司是为了促进银行资产负债表的重组）。

---

尽早完成相对明确的交易能够极大地推动重组计划。经济不稳定和公司数据不可靠为计算交易价值带来困难，从而经常使重组拖延。

破产改革的长期拖延使90年代中后期的大规模公司重组大幅减缓。到2000年初，墨西哥仍然没有完成破产法改革，尽管自1995年发生危机以来银行对私人部门的债权已经急剧下降。在东亚，无效的破产法允许失去生存能力的公司继续运营，不仅使得银行无法收回抵押品，也打击了具有生存能力的公司偿还债务的积极性，对银行造成进一步伤害，公司重组因此受到阻碍。破产改革的拖延主要是由于来自各集团和个人的压力，因为对失去生存能力的公司进行清盘，以及在破产案件突然增加的情况下，法律体系有效运作需要时日都会使上述集团和个人受到伤害（见专栏2）。

对破产改革来说，提高透明度是一条积极的建议：政府定期披露有关重组的各方面信息，这有助于明确指出既得利益集团设置的障碍，从而使公众施加压力加快改革。



## 选择政府参与的形式

经验表明，大规模公司重组要求政府发挥主导作用，以便确定重点，减轻危机的经济和社会成本，解决市场失灵问题，并应付强大的利益集团所设置的障碍。由于重组的复杂

---

性、带来的社会后果以及需要社会各方面的参与，因此政府在公司重组中发挥的作用具有鲜明的国别特征。所以，相对来说，很少有统一的操作原则或明显的方式来组织政策选择，与资本帐户开放和劳动力市场改革等其他结构性政策领域相比更是如此。这里采取的方法是，按照政府参与程度由小到大的顺序，对五种由政府主导的公司重组模式进行讨论。

## 政府调解

如果债权人不愿或不能领导公司重组，那么政府就应当在公司和银行或银行之间进行调解。债权人不愿或不能领导重组的原因可能包括，缺乏银行资本金，债务人或债权人任何一方谈判权力过大，以及银行或公司对解决债务问题缺乏积极性。这些因素会拖延重组进程，导致本可以避免的成本，甚至对债务人进行不必要的清盘。为避免出现这种情况，政府可以非正式地或在一个更有组织的框架之内进行调解。最有名的官方调解形式是“伦敦方式”，是在英国由英格兰银行主持实施的（见专栏3）。

如果公司重组的范围不大并且环境较为有利，那么使用政府调解方法就比较适当。这种方法具有灵活性和适应性，但要求政府调解人具有可信度、宏观经济稳定以及监管环境适当。英国正是具备了所有这些因素才使“伦敦方式”取得成功。如果债权人很多，特别是有许多外国债权人，那么这种方式就不太有效。

## 由政府提供融资的激励机制

如果公司部门的困境是系统性的，市场或监管失灵已经阻碍公司重组，并且政府手中有充足的财政资金，那么采用事先制定的由政府提供融资的资金激励机制可以有所帮助。这种机制一般都涉及在自愿的基础上为债权人和债务人提供

### 专栏3. “伦敦方式”要求共担困难

英国使用的“伦敦方式”是官方调解的最有名的例子。它由一系列原则构成，由英格兰银行负责实施，目的是建立一个标准的框架，并帮助银行达成一致意见。伦敦方式建立在以下原则基础之上：

- 如果一家公司陷入困境，银行保留有关贷款，不施加压力要求它破产；
- 银行之间相互合作；
- 只有在所有银行和有关方面全面了解信息的基础上，才对债务人的未来做出决定；
- 承认债权具有优先顺序，但也要求共同分担困难。

伦敦方式并未以正规的形式予以确立，目的是避免过度拘泥于法律条文，并且由于这一框架需要灵活性和适应性，取决于银行的自愿接受。1989—97年期间，在英格兰银行的参与下，伦敦方式运用于160多个案例。

