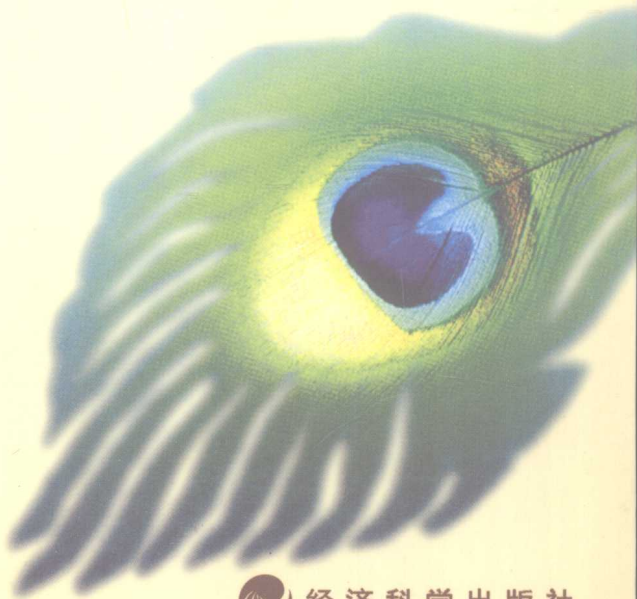


# 粤海重组实录

武捷思 著

前所未有的债务重组范例

- 2001年亚洲最佳重组交易 by IFR Asia
- 2000年亚洲最佳重组交易 by IFLR, Asia Law & Practice



经济科学出版社

# 粤海重组实录

武捷思 著

经济科学出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

粤海重组实录 / 武捷思著. —北京: 经济科学出版社,  
2004. 6

ISBN 7 - 5058 - 4256 - 0

I. 粤... II. 武... III. 企业合并 - 研究 - 广东省  
IV. F279. 276. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 054147 号

© 2002 商务印书馆 (香港) 有限公司  
本书由商务印书馆 (香港) 有限公司授权,  
只限在中国大陆地区出版发行

责任编辑：王 岩  
责任校对：杨晓莹  
版式设计：代小卫  
技术编辑：王世伟

## 粤海重组实录

武捷思 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印刷

河北三佳装订厂装订

787×1092 16 开 14 印张 180000 字

2004 年 7 月第一版 2004 年 7 月第一次印刷

印数：0001—6000 册

ISBN 7 - 5058 - 4256 - 0 / F · 3533 定价：28.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

## 金泉文库 案例集汇



### 策划人语

金泉文库已经问世六年了。在这套聚集金融著作的文库里已经出版了七个系列（41本）国外翻译著作和三个系列（11本）国内中文著作。这些著作像宇宙中的星座一样闪烁着异彩。

金泉文库力图搭建金融体系的框架，反映社会经济发展的需求。作为出版人，我们努力找寻着这种需求。案例是我们对金泉文库增补的一个重点。经过几年的努力，我们终于陆续找到三本经典案例，其中已经出版的有方加春先生所著《金融托管经典案例研究》以及美国人乔希·勒纳与费尔达·哈迪蒙合著的《风险投资和私人权益资本案例》，收录在不同的系列中，当又找寻到武捷思先生所著《粤海重组实录》时，我们意识到，这三本书也可以成为一个新的系列。

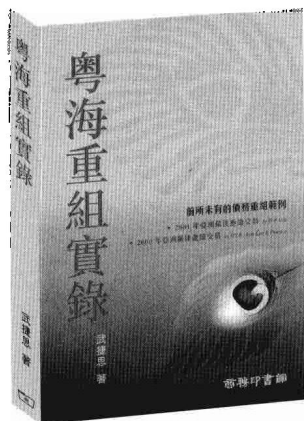
三本书的作者均有其特殊身份——他们是案例的知情者，他们均直接参与了案例的实际工作。故此，这三本书的独特性就在于既具有严谨的学术性，也包含了详尽的内幕资料。

