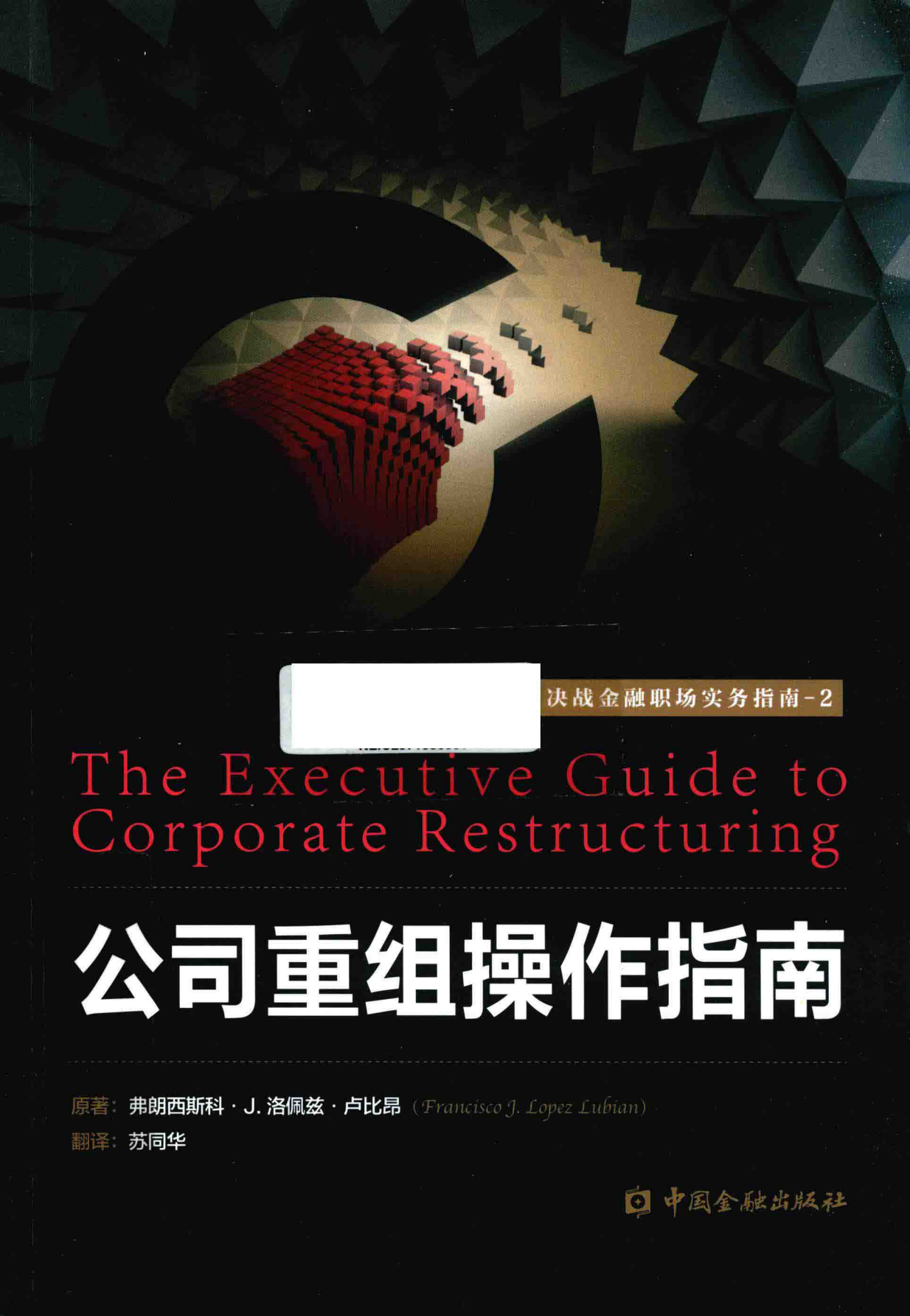




决战金融职场实务指南-2

The Executive Guide to Corporate Restructuring

公司重组操作指南

原著：弗朗西斯科·J. 洛佩兹·卢比昂 (Francisco J. Lopez Lubian)

翻译：苏同华

 中国金融出版社

决战金融职场实务指南-2

The Executive Guide to
Corporate Restructuring

公司重组操作指南

原著：弗朗西斯科·J. 洛佩兹·卢比昂 (Francisco J. Lopez Lubian)

翻译：苏同华

 中国金融出版社

责任编辑：方 晓

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

Copyright© Francisco J. López Lubián, 2014

First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title The Executive Guide to Corporate Restructuring by Francisco J. López Lubián. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The authors have asserted their right to be identified as the author of this Work.