适应性是伦敦方式的优点。当然，英国在公司债务重组中运用伦敦方式，得益于有利的监管环境和宏观经济稳定，外国债权人的作用微乎其微，并且最重要的是，公司债务重组的频率不高，规模较小。正是在这样的环境下，加之英格兰银行具有良好的信誉和客观性，伦敦方式的运用证明是成功的。

保险或补贴。激励手段包括补偿债权人因债务期限和宽限期延长而遭受的损失、提供利率和汇率担保以及注入股本。政府必须在该计划的财政成本和减轻公司困境的系统性收益之间进行权衡。墨西哥（80年代初和90年代中）和智利都曾采

---

用过这种政府战略（见第15–20页的案例分析）。

## 为银行补充资本金

如果公司债务问题非常普遍，已经破坏银行体系的健康，银行也愿意并且能够自行对公司进行重组，那么就有必要为银行补充资本金。公司大范围地中断偿还贷款（通常反映出宏观经济不稳定）会减少、甚至完全耗尽银行的资本金。如果银行重组债务所需的只是新资本（也就是说，它们既有积极性、也有能力来重组贷款），而且无法很快获得恢复银行正常业务所需的新的私人资本，那么就需要提供公共融资来恢复银行资本。

一般需要建立新的银行重组机构，帮助协调为确保重新注资获得成功所需的政策。该机构必须在银行重新注资的潜在大额财政成本与收益之间做出认真权衡。在利用公共资金为银行补充资本金之前，应当减记现有的股权，以确保纳税人所承担的部分不超过其应有的负担。一旦达到预先规定的条件，银行重组机构必须放弃它所持有的股本，这有助于加快银行重新恢复为私人拥有。最后，绝大多数情况下，在决定银行是自行管理受损资产，还是将其划转到资产管理公司或其他机构方面，银行重组机构都将发挥重要作用。

由于这里所研究的系统性金融危机非常严重，因此为银行补充资本金的成本也比一般的银行部门危机要大。银行危机的处理成本一般都相当于国内生产总值的7%–14%，但印度尼西亚高达50%以上，智利为41%。

为银行补充资本金的条件与实施政府调解计划的条件相似，但银行应当更有能力来解决债务问题。然而，为银行补充资本金带来了新的“道德危害”问题：银行可能会拿这些新资本在风险贷款上进行赌博，如果这些贷款无法收回，它们还期望再次获得重新注资。此外，新近补充资本金的银行在重组企业持有大量股份可能面临目标冲突。为了避免这种

---

道德危害，应当在为银行补充资本金的同时，采取措施改善银行的监督和治理，特别是当银行在重新注资后持有大量公司股份的情况下。将补充资本金与银行重组公司债务的具体措施结合起来会有所帮助。

## 资产管理公司

如果陷入困境的公司很多，并且微观经济因素严重阻碍重组，那么就需要由政府出资建立资产管理公司。上述微观经济因素中最重要的包括：银行资本金不足、管理不善，缺乏解决银行债务问题的经验，银行与公司之间的权力失衡，公司既无能力也无意愿来提供可靠的财务信息，以及所产生的不利的系统性后果。由政府出资的资产管理公司可以购买坏帐，为银行和公司提供股本，与债务人谈判，并在重组的财务和操作方面发挥积极作用。如果破产法庭运作无效，资产管理公司还能够作为一种庭外破产机制，因为通过有关法律并且为有效的破产程序建立机构基础都需要时间。资产管理公司接管的债务可以转化为股本，并最终出售给公众。资产管理公司在公司债务重组这一专门领域中能够发挥规模经济效应，并且能够发展二级债务市场。银行能从资本金增加中受益，而公司也能期望债务得到更快重组。

匈牙利、印度尼西亚、韩国和马来西亚都采用了资产管理公司。在东亚，资产管理公司接管的债务数额巨大，相当于国内生产总值的10%-35%。然而，资产的处置却非常缓慢。如果无法由银行领导债务重组，那么建立资产管理公司就是恰当的，但是它们自身也有风险。为了获得成功，资产管理公司应当事先制定明确的目标，以最大程度地收回贷款为目的，脱离政治干预，并且具有充足的资金。