陆续选定的这三个案例，一个是对粤海的重组；一个是对广国投的托管；一个是美国的私人权益资本。我想这三个经典案例填补了金泉文库的空白，她们会使宇宙中的星空更加璀璨。

王书燕

2004年6月28日

# Chinese Phoenix — The Debt Restructuring of the Guang Dong Enterprises Group



Jiesi Wu

粤海重组实录

策划人：王书燕

Chinese Phoenix—The Debt Restructuring  
of the Guang Dong Enterprises Group



· 3 ·

# 案例集汇



——《金泉文库》隆重推出《粤海重组实录》

如果您关注中国企业改革的进程,如果您想了解企业重组改制的过程,那么,《粤海重组实录》一书会带给您想要的答案。

本书是首本对一项与亚洲金融风暴相关的重大重组进行深入学术研究的书籍,对了解当今中国的经济发展状况意义重大。

对表现不佳的企业进行改革在任何时候都是一项巨大的挑战。当企业已经进入破产程序之后,当企业的业务变的多样化和复杂化,当企业实施在过去从未实施过的商业运作机制时,这种挑战就变得更为艰巨。在这本书里,作者作为一名知情者和直接参与者,通过粤海重组的案例为我们描述了为完成这种改革管理层所需作出的工作,并对重组过程的艰辛做了实质性的透析。

通过这本案例,我们可以了解:

- \* 粤海宣布债务重组的背景和过程
- \* 粤海问题出现的历史经验与教训
- \* 中国对粤海重组的支持
- \* 对保护境外债权人权益的关注





为适应中国社会主义市场经济的飞速发展，推动中国的金融深化，迎接风云变幻的国际金融给中国带来的严峻挑战，经济科学出版社决定出版《金泉文库》。

《金泉文库》包括国内和国外两个系列。国外系列以译丛的形式推出，目前已经出版和即将出版的包括《当代金融名著译丛》；《当代金融实务译丛》；《华尔街实战译丛》；《电子商务译

丛》；《风险投资译丛》；《数量金融方法与建模译丛》；《世界金融史话译丛》《中国改革与发展问题应急研究丛书》；其他风格的译丛也将陆续推出。国内系列包括以下几个方面：当代金融理论；当代金融实务；金融教材；金融趣味读物。

《金泉文库》力求全面地、系统地反映当代金融领域的全貌及其进程，总结和挖掘当代金融已有的和潜在的成果。在选题的采择上，努力开掘出自名家的权威著作，力求建立金融书苑的基础体系，同时把握金融时代发展的脉搏，推出反映金融重点、热点的论著。

“金”者，财富也，金融也；“泉”者，钱币之谓也，又可指清澈之泉水，涤人之目，解人之渴，且泉源永存，流水不腐。

读者的需求、反馈和建议乃《金泉文库》立足之本，丰富和壮大之源（联系电话：010-88191415；E-mail: jr @ esp.com.cn）。愿《金泉文库》给读者带来财富，给金融界带来活水。



# 序 言

• *Prof. Peter Nolan*

本人对能为武捷思博士写的《粤海重组实录》一书撰写序言而深感荣幸。

本书对了解当今中国的发展状况意义重大。为了了解中国现状，本人于1999年对红筹公司进行了研究，2000~2001年期间也曾四次实地考察，尝试深入了解广信破产、粤海重组、广东农村金融机构和城市信用合作社改革的意义。

从许多方面来看，武博士写的书意义深远。亚洲金融风暴迫使东亚和东南亚的众多大公司纷纷进行债务重组。在范围如此之广、数量如此之多的公司重组中，粤海的重组当属最大规模、最为复杂的个案之一。再者，粤海重组还是有史以来最大型的中国国有企业重组，其意义尤其重要。在粤海重组初期，中国国内几乎没有人预期重组要需时两年之久。国际债权人初时期望广东省政府介入，提供足够的财务支持以避免任何削债，简化重组过程。事实上，整个谈判过程和最终制定的重组一揽子方案都说明了这次重组是异常复杂的。所以，只花了约两年时间就使重组一揽子方案获得同意是一项相当骄人的成绩。在亚洲金融风暴爆发中心区域的国家，即众所周知的韩国、泰国和印尼，债务重组过程痛苦而缓慢。而本书所述的粤海重组正是为数不多的大规模的债务重组个案中业已完成的重组。

本书是首本对一项与亚洲金融风暴相关的重大重组进行深入学术研究的书籍。武博士不仅是基于严谨的学术目的著写本书的，他也是一名知情者，作为广东省省长助理及其后被委任为粤海和粤海主要附属公司粤投的董事长，他直接参与了整个重组。故此，本书的独特性就在于它既具有严谨的学术性也包含了详尽的内幕资料。很难想像，亚洲其他地方能出版此类著作。尽管书中所述事件本身就具有相当的复杂性，但武博士对复杂的重组过程描述得非常仔细、清晰，使人易于领会。《粤海重组实录》将会吸引那些希望对如何成功完成债务重组（尤其是在东亚地区）有更深的

