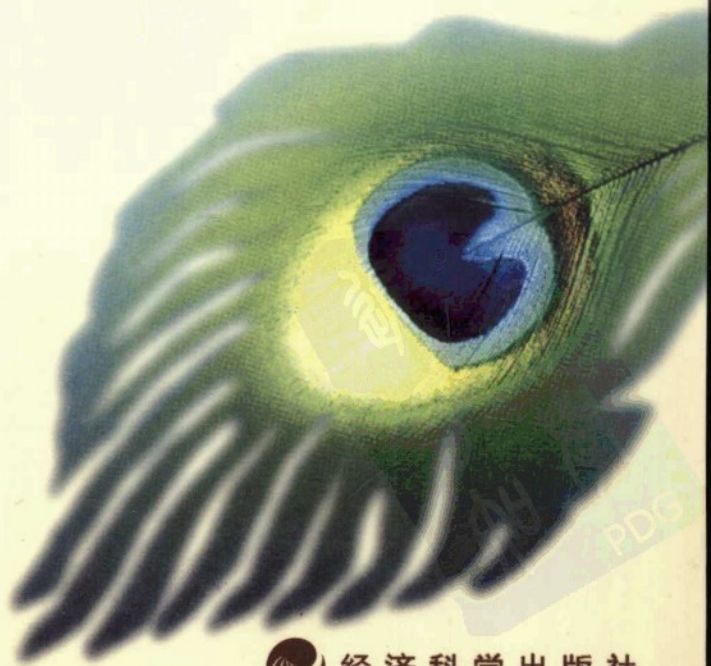



# 粤海重组实录

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

本书的独特性就在于它既有严谨的学术性，也包含了详尽的内幕资料。很难想象亚洲其他地方能出版此类著作。

Professor Peter Nolan  
University of Cambridge  
英国剑桥大学

对表现不佳的业务进行革新，在任何时候都是一项巨大挑战。……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。

欧高敦 (Gordon Orr)  
大中华区董事长兼总裁  
麦肯锡公司  
McKinsey & Company

粤海的重组当属最大规模、最为复杂的个案之一。

200 家银行、300 多家债权人、1,000 多家贸易债权人深涉其间。

世界著名的商业银行、投资银行、会计师事务所、律师事务所和评级机构，如渣打、汇丰、德国瑞宝、荷兰联合、高盛、毕马威、谢尔曼、罗兵咸、安永、安理、孖士达、穆迪、标准普尔和工商东亚等，共同参与了粤海重组。

ISBN 7-5058-4256-0



9 787505 842564 >

ISBN 7-5058-4256-0  
F·3533 定价:28.00元

# 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





### 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

# 目 录

序言 <i>Prof. Peter Nolan</i> .....	(1)
序言 <i>Gordon Orr</i> .....	(1)
绪言 .....	(1)
作者介绍 .....	(1)
<b>第1章 粤海宣布债务重组的背景和经过</b> .....	(1)
1.1 粤海的发展历史 .....	(1)
1.2 亚洲金融风暴的冲击 .....	(6)
1.3 粤海对1997年度财务状况的分析 .....	(10)
1.4 粤海和南粤出现支付危机 .....	(12)
1.5 广东面临的金融风险 .....	(14)
1.6 毕马威的重点审计结果 .....	(16)
1.7 对粤海情况的基本判断 .....	(18)
1.8 广东省政府宣布重组粤海和南粤 .....	(22)
1.9 重组谈判各方顾问团的组成 .....	(25)
<b>第2章 重组企业的基本情况</b> .....	(29)
2.1 组织结构与资产负债 .....	(29)
2.2 粤企的基本情况 .....	(30)
2.3 广南的基本情况 .....	(30)
2.4 粤投的基本情况 .....	(32)
2.5 南粤的基本情况 .....	(34)
<b>第3章 重组目标及约束条件</b> .....	(35)
3.1 广东省政府的重组目标 .....	(35)
3.2 广东省政府提出的约束条件 .....	(37)
3.3 重组资源 .....	(38)
3.4 东深供水项目的基本情况 .....	(39)

<b>第4章 “5·25 债务重组方案”</b>	(43)
4.1 重组思路	(43)
4.2 计划交易过程	(44)
4.3 计划交易结果总结	(49)
4.4 计划交易前后的组织与股份结构变化	(50)
4.5 重组资源的表现形式——金融资产	(52)
4.6 债权人经济回收情况	(53)
4.7 债权人回收金融资产的分类	(53)
4.8 各方面对经济回收情况估价的差异	(54)
<b>第5章 谈判双方的对峙</b>	(57)
5.1 债权银行的反应	(57)
5.2 债券持有人的反应	(60)
5.3 债权银行态度强硬的原因	(63)
5.4 广东省政府停止垫付债务利息	(64)
5.5 广东省政府提出谈判的六项原则	(65)
5.6 债权银行的理性思维	(69)
<b>第6章 债权人对“5·25 债务重组方案”的 修改意见</b>	(71)
6.1 关于债券和优先股	(71)
6.2 关于有价证券的期限和利率	(71)
6.3 关于证券会计处理的灵活性	(72)
6.4 关于企业未来的增值	(72)
6.5 关于供水公司的管理权	(72)
6.6 关于供水公司的经济价值	(72)
6.7 关于粤企资产的质量	(72)
6.8 关于债务一体化	(73)
6.9 关于重组对价的分配办法	(73)
<b>第7章 “9·10 债务重组方案”</b>	(75)
7.1 重组思路	(75)
7.2 粤企和南粤债务重组计划交易过程	(76)
7.3 广南债务重组计划交易过程	(80)

7.4	计划交易实施后的组织与股份结构 .....	(81)
7.5	计划交易实施后的组织与股份替代结构 .....	(81)
7.6	债权人经济回收情况—— “9·10 方案”与“5·25 方案”比较 .....	(83)
7.7	债权人回收金融资产的分类 .....	(85)
<b>第8章</b>	<b>讨价还价过程 .....</b>	<b>(86)</b>
8.1	关于供水公司股权问题 .....	(86)
8.2	关于供水控股公司债券计价币种 .....	(87)
8.3	关于应付未付利息 .....	(91)
8.4	关于粤企、广南各类债券的担保 .....	(91)
8.5	关于重组债权的认定 .....	(92)
8.6	关于粤投的股份 .....	(94)
8.7	关于粤企和广南债券的利率计算方式 .....	(94)
8.8	关于广南配股 .....	(94)
8.9	关于对广南管理层的司法诉讼 .....	(95)
8.10	关于债务一体化 .....	(95)
8.11	双方的差距逐步缩小 .....	(96)
<b>第9章</b>	<b>“12·15 协定” .....</b>	<b>(97)</b>
9.1	“12·15 协定”的签署 .....	(97)
9.2	粤企和南粤债务重组计划交易过程 .....	(98)
9.3	广南债务重组计划交易过程 .....	(100)
9.4	粤投收购供水(控股)公司股份 .....	(101)
9.5	粤投债务重组计划 .....	(102)
9.6	实施“12·15 协定”后组织与股份变化 .....	(103)
9.7	参加重组的债权 .....	(103)
9.8	全体债权人计划经济回收情况 .....	(105)
9.9	全体债权人计划回收金融资产的分类 .....	(106)
9.10	金融资产计划在债权人之间的分配 .....	(107)
9.11	重组资源计划分配情况 .....	(108)
9.12	债权银行和债券持有人计划回收金融资产分类 .....	(110)
9.13	广东省政府计划出资及经济回收情况 .....	(110)



<b>第10章 “12·15 协定” 基础上的谈判框架</b> .....	(112)
10.1 同时进行的四组谈判 .....	(112)
10.2 四组谈判的相互依存关系 .....	(113)
10.3 谈判框架给谈判带来的困难 .....	(115)
<b>第11章 对“12·15 协定” 的不同估价</b> .....	(116)
<b>第12章 “12·15 协定” 之外的分歧和妥协</b> .....	(119)
12.1 关于粤港供水（控股）债券的发行条件 .....	(119)
12.2 关于非财务债权人债权的处理 .....	(121)
12.3 关于小额债权人的处理 .....	(122)
12.4 关于不参加重组债权的确认 .....	(124)
12.5 关于担保公司的法律陷阱 .....	(124)
12.6 关于广南的债务负担 .....	(125)
12.7 关于信托公司的债务分担 .....	(125)
12.8 关于顾问费用的处理 .....	(126)
12.9 关于印花税的负担 .....	(126)
12.10 关于重组对价的储备 .....	(127)
12.11 关于新公司、信托公司债务本金偿还进度 .....	(127)
12.12 有抵押债权的处理 .....	(128)
12.13 关于新公司、信托公司资产的抵押 .....	(129)
12.14 关于新公司、信托公司盈余现金的还款机制 .....	(129)
12.15 关于新公司、信托公司财产的声明和担保 .....	(130)
12.16 关于粤投银行债务的重组 .....	(130)
12.17 关于粤投债券的重组计划 .....	(132)
12.18 关于重组债权的变化 .....	(136)
12.19 关于银行债务重组的附加条款 .....	(137)
<b>第13章 中国政府的支持</b> .....	(139)
<b>第14章 最终重组协定</b> .....	(143)
14.1 水项目注入操作过程 .....	(143)
14.2 水项目注入的结果 .....	(146)
14.3 将粤港供水（深圳）变为合作公司 .....	(147)
14.4 粤企和南粤重组交易过程 .....	(148)

14.5	广南重组交易过程	(151)
14.6	粤投管理层与粤投债权银行的最终谅解	(151)
14.7	粤投管理层与粤投债券持有人的最终谅解	(154)
14.8	重组后的组织结构	(154)
14.9	参加重组的债权分布	(155)
14.10	全体债权人回收的金融资产	(156)
14.11	全体债权人的经济回收情况	(157)
14.12	银行及债券持有人的经济回收情况	(157)
14.13	广东省政府出资及经济回收情况	(158)
14.14	法律障碍	(158)
14.15	安全通道计划	(162)
14.16	重组后各下属公司资产负债状况	(166)
14.17	约束条款	(168)
<b>第15章</b>	<b>债务重组交易结案、交割</b>	<b>(171)</b>
15.1	截止日期的设定	(171)
15.2	债务重组交易结案、交割“仪式”	(172)
15.3	有关债务重组的法律文件	(173)
<b>第16章</b>	<b>历史的经验与教训</b>	<b>(175)</b>
16.1	窗口公司信用应该也不得不结束了	(175)
16.2	毕马威对粤海问题成因的分析	(181)
16.3	粤海问题形成的深层原因	(183)
16.4	新粤海董事会的认识	(187)
16.5	新粤海按照国际惯例从ABC做起	(193)
附录:	粤海债务重组时间表	(200)



[General Information]

书名=粤海重组实录

作者=武捷思著

丛书名=金泉文库

页数=201

SS号=12072851

出版日期=2004.6

出版社=经济科学出版社

尺寸=23cm

原书定价=28.00

主题词=企业合并(学科: 研究 地点: 广东省)企业合并

参考文献格式=武捷思著. 粤海重组实录. 北京市: 经济科学出版社, 2004.06.

内容提要=本书共16章, 包括粤海宣布债务重组的背景和经过; 重组企业的基本情况; 重组目标及约束条件; 谈判双方的对峙; 讨价还价过程等内容。

# 第1章

## 粤海宣布债务重组的背景和经过

### 1.1 粤海的发展历史

中国实施改革开放政策始于1978年。当时，在香港的中资企业仅有122家。其中，除了于1872年成立的招商局、1948年建立的华润集团之外，大多是在1949年以后设立的。并且，以华润集团为首的在港中资企业大多以香港和内地之间的贸易代理为主营业务。

改革开放政策实施以来，中央部委和地方政府在香港设立的贸易公司和办事机构迅速增加，到1989年已达到2500家。这些公司除了从事传统的贸易代理业务，还利用香港金融、资讯中心的地位，把海外的信息、技术和资金等引进国内，发挥着所谓的“窗口”作用。不仅如此，许多在港中资企业还在香港积极从事其他业务活动，成为对香港经济有重大影响力的大型企业，粤海就是其中之一。粤海是由粤企、粤投和广南三部分构成的。粤企除持有粤投38.81%的股权和广南56%的股权之外，还拥有207家正在营建或持有资产的企业。因此以下所说的“粤海”，均指包括粤企、粤投、广南在内的整个粤海集团（参见第2章）。但由于在公司财务状况、资产负债结构及财务债权人的组成等方面，

粤投与粤企及广南各有不同，所以粤投的债务重组与粤企的债务重组是各自分别进行的。因此，除另有说明的情况外，以下所说的粤海的债务重组，均包括粤企、南粤和广南，但不包括粤投。

粤海于1980年6月在香港注册成立，是广东省政府贯彻中央十一届三中全会精神，落实中央1979年50号文件关于广东，福建在对外开放中实行“特殊政策、灵活措施”精神而在境外设立的第一间公司，同福建“华闽”一样为全国各省市最早在港设立的“窗口”之一。

广东省政府对粤海十分重视和支持，粤海一成立就宣布它是广东省在香港的经贸总代理，并赋予粤海除集团正、副总经理任免权之外的全部经营自主权；对粤海在境内的投资视同外资予以优惠待遇；明确要求把粤海建设成为能按国际经济规则运作，参加国际竞争的跨国企业，为广东发展外向型经济，与国际市场接轨提供经验和人才，为办好境外企业探索路子。18年来，粤海大体经历了三个大的发展阶段。

一是从1980~1985年的贸易代理与自营相结合，多元化业务发展的阶段。在这个阶段中，粤海凭借广东省全面改革开放、大办经济特区的春风，以及粤港地缘、人才优势，以贸易代理为重点，积极发展多元化业务，做好“五个引进”，在香港初步打开了局面。1985年，营业额达15亿港元，利润达450万港元，净资产达3.3亿港元。

二是从1986~1990年的以贸易为主导、以实业为基础、业务多元化发展的阶段。当时，正值广东倡导大力引进外资、发展“三来一补”和三资企业、大办出口商品基地、发展外向型经济，粤海及时调整业务发展方针和经营布局，利用香港资金市场优势。加大了对实业的投资，逐渐形成了以贸易为主导、以实业为基础，多元化、综合性的经营格局。1990年，营业额达68亿港元，净利润达0.69亿港元，总资产达57亿港元，净资产达6.3亿港元。

三是从1991~1995年的商品经营与资本经营相结合的发展阶段。进入90年代以后，粤海利用香港国际金融中心优势开展资本经营，通过股票市场筹集社会资金，加速企业发展。1987年买壳上市，将一批优质资产包装上市，易名粤海投资，成为全国各省市驻港企业中第一个上市企业。在香港股市上树立了红筹股的形象，1994年11月被选为恒生指数成分股，奠定了粤投在香港股市中的蓝筹股的地位。从1987年到1997年，粤投资产净值从3800万港元增至85.2亿港元，资产总值从1.8亿港元增至235.89亿港元，股票市值从3000万港元增至122.73亿港元。这期间，粤海还从粤投分拆粤海建业、广南集团、粤海制革、粤海啤酒在香港上市。1997年12月31日，粤海所属5间上市公司的股票值为191.73亿港元。

此外，粤海还积极利用发行债券、基金等方式筹集资金。自1993年以来，先后在美国、西欧等国际资本市场发行9亿美元10年期扬基债券，使粤海成为一间非上市公众公司，创海外中资企业、国内国企在国际资本市场无抵押、无担保、非国债债券巨额融资的先例。到1997年末，粤海账面资产总额达357亿港元，年均递增70%；净资产达74.8亿港元，年均递增62%。粤海事实上已成为一个综合性的企业集团，成为广东最大规模的境外企业，其账面总资产、营业额、税前利润等指标均跻身驻港中资企业五强之列。总之，粤海为广东省的经济建设和香港的繁荣稳定做出过积极、重要的贡献；它所走过的以贸易为主导、以实业为基础，开展资本经营的道路，普遍为驻港中资企业借鉴。

粤海创造过辉煌的业绩，有口皆碑，功不可没。但是，由于受管理体制和其他诸多因素的影响与制约，粤海在高速发展、创造辉煌的同时也种下了发生支付危机的隐患。虽然在粤海成立初期，广东省政府就把除集团领导班子成员任免之外的一切经营自主权都下放给了粤海，但是放权并不等于解决经营机制上的所有问题。粤海管理人员的主体是从广东省内各委、办、厅、局和国

有企业选派的干部，人们的思维方式并不会因为工作地点的改变而立即发生根本性的变化；而且，在中国国有企业管理体制没彻底改革之前，境外国有企业在人事管理、分配制度、投资管理、财务管理等诸多方面都不可能摆脱境内国有企业管理模式的制约，企业的管理体制不会因企业注册地的变化而发生根本性的改变。

粤海和内地中资企业存在的通病是企业经营者不承担盈亏的直接责任。企业盈利，经营者得益不多；亏了，也无切肤之痛；再有，就是粤海和境内国有企业一样，缺乏强有力的内部和外部制约机制，无论对管理者还是对一般员工都没有形成与市场竞争机制相适应的管理办法，干多干少一个样，干好干坏一个样。而且，在这方面的问题，海外国企比内地国企还要严重。例如，粤海把外派干部的食宿全部包揽下来，致使与经营无关的物业多达40亿港元。对于一般干部来讲，调到海外工作等于得到了很高的经济待遇，而这又不是随便什么人都可以享受的。因此大凡派出来的干部，一般都有这样或那样的背景。对这样的—个员工群体谁能领导得好？结果是，能管的、敢管的，自己坐不住；要想自己坐稳位置就只能迁就；另外，对于海外企业，国内尚未形成一套行之有效的监管制度，而港府用以监管私营企业的法律和制度对驻港中资企业也难于监管到位。这样，驻港中资企业实际上处于一个基本上无法监管的状态。再加上受管理空间跨度的限制，境内国有企业实行的党委领导下的厂长、经理负责制，董事会领导下的厂长、经理负责制以及外部审计、监察等制度在海外中资企业大多流于形式。企业办得好与坏，完全取决于其经营管理者个人素质、能力和胆量。在这种情况下，像粤海这样最高峰时拥有500多家下属企业的大型企业集团，失控是必然的，不失控才是偶然的。

多年来，特别是进入20世纪90年代以来，粤海走的是一条高负债经营、高速度发展的路。高负债经营、高速度发展如果有

高效益作支持，就再好不过了。但是，粤海的管理体制和内部经营机制的外延却无法包容这一内涵。其结果，主观上用高回报来支撑高负债、高速度的良性循环，在客观上变成了用不断增加负债来维持高速度、低回报甚至是无效益的恶性循环，从而埋下支付危机的隐患。

在1995年之前，粤海的经营管理者们就已经发现了自身存在的问题，也陆续试图采取一些措施，并决心从1995年起用3年时间全面整顿企业，化解财务危机，使集团不断消除隐患，避开风险，稳健发展。在管理架构方面，当时粤海针对架构重叠、业务重复、主次不清、财务管理分散和下属公司失控等弊端提出整顿建议。在1990年国家有关部门整顿驻港企业、粤海经批准保留55家公司的基础上，从1995年开始对集团业务、资产和机构进行调整，对286家三级公司、172家四级或五级公司进行彻底清理，以具潜质的产品（或相近行业）为核心业务组成专业性二级集团公司。先后组建了粤海发展、粤海地产、粤海投资和深圳粤海等二级集团公司，并将其作为管理中心、财务结算中心、利润中心来控制。粤海集团则作为跨行业、跨部门的多元化、综合性大型企业，对全集团系统起控股、中央政策和调控、财务调度的作用。并要求二级专业公司属下企业即三级公司全力管理和发展本企业的生产，无权扩展新企业以及撤并三级以下架构。除此之外，粤海还准备在工资制度、财务管理、内部监控等方面做一系列改革。

但是，上述改革措施基本未能落实。其中有些改革措施是因为集团内部上上下下的反对、抵制而搁浅，有些改革措施是因为尚未付诸实施就爆发了亚洲金融危机。因此，粤海并没有从根本上克服国有企业在管理体制上的弊端，并没有真正解决管理重叠、业务重复、财务管理分散、下属公司失控的问题。在这些致命的问题没有解决的情况下，多年来形成的高负债、快发展、低效益甚至是亏损的惯性仍然推动着粤海的经营管理者们继续扩张



经营规模。更麻烦的是，对于粤海多年来积累下来的财务问题，集团采取了在继续扩张经营管理规模过程中逐步消化的办法去解决。因为急于消化历史包袱，在1997年前后，粤海的集团总部和一些下属公司甚至涉足于股票、期货、外汇买卖等高风险领域，不但没赚到钱，反而包袱越背越重，以致当亚洲金融危机突现时，粤海立即陷于全面资金周转不灵的困境。

粤海的兴衰与管理体制密不可分。20世纪80年代初期，粤海的内部经营机制尚能够适应“五引进”的经营方式；80年代中期到80年代末期，粤海已经完全演变为“自主经营、自负盈亏”的经营实体，但却依然保留了境内国有企业的内部经营机制。在香港这个典型的自由竞争的商品经济社会中，粤海根本不具备与港资企业、外资企业平等竞争的内在素质。在这种情况下，经营规模越大，发展得越快，积累的问题也就越多，最终结果也就越惨。如果内部经营机制不改，即使时光能够倒流，粤海也许还会走同样的路。

