


ZHONGGUO QIYE ZHAIWU  
WEIJI YU CHONGZU

牛锡明 丛 林◎著

# 中国企业债务


## 危机与重组

 中国金融出版社

# 中国企业债务危机与重组

牛锡明 丛 林 著

750023  
3/22

 中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿 卿尚莲

责任校对：张志文

责任印制：程 颖

### 图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业债务危机与重组 (Zhongguo Qiye Zhaiwu Weiji yu Chongzu) / 牛锡明, 丛林著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4969 - 1

I. 中… II. ①牛…②丛… III. 企业—债务—研究—中国 IV. F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 019230 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 23.5

字数 375 千

版次 2009 年 5 月第 1 版

印次 2009 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—13000

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4969 - 1/F. 4529

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 序

2004年夏，德隆集团陷入债务危机的消息石破天惊般在业内流传。不过朝夕之间，原本众多银行争相为之提供资金的德隆系企业全部列入“黑名单”，各家银行都在比拼谁收贷的力度最大，谁查封资产的速度最快。一时间，银行面临巨额损失，企业陷入破产边缘，甚至有可能导致某些行业的连锁反应及企业所在地区的不稳定。

其时，由于工作关系，我亲眼见证了由本书两位作者领导的德隆债委会及财务顾问是如何在紧急、恶劣的形势下开展重组工作的。如何将一家公众几乎已彻底丧失信心、濒临破产、管理层被羁押、人心涣散的大型企业集团从瓦解的边缘拯救回来，最大限度地保护各方利益，是那些日子中所有债委会成员及顾问殚精竭虑思考的问题。

当时面临的最重大、也是最困难的问题是整个债务重组工作在国内没有先例，无经验可循。换句话说，他们要在几乎空白的国内债务重组领域中摸索出一条适合经济形势和市场情况的新路。既要遵循公认的国际惯例，又不能完全照搬海外模式；既要遵照现有法律法规体系，又要在法律法规未能明确界定的地方作出合理补充，找出合理的解决问题的途径。

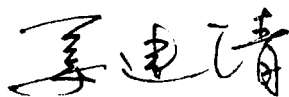
德隆系是国内首家在市场经济环境下进行债务重组的企业集团，得到了国务院领导的高度重视，也得到了人民银行、财政部、最高法院、银监会、证监会、保监会等政府部门的支持。所有债权人及相关机构（信托方、中介团队等）团结一致，统一行动，最大限度地对外争取维权。在各方的不懈努力及合作下，德隆系内五家上市公司的债务重组工作得以较快完成。

通过德隆系重组，债权人及财务顾问等重组参与方也总结出了适合当时市场情况的重组思路，即在市场经济体制下进行的有计划的债务重组，务必按照市场化原则，依法合规进行。这是经过历史考验、具备实践经历的思路，在随后众多的重组案例中，这一重组思路的科学性、实践性得到了市场的进一步检验。

在德隆系重组成功的案例影响下，越来越多的债务危机企业以不同的主导人陆续开展企业债务重组。如2005—2006年由工商银行担任重组委员会主席单位的三九集团、华源集团债务重组，2006—2008年由中国银行担任主席单位的聚友集团、东盛集团债务重组等。这些重组项目有的已经圆满完成，债权人、债务人、战略投资者等实现了多方共赢，有的正在不断推进之中。

新形势、新案例中不断出现新情况。在德隆系债务重组中曾经采取的一些有效措施有的仍在新项目中发挥重要作用（如债委会的运作机制、分配原则、中介团队的聘请等）；有的也依据情况的改变而不断调整，例如债委会内部的协调机制、重组方案的设计等。相信随着我国债务重组市场的不断发展和完善，债务重组相关措施也将顺应发展潮流的要求而不断完善创新。

本书付梓之日，正值金融危机席卷全球，众多企业陷入债务危机。希望本书的问世能为业内人士提供一些反省问题、解决问题的有参考和借鉴价值的思路和方案。相信这也是本书作者所追求和希望的。