## 重组管理人

在最近发生公司危机的许多国家中，金融和公司部门重

---

组非常复杂，使它们必须任命一名重组管理人，以加快改革步伐。管理人能够明确、透明地确定重组目标，排除债权人或债务人的过度影响，对政府的资金支持进行调度安排和确定优先顺序，并使社会上可能被排挤的方面参与进来。一般来说，重组管理人由国家首脑任命并向他报告工作，负责监督调解工作、公司重组委员会、资产管理公司和银行重组机构。

任命重组管理人的做法是最近才出现的。80年代和90年代初发生的危机期间似乎都没有任命这种管理人。韩国的金融重组从1998年初开始在金融监督委员会的指导下进行。该委员会的主席是内阁成员，向总统报告工作。

如果涉及的方面众多，利益互为冲突，并且系统性后果会增加拖延重组的成本，那么任命重组管理人就有助于加快重组步伐。当然，对重组进行集中管理也有问题，包括政治干预过多，缺乏市场激励措施来指导决策。然而，随着重组过程变得更加复杂，公司危机所造成的系统性后果仍然严重，任命重组管理人可能会成为大规模重组的更为常见的特征。



## 减小政府的作用

政府需要首先扩大、然后逐渐减小它的作用，这有助于解释为什么完成重组需要很长时间。新成立的重组机构面临经济和政治制约，迫使政府做出困难的权衡，特别是在重组

---

的短期成本（如失业、资产价格大幅下跌、企业新管理人员的培训）和长期收益（资源分配得以改善、资产负债更加安全）之间进行平衡。在开始阶段，危机氛围能够消除由失业和撤换公司所有者带来的利益集团之间的意见分歧。但在危机过后随着经济活动恢复，各方对改革的广泛支持通常逐渐消失。关键是，既得利益集团将因破产改革及重新私有化会削弱其所有权而施加影响，因而对破产改革和重新私有化造成延误。

如果政府对私人部门的所有权（危机后会增加到很高水平）大部分或全部得以出售，那么就标志着重组过程的结束。政府对公司部门的所有权可以是直接的（通过债转股），也可以是间接的（通过政府拥有的资产管理公司以及为银行补充资本金）。成功实施私有化要求将控制权不仅从政府手中，而且从现任管理层手中转移出去。通常需要一名战略投资者来改善公司治理。在中小型经济体中，该投资者很可能是一家外国金融机构。

成功完成大规模公司重组往往需要很长时间，至少可能需要五年。在智利，1981年后期接管陷入困境的金融机构标志着重组过程的开始，而最后的接管工作和债务重组计划是在1986年实施的；银行私有化和改善机构框架的工作直到1989年才完成。到1998年，波兰政府对银行部门资本的所有权下降到三分之一，国外投资者拥有40%的银行资本；匈牙利政府对银行的所有权下降到20%，其余大部分都为外国人拥有。

拖延重组可能会带来很高的代价。政府所有权的长期存在能够抑制提高效率所需的市场力量，从而阻碍重组并影响经济的长期增长前景。此外，重组步伐缓慢也将导致外国投资流向与本国竞争的其他国家，这一过程可能很难逆转。最后，拖延重组也将带来财政成本，特别是效率低下的国有银行和公司带来的成本。

---

可以通过适当设计重组战略来缩短完成重组所需时间。如上所述，尽早透明地制定出总体战略有助于获得公众支持、排除利益集团的阻碍并提高政策有效性。尽快建立有利的法制环境至关重要。应明确说明重组目标，使得政府后来能够比较容易地减少自己的作用并关闭重组机构。为政府重组机构制定日落条款有助于限制它们的生存时间。



## 案例分析

### 墨西哥，80年代初

在1982年外债偿付危机及新贷款枯竭后，墨西哥于80年代初采用了政府计划来重组公司外债。政府于1983年初设立外汇风险弥补信托基金（称为FICORCA），由中央银行负责监督。公司参加该信托基金的主要动力是，它们能够按这项操作开始时确定的政府担保汇率，将它们的外债换成以比索计值的新债务，期限延长到八年或更长，并有四年宽限期。