## 1.2 亚洲金融风暴的冲击

粤海在高负债、快发展、低效益甚至是亏损经营过程中累积的问题不是三、五年能够解决的，这些问题的大部分得不到解决，支付危机或迟或早总要爆发。1997年5月开始的亚洲金融危机、使粤海的支付危机终于爆发了。

亚洲金融危机对香港的经济不可避免地形成了很大冲击。从1997年下半年开始，在金融危机的影响下，日本、韩国的驻港金融机构纷纷撤资回国。日本银行放贷占香港贷款市场的4成以上，其业务收缩使整个香港融资市场大受影响，欧美银行的贷款方针也更加谨慎，全球新兴市场普遍处于信贷紧缩的局面，要获得新的贷款不仅利息很高，而且难度加大。

香港经济对国际经济的依存度极大。在金融危机的冲击下，

1998年前三季度，香港经济连续出现负增长，第三季度负增长高达7%，为1973年以来最低水平，全年负增长约5%；作为主要经济支柱的外贸出口到1998年10月下降17.5%，跌幅为23年来最大，全年出口负增长约4.5%；到1998年10月底，申请破产的企业比1997年上升19.1%，11月17日公布的失业率达5.3%，为15年来最高，裁员减薪的情况继续增加；楼宇按揭压力加大，银行税后盈利大跌。亚洲金融风暴以来，香港的楼价急剧下滑，企业资产大幅缩水，债务负担加重，银行坏账增加，信贷严重收缩，各行业都遭遇艰难的困境，驻港中资企业也不例外。

驻香港的中资企业当时共有1856家，据不完全统计，1997年底总资产达16225亿港元，净资产1730亿港元，其中共有72家上市公司、41家H股企业。广东省经国务院批准的驻港企业近400家，1997年总资产1186.27亿港元、净资产188.42亿港元，其中有13家上市公司、7家H股企业。当时，驻港中资企业经过多年的发展、积累，已成为香港经济中一支不可忽视的力量，在香港经济中占据一定的地位。亚洲金融风暴以来，中资企业的经营发展不可避免地也受到相当大程度的冲击。

一是债务问题突出，银行催收贷款，还贷压力巨大。当时，驻港中资企业平均资产负债率89.3%，广东驻港企业平均资产负债率84.1%，而香港一般企业的资产负债率都在50%以下，华资上市企业的负债率普遍低于40%。比较之下，驻港中资企业资产负债率明显偏高。驻港中资企业资产负债率居高不下的主要原因是其有特殊的政府背景优势，并且与中国庞大的市场联系紧密，这往往使高负债经营隐藏的风险为银行和企业视而不见。金融风暴以来，获得新贷款难度骤然加大，借新还旧的游戏难以为继。以往，部分驻港中资企业为开展资本经营带来的巨额回报所吸引，热衷于炒房地产、炒股票、收购香港地产、物业。随着金融风暴的袭来，香港物业、地产大幅贬值达50%~60%，预计用来还债的本钱大部分被金融风暴所吞没。高风险、高负债、

高投入，无法带来高回报，债务负担不断加重。

二是上市公司市值大幅萎缩，复苏回升动力不足。1997年，香港股市大幅起落，市值严重萎缩。驻港中资企业在金融风暴冲击下所受的压力逐步加大，其复苏的动力与香港大、中型华资企业（指香港本地企业）相比明显不足。香港恒生指数1997年8月7日达到16 820.31的最高点，21天后下跌到14 820.26点，跌幅11.89%；而驻港中资企业指数则升至4221.52的最高点，升幅为12.76%。1998年8月13日，恒生指数跌至最低点6544.79点，较1997年最高点下跌61.09%；驻港中资企业指数于1998年8月31日跌至最低点558.90点，较1997年最高点下跌86.76%。至1998年11月30日，恒生指数收报10 402.32点，比最高位时下跌38.16%，而驻港中资企业指数收报965.37点，比最高位时下跌77.13%。广东上市公司股价萎缩的幅度更大。粤投股价1998年11月30日比最高位时跌去85.8%，广南股价跌去84.4%。股价的回复明显劣于大市。

这次亚洲金融危机来势凶猛、破坏力大、持续时间长、对东南亚国家及香港经济冲击力度大、负面影响深远。由于中国政府的远见及实行积极稳健的金融政策，资本项下的货币没有实行自由兑换，东南亚金融危机对中国的金融没有形成直接冲击，但间接影响是不可避免的，尤其是对与香港、东南亚国家近在咫尺、经济来往关系密切的广东影响更大。

在外贸进出口方面，广东是一个以出口导向型经济为主的省份。此次金融危机中，东南亚一些国家和地区的货币先后贬值10%~55%，这将大大提高他们产品的出口竞争力。由于人民币没有贬值，东南亚各国出口商品种类约70%左右与广东相类似，这对广东的出口形成了压力。1998年1至6月，广东对东盟的出口下降27%，对韩国的出口下降8%；由于欧美市场对从广东进口的商品压价，使价格下调20%~30%不等。同时，香港坚持联系汇率制度，在金融风暴中，港元是唯一没有正式贬值的自

由兑换货币，港元价值的相对高估也直接影响香港的外贸出口和转口。而香港贸易出口的降低对广东的“三来一补”企业也带来了负面影响。香港贸易发展局的资料显示，1998年1月7日，香港总体出口下降4%，其中本地产品下降6%、转口下降4%、单位商品价格下降3%。同时，广东与港澳已形成一个有机的加工贸易体系，金融危机使日本、欧美资金撤离香港，“三资”企业在香港融资出现困难、资金紧缺，对广东的加工贸易也产生了负面影响。

在利用外资方面，广东是香港和东南亚地区在中国投资最集中的省份。亚洲金融危机使整个投资环境发生了很大变化。由于在中国投资生产成本上升，港元因坚持联系汇率，没有贬值，带动香港制造业成本上涨，而东南亚很多地方生产成本相对便宜，一部分港资、日资往东南亚国家转移。而东南亚国家到广东投资的资金也因其本币贬值而大幅减少。受金融风暴的影响，香港经济增长趋缓，港商的投资更多地流向土地、劳动力等生产成本较低的中国内地城市，对广东的投资相对减少。

在融资方面，广东比中国其他省份对国际金融市场的依存度更大。在金融危机的影响下，以政府为背景的窗口公司融资难度越来越大。同时，在香港股票市场，红筹股和国企股在国际及香港投资者心目中的地位有所变化，国际投资者对在香港上市的中国企业的态度更加慎重，国企利用香港金融市场进行融资面临越来越大的困难。由于广东的驻港窗口公司较多，所以这方面的压力尤为明显。

在旅游业方面，在来广东省旅游的外国游客中，东南亚客源占40%以上，港澳游客更是广东旅游业的重要客源。东南亚金融危机使得当地货币贬值，外出旅游人数明显减少。作为东南亚、日本、韩国以及我国台湾等地游客的主要目的地之一的香港，其国际旅游业受到严重影响。受香港旅游业不景气的波及，东南亚和香港到广东或通过广东到大陆内地其他地区旅游的游客

也在减少，并且游客的人均消费额也相应减少，从而对广东的旅游产生不利影响。

在房地产业方面，过去几年中，广东各地，特别是珠江三角洲地区兴建了不少以外商特别是港商为消费对象的高级写字楼、豪华住宅楼宇。经过这次金融风暴，这类需求大大降低，加上当时香港特别行政区推行在未来几年内每年在市场上推出 85 000 个房屋单位的计划，以缓解港人的需求，因而，广东的房地产难免要经受一场大的考验。

粤海的支付危机就是在这样的大背景下引发的。粤海的投资大部分集中在香港和广东省境内的房地产、旅游、酒店、餐饮、外贸进出口和“三来一补”等外向型工业方面，还有一部分投资股票、外汇期货等方面。亚洲金融风暴使这些投资项目的回报骤减，有些项目则血本无归。这使得财务上本来就存在严重问题的粤海更加困难。与此同时，金融市场的紧缩使得粤海无法再借新债养旧债。当大量经营性现金流出不能压缩，所需经营性现金不能流入，同时，出售资产等特殊项目收入又无法取得时，支付危机就不可避免地发生了。

### 1.3 粤海对 1997 年度财务状况的分析

1998 年 5 月，粤海对 1997 年的财务状况做了初步分析。认为：

粤海 1997 年末总资产 357 亿港元，总负债 282 亿港元，其中银行负债达 238 亿港元。账面净资产 74.8 亿港元（包括少数股东权益）。总资产负债率达 79%，银行负债与净资产之比达 3.2:1。在资产负债方面存在的问题主要有：

一是资产结构不合理。截至 1997 年 12 月 31 日，粤海的资产中比重最大的是应收账款，占 42%；其次

是粤海对自己持有50%以下股权的联营公司的投资和其他投资，占26%；第三是固定资产及发展中物业，占19%。三项合计为87%。从长短期资产的角度来分析，则各为50%。从行业统计上看，在工业、基础设施、投资控股、房地产、酒店等方面变现能力较差的资产占49.02%，变现能力不强的资产占总资产的70%。

二是有问题资产不断增大。据不完全统计，1997年末，在357亿港元总资产中，坏账、呆账、减值损失挂账约118亿港元，其中严重亏损、没有前景的项目投资11.47亿港元；严重减值地产投资项目49.55亿港元；挂账利息3.33亿港元。这部分资产已估计损失70%~80%。这些资产不但不能产生效益，而且每年以10%的速度膨胀，每年不仅需要筹集资金为其还本付息，还要花费大量人力、物力去清理追收，严重影响企业的效益和资金周转。

三是应收账款逐年增加，逾期应收比重偏大。1997年底，粤海的业务应收账款77亿港元，其他应收账款52亿港元，财务公司放款19亿港元，三项资产共148亿港元，占总资产的42%左右。应收账款呈逐年增长趋势：1996年增加14%，1997年又增长16.5%。应收账款中的逾期应收账款达75亿港元，占全部应收账款的51%，这些已基本形成了的呆账、死账或沉淀资金，严重影响集团的资金周转。

四是现金净流出严重，平衡现金流动难度高。1997年度，粤海综合现金净流出51亿港元，比去年同期增加38亿港元。其中经营业务现金净流出12亿港元，投资现金净流出29亿港元。……现金净流出，在企业成长期时，市场是可以接受的。但粤海经过十多年的扩展，仍然同时出现经营业务现金净流出和投资业务现金

净流出问题，投资者和银行家自然会问：粤海究竟凭什么还债？1991~1997年，粤海净现金流出169.36亿港元，同期举债增加现金流入167.07亿港元。到目前，负债能力达到了极限，负债空间已越来越小，粤海必然受到市场的惩罚。

五是负债规模大，资产负债比率过高。1997年末，粤海总负债282亿港元，总资产负债率达79%；银行负债（包括债券、商业票据、T/R，下同）238亿港元，占总负债的84%，是净资产74.8亿港元（包括少数股东权益）的3.22倍。过去粤海靠以债养债，采取续期或借新还旧的方式转动债务。1997年亚洲金融危机导致整个地区信用评级下降，银行收紧信贷，特别是日本银行大量收缩香港地区信贷规模，资金环境十分恶劣。在这种情况下，粤海在1998年要偿还9亿美元的到期债务本金和18亿港元的利息，谈何容易！

当前，粤海面临着的主要风险：一是交叉违约风险。按照粤海现在的经营、财务状况，靠有限的收入在覆盖近10亿港元的销售及管理费用、18亿港元左右的利息之后，再提供相当于利息净支出一倍的经常性盈利的可能性根本不存在，交叉违约的事实迟早会暴露。……这是粤海现时面临的致命风险；二是现金周转风险。现在粤海已处于以债养债，甚至以债养息、以债弥补经营亏损的状况，一旦有几千万甚至几百万不能如期支付，就可能使粤海陷入破产危机。

## 1.4 粤海和南粤出现支付危机

1998年8月29日，粤海向广东省政府告急，粤海将面临交叉违约的风险。

粤海在1995年发行的7200万美元的商业票据将于1998年9月4日到期，粤海还想“以债养债”，但没有银行肯再借给它。粤海在走投无路的情况下向香港中银集团求助。香港中银集团不是慈善机构，但碍于情面，它要求粤海出具广东省政府的担保函。当时中国的担保法已经出台一年多了。按规定，地方政府无权为企业举债担保，违法的事怎么能干呢？粤海一旦失去了政府担保这块挡箭牌，债权人就将兵临城下了。如果粤海在9月4日不能归还7200万美元的商业票据本息，只要债权人提出，粤海就必须立即偿还几十亿美元的银行债务。

为了保护粤海的信誉，避免出现交叉违约，广东省政府只有动用历年财政结余为粤海还债了。但是，历年的财政结余是人民币，换成外汇要国家外汇管理局批准。且不说为一家境外企业还债用人民币换汇不符合政策规定，就是符合，在这么短的时间里也来不及办手续了。没有办法，只好想法变通。于是，广东省政府把相当于7200万美元的人民币存在一家境外银行广州分行作抵押，这家银行的香港分行把美元贷给了粤海。粤海暂时渡过了这一难关。问题是过了一关还有下一关。

1998年9月，粤海需要偿还的外债扣除已经还掉的7200万美元，还有2.43亿美元，除争取自己解决1.26亿美元外，还有资金缺口1.17亿美元。

1998年9月10日，粤海经过自我分析认为：1997年底，在粤海总资产357亿港元中，呆滞、呆账资产约为128亿港元，占35.9%，账面净资产75亿港元，实际资不抵债45亿港元。

1998年10月17日到10月31日，到期必须偿还的借款本息为2.6227亿美元。

1998年11月1日到11月30日，到期必须偿还的借款本息是2.7349亿美元。

1998年12月1日至12月31日，到期应偿还的本息是5.8亿美元。



如果不尽快对粤海进行救助，由于交叉违约而引发粤海破产只是迟一天或早一天的事了。

在粤海面临支付危机的同时，南粤也出现了严重的支付问题。1998年8月3日，南粤向广东省政府报告：

“由于我们多年来对代理进口的风险认识不足，管理和监控不到位，加之亚洲金融风暴的影响，客户经济状况转坏，且部分有长期掩盖、套现挪用我公司资金的情况，拖欠贷款严重，使我公司资金运作十分紧张。……在今后4个月内陆续到期的20亿港元的短期银行借款中，估计只有5亿港元可以归还；另有5亿港元长期借款也有九成在明年到期；至今年6月底，我公司账面净资产已调整为9.5亿港元，但由于澳门的房屋贬值已远低于账面值，以及新发现的坏账损失，目前实际净资产已是负值。我公司已处于到期债务不能偿还和资不抵债的境地。”

## 1.5 广东面临的金融风险

在粤海和南粤出现支付危机的同时，广东也面临着巨大的金融风险。

1997年，广东省委、省政府按照中央的部署在防范和化解金融风险方面做了大量艰苦细致的工作，取得了一些成效。但进入1998年以后，金融形势仍然十分严峻。广东地方金融机构多年来积累的严重的资产风险已转化为巨额支付风险，并呈系统性和区域性态势，这种系统性、区域性的巨额支付风险直到2000年第一季度，才在党中央、国务院的支持下，经过广东各级党委、政府的不懈努力得以基本化解。由于化解支付风险必须低调、审慎处理，否则很容易引起大范围的社会动荡，所以，局外人并不了解当时的紧张状况。不了解当时广东省委、省政府的困难处境，也就无法理解广东省委、省政府在粤海出现支付危机的情况下为什么不大量注资，而通过重组的办法来解决问题；也就

不能理解用东深供水工程去挽救粤海一个企业，对于广东省委、省政府来讲是付出了何等巨大的代价。

1998年8月份，经过认真清理，广东省政府初步掌握了地方性金融机构、企业债券和乱集资支付缺口的底数。截至1998年6月底，全省城市信用社、信托公司、基金会、企业债券、非法集资的国内债务支付缺口预计年末达602.6亿元人民币，其中对个人债务支付缺口332.5亿元人民币；省直3家信托公司和2家境外窗口公司全年到期外债27.53亿美元，其中中长期外债16.58亿美元，利用短期授信额度借用境外银行短期周转贷款和开证10.95亿美元。这些短期周转贷款和开证所获资金已成为公司运作和偿付外债的重要手段。但是，由于国际金融危机逐步加深，若干银行撤出香港，国际评级组织不断降低这些公司的评级，使得授信额度不断减少，短期贷款成本不断增大。这不仅使得中长期到期外债都成为硬缺口，甚至短期债务也成为了硬缺口。当时，地方金融机构和境外窗口企业严重的资产风险已经导致巨额人民币和外债支付风险，而且已经形成系统性、区域性的挤兑风潮。这种局面如不能尽快扭转，将严重影响全省的社会安定，干扰国民经济的正常运行。

在这种情况下，出现支付危机的还有包括“广信”在内的全省24家国际信托投资公司和众多广东驻香港的企业。由于在中国没有境外公司和境内国际信托投资公司破产或重组的先例，所以，当时境外债权人均采取强硬的态度逼债，谁都不愿意坐下来谈判。广信的支付危机实际是与粤海和南粤的支付危机同时出现的。局外人以为是广信破产引起了粤海和南粤的支付危机，这是一种误解。真实的情况是：即使没有广信破产，粤海和南粤同样没有办法依靠自己的力量渡过支付危机；广信破产和粤海重组都是广东省委、省政府在当时的情况下，不得不采取的化解金融风险的重大举措。那么，为什么对广信实施破产而对粤海实行重组呢？主要原因：一是在当时广东省政府确实没有实力同时对广

信和粤海实施重组；二是都实施破产对国外投资者的利益影响太大；三是粤海持有4家在香港上市公司的多数股份，如果破产，对香港经济的负面影响巨大；四是如果没有广信的破产，不仅不会有粤海的成功重组，也不会有广东其他驻港企业和境内其他国际信托投资公司的重组。广信破产、粤海重组，是广东省委、省政府充分考虑到维护债权人的利益、尽量减少债权人的损失，维护香港经济的稳定、尽量降低广信和粤海问题的负面影响，以及自己的经济实力的基础上做出的慎重决策。

事实证明，广信破产和粤海重组为广东及全国其他出现支付危机的驻港企业和国际信托投资公司的债务重组创造了条件。

## 1.6 毕马威的重点审计结果

怎样解决目前存在的问题和回避面临的风险呢？

粤海提出：第一，省政府无偿给粤海注资50亿元人民币用作偿还长期银行借款；第二，省政府无偿注入粤海70亿港元的优质资产对冲相应的应收款；第三，省政府再借给粤海16亿港币用以在市场上回购部分债务；第四，粤海通过架构重组，每年减少经营管理费7亿港元。

南粤提出：第一，省政府帮助解决面临的困难；第二，尽快向中国银行澳门分行、广东发展银行澳门分行等中资银行通报财务情况，阐明利害，希望进行债务重组，把目前的押汇额度（约8亿港元）全部或部分转为定期短贷和长期贷款；第三，做最坏的打算，及早进行破产保护的研究。

粤海开出的单子，第一、第二和第三条真金白银、实实在在，广东省政府要一次性掏出60多亿港元和70亿港元资产；第四条是虚的，有待进一步落实。南粤的要求也很清楚，广东省政府拿出15亿港元只能使得南粤渡过眼前的难关。在当时，这对广东省政府来讲，是一件必须认真掂量才能拍板定案的事。这是

因为：

第一，广东省政府手中没有粤海和南粤资产、负债状况详细资料，注入这么多现金和资产，能不能把粤海和南粤救活？对此心中无底。

第二，粤海和南粤过去曾经是广东改革开放的窗口，为广东社会经济发展做出过贡献。现在出了问题，一定要救。但是，广东的驻港澳窗口企业不只粤海和南粤两家。粤海和南粤当时面临的问题，是驻港公司普遍面临的问题。如果各级政府都用注入资金和优质资产的办法解决它们的支付危机，由此而引发的道德风险将比这些公司的支付风险更加可怕。

第三，注资、借款都要用港币，这需要用人民币去换。虽然，当时全国的外汇储备是建国以来为数最多的，但是，那1400亿美元国家外汇储备是面对亚洲金融风暴冲击，中国敢于向世界承诺人民币不贬值的物质基础。仅仅为拯救一两个驻港企业，就要动用近9亿美元的外汇储备，作为全国经济最发达、财政状况最好的省份怎么好轻易向中央伸手呢？

第四，当时广东还面临着严重的地方金融机构系统性、区域性的支付风险，不仅存在对境内个人和企事业单位的支付危机，而且也存在对境外支付到期债务本息的危机。用救粤海和南粤两个企业花费的资源，足可以解决十几个甚至大部分地级市地方金融机构的支付问题。

1998年10月10日，为进一步摸清粤海的情况，广东省政府决定聘请国际知名的毕马威会计师事务所（其英文缩写为KPMG，以下简称“毕马威”）对粤海和南粤的资产、负债状况进行审计。10月25日，毕马威拿出的一份初步审阅报告，显示粤海和南粤的实际情况比粤海、南粤自己向广东省报告的情况要严重得多。为慎重起见，广东省政府指令毕马威从速对粤海、南粤进行正规的重点审计。