2009年4月10日

# 目 录

<b>第一章 中国企业债务危机</b> .....	1
<b>第一节 债务危机的爆发</b> .....	1
一、债务危机的概念.....	1
二、德隆、三九及聚友债务危机的爆发.....	3
三、债务危机的特点 .....	10
四、债务危机的破坏性 .....	17
<b>第二节 债务危机形成的原因及演进</b> .....	18
一、债务危机形成的原因 .....	18
二、企业债务危机的演进过程 .....	33
三、危机爆发后各界反应 .....	35
<b>第三节 化解企业债务危机的最佳方式——债务重组</b> .....	40
一、债务危机的解决路径 .....	40
二、债务重组概念的界定与本书研究的范畴 .....	41
三、债务重组对债务危机牵涉方的益处 .....	42
<b>第二章 债务重组——协商期</b> .....	51
<b>第一节 重组启动与筹备</b> .....	51
一、发起、启动重组 .....	51
二、重组筹备 .....	59
<b>第二节 《债权人协议》</b> .....	66
一、《债权人协议》是债务重组的法律基础和依据 .....	66
二、《债权人协议》的主要内容及条款 .....	67
三、《债权人协议》签署的方式 .....	71
<b>第三节 债委会</b> .....	72
一、债委会的定义、作用和性质 .....	72

二、债委会的成员 .....	72
三、债委会的特性 .....	75
四、债委会的法律地位和依据 .....	77
五、债委会成立 .....	82
六、债委会机构设置 .....	83
七、债委会在重组不同时期的工作重点 .....	84
<b>第三章 债务重组——过渡期（上） .....</b>	<b>86</b>
<b>第一节 重组过渡期概述 .....</b>	<b>86</b>
<b>第二节 过渡期安排 .....</b>	<b>88</b>
一、债务人与债权人之间约定的过渡期安排 .....	88
二、债权人之间的过渡期安排 .....	93
三、过渡期资金支持 .....	93
<b>第三节 中介机构 .....</b>	<b>99</b>
一、中介机构团队及其委托方 .....	99
二、中介机构在重组中的角色和作用 .....	100
三、重组主体需要的中介机构及选聘的时机 .....	100
四、中介机构的费用 .....	103
<b>第四节 尽职调查及《尽职调查报告》 .....</b>	<b>106</b>
一、尽职调查准备工作 .....	110
二、企业基本情况 .....	111
三、企业经营情况 .....	112
四、企业财务情况 .....	113
五、企业债务情况 .....	115
六、其他资料 .....	115
<b>第五节 企业偿债能力分析 .....</b>	<b>116</b>
一、偿债能力分析的目的和作用 .....	116
二、债务重组中常用的现金流预测企业偿债能力的方法 .....	116
三、偿债能力分析结论对于重组方案的影响 .....	119

---

<b>第四章 债务重组——过渡期（下）</b> .....	120
<b>第一节 债务分类及其安排</b> .....	120
一、直接债务 .....	121
二、或有债务 .....	129
<b>第二节 资产、业务的重组及投资者</b> .....	133
一、对债务人的资产、业务进行重组 .....	133
二、战略投资者 .....	135
三、财务投资者 .....	141
<b>第三节 上市公司监管</b> .....	142
一、监管重点——维护小股东利益 .....	142
二、上市公司进行债务重组时可能遇到的问题 .....	143
<b>第四节 重组方案</b> .....	146
一、重组方案的提出 .....	146
二、重组方案的确定 .....	148
三、重组方案的内容 .....	151
<b>第五章 债务重组——执行期</b> .....	156
<b>第一节 债务重组协议</b> .....	156
一、重组框架协议、重组协议之间的关系及其与 原借款合同的法律关系 .....	156
二、重组框架协议 .....	157
三、重组协议 .....	162
<b>第二节 执行期监管</b> .....	170
一、对于延长还款期间重组模式债务重组的监管 .....	171
二、对于一次性买断重组模式债务重组的监管 .....	173
<b>第三节 重组结束</b> .....	173
一、重组如期完成 .....	174
二、重组失败 .....	175
三、重组提前完成 .....	175