解的学者和实践家的广泛兴趣。

然而,《粤海重组实录》并不仅仅介绍债务重组的技术问题。本书的核心当属有关1999年6月和7月期间广东省政府与债权人处于对峙状态的内容。这部分内容触及道德风险和亚洲金融风暴的核心。中国窗口公司于20世纪90年代获得国际贷款量迅速膨胀的一个主因,是国际机构相信无论这些公司因什么原因而无力偿债,中国政府最终都将介入,代其偿还债务,以保政府信誉。这意味着国际贷款机构认为无须对借款人做谨慎调查。尽管政府并未为窗口公司的债务做出担保,国际债权人仍向广东省政府施加了巨大压力,要求省政府介入,为粤海全额偿债。他们通过多方面多渠道施压,向媒体发放和泄露消息,甚至还直接向国家领导人请愿。如果广东省政府接受这些要求,这将对其他国内机构的国际债务处理带来巨大影响。也就意味着向国内机构提供无风险贷款的“游戏”将继续下去。反过来,这种“游戏”又将纵容借款方任意妄为。

武博士引人入胜地记叙下了那场在对峙状态下广东省政府与债权人之间的智力较量。这包括广东省政府坚持粤海的亏损应由政府和债权人一起承担;除东深供水项目外,省政府拒绝考虑再向粤海注入资产;省政府决定暂停支付利息;以及最终忠告债权人,如果不与省政府一起承担损失,他们将准备与粤海同归于尽。撇开这一阶段是整个粤海重组的核心阶段不说,就单从双方斗智这一事件而言,它本身已经极具趣味性,这是商业史上一次生动的写照。对峙局面最终在债权人接受了广东省政府提出的债务处理原则下得以化解,这意味着在最终重组时各方将一起分担损失。该结果也就给“窗口公司信用”这一概念带来了致命一击。

《粤海重组实录》不仅涉及到贷款给香港窗口公司方面的道德风险问题。广东省政府的最终目标不只是重组债务,而是重整公司的营运机制。重组初期,广东省政府已向武捷思清楚地表明了这点。正如一位省领导所说:“建立适应商品经济市场环境的内部经营机制是粤海重组的最重要的内容。”

在本书结尾部分,武博士详尽地提到了为达到这一目标而必要有的改变。他总结为:

只要粤海能够认真吸取过去的经验教训,尽快建立起与市场竞争机制相适应的管理体制,形成一套行之有效的内部激励机制和监督、制约机制、树立牢固的业绩至上的企业文化,使新粤海逐步成为主业鲜明的专业

化公司，做到集团上下依法经营、照章办事，新粤海就一定能在困境中杀出一条血路来。

这些总结得出的粤海重生所必要的条件就是新粤海管理层所需背负的任务。

毕马威有关粤海情况的报告也指出了这些必要的改变。毕马威认为，粤海身处困境的一个主要原因是“融资方便”。其他原因则是“投资不善、贷款无方”；“主次不明、重复投资”；“缺乏制约、监控无力”；“弄虚作假、账实不符”；以及“参与投机”。

为求建立起一个现代化、具国际竞争力的公司，新粤海已引入强有力的措施改革内部管理体制。最引人瞩目的是2000年3月，新粤海颁布实施的“十七条禁令”。这些禁令包括“不得擅自设立公司”；“不准设立和保留账外资产（现金）”；“严控公司信用卡的使用范围和使用金额”；“全面禁止以虚假交易方式代开信用证”；“减少所有非常规性支出”；“禁止用公款购买各种会员证”；“加强董事会对管理层的监督”；“最大限度地加强财务总监的监控职能”；“在公司总经理、财务总监和财务部总经理之间建立起一套相互监督和制衡机制”；“严格执行对外投资、贷款和担保的规定”。

这些禁令的正式颁布和实施正好反映出新管理层在企业文化方面需要取得的改变。即使在重组后，新粤海仍由广东省政府百分之百持有，而新粤海则保留有对重组后的附属公司粤投和广南的控制权。新粤海的管理层正面对一个重大的挑战，这就是为建立一个现代化的管理体制而必须实现的“政企分家”。