约2000家公司125亿美元的债务通过外汇风险弥补信托基金进行了重组。该计划由约50名工作人员操作，墨西哥商业银行负责处理偿债支付并从中收取费用。政府承担外汇风险后得到大量收益，因为转期债务的期限延长，加之比索后来升值。

一般认为外汇风险弥补信托基金是一个成功，因为根据这一方案重组了大量贷款，帮助解决了私人部门1982年面临

---

的问题。该信托基金创造了稳定的债务谈判环境，固定了债务人面对的汇率风险，给债务人以喘息空间，并使债务人支付的外债利率比他们自己所能获得的更低。此外，政府没有承担商业风险。然而，外汇风险弥补信托基金的职能范围相对较窄，这意味着它无需应付其他国家面临的许多复杂挑战，例如，确定哪些公司失去生存能力，对国内债务进行重组，以及解决债权人之间及债权人与债务人的协调问题。另外，政府承担了汇率风险。

## 智利

智利于80年代初期和中期为银行补充资本金并实施政府计划，对公司债务进行重组。在进行了十年改革、金融中介活动显著增长之后，智利在1981–83年经历了经济衰退，由此引发了偿债问题。为了创造偿债积极性，并重新建立健全的银行体系，当局改善了银行监管，分别于1982年、1984年和1986年通过平价购买次级贷款为私人银行补充资本金，并实施了若干计划为债务重组提供资金激励机制。具体而言，对比索和美元计值的债务进行了重组，实际利率固定（1983年是7%，1984年是5%），期限更长（十年，并可延长到十五年），本金和利息分别有五年和一年的宽限期。借款人能够在重组之前，以折扣价将与美元挂钩的贷款转换成以比索计值的贷款。中央银行向各银行提供大量补贴，因为这一计划损害了它们的流动性和盈利性。

上述计划和银行重新注资的范围很大。到1984年底，21%的国内信贷以更宽松的条件进行了重组。另外，到1985年8月，金融机构向中央银行出售的贷款总额为29亿美元。

债务重组，辅之以银行重新注资和金融部门改革，加上80年代中期经济复苏强劲，这些因素共同促进了公司和银行部门流动性和稳定性的显著改善。然而，这些措施可以说是延伸了危机对公司和银行部门的影响，原因是银行显然缺乏

---

积极性将具有生产能力与失去生产能力的企业区分开来，并且需要多次为银行补充资本金（反映出第一次注资不足），另外监管和公司重组的改善也很缓慢。此外，中央银行因实施这一计划遭受了大量经营损失。

## 匈牙利

1991–95年期间，匈牙利在公司重组中采用了几种方式。根据1991年严厉的“破产法”，拖欠90天或更长的公司必须提出重组（称为破产）或清盘申请。然后，债务人向债权人提交重组计划，从政府名单中选出的受托人对这一过程进行监督。如果未能达成协议，那么债务人就被清盘。1992–93年期间，共申请受理5000起“破产”和17000起清盘案例。这种形式的政府调解方法虽然取得了一定进展，但匈牙利后来采用了类似资产管理公司的方案，并于1993年为银行补充资本金（银行在1991–94年期间进行了四次重新注资，总额为1993年国内生产总值的9%）。在新方案下，政府直接对55家公司进行重组，主管部委的代表参与重组谈判。如果不能达成协议，则国家财产机构有权从银行购买坏帐。总之，603家大型亏损企业中几乎有一半被重组或清盘，但在许多情况下，企业以前的管理人员仍保留有权力。

因此，匈牙利公司重组的最终结果是优劣参半的；早期的调解方式取得了一定成功，但政府通过国家财产机构更大程度的参与看来减缓了重组进程，并降低了重组的有效性。多次为银行补充资本金，成本很高，这反映出监管迟迟得不到改善，银行管理层没有更新调整，并且银行重新注资与公司重组之间缺乏联系。公司经营状况的改善很缓慢，原因是政府没有能力对其控制之下的公司进行重组，甚至对这些公司的监督也是不力的。不过，在过去几年中，商业银行已被私有化，公司重组已取得显著进展。