1998年11月10日到12月10日，毕马威集中了200多名专

业人士，按照香港会计师公会颁布的审计准则，对粤海和南粤截至 1998 年 9 月 30 日的综合资产负债情况进行了重点审计。

重点审计结果见表 1.1、表 1.2。

**表 1.1 粤海的资产负债情况** 单位：亿港元

项 目	账面情况	实际情况	调整数
总资产	371	215.8	-155.2
总负债	307	307	0
净资产	64	-91.2	-155.2

**表 1.2 总资产调减额的分类**

项 目	调减金额（亿港元）	占总调减金额的百分比（%）
有问题投资	12.9	8.31
有问题利润	8.5	5.48
未处理坏资产	41.3	26.61
财务公司放款及其他有问题贷款	14.2	9.15
应收款的呆账准备	19.8	12.76
生产厂房及设备减值	1.6	1.03
物业减值	17.6	11.34
投资准备	30.2	19.46
不合理承诺利润	0.5	0.32
上市公司减值	15.3	9.86
应由少数股东分担的调减数	-6.7	-4.32
合 计	155.2	100.00

## 1.7 对粤海情况的基本判断

毕马威对粤海的重点审计报告令广东省政府的官员们大吃一惊。因为毕马威重点审计报告中的资料与粤海自己报的资料相差太远了。毕马威审计的资不抵债数是粤海自报数的两倍。把毕马威的重点审计结果与经粤海的法定核数师审计、并已在新闻媒体上公布的粤海的财务报告相比较就更离谱了。粤海 1997 年度财

务报告上明明白白地写着总资产 357 亿港元，总负债 283 亿港元，净资产 74.8 亿港元，现在怎么成了资不抵债 91.2 亿港元？一反一正相差 166 亿港元！何况这仅仅是重点审计的结果，如果进行全面审计，资不抵债的数位岂不更大？如果毕马威重点审计报告提供的资料正确，为什么与其他途径取得的资料相比差距如此之大呢？不是毕马威夸大了问题，就是粤海 1997 年度财务报告没能说明事实真相。根据毕马威的重点审计报告和粤海自己提供的资料，对于粤海的情况可做出如下判断：

一是粤海的确已经处于严重资不抵债的境地。毕马威的重点审计报告指出，粤海总资产的应调减数为 155.2 亿港元。如果不调减总资产，粤海应该资大于债。因此，要判断粤海是否像毕马威的重点审计报告说的那样严重资不抵债，关键是要对总资产调减 155.2 亿港元的合理性做出判断。根据下面几笔大账，毕马威的报告至少在方向上正确：

第一，粤企从 1994 年开始，陆续将其 33 家附属公司所拥有的 91.4 亿港元应收账款、物业、存货、投资权益及其他项目转售给广东粤海集团有限公司（广东粤海集团有限公司是广东省政府全资拥有的境内企业，与粤海是两个完全不同的经济实体，但两者的经营班子是由同样的人士组成的），但是到目前为止，广东粤海集团有限公司并没有向粤企支付购买这些资产的款项，只是由广东粤海集团有限公司给粤企的核数会计师发出一封函件，声明对这 91.4 亿港元资产所产生的损失承担全部责任。而当时广东粤海集团有限公司已经处于资不抵债状况，绝无能力对此承担责任。很明显，如果这 91.4 亿港元的资产全部或大部分是优质资产，为什么要转这么一个大弯来证明其存在的真实性呢？这部分“转卖”给广东粤海集团有限公司的资产只是粤企总部能够掌握的部分，留在下属企业没有报上来的可能还会有相当一批。

第二，粤企在 1997 年将 3 家企业打包卖给上市公司粤投时，在合同中附带了保证上述企业必须盈利多少的条件。根据合同，

如果实际利润少于保证利润，粤企按实际利润与保证利润的差额乘以市盈率向粤投作出赔偿。按照这一约定和上述3家企业1998年度的实际经营状况计算，粤企应付给粤投20.82亿港元的赔偿金。粤企持有粤投40%的股份。因此，仅此一项粤企就要净赔12.49亿港元。

第三，毕马威的重点审计报告指出：粤企与一家香港公司直接或间接的有关投资、担保和贷款损失就达19.23亿港元。

仅粤企以上3项的拨备就达122.71亿港元。因此，可以肯定地讲，毕马威关于粤海严重资不抵债的重点审计结论至少在方向上是正确的。

二是粤海的问题早在金融风暴掀起之前就已经形成了。有些人士认为，粤海问题是中国人民银行于1998年10月6日宣布行政关闭广信、引起外资银行心理恐慌、紧缩对海外中资企业贷款的结果。他们说，任何一个企业，即使经营状况再好，如果在一夜之间所有的往来银行都向其追收贷款，它也会陷于支付危机。粤海就是一个实例。也有人认为，这是由始发于1997年上半年的亚洲金融危机造成的。在如此严重的金融风暴冲击下，股票、房地产价格暴跌，资产缩水，企业不可避免地会出现问题。日本、韩国、泰国、印尼的许多企业尚且如此，粤海当然也不例外。对于金融风暴和行政关闭广信对粤海造成的负面影响当然不能否认，但是，内因是起主导作用的，粤海的问题实际上早在金融风暴掀起之前就已经形成了，只不过被人为搅起的泡沫淹没了而已。当金融风暴席卷东南亚的时候，也将掩盖着粤海问题的泡沫刮掉了。于是，问题不可避免地暴露了。行政关闭广信、外资银行紧缩中资企业贷款只是加快了问题暴露的速度罢了。根据毕马威的重点审计报告，截至1998年9月30日，包括厂房及设备在内的物业的减值，粤企为18.5亿港元，占其总资产应拨备数的15.07%；广南为0.7亿港元，占其总资产应拨备数的1.92%。这至少可以说明物业贬值对粤海的影响并非致命

的，不是造成资不抵债的主要原因。据毕马威的重点审计报告有关资料整理，粤企在亚洲金融风暴爆发之前的投资中事实上已形成的损失为100.2亿港元，占其总资产应拨备数的81.6%；广南在亚洲掀起金融风暴之前的投资中事实上已经损失了30.65亿港元，占其总资产应拨备的84.20%。这些资产虽然已经客观上损失了，但与其相对应的债务却是现实存在的，它不会因资产的损失而消失。但是，这些已经形成的损失却依然被作为能够带来盈利的资产，已经贬值的资产仍然按原状摆在账上做样子，名目繁多的应收账款竟成了利润的来源，经营项目收入的下降被通过资产“包装”上市、出卖资产等特殊项目收入弥补了，现金净流出的缺口被越来越多的市场融资填平了。然而当银行因金融危机和广信事件而变得谨慎起来时，这种繁荣就成了无源之水、无本之木。我们在前面提到的粤企将33家附属公司所拥有的91.4亿港元的应收账款、物业、存货、投资权益及其他项目“转售”给广东粤海集团有限公司，再由广东粤海集团有限公司为这91.4亿港元资产的安全性提供保证的事实就很能说明问题。这宗“交易”是从1995年开始的：1995年为43.92亿港元，1996年累计为53.92亿港元，到1997年累计为91.4亿港元。粤企从1994年到1998年的税前利润分别为10.03亿港元、6.33亿港元、11.33亿港元和11.37亿港元。也就是说，如果没有上述“技术处理”，粤企至少从1994年就已经开始亏损了，如果再加上其他损失，粤企资不抵债的问题早在1994年以前就已经形成了。

三是问题形成的主要原因并非政府干预。对于粤海为什么会陷于今天的境地，粤海经营班子中的一些人士认为是政企不分、广东省政府干预企业经营的结果。在广东省政府对外宣布重组粤海之后，特别是在广东省政府对债权人宣告大家共同负担损失以后，债权人一直强烈指责广东省政府过去对粤海的行政干预。客观地讲，在80年代中期，粤海是按广东省政府的指示做了一些投资，但这些投资充其量不过10亿港元，而且并非全部损失，



即使全部损失也不足以影响粤海的正常经营。据毕马威的重点审计报告，截至1998年9月30日，粤企和广东省政府及其所属地市政府有关的投资拨备数为5.31亿港元，占总资产应拨备数的4.32%。因此，与其说政府干预过多，倒不如说股东没有尽到监管的义务；与其说政企不分，倒不如说政府根本管不了这么细。总之，内因是粤海问题形成的主要因素。毕马威的审计报告为这一观点提供了详尽依据。

四是再也不能让粤海如此经营下去了，粤海自己也混不下去了。据毕马威的重点审计报告，1996年12月31日到1997年12月31日的12个月期间，粤海现金流入60.25亿港元。其中利息现金收入3.52亿港元，占现金流入的5.84%；新增借款现金收入56.73亿港元，占现金流入的94.16%。现金流出56.41亿港元，其中支付利息和偿还到期债务现金流出15.63亿港元，占27.71%；经营业务现金流出净额为11.26亿港元，占19.96%；其他现金流出29.51亿港元，占52.31%。这两组资料说明了如下几个问题：第一，1997年粤海基本是靠新增向银行借款维持运转的；第二，从另一个角度说明粤海在1997年事实上已经处于亏损状态，因为其经营业务现金净流量为负数；第三，其他现金流出意味着粤海用新增的银行贷款或市场融资做了与主营业务经营无关的投资，或者进行了大规模的市场收购行动；第四，粤海偿付银行债务本息的资本来源是从银行取得的新的贷款。如此下去，越干，债权人的损失越大，最终仍逃不脱破产清盘的厄运。为了保护债权人的利益，也为了保护广东省政府的形象，广东省政府必须采取果断的措施了。

## 1.8 广东省政府宣布重组粤海和南粤

根据毕马威的重点审计报告预测，从1998年11月起至1999年9月30日止，粤海的现金流出为93.6亿港元。其中经营业务

现金流出 7.6 亿港元，偿还债务现金流出 66 亿港元，利息支付现金流出 20 亿港元；现金流入只有 7 亿港元；现金净流出 86.6 亿港元。也就是说，广东省政府拿出 86.6 亿港元，只能使粤海像个植物人一样将生命维持到 1999 年 9 月底。如果要令粤海像正常人一样生活，就必须使其财务指标达到一定的水准。例如总资产负债率达到 30% ~ 40%，短期流动比率达 1 ~ 1.55，短期负债与长期负债比率达到 25% ~ 30%，利息覆盖率达到 2.5 倍到 4.5 倍等等。这样，才能使粤海在市场上有融资的信誉和在竞争中有生存的能力。其代价就是要由广东省政府至少注资 157 亿港元现金。显然，这是根本无法做到的。1998 年广东省全省财政收入 640.75 亿元人民币，扣除广州、深圳和其他地级市留成之后；省级财政可支配的财政收入仅 161.78 亿元人民币。拿 157 亿港元去挽救粤海无论如何是难以在省人民代表大会上通过的。看来粤海除重组或破产之外已无其他选择。

广东省政府经过慎重研究认为：一是粤海是广东的重要驻港公司，拥有 5 间在香港上市的公众公司，如不设法救活，将严重影响全省的对外形象和信誉，也必然影响香港金融和证券市场的稳定。因此，必须采取措施救活粤海。这不仅具有经济上的意义，更具有重要的政治意义；二是在与债权人谈判过程中，应该争取以最小代价获得最好的结果；三是在向粤海注资并进行资产重组时，要立足于救活，重组的公司必须建立起良好的运营机制，确定经营主业。凡是与主业无关的经营业务一律收缩。

重组粤海的大政方针明确了，广东省政府成立了包括重组南粤在内的重组粤海工作小组，开始将重组工作付诸实施。

1998 年 12 月 16 日，广东省政府在香港召开新闻发布会。广东省政府在新闻发布会上宣布：“粤海和南粤因为资产质量严重低下，不能支付巨额到期债务，决定重组。从即日起暂停支付一切到期本金”，并当场聘请高盛为粤海重组顾问，毕马

威为粤海重组财务审计师，谢尔曼和齐伯礼为粤海重组法律顾问。

1999年1月12日，粤海、南粤债权人会议分别于当天上午和下午在香港召开。

在债权人会议上，广东省政府、粤海和南粤的代表分别就广东省政府对包括南粤在内的粤海的重组愿望发言，说明根据毕马威的重点审计报告，粤海和南粤于1998年9月30日的财务状况是资不抵债，并且资金周转严重不足；坦率地承认这种状况是由于市场环境恶劣、业务缺乏策略性重点、投资失误、贷款决策不慎、管理不善和高负债等原因造成的；明确地表示粤海和南粤已无力偿还债务本息，请求债权人接纳暂停偿还本金、容许重组工作组完成对其分析并编制全面重组建议书的提议；郑重地承诺广东省政府为了重建国际贷款人及投资者对粤海的信心，也为了让粤海恢复生机，解决其目前面临的财务及营运上的困难，决定在得到全体债权人支持并予以协助的前提下，在撇除粤海不良资产的同时，向包括南粤在内的粤海注入广东省内能带来现金流量和利润的优质资产及现金，使其主要财务指标能够达到靠自己的实力从市场上融资的水平；在重组期间，由广东省政府代粤海和南粤垫付资金向债权人支付利息，并贷款给粤海和南粤，以维持贸易活动的正常运转；同时承诺，会议结束后，广东省政府将委托毕马威对拟注入的资产进行审计，并委任高盛和毕马威对粤海截至1998年12月31日止的年度账目和将要注入的新项目的账目进行编制和分析，提交仿真的合并财务报告。有关报告将在1998年2月28日前提供给各债权人。

尽管债权人和广东省政府及其顾问们在一些重要问题上存在分歧，虽然第一次债权人会议除了推选债权银行委员会的成员行及联络银行之外没有达成任何文字协定，但债权银行还是默许了广东省政府提出的财务安排，即粤海和南粤暂停偿还债务本金。

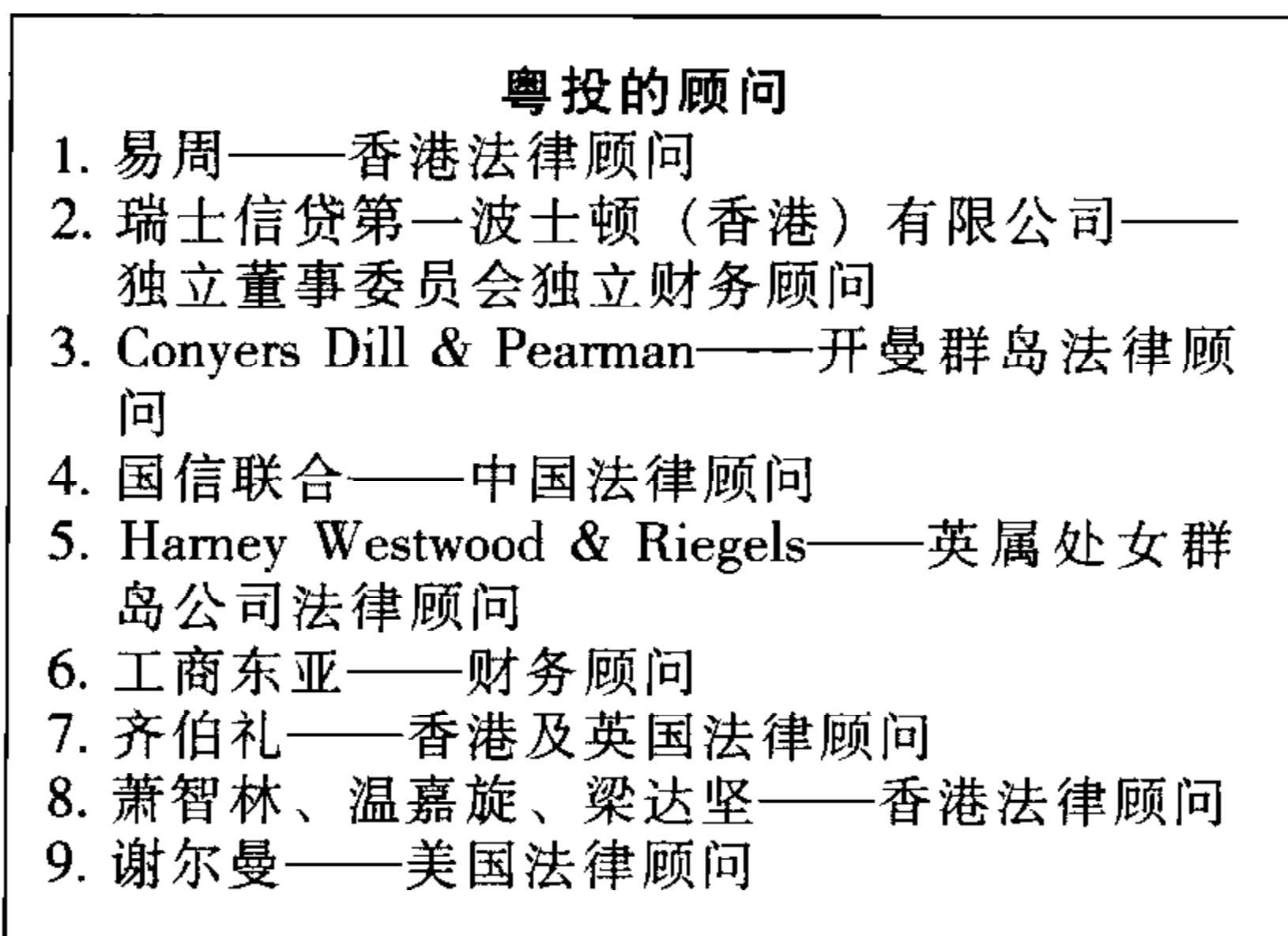
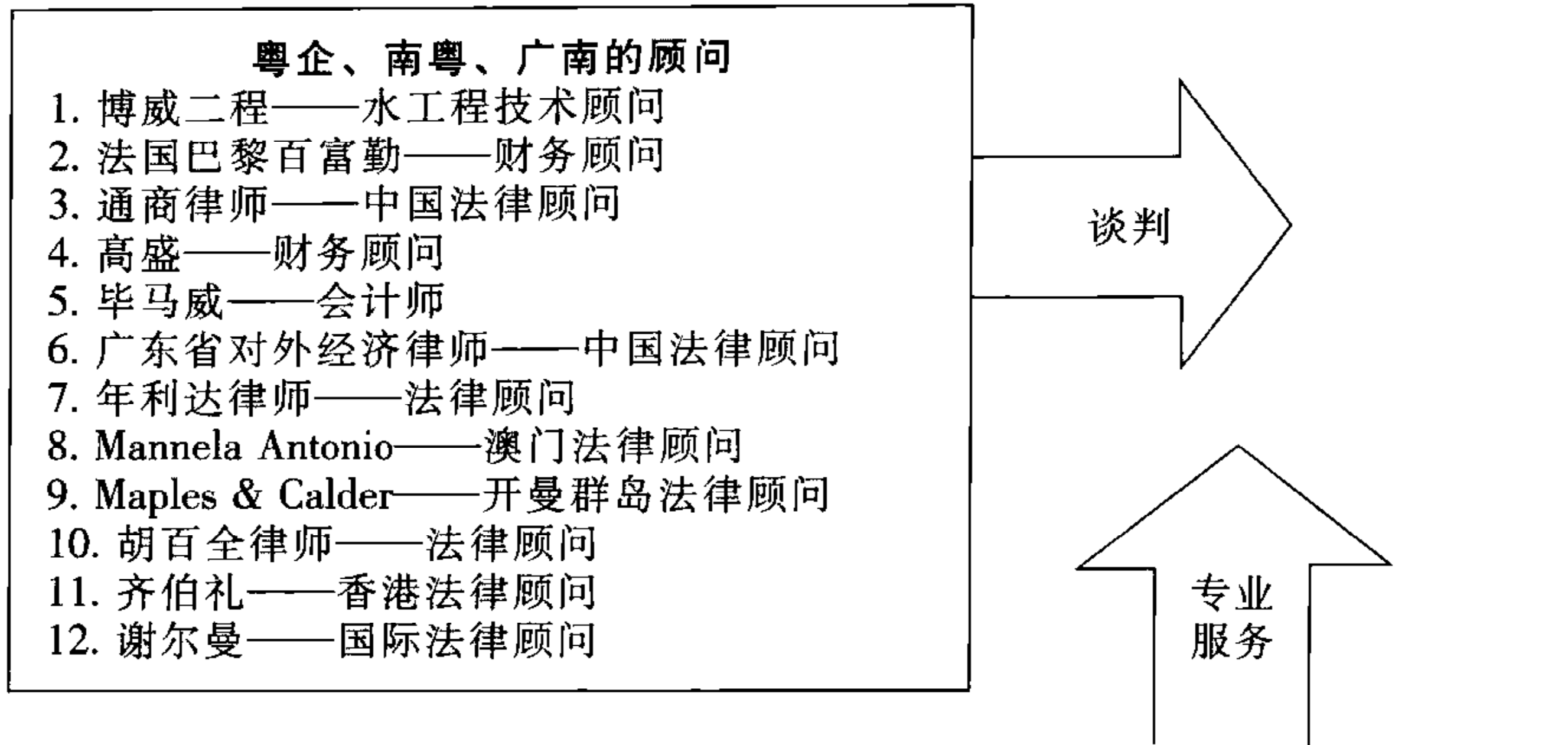
1999年3月1日，粤海、南粤债权人第二次会议在香港举