重组后，粤海将专注于基础设施和公用事业，广南则将专注于食品业务。而重组后的粤投，单一最大的业务将是东深供水项目。鉴于预测年盈利约21亿港元，东深供水项目将占粤投全部营业收入的一半。该供水项目供给香港地区的水量占香港总耗水量3/4，是中国惟一一家对内地以外地区供应未经处理自然水的公司。因此，重组后的粤投核心业务实际上将是垄断性的，它与广南垄断了广东向香港地区提供鲜活食品业务的状况相类似。这一近乎垄断性的业务连带其绝大部分的管理队伍都原封不动地注入了粤投。它是一个潜在的巨大盈利源泉，是债务偿还的有效保障。然而，它并不能改变新粤海的管理文化。

2000年2月15日，刚刚上任的粤海董事长武捷思在向省领导汇报粤

海重组工作时，省领导就重组后的粤海的经营管理机制问题做了重要指示，“重组后的粤海是仅仅成为一个还债机器，还是有所作为，不断发展壮大，成为一个按照国际惯例经营和管理、具有活力的现代化企业，是全省乃至全国上下以及国际资本市场关注的焦点”。省领导敦促粤海管理层吸取粤海过往的经验教训，遵从国际惯例建立起一家真正的现代化企业。省领导还同时强调，这是粤海重组的关键所在。

窗口公司的主要作用是在国际市场上为其国内母公司即政府或国有机构筹集资金。成立窗口公司的初衷并非是要办一家真正的企业。将支离破碎的粤海转型为一家真正的、具国际竞争力的企业而仅非一台还债机器是一项莫大的挑战。武博士著写的书正是对前面要走的路做了实质性的透析。

*Prof. Peter Nolan*

Sinyi Professor of Chinese Management

Judge Institute of Management Studies

英国剑桥大学

# 序 言

• *Gordon Orr*

对表现不佳的业务进行革新在任何时候都是一项巨大的挑战。当企业已经进入破产程序之后、当企业的业务变得多样化和复杂化、当企业实施在过去从未实施过的商业运作机制时，这种挑战变得更为艰巨。总之，就是这个原因使得在中国实施扭亏为盈非常困难，并且难以持续。武博士的这本书描述了为了完成这种革新，管理层所需做出的先期工作。通过这本书，武博士与大家分享了在中国的一些具体限制和应抓住的机遇。

在本质上，变革就是改变组织中的行为，这无疑是一个非常困难和耗费人力的过程。只有通过一个团结的高级管理层持续的努力，才能实现所需的变革。中国国企要做出这种变革面临着一些更为特殊的挑战。

中国国企中的一些高级领导都是第一次在企业中任职，而此前他们可能是在中央或地方政府中担任类似级别职位的官员或来自学术界。他们必须迅速了解行业知识、企业和管理队伍。因为他们先前只有政府机构中的管理经验，现在让他们一下子接手实行高度集权决策的企业高级职位，决策过程变得低效而保守一点都不令人感到奇怪。

一些高级管理人员通常依靠对业务一知半解进行管理。即使他们知道行业和企业的关键业绩指标是什么，他们也不可能从组织中获得及时更新的信息。透明的文化不存在，薄弱的 IT 系统不能够及时传递综合的信息。有许多例子表明一个多元化公司的首席执行官的惟一信息来源可能仅仅是一个现金负债表季度报告和一页纸的业绩备忘录。

由多个相互竞争的合资企业导致的复杂性是另一个主要限制。作为 20 世纪 80 年代和 90 年代早期遗留下来的问题，一家大型国企可能拥有 50 家合资企业，既有本地也有跨国的合作伙伴，在某些合资企业占多数股权，在另一些合资企业可能占少数股权。这些合资企业的领导通常是独立的，并有时抵制来自公司总部的战略指导。当合资企业部分上市和/或拥有自己的合资子公司时（即所谓的“孙公司”），这种情况更为严重。

除非公司章程比较完善，否则大股东会发现在指导子公司运作方面，自己的能力非常有限。

上述原因导致规划、目标设定和对已实现业绩的直接奖励没法发挥作用。许多国企根本没有自下而上驱动的规划流程方面的经验，即建立在市场之上，并通过由总部进行一系列的质询来制定明确的可衡量的业绩目标的流程。子公司同样也没有规划流程方面的经验，对质询讨论相当抵触。人们更为适应的是数量设定上的任意性，有时候财务目标是由总部下达，与个体的业绩没有明确挂钩。因此，评估不可避免的非常依赖于个人判断，或者有时候根本就不存在。