<b>第六章 案例</b> .....	179
<b>第一节 三九集团债务重组案例</b> .....	179
一、创业偏.....	179
二、危机篇.....	183
三、重组篇.....	184
<b>第二节 湘火炬债务重组案例</b> .....	206
一、湘火炬的发展历程.....	206
二、债务重组工作展开.....	209
三、新“东家”浮出水面，火炬曙光再现.....	236
<b>第三节 重庆实业债务重组案例</b> .....	238
一、发展史.....	238
二、启动重组.....	242
三、成功转折点.....	260
<b>附录 债务重组法律文件范本</b> .....	263
一、债权人协议.....	263
二、承诺函.....	273
三、财务顾问委任协议.....	277
四、债务重组框架协议.....	285
五、债务重组协议.....	303
六、代理行协议.....	360
<b>后记</b> .....	366

# 第一章 中国企业债务危机

## 第一节 债务危机的爆发

### 一、债务危机的概念

企业的生产经营活动实际上是通过各种资源，包括股东投入的资本、适度的负债、各种生产资料要素、劳动力要素、社会资源等的有机组合，创造有价值的产品和服务。上述生产经营的全过程，从物流的角度来看是采购原材料、加工等过程；而从资金流，即从财务角度来看，实际上是一个资金在企业流进和流出的过程，即资金通过企业的筹资活动、投资活动和经营活动流进和流出企业。在资金流入方面，企业通过发行股票、发行债券、向银行借款等筹资活动，通过出售资产、出售有价证券等投资活动，通过出售产品及服务收取现金、利息和股息等经营活动使现金流入企业；在资金流出方面，企业通过回购股票、支付股息、偿还借入资金等筹资活动，通过购置资产、购买有价证券等投资活动，通过购买原材料、支付工资、支付股息和利息等经营活动使现金流出企业。

在企业正常运行的情况下，由筹资活动、投资活动、经营活动流入的现金流应该大于由这些活动流出的现金流。但是如果企业现金流入小于流出，在债务到期时，债务人的确无力偿还债务，出现债务延期、债务人拖欠甚至宣布不偿还债务等情况，并由此引发一系列的连锁反应，便引发了债务危机的爆发，甚至破产。我们知道，破产是企业无法继续经营下去的一种临界状态，而债务危机是企业达到这个临界点之前的某种状态。也就是说，债务危机是企业丧失偿还到期债务的能力，无法支付到期债务或费用的一种经济现象。企业对债务危机进行处理应以维护企业持续经营和建立新的债权债务关系为目标。

### （一）企业债务危机与资不抵债

在研究企业债务危机时，要特别注意一个概念，那就是资不抵债。资不抵债与债务危机二者既相互关联，又不尽相同。资不抵债是指企业的净资产为负值，即资产总额小于负债总额，这也意味着企业的股东权益为负值，是一个存量的概念。

企业在发生债务危机时并不一定资不抵债，企业可能资产总额大于负债总额，也不一定亏损，甚至盈利的情况也有可能出现。债务危机主要是由于资金周转不灵、现金流量分布与债务到期结构分布不均衡等原因，暂时不能偿还到期债务，或者是企业资金链断裂而产生的流动资金危机。此种类型的债务危机将是本书探讨的重点。

但是，企业出现债务问题若不能及时化解，将逐步削弱盈利能力进而出现亏损。企业持续亏损，导致资金链断裂，最终将形成资不抵债，甚至破产。可见，企业债务危机形成具有累积性，爆发时企业也可能已经资不抵债。