北京版权合同登记图字 01 - 2015 - 0228

《公司重组操作指南》中文简体字版权专有出版权属中国金融出版社所有。

图书在版编目 (CIP) 数据

公司重组操作指南 (Gongsi Chongzu Caozuo Zhinan) / (西) 卢比昂著; 苏同华译. —北京: 中国金融出版社, 2015. 12

(决战金融职场实务指南)

书名原文: The Executive Guide to Corporate Restructuring

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8209 - 4

I. ①重… II. ①卢…②苏… III. ①公司—企业合并—指南 IV. ①
F276.6 - 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 275083 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 10

字数 160 千

版次 2015 年 12 月第 1 版

印次 2015 年 12 月第 1 次印刷

定价 33.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8209 - 4/F. 7769

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

Preface and Acknowledgements

前言和致谢

发现问题相对容易，提出理论解决方案则要难一些。而真正困难的是运用这些理论方案去解决现实问题。任何有用的解决方案须是充分且合理的。按照某些标准，一个充分的方案应该有助于解决现实问题。例如，对一个现金紧张的公司而言，如果其管理层决定把运气作为唯一的相关标准，那么能解决问题的充分方案就是中彩票或者赌赢扑克。

但是，充分的方案未必合理。要使方案合理就必须使其立足于合理的标准之上。

本书围绕公司重组展开，试图提供可以应对真实问题的、实用的解决方案。这本书是实践经验与学术智慧的综合，一方面展现的是一位职业生涯主要是为实际公司重组问题提供解决方案的金融专业人士的经验；另一方面展现的是一位向经理人传授金融知识的教授的学术背景。

本书是一本实用之作，书中运用了很多实际案例，写作中得到了许多人士的帮助。首先，我想感谢那些阅读了部分手稿，并提出了新的想法和改进建议的同事们。尤其需要感谢的是通读全书并给出不凡建议的伊洛埃·卡塞牙（Eloy Garcia）教授。我还必须感谢在资料收集方面给予支持的其他朋友，如吉姆·马丁内斯（Jaime Martinez）和瓦尔特·露娜·布茨（Walter de Luna Butz）。

如果没有他们的关心和支持，这本书或许会有更多错误。当然所有的错误均由作者负责。

Introduction

引言

近年来的世界经济危机改变了许多国家的人们的思维 and 生活方式。绝大多数人改变了未来无限增长与财富的思维预期，转而直面如何应对财富的损失和贫困这一现实问题，新的准则就是成本控制。这种改变的特征就是从过去的（实际上的）免费午餐变成了现在的（几乎是）缺乏午餐。

这种观念的改变影响到了许多经理人所关注的优先问题和他们的努力方向。以 2013 年 6 月中旬参加由《华尔街日报》组织的首席财务官网络会议的首席财务官们为例，他们认为美国公司应该追求诸如降低能源成本、流程重组管理、包括网络安全在内的全球风险的正确评估等目标。这些具体目标截然不同于以前参加该会议的经理人们所提出的目标。例如，在 21 世纪初的首席财务官们感兴趣的是更为全球化的目标，比如增长和垂直一体化。

让我们以冰岛为例从宏观层次进行思考。因为众所周知的缘故，冰岛的银行系统在全球信贷紧缩中崩溃了。其货币——冰岛克朗也几乎损失了全部价值。这个位于北大西洋腹地的岛国与外界的银行业交易陷入了停顿，导致 32 万国民基本处于孤立无援的境地。