---

## 波兰

波兰成功地采用了银行重新注资和政府调解方式的一些措施。1993年颁布的企业和银行重组计划将银行和企业重组问题一道解决。只有在大型商业银行制定出财政部认可的债务人重组计划后，才能为它们补充资本金。在该计划下，银行必须对每个债务人做出分别处理，看其是否需要清盘或重组（“调解”）。用于解决坏帐问题的调解协议使银行能够代表所有债权人谈判解决协议，这一协议需得到50%债务的持有人的同意。在法院办理的破产案件中，银行保留收回的任何贷款，并享有更大自主权，这使得它们有更高的积极性进行重组。捐赠机构向银行负责解决坏帐问题的部门提供了技术援助补贴。

在1991年底划为不良贷款的贷款中，有57%贷款的借款人在1994年前全部或部分偿还了贷款。此外，银行的资本金状况显著增强，信贷评估能力提高，部分是由于采取了增强金融部门竞争的措施。

波兰所采取方法的结果是，以相对较低的财政成本，进行了经济上合理的债务重组，并维护了健全的银行部门。因此，它为我们提供了某些积极的政策经验。首先，只有以统一和透明的计划同时解决公司债务重组和银行改革，才会有效。其次，将公司重组作为银行重新注资的前提条件，这有助于增强银行的健全性，并使公司部门更具生存能力。第三，政府为增强银行解决债务问题的能力而向其提供的补贴看来加快了债务重组进程，提高了重组质量。

## 墨西哥，1995-97年

墨西哥于1995年采用了政府方案，并为银行补充资本金，以促进对国内大额银团贷款的重组。1994-95年危机后，人们看到当时的法律框架和破产法对于大型公司的国内债务重

---

组而言是不充分的。因此，在总统Ernesto Zedillo的提议下，墨西哥于1995年1月成立了银行—企业协议协调单位，目的是制定指导原则，调解谈判，并为债务重组提供资金上的激励机制。除此之外，还为银行补充了资本金—包括由资产管理公司（称为存款保护银行基金或FOBAPROA）购买坏帐，放松了资本市场的管制，并改善了会计标准和银行监管。银行—企业协议协调单位由两名私人部门成员和两名公共部门成员构成，并有少量工作人员。一家公司，只有在银行认为它具有生存能力、并且要求银行—企业协议协调单位提供帮助的情况下，才有资格参加重组。谈判期间，债务的偿付暂停，一家牵头银行在占银行总信贷60%的银行同意下制定具有约束性的协议。债务人必须向债权人提供所有财务信息，债权人之间必须分享这些信息。不可持续的债务通过资产剥离、债转股或划减而一次性处理。墨西哥国家开发银行提供的资金激励措施包括，为重组后的各公司注入900万美元的股本，银行间债务交换，以及营运资金贷款。在对总额为26亿美元的31笔贷款进行重组后，银行—企业协议协调单位于1997年5月1日正式解散，资产管理公司收购了相当于国内生产总值15%的坏帐。

在宏观经济和外部环境迅速改善、债务人数量相对较少的背景下，银行—企业协议协调单位提供的资金激励措施看来促进了重组。银行—企业协议协调单位的经验说明，政府明确支持的灵活方式以及信息集中于一个机构的做法具有优势。但同时，监督不力和透明度缺乏导致资产管理公司收购的坏帐产生了大量尚未完全实现的成本。