### （二）企业债务危机与财务困境

从经济学上看，企业的财务困境是一个渐进与连续的过程，而不是一个截然两分的状态，即不存在某一点，可以将企业分成陷入财务困境和未陷入财务困境这两类。财务困境的客观累积性表现为期间概念，它反映企业一定时期在资金筹集、投放、分配等各个环节上所出现的失误。例如，在投资决策方面，由于投资渠道不通畅，不能保证投资计划顺利实施，以至于投资效益不能如期实现；或因投资决策失误，造成资金回收困难；或因筹资结构与投资结构配比不当，造成还款期过于集中。在营销方面，由于市场定位不准，或促销手段落后或售后服务跟不上，以至于产品滞销。由于诸多因素的综合作用，造成企业在一定时期内现金流入量少于现金流出量，以至于企业不能按时偿还到期债务而引发债务危机。可见，企业债务无法履行是财务困境的必然特征，债务危机是企业财务困境的突出表现形式之一。

公司财务困境研究始于 20 世纪 30 年代的西方，至今已有 70 年的历史。随着研究成果的积累，定义不断扩展，逐渐用财务困境（finance distress，或译为财务危机）一词来统称相关的研究。国内外不同学者对财务困境的界定不尽相同，这与他们进行的实证研究相关。

关于财务困境的辨别，不同学者的观点不尽相同。西方学术界主要有 Alt-

man, Beaver, Deakin, Carmichael 和 Kose 等人的学术观点。John Kose (1993) 指出, 财务困境是企业流动资产不足以抵偿债务合同所要求的支付条件。

在国内的研究中, 鉴于中国的特殊制度背景, 与西方的界定方法显然不同, 表现为从一开始就很少有对企业破产的实证研究, 这主要是由于我国证券市场发育不够完善, 破产更多地是受行政等非市场行为的影响。因此, 绝大多数研究将从 1998 年开始出现的上市公司受到特别处理这一现象作为公司财务困境的标志。此外, 谷棋、刘淑莲 (1999) 将财务困境定义为, 企业无力支付到期债务或费用的一种经济现象, 包括从资金管理的技术性失败到企业破产以及处于两者之间的各种情况。吕长江等 (2004) 用流动资产小于流动负债, 即流动比率小于 1 来定义财务困境, 同时要求流动资产小于流动负债应该是一个持续的状态, 这种状态应该是在 1~3 年甚至更长时间内不能逆转。

在财务困境的大量研究文献中, 占主流地位的是财务困境判定的实证研究, 即以历史经验数据为基础来预测企业以后是否会发生财务困境的研究。无论是投资者、债权人, 还是政府或其他监管机构等对企业的财务困境预测都有很大的需求。

早期的财务困境预测研究采用的是单变量的预测方法, 即一元判别。单变量分析计算简单, 易于理解, 但是, 对于任何单个或多个财务比率, 即便其综合性再高, 也无法充分和全面地反映企业整体状况, 不同的财务比率可能对同一企业有相互矛盾的判定或预测, 难以作出结论。因此, 需要将不同的比率融入一个有意义的模型中, 多变量分析应运而生。判别分析是一种进行统计鉴别和分析的技术手段, 它可以就一定数量案例的一个分组变量和相应的其他多元变量的已知信息, 确定分组与其他多元变量之间的数量关系, 建立判别函数 (discriminate function), 然后利用这一数量关系对其已知多元变量信息进行判别分析。在本书的后续研究中, 多元逻辑回归和多元概率比回归方法被陆续引入财务困境预测研究之中。

前面阐明了企业债务危机的概念, 介绍了债务危机与资不抵债、财务困境两个概念间的关联及区别, 这是我们在开始阅读本书时必须搞清楚的事情。

## 二、德隆、三九及聚友债务危机的爆发

让我们首先回忆一下几家典型企业集团债务危机爆发的过程。

### （一）德隆

2004年4月13日，成为德隆噩梦开始的标志。当日，德隆控制的健桥证券令人意外地抛售“德隆系”控制的合金投资股票，当日合金投资股票即告跌停。第二天，“老三股”全线下挫跌停，德隆系债务危机全面爆发。几周之内，流通市值损失达上百亿元。