行。第二次债权人会议的主要内容是向债权人报告粤海和南粤截至1998年9月30日的财务状况、重组的工作计划、粤海和南粤的企业结构重组设想、预选注入资产的情况。在1998年12月10日毕马威向广东省政府递交了对粤海的重点审计报告之后，广东省政府又指示毕马威对粤海的财务状况进行全面的审计。在第二次债权人会议上公布的粤海财务状况就是全面审计的结果，它比重点审计的内容详细得多，也与重点审计结果有很大差距，粤海的实际情况比原先已经掌握的情况还要差。

## 1.9 重组谈判各方顾问团的组成

按照国际惯例，在企业重组过程中，不仅债务人要聘请财务顾问、审计师和法律顾问，债权人同样也要聘请与债务人的顾问不同的重组顾问、财务顾问和法律顾问。投资银行作为重组的财务顾问在重组过程中始终处于主导地位，但在重组过程中的不同阶段，顾问们的地位也在发生变化。一般说来，重组企业的财务状况分析是重组谈判的基础，因此，在重组的初始阶段，谈判双方的审计师发挥着较大的作用。在这个阶段，谈判双方的审计师都要独立地对重组企业的财务状况进行尽职调查，并将调查结果报告给自己的顾客；重组谈判是重组过程的重要环节，谈判主要通过债务人和债权人各自聘请的重组财务顾问进行；重组方案的大原则定下来之后，就要开始起草与重组方案有关的法律文件，这时，双方聘请的律师就开始发挥主要作用了。总之，投资银行、会计师和律师的作用是无法相互取代的。

参加粤海债务重组的中介机构近100家，这里只将主要的机构列了出来。



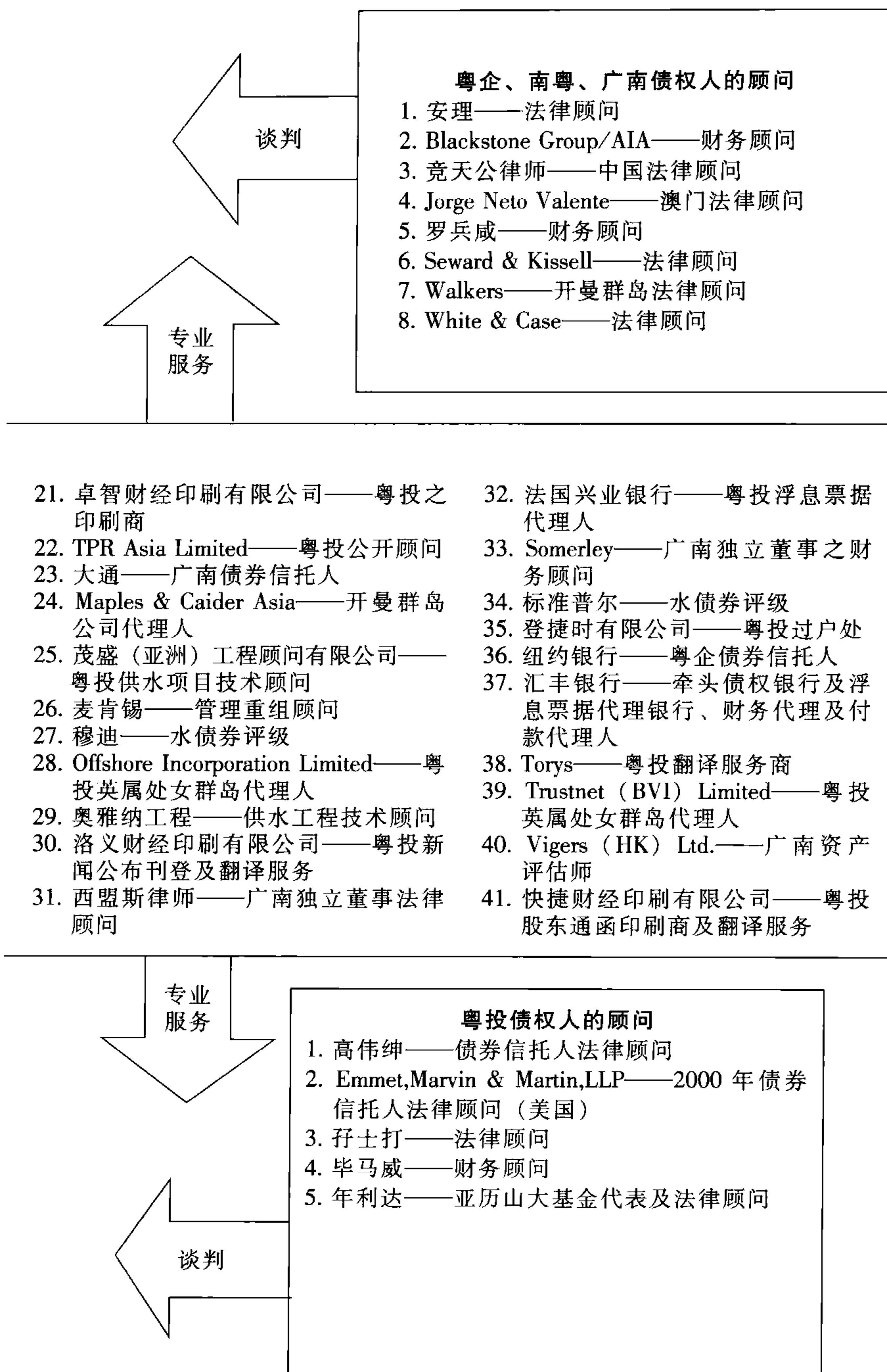


图 1.1 重组谈判各方顾问团的组成

从粤海债务重组谈判各方顾问成员的构成来看，有几点需要强调指出：第一，其阵容之强大，在世界企业重组史上都是少见的。例如，高盛、毕马威、谢尔曼、齐伯礼、罗兵咸、安永、孖士打、穆迪、标准普尔、工商东亚等均是世界知名的投资银行、会计师事务所、律师事务所和评级机构；第二，之所以聘请如此众多的律师，是因为粤海和南粤都是跨国企业集团，其债务重组分别涉及中国内地、中国香港特区、中国澳门特区、美国、英国、开曼群岛和英属维尔京群岛等国家和地区的法律，任何一家律师事务所都不可能精通所有国家和地区的法律；第三，谈判各方聘请工程技术顾问的原因，是为了解决在重组过程中遇到的东深供水项目（关于东深供水项目见第3章第3.4节）的有关问题。

# 重组企业的基本情况



## 2.1 组织结构与资产负债

1999年5月24日，第三次债权人会议召开的前一天，经过半年时间的努力，广东省政府及其顾问们终于摸清了粤海和南粤的大致情况。

截至1998年12月31日，包括南粤在内，粤海共有正在营运或持有资产的企业572家（粤海的组织结构见图2.1），涉及金融、食品分销和加工、酒店和旅游、基建、制造、地产、超

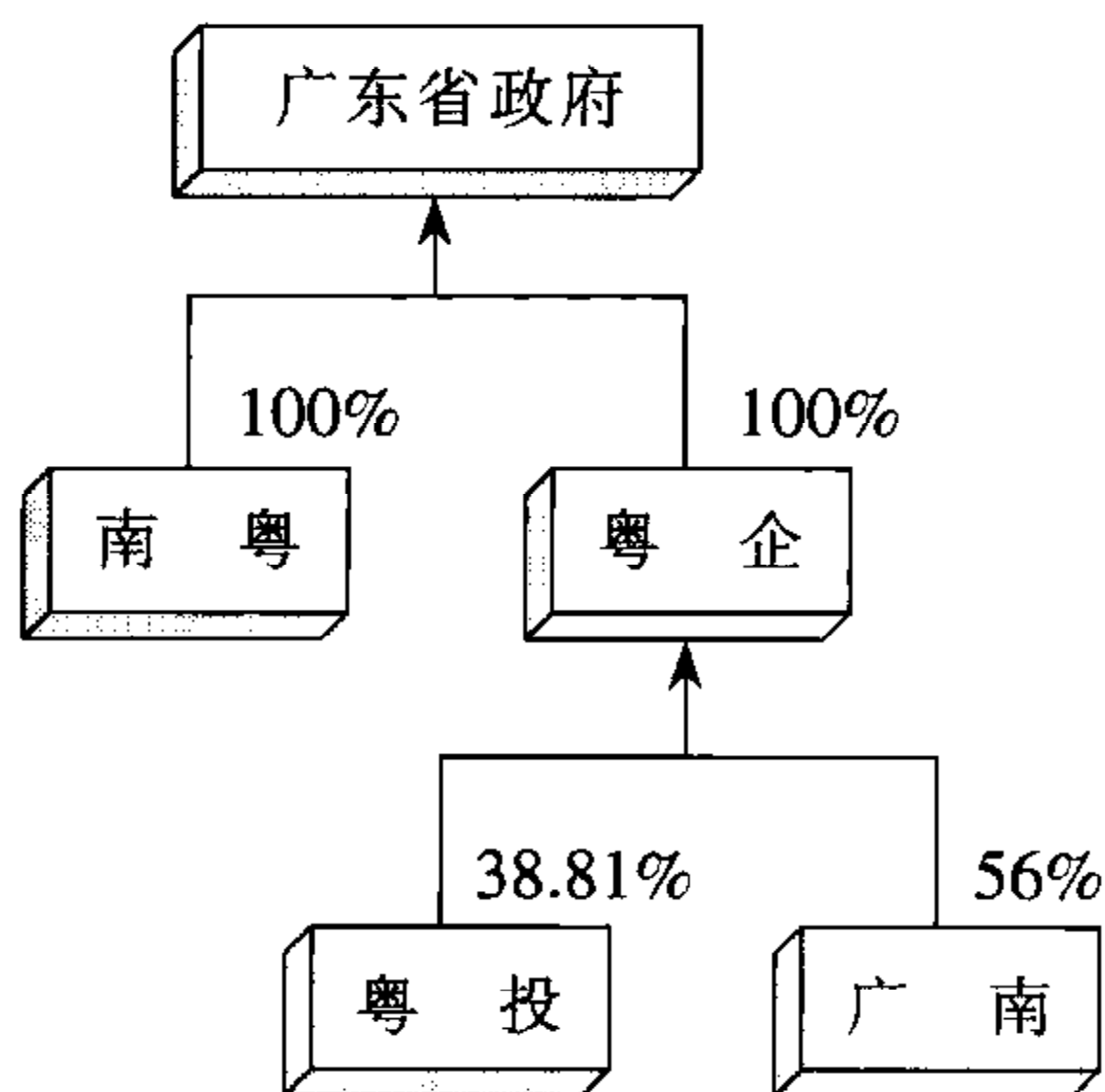


图 2.1 组织结构



市、贸易、运输、啤酒、制革、建材 12 个行业。经毕马威审计的合并报表总资产 287.56 亿港元，总负债 489.86 亿港元，资不抵债 202.3 亿港元。

## 2.2 粤企的基本情况

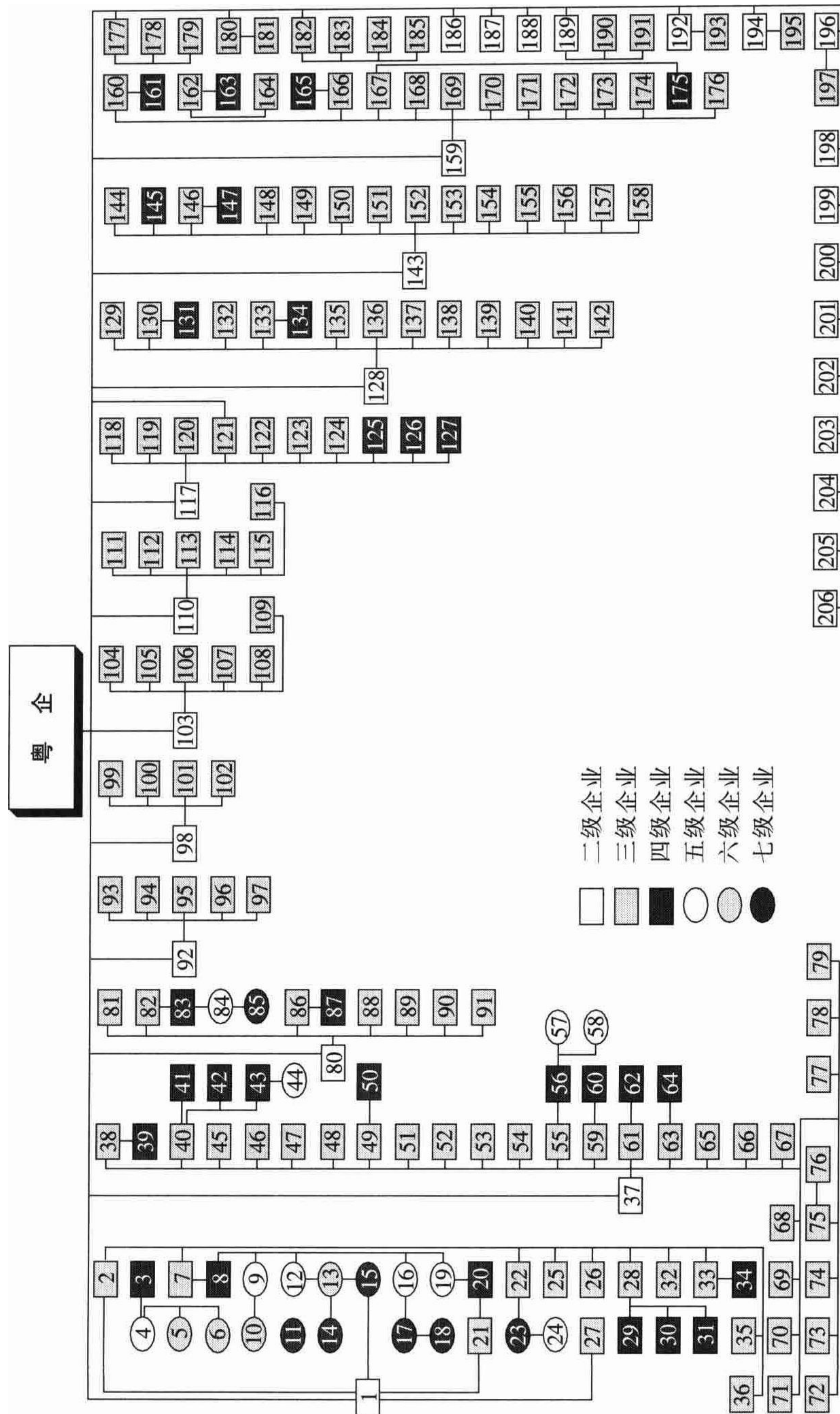
粤企共有 207 家正在营运或持有资产的企业，其中在中国内地注册的企业 54 家，在中国香港地区和海外注册的企业 153 家；包括粤企总部在内，一级企业 1 家、二级企业 30 家、三级企业 126 家、四级企业 30 家、五级企业 10 家、六级企业 6 家、七级企业 4 家（详见图 2.2）。粤企的总资产 160 亿港元，总负债 281.86 亿港元，资不抵债 121.86 亿港元。粤企的利息覆盖率<sup>①</sup>为 0.05 倍。经有关会计师估算，粤企的清盘价值为其总负债的 11%。

## 2.3 广南的基本情况

广南共有 66 家正在营运或持有资产的企业，其中在中国内地注册的企业 19 家，在中国香港地区和海外注册的企业 47 家；包括广南总部在内，一级企业 1 家、二级企业 35 家、三级企业 14 家、四级企业 10 家、五级企业 1 家、六级企业 5 家（详见图 2.3）。广南的总资产 31.56 亿港元，总负债 42.35 亿港元，资不抵债 10.79 亿港元。广南的利息覆盖率为 0.05 倍。经有关会计师估算，广南的清盘价值为其总负债的 15%。