众所周知，冰岛银行体系崩溃只是多个国家出现巨大损失的开始，这些损失高达上万亿美元。

这些灾难性的后果清楚地表明每个人都需要更好地从基本上理

解金融市场是如何运行的、可持续的经济价值是如何创造的。

2007年以来,经过灾难性的几年后,大多数公司聚焦于重组和债务再融资,并视其为生存和避免破产之路。不幸的是,这一点也不新鲜。当股权价格接近于零时,提高股权价值(如果可能的话)的方式主要有三种:

- (1) 用新增资金调整资本,在多数情况下通过债转股实现;
- (2) 通过出售非核心资产削减债务;
- (3) 通过执行重组计划增加未来的现金流。

我们以2002年进行财务重组的西班牙吉则特(Jazztel)公司为例看看如何提高股权价值。

吉则特公司成立于1997年,由电信企业家马丁·瓦萨斯基(Martin Varsavsky)领导。1998年1月公司开始运营,其战略目标富有雄心:成为主要在西班牙和葡萄牙运营的旨在为客户提供泛伊比利亚岛网络的垄断者——西班牙电话公司的最为强有力的竞争者。

吉则特公司商业模式的执行意味着要在一个逐步自由化的竞争性高风险行业里大量投资。1998—2002年,吉则特公司累计亏损509,212,880欧元。随着公司按照其预定的商业计划不断开发和增加其运营网络的规模和范围,公司管理层在第一个财年遭遇了意想不到的重大亏损。由于这些亏损再加上公司的财务预测,公司将不能在可持续的基础上履行其对高级商业票据的义务,尤为迫切的是,公司将不能支付应该在2002年10月1日支付给4月发行的票据持有人的利息。尽管在开发网络方面取得了成就,但如果不进行财务重组的话,公司将不得不在可预见的未来停止运营。

基于上述事实,2002年6月13日吉则特公司宣布与债权人的特别委员会就重组公司的资产负债表原则上达成协议。协议涉及注销公司高级票据债务以及高级票据持有人放弃相关权利,以交换:(1) 457,334,951股新的公司股票,大约占协议生效日已发行股票的88%;(2) 另加18,627,092股股票;(3) 总值为7,500万欧元的可转换债券;(4) 第三方所托管的现金将仅被用于支付给12月票据的持有人。

作为财务重组的结果,吉则特公司每年减少利息支出9,300万欧元。重组协议完成后,公司财务状况实现了再平衡,使公司继续在西班牙和葡萄牙固定电话市场上成为活跃的竞争者。

像所有这类协议一样,剩下的问题是协议是否足以确保吉则特公司的未来。

在这个案例中，我们知道发生了什么：资本调整只是一块垫脚石，随后公司被卖掉。新的企业所有者将执行必要的重组计划。

吉则特公司的案例说明了一个广为人知的事实：被许多家庭拥有的看似无风险的高级债务和存在大量失去支付能力或违约的客户（主要在房地产领域）的高杠杆银行是导致 2007 年美国和欧洲出现金融和经济危机的一个关键因素。同时，直接利润迅速减少的市场条件导致市场参与者不再考虑所涉及的风险，而是通过扩大债务规模来维持总收入的稳定。

现在，这种不能区分表面利润和真实利润所导致的可怕影响不仅体现在宏观水平（负的 GDP 增长）上，而且还体现在个人（以失业和收入下降的形式）和公司（挣扎求生存）层面上。这些不适当的、过度的公司债务是由以前充沛的流动性和实际的负利率以及并不可信的强劲经济增长造成的，现在则是由自愿或强制的财务去杠杆所导致的严苛的信贷限制造成。

近年来，许多企业通过不同形式的债务重组协商实现了存续，这是一项耗费了高级管理层大量时间的任务。不同行业和部门的公司正在挣扎求生，之所以能够生存是因为进行了重组或债务再融资。