## 泰国

在1997-98年亚洲危机中，泰国联合运用了几种重组方式。为鼓励银行对其持有的公司债务进行重组，不良贷款在重组之后的分类规定得到放松。取消了债务重组的税收阻碍，

---

政府还放松了有关外资参与经济活动的限制。

通过几种方式为金融机构补充了资本金。关闭了许多财务公司和几家银行，并重整了其他财务公司和银行。特别是，将金融机构的重新注资与同债务人签署约束性协议相挂钩。成立了一家资产管理公司，解决银行贷款问题。金融机构发展基金（金融体系的最后贷款人）的损失转换成政府债务，金融部门重组机构对被关闭机构的资产进行了拍卖出售。成立了公司债务重组咨询委员会，由泰国银行主持，包括金融和公司部门的代表。该委员会确定一些在公司重组方面具有专长的金融顾问，并批准了一项非约束性债务重组框架。该框架借鉴伦敦方式，并对涉及多个债权人的公司重组应采取的方法做出了明确说明。泰国资产管理公司于2001年成立，根据特殊的法定权力管理和解决不良的公司贷款。

到2001年中期，公司负债率尚未下降到危机之前的水平。公司债务重组咨询委员会在公司重组中的工作已基本完成，资产管理公司将通过收购金融体系不良资产的约一半（300亿美元）而发挥主导作用。



## 结论

大规模公司重组可能是经济决策者面临的最大挑战之一。当金融危机过后公司普遍陷入困境时，就有必要进行大规模重组。为成功地完成重组，政府必须发挥主导作用，确

---

定重组的优先顺序，解决市场失灵问题，改革法律和税收体制，也许最重要的是，克服强大的利益集团所设置的障碍。

可以从本文所研究的国家情况中汲取一些关于大规模公司重组的普遍经验教训：

- 一旦断定发生的是系统性危机，政府就应当准备发挥主要作用。
- 建立具有支持作用的健全的宏观经济和法律环境至关重要。
- 应当迅速采取措施，以减轻危机和重组的社会成本。
- 应当在包括公司和金融重组在内的统一、透明的战略基础上进行重组。
- 应当一开始就阐明重组目标，并且根据这些目标在设立新的重组机构的立法中规定日落条款。
- 在面临既得利益集团施加的压力下，下决心建立有效的破产程序至关重要。
- 在实现重组目标之后，政府应当减少它在经济中的作用，以便为经济在长期内的更高增长创造条件。
- 危机后大规模公司重组至少需要五年时间才能完成。
- 最后一点是，通过削弱曾阻碍变革的特殊利益，并成功地完成公司重组，危机最终将改善长期增长前景。



---

## 经济问题丛书

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Ziliu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşioğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.

- 
18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
  19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.
  20. *Job Creation: Why Some Countries Do Better*. Pietro Garibaldi and Paolo Mauro. 2000.
  21. *Improving Governance and Fighting Corruption in the Baltic and CIS Countries: The Role of the IMF*. Thomas Wolf and Emine Gürgen. 2000.
  22. *The Challenge of Predicting Economic Crises*. Andrew Berg and Catherine Pattillo. 2000.
  23. *Promoting Growth in Sub-Saharan Africa: Learning What Works*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis, and Dhaneshwar Ghura. 2000.
  24. *Full Dollarization: The Pros and Cons*. Andrew Berg and Eduardo Borensztein. 2000.
  25. *Controlling Pollution Using Taxes and Tradable Permits*. John Norregaard and Valérie Reppelin-Hill. 2000.
  26. *Rural Poverty in Developing Countries: Implications for Public Policy*. Mahmood Hasan Khan. 2001.
  27. *Tax Policy for Developing Countries*. Vito Tanzi and Howell Zee. 2001.
  28. *Moral Hazard: Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?* Timothy Lane and Steven Phillips. 2002.
  29. *The Pension Puzzle: Prerequisites and Policy Choices in Pension Design*. Nicholas Barr. 2002
  30. *Hiding in the Shadows: The Growth of the Underground Economy*. Friedrich Schneider with Dominik Enste. 2002.
  31. *Coporate Sector Restructuring: The Role of Government in Times of Crisis*. Mark R. Stone. 2002.

**Mark Stone**是基金组织货币与汇兑事务部的高级经济学家，著有关于公司部门、金融危机和货币政策的论文和文章。他曾在Fleet National银行和Data Resources公司工作，从伦敦经济学院和威斯康星大学获得高等学位。



**Corporate Sector Restructuring  
The Role of Government in Times of Crisis  
(Chinese)**