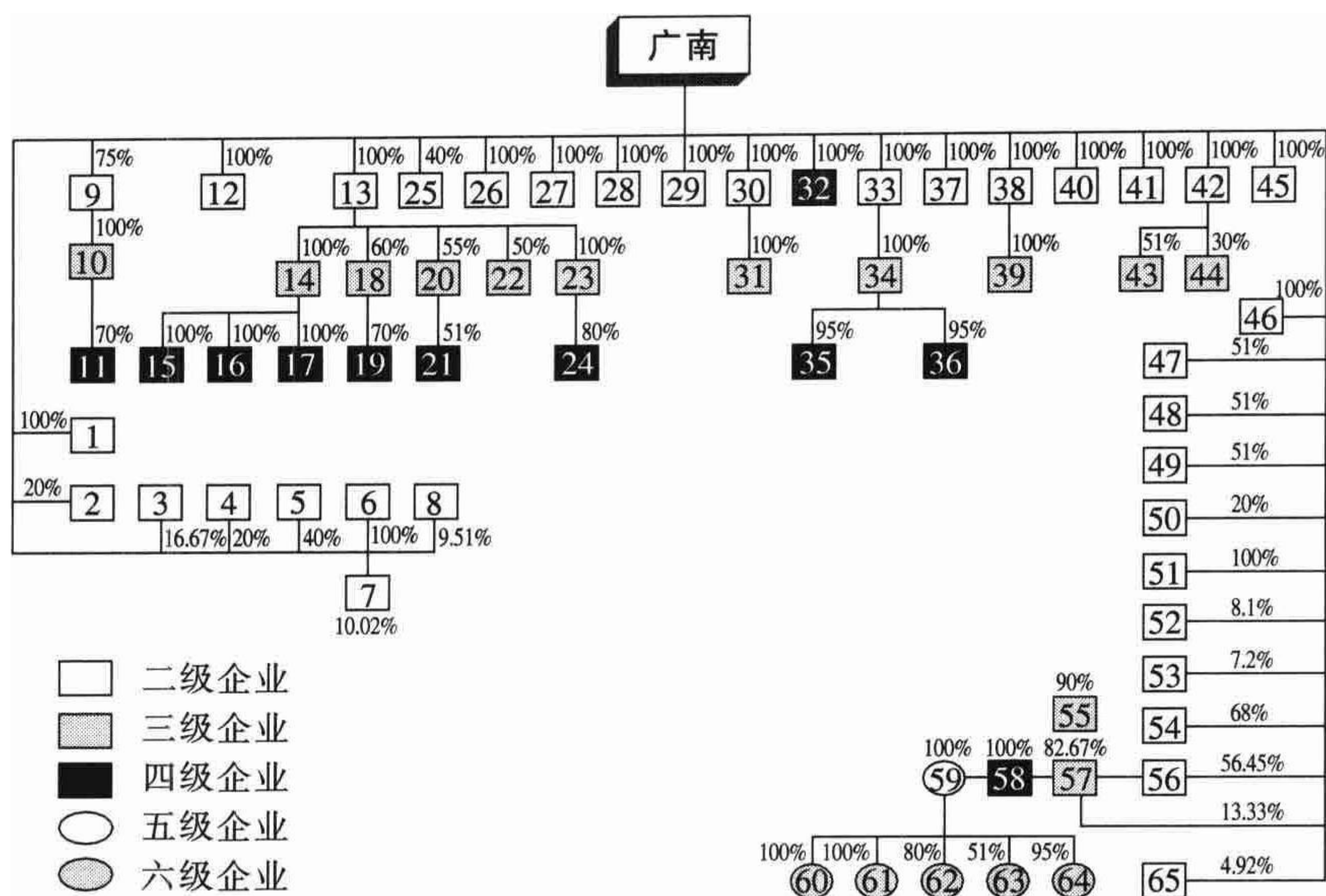
---

<sup>①</sup> 利息覆盖率即 EBITDA/应付利息，EBITDA 即税息折旧摊销前盈利。



注：图内的数字代表粤企属下的企业编号。

图 2.2 粤企组织结构

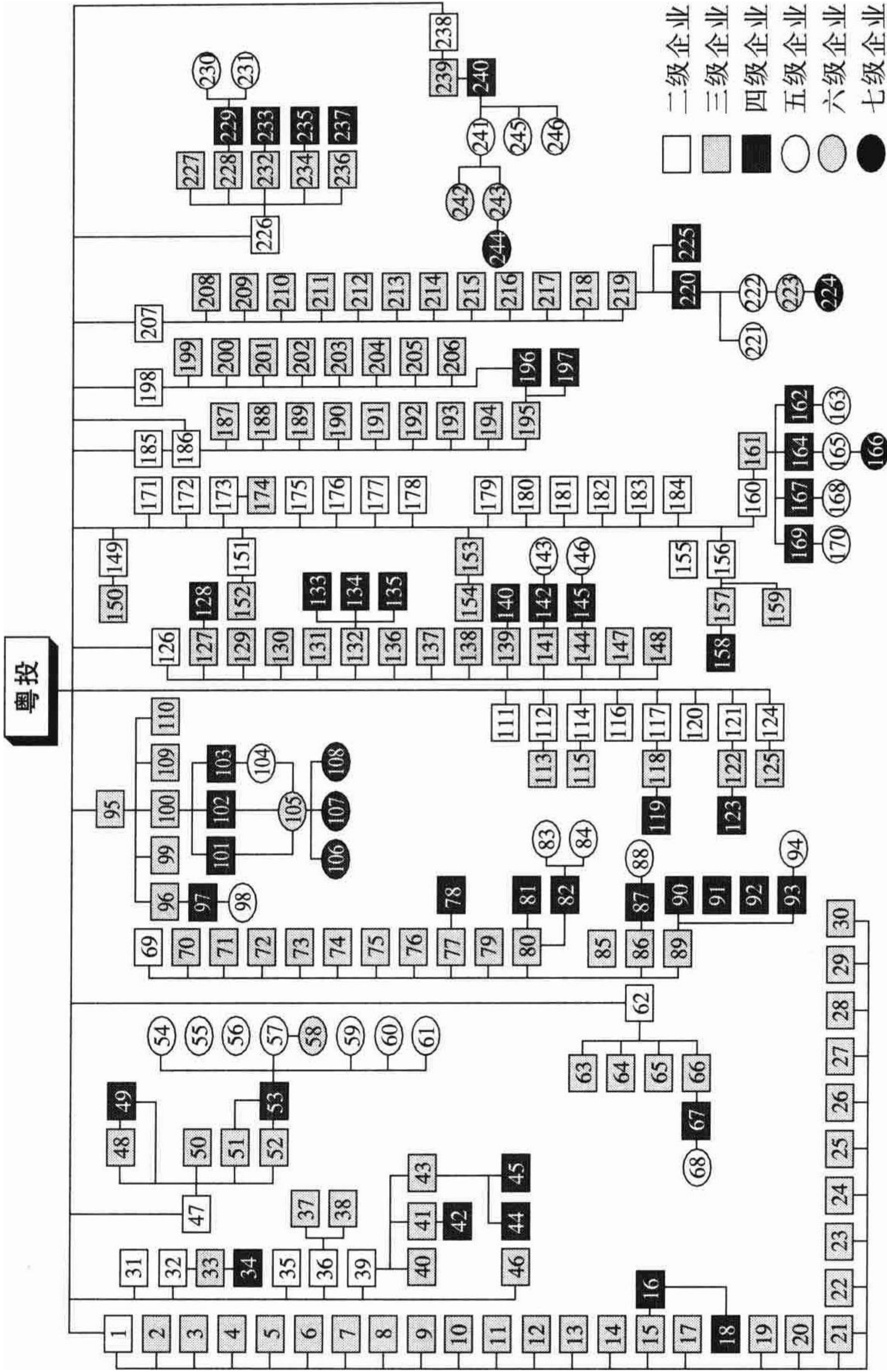


注：图内的数字代表广南属下的企业编号，格上的百分比代表该企业由其上一级企业所持的股权比例。

图 2.3 广南组织结构

## 2.4 粤投的基本情况

粤投共有 247 家正在营运或持有资产的企业，其中在中国内地注册的企业 69 家，在中国香港地区和海外注册的企业 178 家；包括粤投总部在内，一级企业 1 家、二级企业 46 家、三级企业 119 家、四级企业 44 家、五级企业 27 家、六级企业 4 家、七级企业 6 家（详见图 2.4）。粤投的总资产 199.33 亿港元，总负债 117.16 亿港元，净资产 82.17 亿港元。粤投的利息覆盖率为 0.98 倍。这表明粤投虽然资大于债，但其营运所得的现金流量已不足以偿还现有债务的利息。

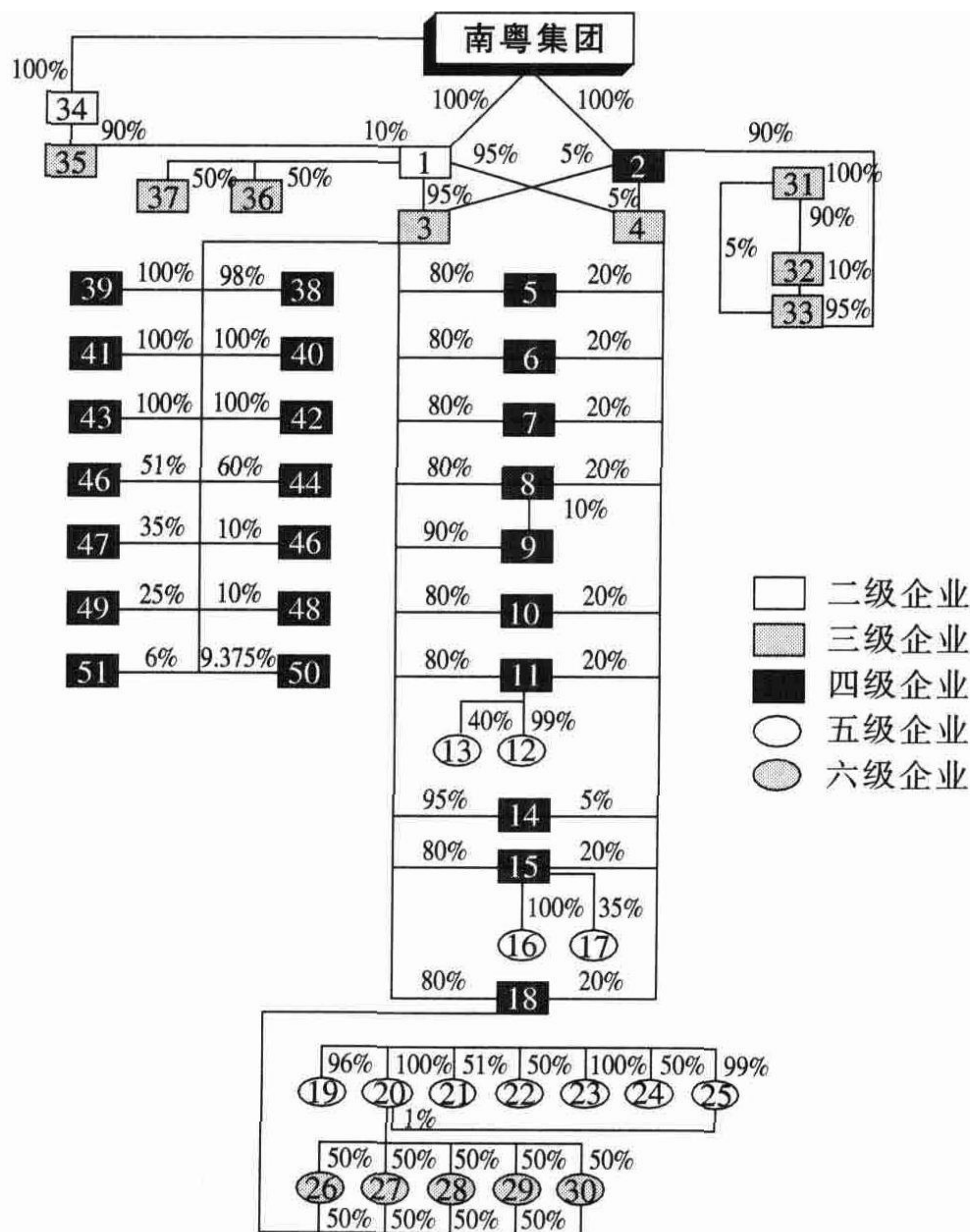


注：图内的数字代表粤投属下的企业编号。

图 2.4 粤投组织结构

## 2.5 南粤的基本情况

南粤共有 52 家正在营运或持有资产的企业，其中在中国内地注册的企业 16 家，在中国澳门、香港地区和海外注册的企业 36 家；包括南粤总部在内，一级企业 1 家、二级企业 3 家、三级企业 8 家、四级企业 24 家、五级企业 11 家、六级企业 5 家（详见图 2.5）。南粤的总资产 20.17 亿港元，总负债 29.38 亿港元，资不抵债 9.21 亿港元。南粤的利息覆盖率为 0.4 倍。经有关会计师估算，南粤的清盘价值为总负债的 11%。



注：图内的数字代表南粤属下的企业编号，格上的百分比代表该企业由其上一级企业所持的股权比例。

图 2.5 南粤组织结构

## 重组目标及约束条件

### 3.1 广东省政府的重组目标

1999年5月25日，粤海、南粤债权人第二次会议在香港召开。会上，广东省政府向债权人介绍了粤海和南粤截至1998年12月31日的财务状况，并提出债务重组方案。

广东省政府对于重组提出的目标是：把粤海和南粤组建成能够在金融市场上自主融资、严格遵守中国香港和其他有关国家、地区的法律、按照国际惯例进行管理、以支持广东经济发展和以利润最大化为经营目标的股份制企业。这一重组目标包含如下内容：

一是把粤海和南粤重组成一个统一的企业集团。这样考虑的原因：第一是形成规模经济的需要。南粤的总资产仅占粤海总资产的十分之一强，作为一个独立于粤海之外、归广东省政府直接持股的海外企业没有太大的存在必要；第二是适应中国香港和澳门经济联系紧密的需要。就严格的意义讲，澳门除旅游产业之外，并没有形成自己独立的产业结构。如果把香港作为一个独立的经济圈，事实上澳门应被包括其中；第三是方便债务重组。广东省政府重组粤海和南粤的基本立场是与债权人共同承担损失，而广东省政府承担经济损失的途径是注入东深供水项目，无疑，

把粤海和南粤作为一个整体在具体操作时要方便得多。

二是使重组后的新粤海能够完全依靠自己，而非政府的信誉在国际金融市场上进行融资。按照香港的实际情况，一个企业的EBITDA至少是利息支出的2倍，资产负债率要在60%左右才能做到依靠自己的实力在市场上筹措资金。这个目标对重组后新粤海的发展无疑十分重要。否则，即使重组成功了，新粤海最多也只能成为一个还债机器。

三是重组后的新粤海要依法经营。形成粤海和南粤严重资不抵债的原因之一是违法经营。在法制尚在开始健全过程中的中国大陆，人们判断企业经营行为的是非标准虽然开始向法律和行政法规靠拢，但长期形成的“公”与“私”的判断标准仍然左右着企业经营管理者行为，甚至左右着企业监管部门惩罚的标准。“只要没有把钱往自己口袋里装，就不犯法，也算不上什么大问题。”这种错误认识随着海外中资企业的建立，被不知不觉地带到了海外，其直接结果是一些经营管理者一心为公地无视所在地区或国家的法律去追求利润目标和经营规模；间接结果是个别胆大妄为之徒打着“一心为公”的幌子钻所在地区或国家对中资企业监管上的漏洞，大肆挪用公款、转移国有资产。因此，在管理体制上使重组后的新粤海能够依法经营是非常必要的。

四是重组后的新粤海要按照国际惯例进行经营管理。国际上通行的一些企业经营管理办法，如人事管理、资产管理、薪金制度等，总有其合理、先进的一面。中国的海外企业如果没有一套与其生存空间中的其他企业大体相同的管理体制，或者比它们更先进的管理体制，就很难适应海外的经营环境，难以在激烈的竞争中生存与发展。

五是重组后的新粤海以支持广东经济发展和利润最大化为经营目标。支持广东经济发展可以使新粤海的经营结构与广东的产业相适应，使其在竞争中具有天然的优势；追求利润最大化才会使新粤海有可能在经营管理上摆脱体制方面的各种弊端。

六是把新粤海办成真正的股份制企业。这样考虑的目的在于要使新粤海的董事会能够真正发挥董事会对经营班子的监督和管理职能，这也是按照国际惯例进行经营管理的必要条件。粤海陷入巨大财务危机的事例说明，在走向市场经济的改革过程中激励是重要的，但形成一整套行之有效的监督约束机制可能更重要，没有监督约束的激励，会产生权力的滥用。约束和监督是现代公司管理的重要研究领域，西方发达国家的实践表明，发达的资本市场是建立有效监督机制的基础，当企业主要通过资本市场融资时，公司就会受到专门的审查。此外，财务报表的公开披露、红利政策的实行、债券评级、债券条款、政府法规、严格的法律制度以及通过董事会的监督、防止少数人权力滥用等等，都是监督约束机制的组成部分。

### 3.2 广东省政府提出的约束条件

广东省政府对重组提出的约束条件，一是在债权人同意与广东省政府共同承担损失的大前提下，把评估价值150亿港元以上的东深供水注入粤海。这是一个非常重要的问题。因为债权人要求百分之百偿还债务，如果照此办理，就不是注入价值150亿港元以上东深供水能够解决的问题了，只有广东省政府与债权人共同承担损失，注入150亿港元以上优质资产后，粤海才能正常运转；二是通过一揽子计划，在重组粤企、广南和南粤的同时解决粤投流动性不足的问题；三是对粤企、南粤、广南和粤投要采取不同的方法进行债务重组。粤投和广南是上市公司，广东省政府不能承担应由其他股东承担的损失；四是广东省政府与债权人共同承担损失。广东省政府认为：粤海和南粤严重资不抵债，既有经营管理上的问题，也有亚洲金融风暴的影响，当然也有作为全资股东广东省政府的失察问题，但债权银行不顾企业经营状况，只看企业背景的贷款行为也是粤海和南粤问题形成的重要原因之



一，债权银行也应承担责任。根据毕马威关于粤海和南粤的审计报告及其现金流量预测和广东省政府注入价值 150 亿港元以上东深供水的前提，广东省政府认为应与债权人共同承担损失，这是重组后的企业能够正常运转的前提条件。

### 3.3 重组资源

在重组资源中，粤海原有资产的经济价值共 13.68 亿美元。其中粤企和南粤为 11.93 亿美元，粤南为 1.25 亿美元。表 3.1 中的物业是指粤企和南粤分布在海外，中国香港、澳门和中国大陆的不动产；准备逐步卖掉的业务是指粤企和南粤属下尚能正常经营、有一定盈利空间的业务；可回收已拨备资产是指粤企和南粤已经在账面上做拨备处理，但还有可能收回一定现金的资产；粤投 9.97 亿股股份是指粤企持有的粤投 38.81% 的股权。广东省政府为拯救粤海将注入的东深供水项目的经济价值当时的估价为 22 亿美元以上。重组资源的经济价值是广东省政府在毕马威算的资产清盘价和中介机构评估价的基础上，按照中位数的原理计算出来。也就是说，如果对粤企、南粤和广南清盘，其变现价值会低于上述经济价值；反过来讲，上述经济价值只有在广东省政府注入价值 22 亿美元以上的东深供水项目、粤海继续正常经营的前提下才能实现。

表 3.1

重组资源实物资产一览表

单位：亿美元

粤企和南粤原有资产的经济价值	11.93
其中：物业	3.74
准备逐步卖掉的业务	4.01
有一定发展潜力的业务	2.11
可回收已拨备资产	0.34
粤投 9.97 亿股股份	1.73
东深供水经济价值	22.00
广南原有资产经济价值	1.25
合计	35.18

### 3.4 东深供水项目的基本情况

东江——深圳供水（简称“东深供水”）工程是中国中央政府为解决香港同胞食用淡水困难而批准兴建的一项跨流域大型引水工程，输水全程 83 公里。东深供水工程始建于 1964 年 2 月，1965 年 3 月 1 日建成并正式向香港供水。年供水设计能力 17.43 亿立方米，是目前中国最大的跨境供水工程。

东深供水工程主要的供水对象为香港，其次为深圳经济特区及工程沿线 9 个乡镇，饮用东深供水的总人口为 1000 多万，其中香港 600 多万，深圳 300 多万，沿线近 100 万，对三方面客户的供水比例约为 6:3:1。各个客户的供水量按第三期工程扩建后年供水能力 17.43 亿立方米分配，其中香港 11 亿立方米，深圳 4.93 亿立方米，沿线 1.5 亿立方米。

从 1965 年 3 月 1 日起至 1994 年止，对香港供水量按照历次扩建时的供水建议和年度计划执行，实际上供水量年年超供。1989 年粤港双方政府订立《香港供水协定》，确定从 1995 年起每年增供 3000 万立方米，到 2008 年达到年供水量 11 亿立方米。根据香港方面的要求，1998 年 2 月召开的粤港供水工作会议商定，从 1998 年起到 2004 年为止，每年需增加的供水量为 1000 万立方米，2005 年之后向香港的供水量留待以后决定。总体上，每年会有所增长，直到达到原协定规定的对港供水量 11 亿立方米（三期扩建工程设计最终规模）。

从 1965 年 3 月 1 日起，东深供水对港供水价格均由双方政府定期商定，到目前为止，对港供水的价格已经过 9 次调整。根据 1989 年协定，对港供水的价格将继续在双方政府的谈判基础上予以确定。价格商定的基础是与供水有关的经营成本以及香港和广东省两地通货膨胀指数。1999 年，供水工程对香港供水价格商定为每立方米 3.085 港元。2000 年及以后的供水价格将由

双方政府 1999 年下半年商定。根据《香港供水协定》，如果香港方面在双方政府商定的年供水量之外增加供水，则供水增加部分加价 10%。



图 3.1 东深供水项目从取水口至深圳水库规划图

由于现有供水系统主要利用天然河道，随着沿线经济发展和人口增加，必须建设专用输水管道，以保证供水的质量，为此，从1995年起，广东省水利厅就开始筹划对现有供水工程进行改造。该项目的立项和可行性研究报告已经国家计委审批，并于2000年下半年开始投入建设。改造工程将新建3个抽水站，新建渡槽5条共长7.13公里，箱涵10.56公里，涵洞1.62公里，进出水渠1.6公里，加上对原人工渠道的改造，全长50公里。该项目设计水平为2010年引水规模达到100立方米/秒，年供水能力23.73亿立方米，比现供水能力增加6.1亿立方米，水质和水量都将得到根本的保证。

根据预测，从1998~2005年，东深供水总收入年均增长率为5.7%，EBITDA年均增长率为5%。以上预测是根据如下最保守的假设进行的：一是香港用水量在预测期内每年增长3%；二是向香港供水量每年增加1000万立方米；三是成本按长期通货膨胀率5%增长；四是深圳及沿线供水不作为重要的盈利来源；五是第四期改造工程在1999~2002年支出5.68亿美元；六是就第四期改造工程香港政府提供3.05亿美元无息贷款；七是广东省政府给予供水公司的各项税收优惠政策。为保证供水公司具有更多的现金流量和更大的盈利能力，广东省政府报经国家有关部门批准，对供水公司按照15%的优惠利率征收企业所得税，并且实行从首个获利年度开始两年免征、三年减半征收的政策，对供水公司的合作股东贷款的利息支付免征预提利息税，对供水公司免征营业税和增值税。

在此基础上，按供水公司营运期为30年，采用两种方法对供水公司的价值进行了分析。

第一，按照现金流折让方法分析，在供水价格每年平均增长2%，加权平均资金成本10%~12%的前提下，供水公司的价值在21.62亿~26.48亿美元之间；在供水价格每年平均增长1%~4%，加权平均资金成本为11%的前提下，其价值在21.1亿~

30.79 亿美元之间。

第二，按照上市公司比较法进行分析，在 10LTM<sup>①</sup>EBITDA 的前提下，供水公司的价值在 23.85 亿 ~ 26.29 亿美元之间；在 12LTM EBITDA 至 14LTM EBITDA 的前提下，其工程价值在 27.41 亿 ~ 32.07 亿美元之间。

第三，按照兼并市场比较法进行分析，在 10LTM EBITDA 至 11LTM EBITDA 之间的前提下，供水公司价值在 23.85 亿 ~ 26.29 亿美元之间；在 12LTM EBITDA 至 14LTM EBITDA 的前提下，其价值在 27.41 亿 ~ 32.07 亿美元之间。

也就是说，东深供水公司的市场价值至少在 22 亿美元以上。

另外，注入东深供水项目比注入任何资产都有利于满足债权人平衡财务问题的需要。因为按照不同的方法和对供水收益价格的不同预期进行计算，其经济价值会有很大的差异。

广东省政府愿意将经济价值高达 22 亿美元以上的东深供水项目注入粤海，足以显示其重组粤海的决心和诚意。广东省政府之所以在诸多的资产中选中东深供水项目，充分考虑了债权人平衡财务问题的需要。

---

<sup>①</sup> LTM，指过去 12 个月（last twelve months）。

## “5·25 债务重组方案”

1999年5月25日，广东省政府在香港召开第一次债权人会议，提出了首个债务重组方案，即“5·25 债务重组方案”。方案的思路和具体内容如下：

### 4.1 重组思路

在将东深供水项目注入粤投的前提下，用重组企业新发行的股票和债券换取债权人的债权，在延长债务期限和将部分债务股本化的同时，降低债务利息的负担。具体如下：

一是由广东省政府在香港注册成立新粤企，并把东深供水项目注入新粤企。

二是由新粤企把东深供水项目注入粤投，壮大粤投的实力，解决粤投流动性不足的问题。在此基础上，由粤投发行一定数额的粤投债券和一定数额的粤投普通股给债权人，以交换债权人的部分债权。