对于不能达到目标所给予的惩罚很轻，激励奖金的主要历史性限制条件则依然存在。抛开股票期权不谈（期权现在仍然是一种难以采用的工具），首席执行官在决定给予多少报酬的时候受到来自部委或省里的上级的严格限制。给最高的二到三级的管理者的报酬是一个总额，由首席执行官按照自己的判断进行分配。首席执行官通常可以向对他直接报告的人分配责任，但是却不能招聘或解雇他们。

最艰苦的行为变化之一是说服国有企业将法律结构和管理结构分开。历史上国有企业是完全由法人实体结构管理的。如前所说，中国大多数大的国有企业具有多层子公司。如果它们是合资企业，那么这些子公司都是典型的独立法律实体。即使在单一产品业务内，每个省的分支机构往往也是一个法人，分支机构经理拥有巨大的可自由支配的权力。这个国企可能没有一个单一的全国性业务，但是有超过 30 多家各地分支机构，各自具有非常不同的经营方式。要努力把相似的业务集合进统一的业务单元或部门，首席执行官将遇到巨大的阻力。法律结构和管理结构并不是不能像常见的国际性公司那样分开。它们是可以被分开的，但是既得利益和地方政府的支持使真正做到这一点非常困难。从合资企业中努力买下地方少数投资者股权（通常是政府实体）以便促进整合的时候也会遇到相似的限制。价格不是主要问题，对未来的持续影响才是担心的问题。

粤海面临所有这些挑战并且必须在重大财务危机时期解决它们。在许多方面，财务危机是推动领导班子团结一致打破既得利益、制定未来计划的关键契机，新的董事会清楚地认识到债务重组只是开始，并非结局。粤海真正需要的是全面的转变，这也是它的新领导班子在 2000 年初开始的一次需要几年才能完成的征程。给国有企业领导人更大的挑战是，有选择

地把新粤海有效的工作方法和本企业的具体需要相结合，在没有财务危机的痛苦压力下实施本企业的改革。随着中国进入 WTO，选择这样做实在是势在必行。

欧高敦 (*Gordon Orr*)

大中华区董事长兼总裁

麦肯锡公司



# 绪 言

粤海重组实际上包括四个企业集团的重组：一是，中国广东省政府全资拥有、在中国香港特别行政区注册的粤海企业（集团）有限公司（以下简称“粤企”）；二是，在香港特别行政区注册并上市、被粤企持有56%股权的广南（集团）有限公司（以下简称“广南”）；三是，在香港特别行政区注册并上市，被粤企持有38.81%股权的粤海投资有限公司（以下简称“粤投”）；四是，广东省政府全资拥有、在中国澳门特别行政区注册的南粤（集团）有限公司（以下简称“南粤”）。因为粤企、广南和粤投被统称为粤海集团；南粤又是与粤海集团一并实施重组的，所以，以上四个企业集团的重组被人们简称为粤海重组。

2001年3月，粤海重组作为典型的企业重组范例，被《国际金融法律评论》杂志和“亚洲法律及制度”组织评选为“2000年亚洲最佳重组交易”。其依据为：第一，粤海重组为“中国国营企业的最大型重组”；第二，“债务的重组用了两年多的时间才完成（从1998年12月16日广东省政府宣布粤海重组，到2000年12月22日与债权人正式签署债务重组协定），被广泛誉为市场对中国各省、市政府公司重拾信心的标志”；第三，有众多中介机构及大量工作人员参与重组工作，其中“安理国际律师事务所有时竟需要指派多至100名人员处理有关工作”；第四，“粤海重组由一个国际性的债务重组和一项跨国界的融资及债券发行所构成。”

2001年12月，粤海重组被 *IFR Asia* 杂志（亚洲《国际金融评论》）评为“*IFR Asia* 2001年度最佳（债务）重组交易”。该杂志指出：“粤海企业（集团）有限公司56亿美元的债务重组充分展示了广东省政府对高度透明、平等公正重组的认同和支持，这情况以往在中国相当罕见。”在重组技巧方面，该杂志认为：“粤海重组在调停债权人之间争议方面极为出色，成功将粤企集团、粤海投资以及其债权人的利益联系起来”；“债权人需要将其债务交换成为一系列结构复杂的证券，……这个结构给予债权人在债务入账方面很大的灵活性。”最后，该杂志强调：“粤企集团的成功故事还有另一层更深刻的意义。粤企集团重组的结果被公认为平等公正，重建了债权人对中国政府的信心。”