考虑一下西班牙的不动产部门。这个行业的大多数公司对沉重的债务负担进行了漫长而艰难的重组过程，这些债务是（杠杆化）过度投资，特别是对土地投资的结果，以为最终产品（房子）的需求和价格会永远保持在历史高位。不动产的需求和价格的急剧下降立即导致多数公司出现了严重的财务问题，迫使他们进行各式各样的重组，其代价是股东和债权人价值的破坏。

这种情形引出了下列问题：

- 公司的重组努力是否只是服务于使企业生存的目的？
- 从这些债务重组过程中可以吸取哪些教训？
- 再融资和债务重组是一回事吗？
- 债务重组何时且如何发生？
- 债务重组如何发挥作用？
- 高级管理层在重组中扮演何种角色？
- 重组是专家们的工作吗？
- 重组的主要目标是什么？

本书就是要处理这些问题并提供答案。

Contents

目 录

- 1 公司重组通览/1
 - 1.1 概述/1
 - 1.2 何为公司重组/1
 - 1.3 公司重组何时发生/6
 - 1.4 公司何时需要重组? /6
 - 1.5 公司重组的主要任务/7
 - 1.6 公司重组过程的关键阶段/10
 - 1.7 公司重组谈判的要点/12
 - 1.8 公司重组过程的优势/13
 - 1.9 总结/14
- 2 公司重组的步骤/16
 - 2.1 概述/16
 - 2.2 引言/16
 - 2.3 公司重组：内部活动/17
 - 2.4 公司重组：外部行动/22
 - 2.5 公司重组进程中的要点/26

2.6 总结/26

3 公司重组操作/28

3.1 概述/28

3.2 引言/28

3.3 提高日常经营现金流/29

3.4 通过营运资本来提高现金流/31

3.5 明智投资/37

3.6 总结/41

4 财务重组/43

4.1 概述/43

4.2 引言/43

4.3 有关债务能力的行动/44

4.4 改善资本结构的措施/53

4.5 改善债务类型/56

4.6 一些常见的融资错误/60

4.7 总结/60

附录/61

5 困境公司的估值/65

5.1 概述/65

5.2 引言/65

5.3 困境公司估值/66

5.4 对困境公司估值的实例/68

5.5 如何分配经济价值? /71

5.6 格鲁夫股份有限公司估值的总结/73

5.7 总结/74

附录/75

6	企业重组实例（一） /77
6.1	引言/77
6.2	法玛萨公司重组案例/77
6.3	挽救一个失败的项目融资：瑞德勒斯 高速公路（Autopistas Radiales）公司案例/82 附录/93
7	企业重组实例（二） /106
7.1	引言/106
7.2	交易准备：米勒（SABMiller）公司收购福斯特（Foster）公司/106
7.3	为了增值的重组：易梦（eDreams）与奥迪哥案例/111
7.4	为了出售公司的重组：阿波罗（Apollo）轮胎有限公司/114
7.5	为了国际化而重组：硅谷集团（Grupo Silicon） /117 附录/119
8	重组后的公司经营/129
8.1	概述/129
8.2	引言/129
8.3	重组的质量：重组之后/130
8.4	再访出版公司/133
8.5	危机中得到的经验教训/138
8.6	总结/141 附录/142
9	概括和结论/145

1.1 概述

当一家公司陷入经济困境时，它就需要重组。当公司不能生产足够的现金流以支付其作为债务人的债务时，公司就陷入了经济困境。缺少资金支付债务利息的情形必须是持久性的，因为公司短期的收支不平衡由于可以得到股东的资金支持而免于经济困境。

重组一家公司意味着导入变革措施使公司变得有生存能力和盈利能力，即使这些措施在当下既不可行又无利可图。尽管任何公司重组都包括财务重组，但是公司重组并不只是再融资。任何重组的目标都是通过执行重组方案使公司能够产生足以支付债务利息的自由现金流和令股东满意的补偿。

重组过程也是一个多方谈判协商的过程。在所有谈判过程中理解重组所涉及的各方的利益，确认他们的强项和弱点以及他们的影响力等是非常重要的。

1.2 何为公司重组

当一家公司面临经济或财务困境时，它就需要重组。当公司所产生的现金流不足以支付其应付到期债务时公司就陷入了困境。换言之，就是处于经济困境的公司其经营所获现金流量不足以支付到期债务。因而，重组也是一个协商过程；通过协商优化公司的营运，