三是把南粤变为粤企的全资附属公司，使南粤债权人与粤海债权人一起参加重组，为用一个东深供水项目同时解决粤企、广南、粤投和南粤的问题创造条件。

四是通过广南增发新股的途径解决广南资不抵债的问题；由

广东省政府下属全资公司——新粤企认购新股 75% 的形式向广南注入资金；把广南的不良资产和非核心业务剥离出来，成立资产管理公司。在此基础上，由广南发行一定数额的广南债券，由广南资产管理公司发行一定数额的普通股。

五是粤企出售一部分非核心业务，取得一定数额的现金。同时，粤企发行一定数额的优先股。

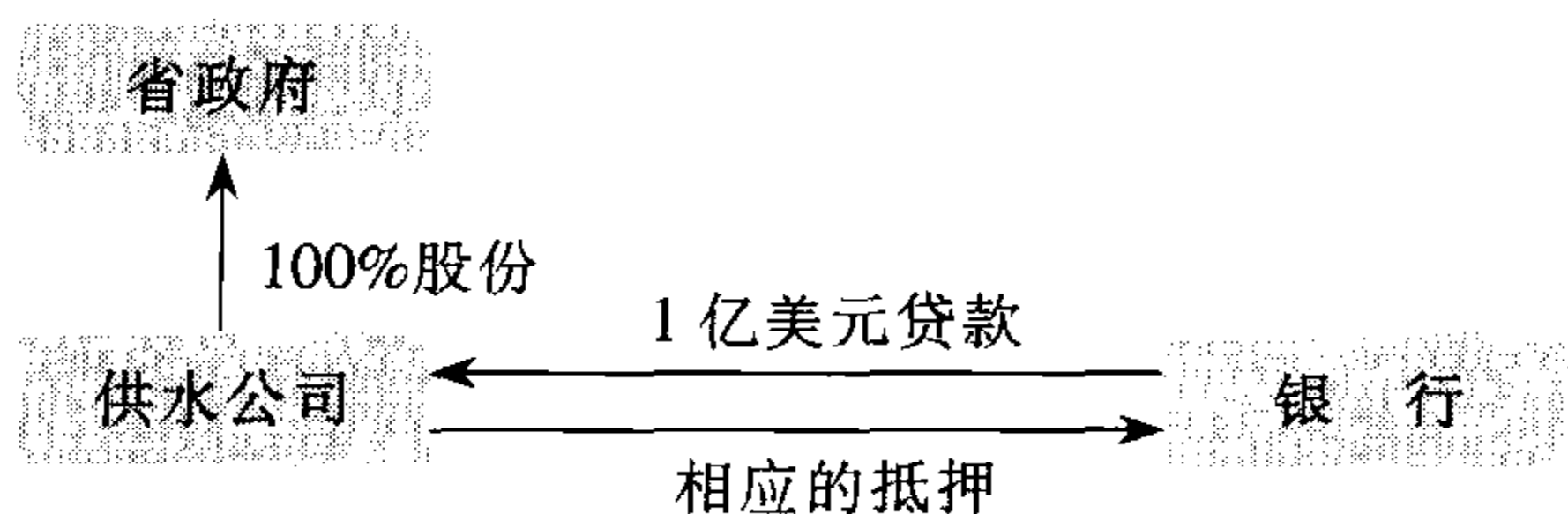
六是用粤企出售资产得到的现金、粤投债券和粤企 50% 的优先股换取粤企和南粤债权人的索债权；用广南配股所得现金、广南债券和广南资产管理公司的普通股换取广南债权人的索债权；与此同时，新粤企得到粤企 50% 的优先股、粤投一定数额的普通股和广南一定数额的普通股。

七是把粤投债权人的旧贷款变为新贷款。

## 4.2 计划交易过程

### 一、第一步

广东省政府在中国深圳以水项目为主体成立一家供水公司，并由供水公司用其收益作抵押向银行借款 1 亿美元。



注：图 4.1 至 4.9 中的灰方格代表在该步骤中正进行交易的各方机构，而图内出现之粗线箭咀则显示正进行中的交易的流向。

图 4.1 计划交易过程 (1)

### 二、第二步

广东省政府在香港注册成立新粤企，并将供水公司 100% 的

股权及 1 亿美元注入新粤企。

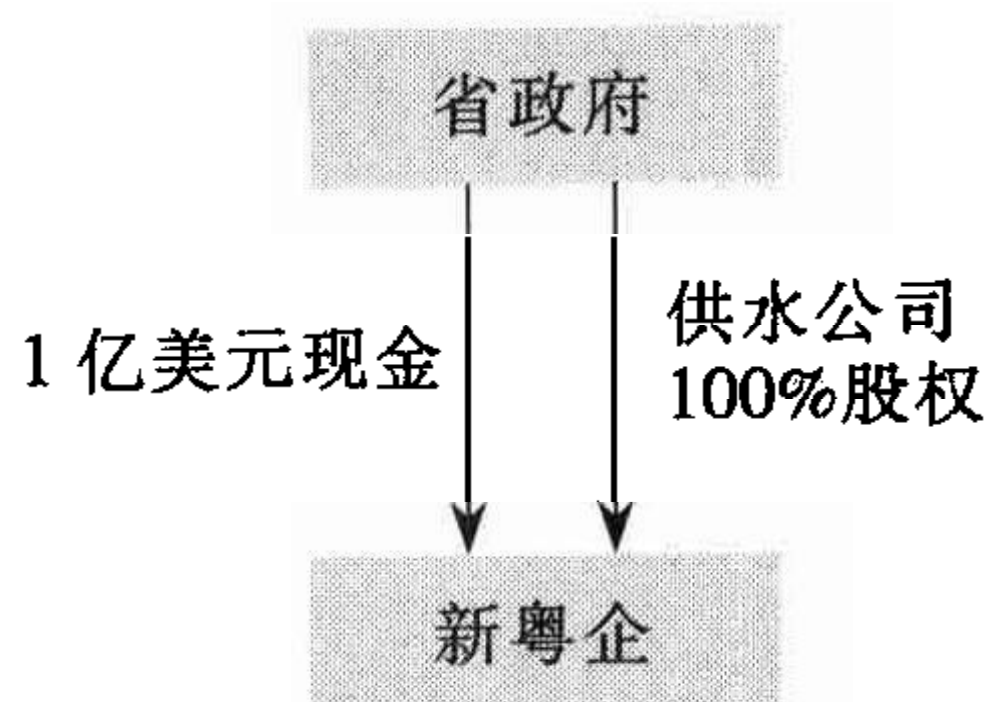


图 4.2 计划交易过程 (2)

### 三、第三步

广东省政府将原来归其所持有的粤企 100% 的股权无偿转归新粤企持有，使粤企成为新粤企的全资子公司。

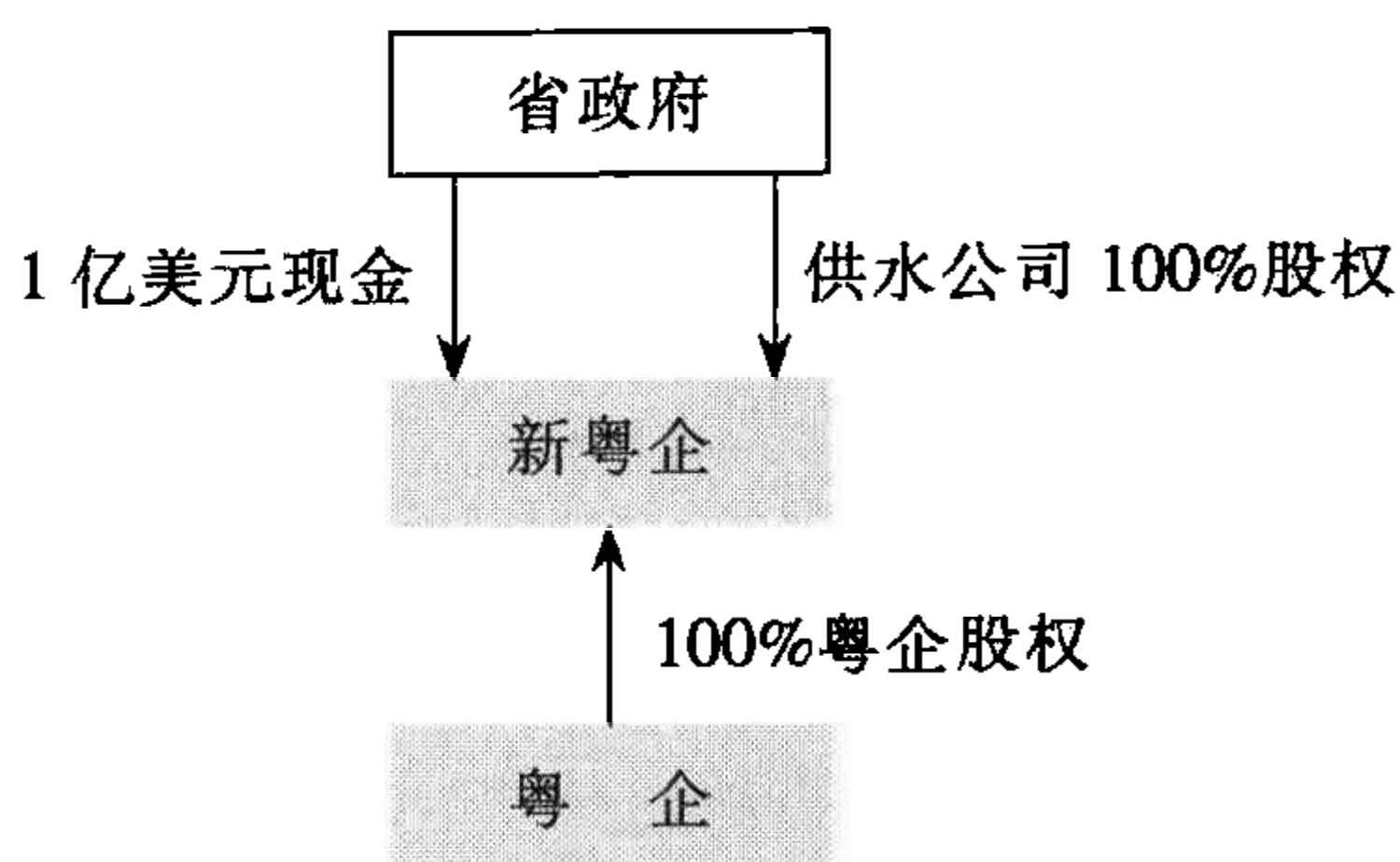


图 4.3 计划交易过程 (3)

### 四、第四步

粤企以名义价格收购南粤，使南粤成为粤企的子公司，为把南粤 3.5 亿美元债务作为粤企整体重组的一部分进行重组创造了必要的条件。收购后，南粤综合其集中在澳门的业务，作为粤企的全资子公司。



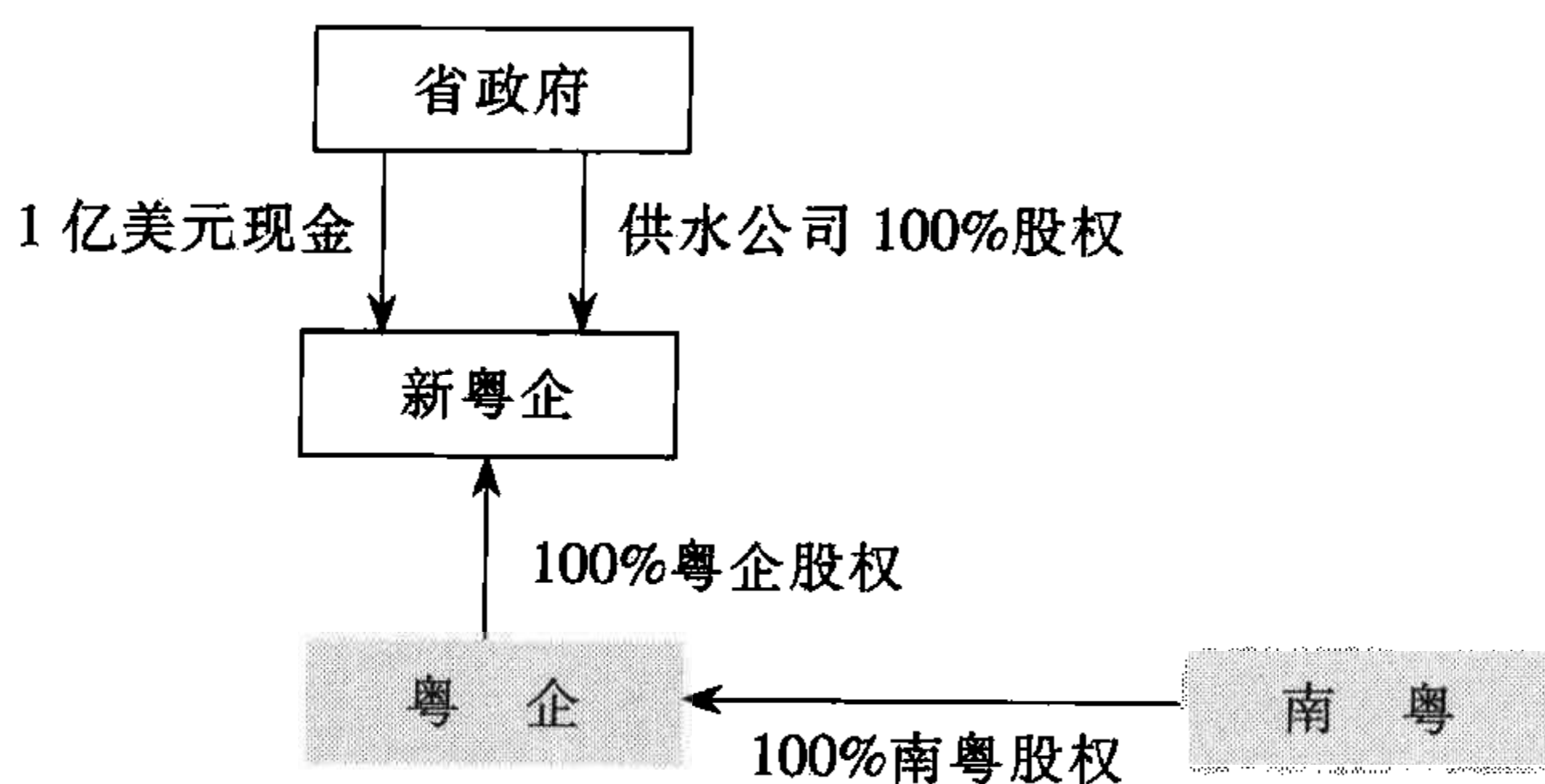


图 4.4 计划交易过程 (4)

## 五、第五步

粤投新发行面值 18 亿美元的粤投债券和 15 亿股粤投普通股。然后，新粤企用供水公司 100% 的权益交换粤投面值 18 亿美元的债券和 15 亿股粤投普通股。粤投债券面值 18 亿美元、以美元计价、年利率 7%、期限 10 年。

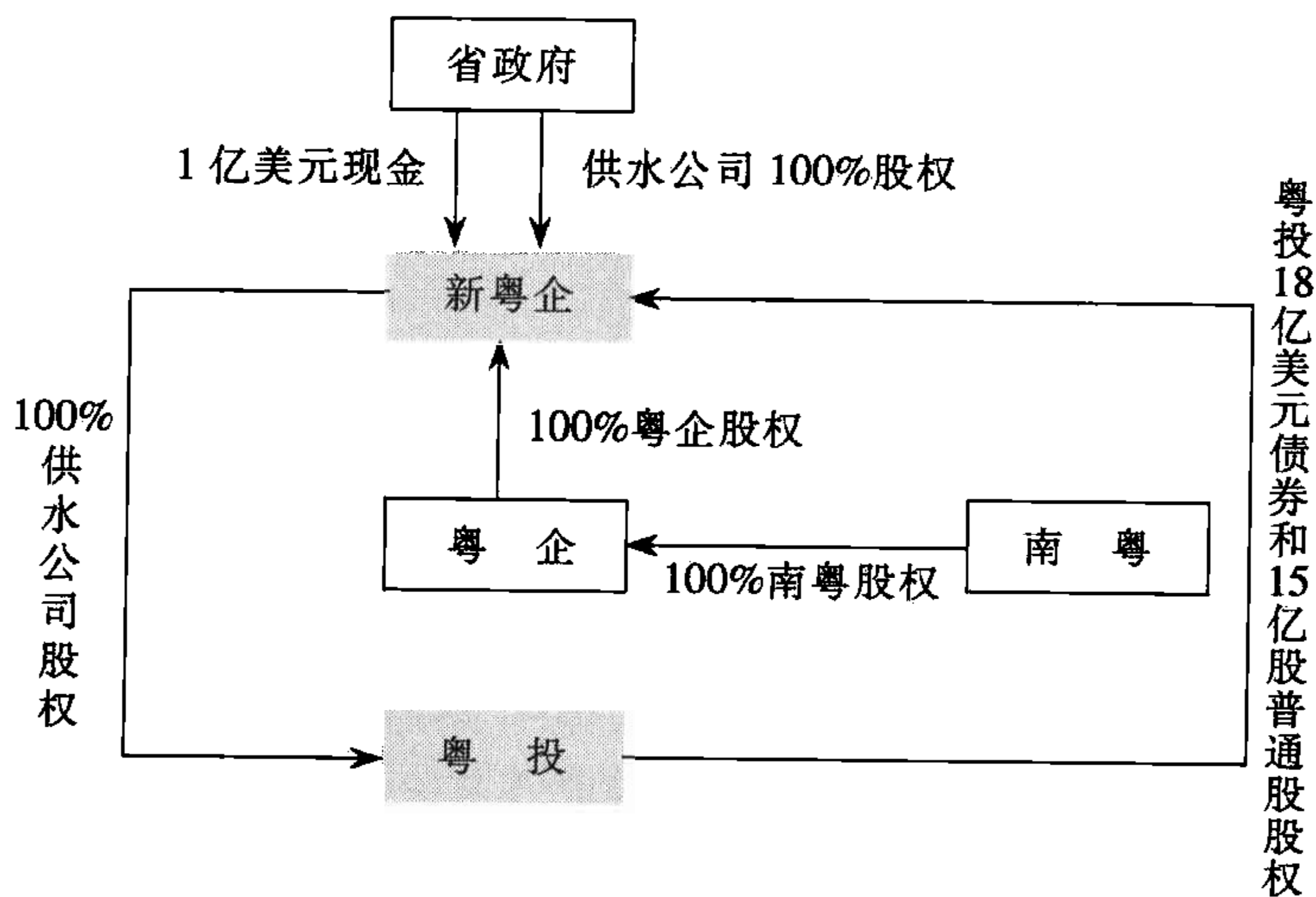


图 4.5 计划交易过程 (5)

## 六、第六步

粤企发行面值 36 亿美元的粤企优先股，优先股的年利率为 1%。然后，新粤企用面值 18 亿美元的粤投债券交换粤企新发行

的面值 18 亿美元的优先股。

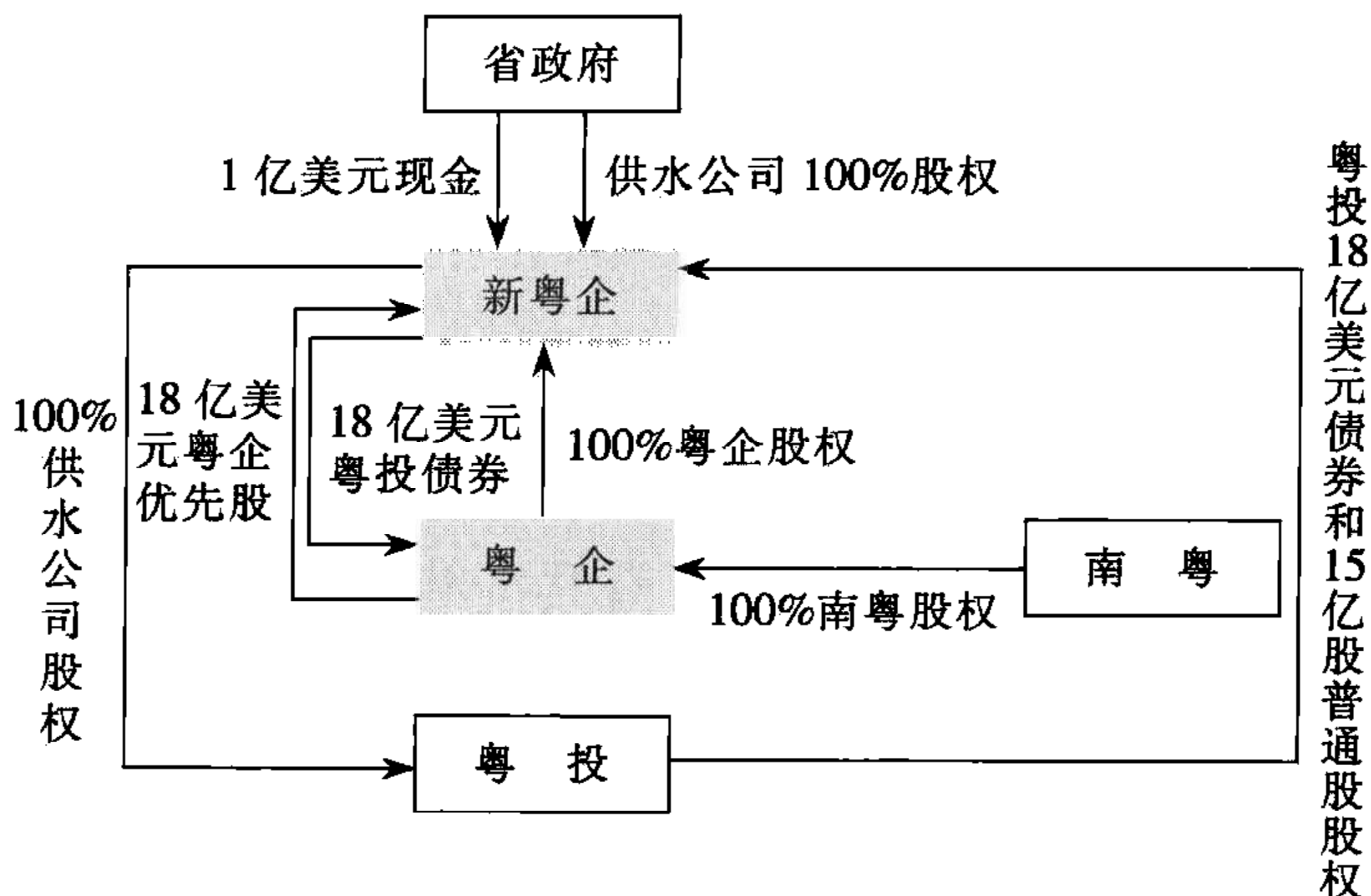


图 4.6 计划交易过程 (6)