实际上，德隆集团债务危机的根由要追溯到若干年前，它就像一股暗流在企业每日貌似正常的运营中暗暗汇集涌动。不能说集团内所有人都对此毫无察觉，但至少，德隆没有能够扭转方向，整个集团就像一部沉重的战车，义无反顾地奔向悲剧的结局。

在2000年12月“中科创业事件”后，社会舆论突然将矛头对准了德隆，“德隆是庄家”成为数百家媒体的显著标题。2001年4月，香港中文大学教授郎咸平炮轰德隆（《新财富》当月刊登了郎咸平主笔的《“德隆系”类家族企业中国模式》一文）成为这一时期质疑风潮的标志。之后，德隆旗下的金新信托因此发生挤兑风波。

金新信托当时属友联公司管理。2000年下半年德隆成立的“友联管理研究中心有限公司”的目的是通过该公司来管理德隆旗下的各金融机构，当时包括新疆金融租赁、新疆金新信托、新世纪金融租赁和德恒证券4家公司。至2001年底，友联出现了41亿元资金无法兑付的大窟窿。

金新信托挤兑风波成为德隆发展的重要转折点。面对如何取舍的问题，2001年底，德隆董事会在苏州开会讨论。会上，友联总裁唐万新提出由其亲自主持解决危机的工作，进行全员收购，就是与会的8位董事都要参与收购新的金融机构的业务。据称，会议上除唐万新一人坚持金新不破产做大金融之外，其余包括另外唐氏兄弟在内的7名执委都建议金新破产。2002年1月2日，唐万新召集友联的执委和下属金融机构的负责人，大概20人左右，在金新信托上海管理总部的会议室召开友联工作会。会上唐万新宣布由其亲自主持友联的工作。

随后，唐万新在友联内部进行了一系列工作布置。第一项措施是开展收购新的金融机构的工作；第二项措施是向公司的员工宣传全面金融服务、混业经营的理念；第三项措施是让产业的高管人员给各金融机构的客户经理讲课，讲德隆产业的发展历程和成就，激励客户经理做好金融业务；第四项措施是组织

舆论宣传德隆。

唐万新还亲自主持每天下午4点召开的“头寸会”，就是危机资金调度会。友联几乎每天都有到期无法兑付的资金，导致发生了客户游行、以自杀相威胁、砸营业部等事件（只有2003年的5月和6月两个月是绝对平静的）。之所以每天都有到期无法兑付的情况，还是41亿元资金缺口的原因。老客户纷纷离开，新客户营销又很困难，后续资金融不来，股票又不能卖，资金链濒临断裂。

于是，德隆从所属产业中调动资金，以理财、存款等名义支持金新信托等金融机构，其中，旗下上市公司共计支持28亿元，非上市公司支持10亿元，德隆从此走向资金链紧张和全面危机的不归之路。为打通多种融资管道，德隆全面挺进金融业。

2003年7月，市场上对德隆系旗下上市公司的质疑之声又起。当月18日，地处西南的《成都商报》发出一则所谓“独家新闻”，称正在那里访问的郎咸平和当地记者喝茶时透露，中国证监会正对德隆展开全面调查，调查的重点是德隆旗下3家上市公司高达20亿元的担保问题。尽管稍后郎咸平通过《证券时报》公开表示，内地媒体对他的谈话有误解，报道的是他两年前的观点，自己最近两年没有对德隆进行研究，但这则“独家新闻”已通过网络迅速传播。

2003年7月20日，德隆集团董事局发言人刘晓雨表示，一些媒体在未与有关方面核实的情况下，发布了德隆控股的上市公司被调查的消息，这是极不负责任的行为。“实际上，德隆集团目前一切运作正常，德隆控股的上市公司也经营正常，整体发展势头良好”，“我们对各项担保严格履行了担保审批和担保制约的机制，完全可以控制财务风险”。