使其在财务和贸易支付方面与公司创造现金流的能力相适应。

既然重组与现金流量的产生有关，那么让我们用更为精确的方式来定义我们所说的现金流的含义。

严格说来，当一个公司的自由现金流（Free Cash Flow, FCF）低于即将到期的债务支付，即扣除税收和债务本金的摊销后的财务支出时，此时，公司即陷入困境。自由现金流量是公司经营活动产生的现金流，来源于公司所有经营领域，包括利润、损失和营运资产项下的管理。表 1.1 总结了自由现金流的定义和它的主要组成部分。

表 1.1 如何计算自由现金流

息税前盈余（EBIT）
- 对息税前盈余的税收
= 息前税后盈余（EBIaT）
+ 折旧
= （不包括利息支出）的营运利润或亏损所产生的自由现金流（FCF）
+/- （净流动资产）流动资金营运变动产生的自由现金流（FCF）
+/- 固定资产变动产生的自由现金流（FCF）
= 总的自由现金流（Total FCF）

图 1.1 描述了这一困境：自由现金流量低于履行偿债义务所需的资金。因此，公司面临运营现金不足以支付所有与债务相关的支付的局面。这里的自由现金流由三个部分组成，分别反映了作为现金流来源的不同营运活动：（1）反映盈亏的日常经营管理活动；（2）反映营运资本的日常营运管理活动；（3）反映资本支出的中期和长期营运决策。

毫无疑问，这种缺乏自由现金流支付到期债务的情形必须是持久性的，因为任何暂时的资金失衡都可以由股东提供的资金所弥补。换言之，如果困境是持久性的，从经济角度来看，公司就没有继续经营的可行性（或生存能力），除非股东们有源源不断的新增资金来填平缺口。这种持久性的资金失衡可能是已经产生，或预期会产生。

在确立了公司经济可行性的条件后，我们转向分析公司的经济盈利能力。从经济视角来看，如果一个公司能够产生足够的现金流以支付债务，我们能不能说这个公司是可持续的？不见得，除非公司股东同意损失他们所投入的全部

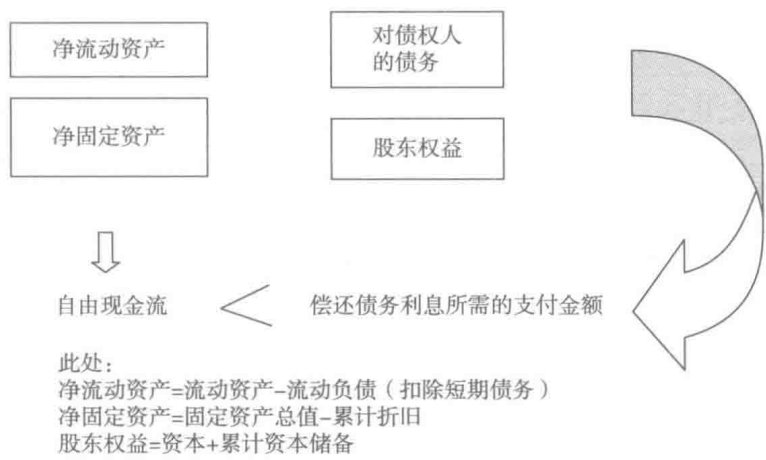


图 1.1 一个困境情景

资金。所以一家公司只有创造足够的自由现金流用于偿还债务，同时还能补偿它的股东，给他们带来预期的经济利润率，这家公司才能保证它的持续生存。对于任何一家公司而言，经济上的可持续性都意味着公司能够产生充足且带来盈利的自由现金流。

重组一家公司就是导入一些变革措施，使目前不具备可行性且不能盈利的公司变得具有竞争力和盈利能力。尽管任何公司重组都包含财务重组，但这并不一定意味着公司重组就只是再融资。任何重组的目标都是要对公司施行变革，从而使公司产生充沛的自由现金流来支付债务并给予股东满意的回报。