## 七、第七步

粤企计划卖掉 3 亿美元的资产。然后，粤企和南粤债权人用对粤企和南粤的 39 亿美元的债权与粤企交换面值 18 亿美元的粤投债券和粤企新发行的面值 18 亿美元的优先股以及 3 亿美元现金。

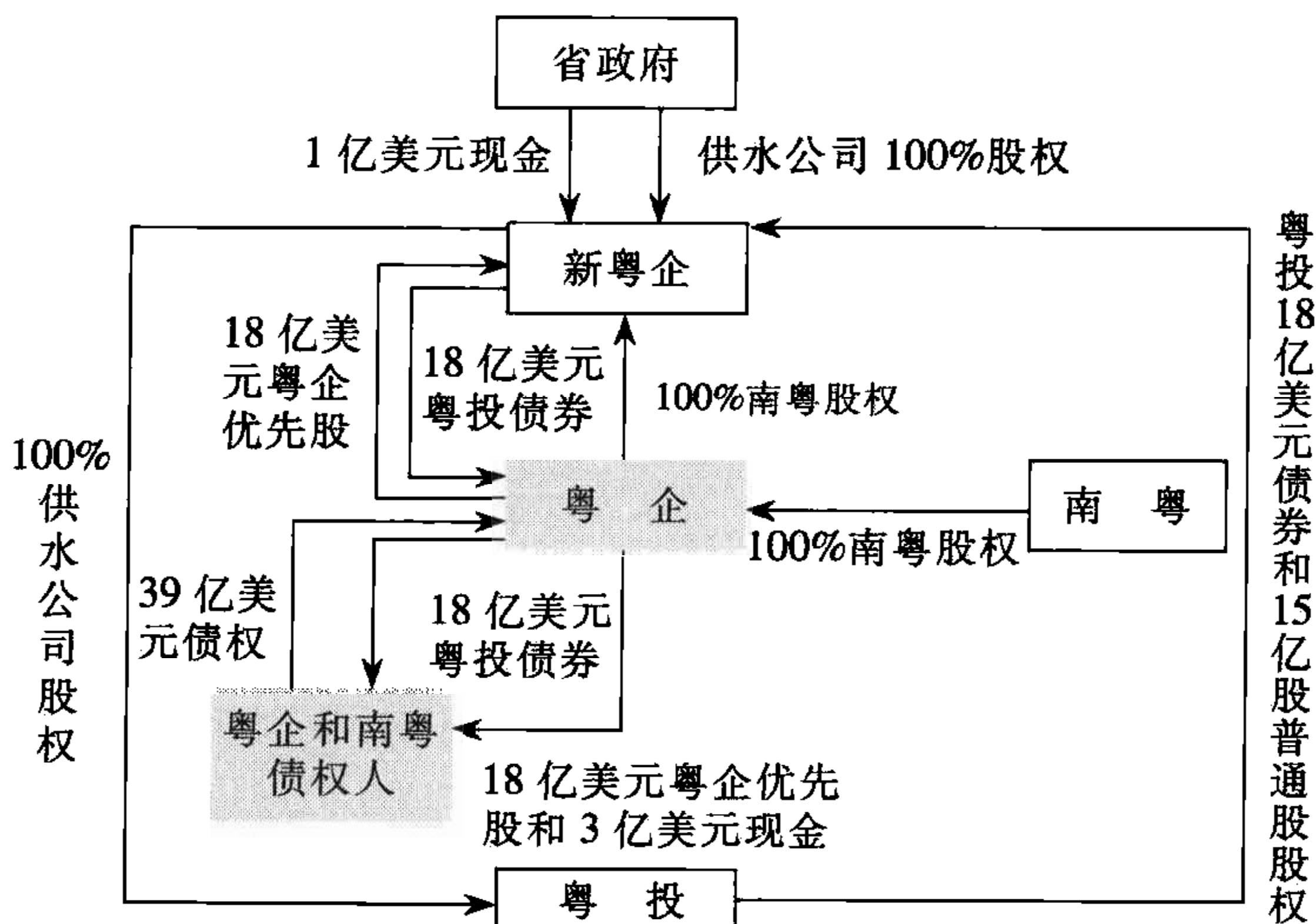


图 4.7 计划交易过程 (7)

当时掌握的债权人的债权共计 39 亿美元，包括债权银行、债券持有人、非财务债权人（即因贸易往来而形成的债权人）和广东省政府（因为广东省政府在重组期间为粤海和南粤代垫的费用也要作为债权参加重组）的债权。

## 八、第八步

广南配售面值 0.75 亿美元的普通股给新粤企及面值 0.25 亿美元的普通股给广南小股东。广南共配售价值 1 亿美元的普通股。按照香港上市规则的规定，广南要保持上市地位，配股后的扩大股本的 25%（不能低于 25%）必须由小股东持有。

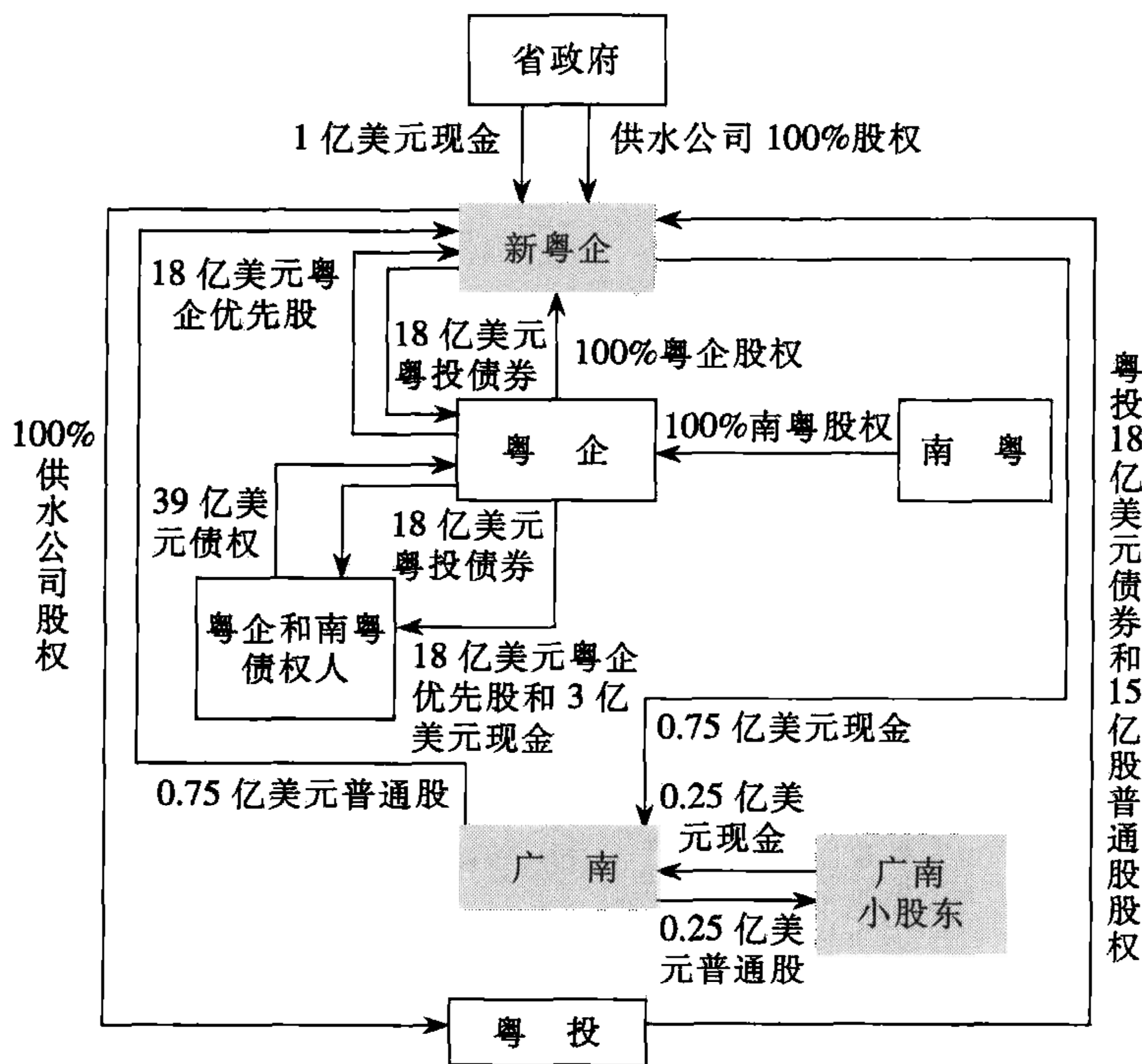


图 4.8 计划交易过程 (8)

## 九、第九步

广南把非核心业务和不良资产剥离出来，由广南成立的广

南资产管理公司接收。广南以其各项业务为基础发行面值 1.5 亿美元的债券和面值 2.4 亿美元的广南资产管理公司普通股。然后，广南债权人用对广南 4.9 亿美元的债权交换 1 亿美元现金、面值 1.5 亿美元的广南债券和面值 2.4 亿美元的广南资产管理公司股权。广南债券面值 1.5 亿美元，年利率为 2.5%，期限为 10 年。

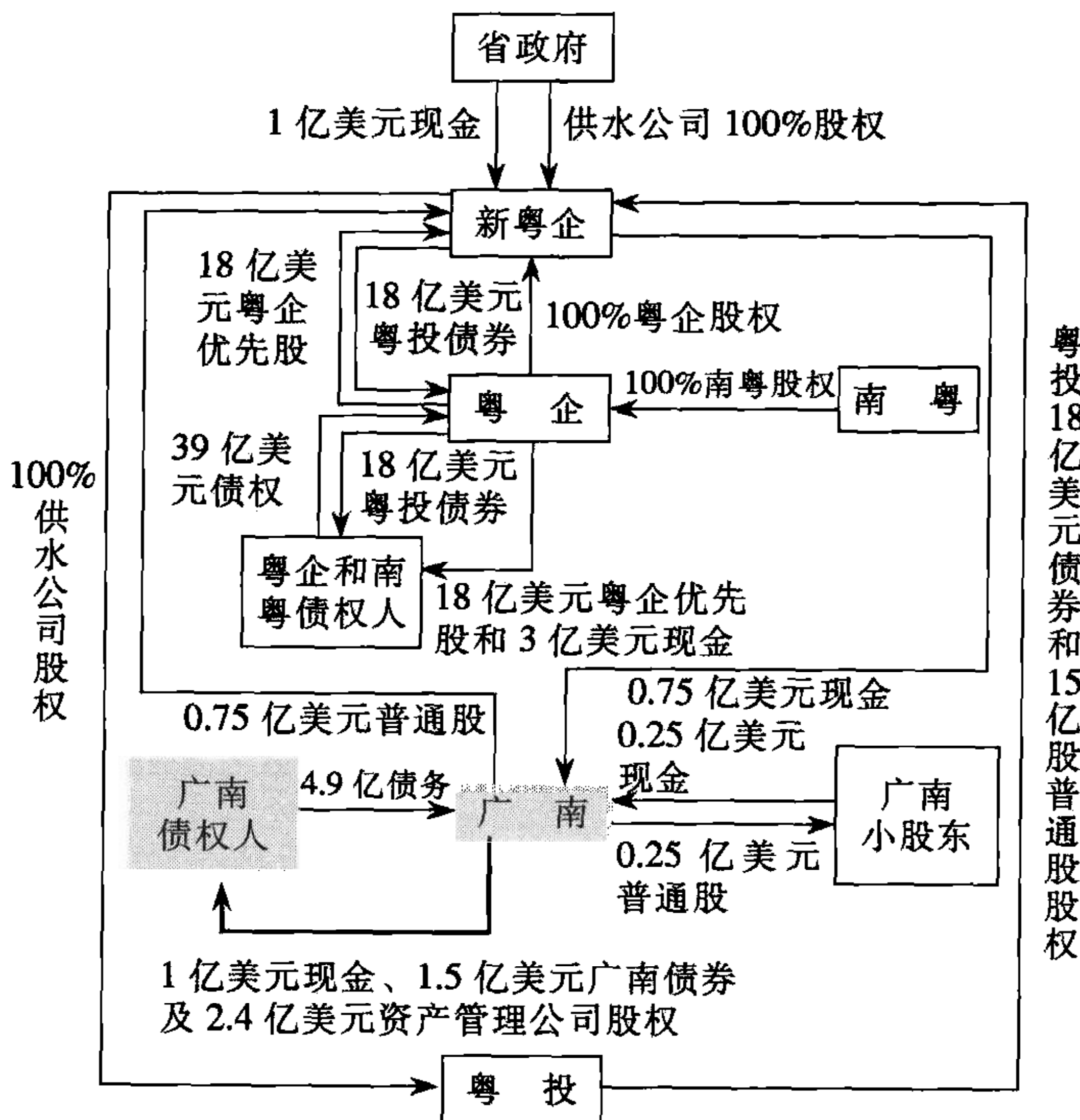


图 4.9 计划交易过程 (9)

### 4.3 计划交易结果总结

粤企和南粤债权人用 39 亿美元的债权换取面值 18 亿美元的粤投债券、面值 18 亿美元的粤企优先股和 3 亿美元的现金。

广南债权人用 4.9 亿美元的债权换取面值 1.5 亿美元的广南债券、面值 2.4 亿美元广南资产管理公司的股票以及 1 亿美元的

现金。

新粤企用评估值为 22 亿美元以上供水公司的股权换取面值 18 亿美元的粤企 50% 的优先股，掌握粤企 100% 的普通股股权、面值 15 亿股粤投普通股以及广南面值 0.75 亿美元普通股。

粤投债权人用 12.524 亿美元的旧债权换取 12.524 亿美元的新债权。贷款期限和利率有待进一步谈判。

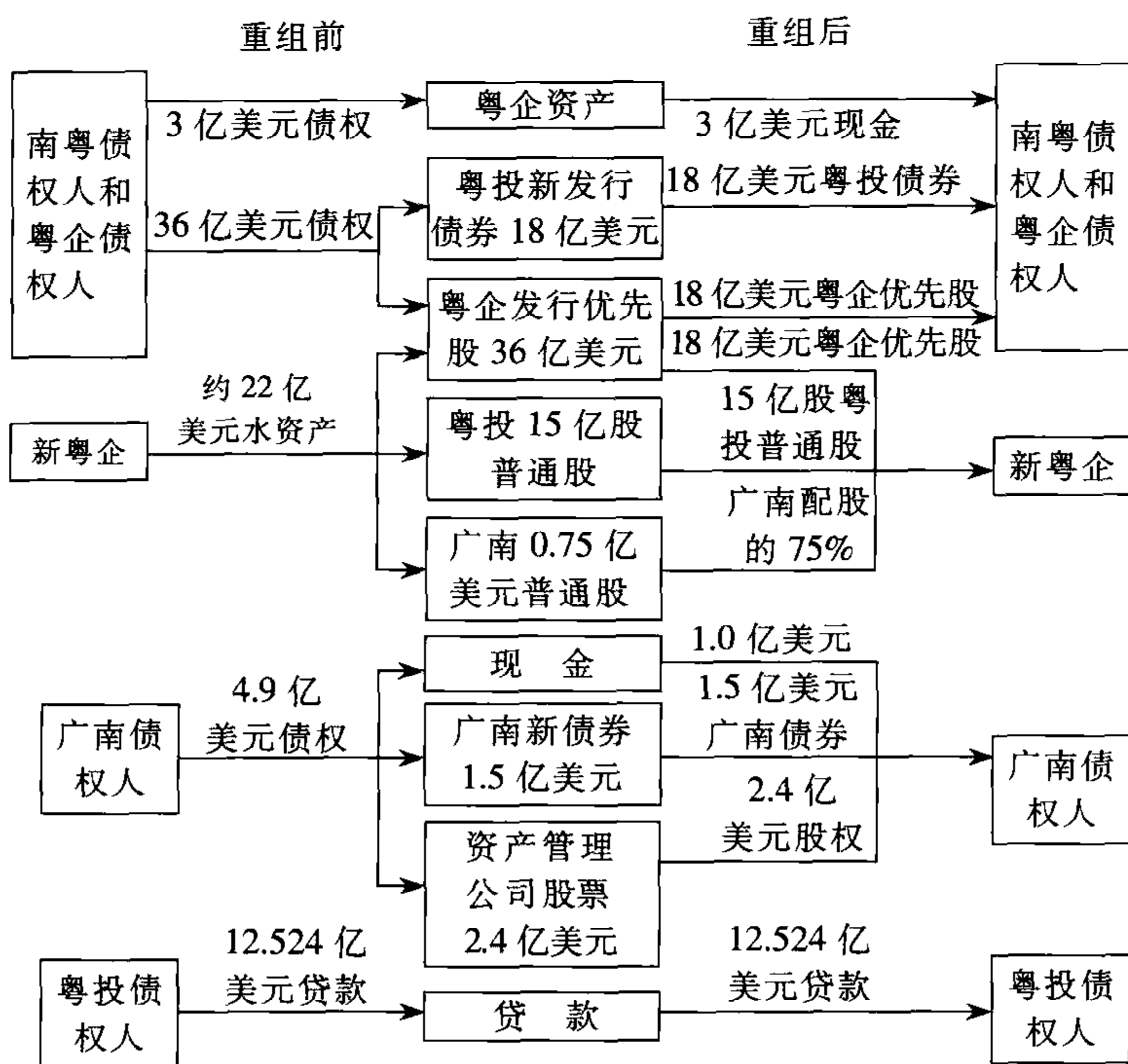


图 4.10 计划交易总结

#### 4.4 计划交易前后的组织与股份结构变化

因为新粤企只持有粤企 50% 的优先股，优先股股东在企业清盘时的索偿地位优于普通股股东，所以，新粤企通过粤企持有的粤投股份实际为 12.255%，持有的资产管理公司股份实际为 50%，持有的广南股份实际为 2.80%。

计划重组交易的结果：广东省通过全资下属公司间接持有的粤投股权由 38.81% 提高到 49.125%；间接持有的广南股权由 56% 提高到 70.3%。与此相对应，社会公众持有的粤投股权从 61.19% 被稀释为 38.62%；持有的广南股权从 44% 被稀释为 26.90%。债权人通过持有粤企 50% 优先股的途径间接拥有了粤投 12.255% 的股权和广南 2.8% 的股权。