也是从2003年7月开始，中国证券市场问题频出，“啤酒花”、“南方证券”、“青海信托”等一连串危机事件的爆发，使相关金融客户危机感加重了，在诸多事件中，很多客户交叉在一起，德隆旗下的金融企业几乎无新的资金进账，挤兑现象再次出现。更为严重的是，从2003年8月起，全国范围内十几家银行突然对德隆采取“只收不贷”的政策。这在一定程度上几乎摧毁了德隆及所属企业的流动资金循环能力。

据知情人士称，在融资通道越来越困难之际，德隆通过控制的4家地方商

业银行贷款 40 亿元左右，此事遂被正在清查“周正毅事件”的银监会所关注。相关银行由此追讨贷款，这使得德隆的资金链立刻紧张起来。

2004 年初，德隆作出决定，抛售持有的流通股套现，以应对眼前现金流紧张的局势。由于筹码绝大多数集中在德隆手中，抛售行为立即引起二级市场股价的持续下跌，引发了更为广泛的质疑。2004 年 3 月 2 日，某财经杂志在几家门户网站上发表一篇题为《德隆资金链绷紧》的文章，一种“关于市场能否承受德隆系崩盘的恶果”的猜想隐隐约约出现在舆论的预测当中，称“德隆系已经撑不了多长时间了”，“德隆集团已经将大部分资金压在了旗下的各只股票上，由于资金短缺，德隆近期在股市上的实际动作已经很少，不要寄希望于德隆会再度为这几只股票护盘，现在他们都铆足了劲往外跑”。德隆的处境更加被动。

从 2004 年 4 月上旬起，德隆系股票跌入下降通道，上市公司的违规担保、资金占用等情况开始暴露，金融机构的委托理财黑洞也显现出来。风暴迅速席卷了德隆，唐氏兄弟尽管多方奔走努力，但事实上已无力回天。

对于德隆集团及其下属企业爆发债务危机的主要问题和原因，2004 年受聘为德隆债委会财务顾问的工商东亚金融控股有限公司（以下简称工商东亚）在其提交给债委会的建议书中归纳为：

(1) 集团的不断扩张和发展牵涉庞大的资金支持，德隆系不得不使用各种手段获取资金。德隆系德隆集团的急速发展主要通过并购整合及杠杆式的收购，所需资金几乎全部通过资本市场和借贷市场运作获得，而非企业自身运营产生的现金流，令人眼花缭乱的运作背后潜伏着巨大危机。

(2) 金融机构维持股价极大损耗德隆“内力”。为了维持公司形象及展示公司的实力，2001 年下半年开始，在国内股市大幅下滑的情况下，德隆集团通过旗下金融机构吸收市场抛售集团系内公司的股票，耗费庞大资金。国内股票市场持续低迷，大大限制了德隆集团在股票资本市场集资的能力，堵塞了德隆集团释放在过往几年为维持股价所积压的资金。

(3) 受同类企业牵连。2003 年下半年，“啤酒花事件”引起银行争相要求资产抵质押代替信用担保的贷款，不仅截断了集团系内以往行之有效以信用担保为基础的贷款融资模式，亦令集团系内的或有负债逐步浮现，导致商业银行调低集团的信贷评级，大幅削弱了集团从银行体系融资的能力。

(4) 媒体的广泛报道成为导火索。国内媒体就德隆集团信贷危机广泛的报道、一连串有关非法占用资产及各种违规的融资行为的公告及披露证实了市场的怀疑，在缺乏全面性债务数据及企业相关信息的情况下，资本市场、银行、供货商及其客户不能正确地、理性地评估德隆集团信贷风险，造成“墙倒众人推”的局面。

简言之，德隆集团危机爆发的主要原因及特征——旗下金融证券机构资金调度的失败直接造成德隆的最大隐患，对于金融业风险缺乏充分的考虑和认识，非理性扩张成为德隆系崩溃的“原罪”，而随后发生的资金链断裂则成为债务危机爆发的起因和标志。