需要注意的是，我们所提到的盈利能力是经济利润，而不是会计利润。会计利润通常用类似净资产收益率一类的指标来衡量。而经济利润则与股东们实际到手的现金（现金流）相关。准确地说，经济利润以股东们所收到的自由现金流的内部报酬率来衡量。该自由现金流是支付了债务利息后的现金流(见表 1.2)。

表 1.2 从企业的自由现金流到股东的自由现金流

总的自由现金流 (Total FCF)
+/- 债务本金的摊销
- 利息支出 * (1 - t)
= 股东的自由现金流

再者，重组不只是改变公司债务的条款和条件，还包括企业的资本结构、资产管理和业务范围等方面的变革措施。下述几个案例有助于进一步澄清上述观点。让我们以一家提供电子学习服务的多媒体公司——出版有限公司为例。

表 1.3 总结了过去五年该公司的关键财务数字及其变化。

表 1.3 出版公司的主要财务数据 单位：千欧元

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
收入	12, 277	12, 639	11, 958	11, 588	11, 446	10, 856
息税前盈余	512	525	394	365	305	221
息税前盈余应纳税	- 128	- 131	- 99	- 91	- 76	- 55
税后息前盈余	384	394	296	274	229	166
折旧	333	324	325	346	363	327
盈、亏项下产生的 FCF	717	718	621	620	592	493
流动资金营运产生的 FCF	222	- 246	- 624	143	- 491	474
资本支出产生的 FCF	- 1, 368	- 1, 221	- 1, 435	- 684	- 338	- 850
总的 FCF	- 429	- 749	- 1, 439	79	- 237	177
债务变化						
期初债务	980	1, 446	2, 249	3, 772	3, 835	4, 216
期末债务	1, 446	2, 249	3, 772	3, 835	4, 216	4, 257

很清楚，每年的自由现金流就是可用于支付债务利息的资金（如果现金流是负的，则需要融资）。结果，公司的债务从 2008 年年初的 98 万欧元上升到了 2013 年年末的 427.5 万欧元。这反映了该公司在经济可行性和盈利能力方面都面临着严重的问题。经济可行性的问题在于负的自由现金流并不总是能够通过增加债务融资的方式来解决；经济盈利能力的问题在于公司不能给予股东任何回报。

表 1.4 揭示了出版公司的这一现状，给予股东的自由现金流每年都是 0。

表 1.4 预期的股东自由现金流变化

单位：千欧元

年份	期初	2008	2009	2010	2011	2012	2013
净流动资产	800	578	824	1,448	1,305	1,796	1,322
净固定资产	1,180	2,215	3,112	4,222	4,560	4,535	5,058
总的净资产	1,980	2,793	3,936	5,670	5,865	6,331	6,380
总负债	980	1,446	2,249	3,772	3,835	4,216	4,257
股东权益	1,000	1,347	1,687	1,898	2,030	2,115	2,123
股东权益和负债	1,980	2,793	3,936	5,670	5,865	6,331	6,380
息税前盈余		512	525	394	365	305	221
财务费用		-49	-72	-112	-189	-192	-211
(息后) 税前盈余		463	455	282	176	113	10
税金支出		-116	-113	-70	-44	-28	-3
净盈余		347	340	211	132	85	8
转资本公积		347	340	211	132	85	8
自由现金流		-429	-749	-1,439	79	-237	117
计税后财务费用		-37	-54	-84	-141	-144	-158
债务本金变化		466	803	1,523	63	381	41
股东自由现金流		0	0	0	0	0	0

表 1.5 预期的净资产收益率 (ROE) 变化

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	各年平均
净资产收益率 (%)	25.80	20.10	11.10	6.50	4.00	0.40	11.30

需要注意的是，在这一时期以净资产收益率来衡量的会计盈利能力^①一直是正的，平均值为 11.30%（见表 1.5）。此外，经济盈利能力不同于会计盈利能力。当会计账户显示一个公司具有非常诱人的财务比率时，公司的实际经济盈利能力可能正逼近困境。在出版公司的例子中，公司采用不断增加的债务融资，以弥补营运资金的持续下降。这是一个典型的公司盈利能力差、财务脆弱的信号，最终不得不进行重组。简言之，对一个公司的经济健康（竞争能力和盈利能力）的分析必须使用经济盈利能力指标而不是会计盈利能力指标。