## (二) 三九

三九集团曾是国企改革的旗手和标杆，其舵手赵新先也曾经被誉为全国劳动模范、军队优秀企业家和中国改革十大风云人物。赵新先从1985年以500万元贷款起家创办南方制药厂开始，缔造了横跨医药、汽车、食品、酒业、饭店、商业、农业、媒体等八大产业的三九集团，控制三九医药、三九生化、三九发展等三家上市公司和数百家直属企业，总资产达到200多亿元。赵新先及其创业团队研发的三九胃泰、壮骨关节丸和正天丸三大品牌闻名全国。

三九集团的债务危机隐患于2001年9月初露端倪，即三九药业连锁开始狂扩之时。中国证监会对其最核心企业三九医药作出通报批评，披露上市公司的控股股东三九集团违规占用资金高达25亿元，并立案稽查。三九危机接踵而来，“八大产业”并购扩张的步伐戛然而止。

2002年7月，三九医药及其管理层因与大股东的169亿元巨额资金往来和其他关联交易未披露等违规行为，再次受到中国证监会的批评和行政处罚。三九医药被大股东占用的资金仍未得到清还。三九集团的信誉受到严重质疑，银行开始收缩对三九集团的贷款。

从2003年底开始，各债权银行对三九集团及下属企业贷款采取了只收不贷的政策，供货商中断正常供应，纷纷起诉集团下属主业企业，严重影响了集团的生产经营，并全面引发了医药类上市公司的经营性债务危机。

2004年4月，三九集团陷入经营困境，由于没有新的贷款来源，大部分抵质押资产被冻结，三九集团的现金来源已陷入枯竭，不仅无力偿还贷款本金，甚至不足以偿付银行利息，已经全面停止向银行还本付息，导致了更多债



权人的逼债和诉讼。

同年5月，法院在债权人的申请下已经开始拍卖三九集团被司法冻结的三九医药的国有法人股，健康元以低于每股净资产50%的价格购得三九医药4.95%的股权，但由于国资委对此次拍卖及股权转让价格提出质疑，以及三九集团正在酝酿的重组，最终健康元归还了已经拍得的国有股权。

而这一切，最终在2004年5月伴随着赵新先的离任、2005年11月赵新先作为“阶下囚”而彻底终结，而集团资金链的亏空也终于榨干三九药业的精血，拖垮了三九药业。

工商东亚于2004年11月向三九债委会提交的初步建议书中，这样总结三九集团爆发债务危机的主要原因：

(1) 主营业务缺乏竞争力。多元化经营与主业的关系处理不好，过度分散经营导致集团资源分散、费用增大；研发资金投入少，主导产品技术含量低；未适时调整不合理的产品结构，包括不同品种和新旧产品的比例等。

(2) 大规模扩张。把规模经济等同于经济规模，缺乏整体战略规划，忽视集团整合；三九集团的增长不能保持稳定的财务结构和经营效率。

(3) 重大投资失败。不能按期收回投资，投资资产变现能力差，给三九集团带来重大负面影响。

(4) 资产质量差，资产结构不合理，应收账款质量低，货币资金短缺；资产运营能力低，占用集团大量资金，失去机会收益；计提减值准备，给三九集团带来资产减值损失。

(5) 收入低、成本费用高。三九集团辅业企业2004年中期净利润-6.2亿元，收入无法弥补成本费用支出。

(6) 债务融资的风险控制能力弱，主要表现在：

一是长期债务与短期债务结构不合理，偿还到期债务能力降低；

二是债务期限与投资期限不合理，现金流不稳定；

三是债务资本成本高于投资收益，三九集团负债经营，将遭受损失；

四是债务融资与股本融资结构不合理，财务危机成本加大；

五是较长时间内债务增长率超过收益增长率，债务风险逐渐增大。

(7) 控股股东违规占用资金。上市公司与其股东及三九企业集团内部企业间的大额资金往来，削弱了偿债能力。