① 被定义为 ROE (ROE = 净利润/股东权益)。

1.3 公司重组何时发生

由于出版公司的经济和财务不再具有可持续性，公司需要进行重组。尽管公司带给股东的会计回报平均达 11.30%，但由于其不具有经济竞争能力，也没有经济盈利能力，所以其需要重组。

重组如何发生？在何种情况下需要重组？

我们已经知道了答案。当一家公司不能够产生足够的自由现金流以支付债务或满足股东的要求时，它就需要重组。这种现金的结构性短缺可以在公司的营运方面或资本结构中找到根源。

导致持久性的自由现金流短缺的营运方面的原因通常有：

- (1) 企业营运范围的界定错误。
- (2) 管理和战略错误。企业的核心能力、市场或产品不适当；竞争优势不充分。
- (3) 营业杠杆过高。过高的杠杆带来了脆弱性。
- (4) 营运资本管理粗放。
- (5) 过度投资及投资错误。
- (6) 代理成本过高。债权人、股东和管理层之间存在利益冲突。

导致持久性的自由现金流短缺的财务方面的原因有：

- (1) 财务杠杆过高。
- (2) 缺乏对负债能力和最优资本结构的分析。
- (3) 财务过失。

相应地，出版公司所需要的重组过程也分为两个方面：营运重组和财务重组。这样公司就可同时解决导致问题产生的营运和财务这两方面的问题。

在本章中，我们将从一般性的角度讨论重组，不对营运重组和财务重组作刻意的区别。我们将在下文中更为深入地讨论这些问题。

1.4 公司何时需要重组？

基于前文的讨论，我们把引发公司债务重组的主要原因总结为以下两个：

(1) 由于收入的明显下降或者成本的持续上升导致公司的流动性出现严重问题，以致短期内威胁到了公司履行营运和财务方面的支付义务；

(2) 公司战略资产的市场价值严重下降，进而影响到了相应融资方案中资产的抵押价值。

1.5 公司重组的主要任务

债务重组过程的关键目标就是企业在面临持续的或者迫在眉睫的资金短缺情况下就未来债务偿还的条款和条件等达成协议，以恢复企业的竞争力。更广义而言，债务重组是就如何在不同的资金供应者和其他债权人之间就现金流的分配达成一致，以避免企业的破产或清算过程给所涉及的经济或社会方面的参与者带来过重负担。重组可能采取的措施包括优化企业的业务范围以及创造现金流。

基于这一假设，我们可以刻画出重组的一系列基本特征：

(1) 重组过程包括达成一份私下协议，以避免走法律程序。该协议也可能建立在对应的破产法基础上，但必须置于司法保护或者监管之下，而这样的监管通常非常严格（如债权人协议）。

(2) 重组是当企业不能履行既定的支付义务、陷入财务困境时的一项特殊的再融资协议，而不是在财务并不紧张时的简单再融资。

(3) 重组的目标是公司再次获得竞争力并确保其未来存续。

(4) 只有重组后债务的价值大于公司清算时债务的价值时，重组才有意义。

(5) 一般而言，债务重组前已经采取了某些营运层面的重组措施，但是这些措施不充分，不能够产生避免财务困境所要求的现金流。

图 1.2 展示了一个公司需要重组其债务的不同情形。

普通的再融资过程只需要公司和银行双方就几种不同的替代方案进行谈判。然而债务重组不同，其涉及大量社会或者经济方面当事人的互动，在巨大的时间压力下，可供选择的方案很少。债务重组会影响公司的各个方面并对未来的竞争力产生深远影响。如上所述，公司的生存取决于重组。

债务重组同时影响财务和贸易方面的债权人、股东、雇员、客户，以及税收管理当局和其他公共机构。重组和再生计划需要在企业计划失败时所涉各方