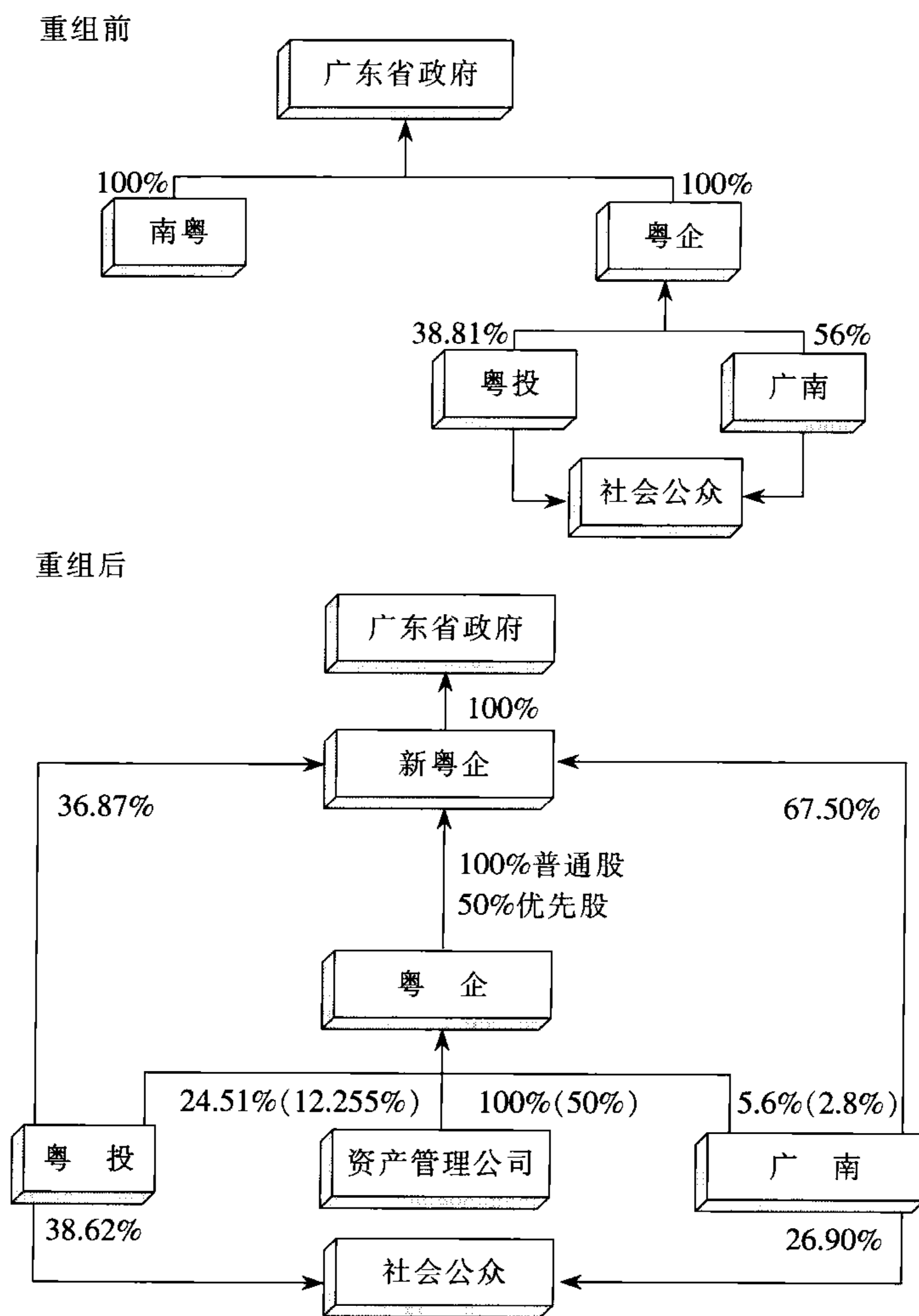


图 4.11 计划交易前后的组织与股份结构变化

## 4.5 重组资源的表现形式——金融资产

表 4.1 重组资源的表现形式——金融资产 单位：亿美元

粤企和南粤拥有资产价值的表现形式	11.93
现金（出售资产所得）	3.00 <sup>①</sup>
粤投 9.97 亿股股份 <sup>②</sup>	1.73 <sup>③</sup>
可回收已拨备资产	0.34
100% 优先股	6.86 <sup>④</sup>
东深供水经济价值的表现形式	22.00
面值 18 亿美元的粤投债券	14.50 <sup>⑤</sup>
现金（银行贷款）	1.00 <sup>⑥</sup>
15 亿股粤投普通股	2.60 <sup>⑦</sup>
东深供水经济价值的剩余部分	3.90 <sup>⑧</sup>
广南拥有资产价值的表现形式	1.25
面值 1.5 亿美元的广南债券	0.75
面值 2.4 亿美元的广南资产管理公司的股票	0.50
合计	35.18

① 通过处理粤企资产途径得到的现金。

② 以广东省政府估计的粤投在当时的资产净值为依据进行计算。每股净值约为 1.341 港元，约折 0.17 美元。

③ 粤企和南粤拥有资产价值 11.93 亿美元，减去 3 亿美元现金，可回收已拨备资产 0.34 亿美元和粤投 9.97 亿股股份的价值 1.73 亿美元之后，还剩 6.86 亿美元。这 6.86 亿美元即为 100% 粤企优先股的经济价值。

④ 粤投债券面值 18 亿美元，以美元计价、年利率 7%、期限 10 年，按 10.5% 的贴现率计算，其实际经济价值为 14.5 亿美元。

⑤ 用东深供水项目作抵押贷款 1 亿美元得到的现金。

⑥ 粤投普通股按每股 1.34 港元或 0.17 美元计算。

⑦ 在东深供水项目价值 22 亿美元以上和 15 亿股粤投普通股价值 2.6 亿美元的前提下，以东深供水项目作抵押向银行贷款 1 亿美元后，东深供水经济价值的剩余部分为 3.9 亿美元以上。

⑧ 粤企持有粤投 38.81% 的股份，其股数为 9.97 亿股。其余的股份为社会公众持有。

## 4.6 债权人经济回收情况

根据广东省政府对重组资源价值的判断，按照“5·25 债务重组方案”的分配计划，全体债权人 43.9 亿美元债权中可回收各种金融资产的实际经济价值为 24.22 亿美元，回收率为 55.16%，经济损失为 19.69 亿美元，削债率为 44.84%。其中：粤企和南粤债权人 39 亿美元债权中，可回收各种金融资产 21.97 亿美元，回收率 56.32%，经济损失为 17.04 亿美元，削债率为 43.68%；广南债权人 4.9 亿美元债权中，可回收各种金融资产 2.25 亿美元，回收率 45.92%；经济损失为 2.65 亿美元，削债率为 54.08%。（详见表 4.2）

**表 4.2** 债权人经济回收情况 单位：亿美元

	债权金额	经济价值	削债金额
粤企和南粤债权人	39.00	21.965	17.035
现金		3.00	
粤企 50% 优先股		3.43	
粤投 4.985 亿股股份		0.865	
可回收已拨备资产的 50%		0.17	
粤投债券面值 18 亿美元		14.50	
回收率和削债率		56.32%	43.68%
广南债权人	4.90	2.25	2.65
现金		1.00	
广南债券面值 1.5 亿美元		0.75	
资产管理公司股票面值 2.4 亿美元		0.50	
回收率和削债率		45.92%	54.08%
总计	43.90	24.215	19.685
回收率和削债率		55.16%	44.84%

## 4.7 债权人回收金融资产的分类

将债权人回收的各类金融资产进行分类整理的结果如表 4.3。



按照“5·25 债务重组方案”的设想，全体债权人 19.5 亿美元的债权被变成了价值为 15.25 亿美元的债券；20.4 亿美元的债权被变为价值为 4.965 亿美元的股票；再考虑 4 亿美元现金的因素，全体债权人的经济回收率为 55.16%，削债率为 44.84%。

表 4.3 债权回收金融资产分类 单位：亿美元

	债权面值	经济价值	削债
各类债券	19.50	15.250	4.250
各类股份	20.40	4.965	15.435
现金	4.00	4.000	0
合计	43.90	24.215	19.685
削债率			44.84%
回收率		55.16%	

## 4.8 各方面对经济回收情况估价的差异

以上仅仅是广东省政府的判断。可以肯定地讲，债权人和广东省政府的判断会有较大差异，而且不同债权人之间对同一金融资产价值的判断也会存在相当大的差异。其原因：

一是各方面对于重组债权的认定金额不一样。理论上讲，重组债权应包括粤企、南粤和广南的银行债务与债券，已实现和尚未实现的粤企、南粤和广南对第三方及联营公司向银行贷款的担保、应付未付利息、股东贷款和其他债权等等。但在实际谈判过程中，债权人和债务人双方对某些债权的认定总会存在分歧。如广东省政府代为粤海支付利息的款项算不算重组债权，广东省政府认为算，但债权银行和债券持有人则认为不算。在其他因素不变的情况下，分子或分母扩大或缩小，会对债权人的经济回收率产生影响。

二是各方面对同一种金融资产价值的判断有很大差别。在上

述计划分配给债权人的金融资产中，最可能使各方面发生判断分歧的是股票和债券的价值。因为它们既有市场价值也有实际价值，同时，对实际价值的判断也会因占有资料的多少与详细程度以及分析方法的差异而发生较大差距。例如，对同一只市盈率为25倍的股票，有人会认为其市盈率已远远超过市场平均市盈率，其未来的价格呈下降走势；而另一些人则可能认为由于该企业很有发展潜力，其未来的价格仍然呈上升趋势。这种对同一只股票价格走势的不同判断，在经济生活中是常有的事，也是股票市场上股票价格起伏的重要原因之一。

三是债券持有人和债权银行看问题的出发点不同。债券持有人一般以市场价值去分析金融资产的价值，而债权银行却一般会以其平均资金成本去分析得到的金融资产。例如同样是年利率7%、期限10年、面值为18亿美元的粤投债券，债券持有人如果用10.5%的贴现率去计算其价值，现值14.5亿美元，如果用15%的贴现率去计算其价值，则会远远低于14.5亿美元，他会认为被削债了。而债权银行的资金成本率如果是4%，他可能会认为100%、甚至100%以上回收了面值18亿美元债券的经济价值。

四是对资产经济价值了解程度和评估方法上的差异。例如，在第三次债权人会议时，广东省政府因为对供水公司财务状况比较了解，所以认为其价值至少在22亿美元以上，而债权人却因为不了解情况而对供水公司价值有所低估。这同样也会导致对回收率判断的差别。

可见，谈判各方对同一资产经济价值的不同估计是对重组企业债权的实际回收比率的判断存在很大差距的重要原因。也正是因为这个原因，在重组中，债权人是否被“hair cut”<sup>①</sup>了，“hair cut”了多少？就成了谁也说不清的事情。谈判结果的所谓双赢

<sup>①</sup> hair cut 在此指削债。

也许就是以此为基础的。而最理想的谈判结果就是双赢，即谈判双方都认为自己赢了，谁都认为自己可以下得了台。这就是广东省政府及其顾问们对谈判结果所追求的最佳境界。为了追求双赢的谈判结果，广东省政府要求顾问们在只注入东深供水项目的前提下，尽可能多地设计出既能够被债权人认为有升值潜力，也在实际上真正有升值潜力的金融资产，以满足债权人平衡财务问题的需要。

## 谈判双方的对峙

### 5.1 债权银行的反应

1999年6月30日下午，债权人对“5·25 债务重组方案”的回应通过重组顾问高盛电传到广东省政府。

债权人的回应是分别以粤企和南粤债权银行委员会和债券持有人委员会的名义，同时以致广东省政府常务副省长王岐山的信的形式作出的。

粤企和南粤债权银行委员会回应的主要内容：一是导致粤企和南粤严重资不抵债的责任全部在于广东省政府；二是任何重组建议都必须令“财务债权人的债权最终有实质机会获全数清偿”；三是债权人的债权必须连本带息由广东省政府负责偿还。

粤企和南粤债权银行认为，他们在过去之所以向粤企和南粤提供贷款，“是考虑到粤海企业集团和南粤集团均为省政府实际拥有和控制的企业。信贷风险的评估也是在这个基础上相应作出的。因此，对于省政府就随后发现的问题上表示财务债权人与省政府共同承担责任（in the same boat）的看法，监察委员会不敢苟同。”其理由是：

第一，“粤海企业和南粤的董事及主要管理人员是由省政府

委任的，其中多位亦为省政府的官员”。

第二，“粤海集团的策略性计划是与省政府协商并需省政府批准后才实施的”。

第三，“粤海集团的投资及项目是在广东省二十年计划的前提下，为了促进广东省的经济需要和发展而进行的”。

第四，“财务债权人向粤海集团提供的贷款中，有很大比例的贷款是由粤海集团之外，而显然是由省政府控制的企业所获得的，而这些经粤海企业和南粤所出的投资和贷款现在看来有大部分完全无法收回”。

第五，“于1998年5月29日，省政府全资拥有的广东粤海控股有限公司声称担保可收回粤海企业被拖欠的九十多亿港币应收款。在此基础上，粤海企业在1997年12月31日的账面上显示了七十五亿港元的正资产净值”。

第六，“财务债权人所得到的证据有力地显示：粤海企业、南粤和广南内部有严重的管理不当；会计及其他记录和其他监控措施完全不足；1997年的账目有着重大不实和误导之处；资金被挪用于与粤海企业及南粤经营目的无关或不适当的用途上；粤海集团内部有欺诈行为之嫌疑”。

基于上述各项理由，债权银行认为广东省政府对已发生的损失负有责任，应对全部损失作出补偿。

所以，他们认为“向财务债权人提出的任何重组建议，都必须令财务债权人的债权最终有实质机会获全数清偿。”但同时他们也在信中提到：“委员会也承认，要达到这个目标，双方都须作出坚决的承诺。”

显然，“向财务债权人提出的任何重组建议，都必须令财务债权人的债权最终有实质机会获全数清偿”是粤企和南粤债权银行的重组目标。在这段咬文嚼字的文字里，最重要的是实质二字。因为没有这两个字眼，整句话的意思就变为：债权人有机会获得全数清偿，同时也必须接受可能承受的部分经济损失。加上

实质二字之后，整句话的潜台词是：任何形式的削债都是债权银行不能接受的。

那么，“双方都必须作出坚决的承诺”是什么意思呢？对于广东省政府必须作出的承诺，粤企和南粤债权银行委员会在信中叙述得一清二楚，那就是承诺全数归还本息。但对债权银行将做出的承诺却没有说明。惟一能够猜想到的大概只有延长债务期限。

在讲明责任和提出“重组”目标之后，粤企和南粤债权人委员会提出了自己关于重组的建议。这些建议可以简要地归结为重组需要47亿美元。其中广东省政府要注入现金或优质资产40亿美元；用粤企持有的粤投9.8亿股股权偿还债权人的债务；将粤企剩余的资产清盘还债。具体内容是：

第一，广东省政府向粤投注入价值22亿美元的东深供水项目，以此换回粤投的15亿股优先股和18亿美元的债券。然后，广东省政府用换回的18亿美元的粤投的债券抵偿粤企和南粤债权人18亿美元的债权。这种安排是广东省政府“5·25债务重组方案”的重要组成部分，粤企和南粤债权银行也认为理所应当。

第二，用粤企清盘价值偿还债权人的债务。粤企的资产可以分为两部分，一是其持有的粤投的38.81%的股份，在广东省政府用水资产与粤投交换15亿股普通股和18亿美元的债务之后，这一比例将由38.81%降到24.51%；二是除此之外的其他资产。粤企和南粤债权银行认为第一部分的价值为3亿美元，应用其抵偿债权人的债权，真正做到以股代债，使债权人可享有一定的潜在增值机会。第二部分价值为4亿美元，应在“有秩序的逐步结业或进行清盘”过程中偿还给债权人。同时提出，如果不对粤企进行清盘，债权银行将“愿意与省政府订立某种形式的协定，在协定项下省政府保证向财务债权人支付商定的原粤企清算价值。”即“在一定的期限内向财务债权人支付一笔款项，为数

相当于原粤海企业的商定清算价值的净现值。”

第三，除上述之外，广东省政府再拿出 18 亿美元的资产或现金，用于偿还债权人的贷款。

以上三方面内容构成了粤企和南粤债权银行的基本态度。除此之外，还有如下一些意见值得在此说明。

其一，他们反对对粤海属下的粤企、广南、粤投和南粤中的任何一个企业单独进行重组，因为它们有众多的共同债权人。这些共同债权人中“有相当大比例的债权人将其承担的风险视为对粤海集团的整体风险。这些共同债权人有能力（而且其中相当多的银行亦有理由）阻止粤海集团中他们有承担风险的任何部分进行债务重组或债务调整。”“粤海集团各组成部分的重组建议是相互依赖的，单独重组任何个别债务企业集团的建议是不可行的。”他们甚至明确指出：“任何关于粤投的重组，显然都必须在粤企、南粤及广南的（共同）财务债权人对这几个债务企业集团的重组建议满意的情况下才可进行。”其二，由广东省政府继续为粤企和南粤代垫利息。

## 5.2 债券持有人的反应

债券持有人首先提出，应以下列原则和惯例作为重组的基础：

第一，“省政府和粤企公司将允许委员会及其顾问充分取得有关下列各项资料：（a）粤企公司现有的业务和财产（包括任何与其业务或财产有关的留置权或其他债权）及（b）潜在的注资（包括供水公司及其他省政府可能注入的潜在资产）”。显然，这种要求完全合理。在重组过程中，债务人必须把与重组相关的各项财务资料交给债权人，为债权人聘请的财务顾问和法律顾问进行尽职调查提供基础材料。否则，重组是无法进行的。

第二，“省政府将会继续促使粤企公司依时向所有债权人支

付利息直至重组完成为止，并且粤企公司将对所有以往超过一个月才付一次利息的债项按月支付利息”。这是广东省政府宣布重组以来一直履行的承诺。

第三，“省政府将会继续在整个重组的过程中依时支付所有受托人、律师及财务顾问的费用和开支”。按照国际惯例，在重组过程中，债权人聘请的重组顾问、财务顾问和律师的费用开支应该由债务人负担。

第四，“省政府将会保持一个实际及合理的时间表以完成重组”。债券持有人代表的这一提法是非常积极的。一般说来，在重组的开始，债权人和债务人双方都要商定一个大体的时间表，并共同去遵守，争取在预定时间内完成各项工作。否则，重组无限期地拖下去，对双方都有害无利。

第五，“省政府将会要求任何日后对粤企公司进行的第三方投资所采用的股权形式的权利将低于任何发行给债券持有人的证券的权利”。这段话的意思是：粤企在重组中或重组后引进的股东对粤企的索偿权应排在债券持有人的债务索偿权之后。也就是说，重组后的企业如果清盘，要先还清债务，之后有剩余才能在重组后投资第三方之间进行分配。显然，这种要求既不合理，也无法做到。按照债券持有人的这一要求，重组后的粤海将不可能找到新的贷款人。

第六，“参与粤企公司重组谈判的债权人代表的数目将会受到限制”。这对于重组是非常重要的。如果众多债权人一起参加谈判，在任何一个问题上都很难在短时间内取得一致意见。所以，限制参与谈判债权人代表的人数，是尽快达成谈判协定的重要条件。

第七，“所有谈判将会以保密形式进行，使有关的条款或建议不会通过报章或其他传媒向外界披露”。债券持有人的这一要求对于重组来讲同样重要。这不仅涉及有关上市公司重组的不确定消息不能任意公开的市场管制规定，更可避免谈判双方因为新



闻媒体的渲染而感情用事、影响重组谈判。

第八，“粤企公司的公司结构（包括足以使省政府及其附属企业重新进入国际金融市场的注资）、注入该等资产的公司和现金流量的适当分配，将会由省政府与财务债权人达成一致协定。”

第九，“粤企公司日后处置资产（包括决定所处置的资产）的方针和程式应一致商定。”

第十，“在粤企公司实施管理政策（包括高级管理层和董事会的组成）、内部监控和资讯/技术系统的具体方针和要求，应一致商定并符合最好的国际惯例。”

债券持有人的代表认为，上文所列的原则和惯例是完全合理的，并且，如省政府作出承诺，支持这些原则和惯例，将会有利于重组的过程。

但是，他们也提出“重组方案的某些内容是必须要修改的，以符合债券持有人的要求，这些内容包括但不限于下列各项”：

一是“委员会并不支持由省政府和财务债权人分担重组的财务负担这个概念。债券持有人向粤企贷款是基于省政府会支持粤企公司这样一个共识，而省政府通过积极参与日常的经营管理，将会确保粤企公司的业务经营保持完整，并且确保粤企公司将会有能力完全履行其契约性的义务。信贷风险是据此而相应地被评估，而委员会亦据此认为，作为重组过程的一部分，省政府应负起粤企已产生的亏损的责任。因此，委员会认为省政府有责任通过注入额外的资产或其他方法提供额外的财务支持。”

二是广东省政府提出的“重组方案给予省政府更多的机会优先赚回其损失，使省政府得到的优待更胜于粤企的财务债权人所得到的优待。根据重组方案，我们初步的估算是，粤海投资股份的价值每升值1美元，省政府可回收的价值是粤企的银行和债券持有人可回收的价值的四倍（即0.5美元对比约0.13美元）。由于并不肯定能否达到这些目标，委员会认为此不平衡现象应以调整。”

三是“重组方案项下给予债券持有人的证券条款必须符合下列的最低标准，包括：（1）预期在重组完成时依照市场的规限以‘面值’进行买卖；（2）提供足够的变现能力；（3）比发行给省政府的证券享有更优先的权利；（4）有担保、保证、偿债基金或同类的特色，足以保障重组后的证券的长期还款；（5）提供足够的保障，以防止重组后继续存在的实体无须经债券持有人同意而可以重新调整资产与负债的比例。”

### 5.3 债权银行态度强硬的原因

看起来，债权银行比债券持有人的态度要强硬得多，其原因：

一是在代表债权银行处理粤海重组问题的人士中，当初负责贷款的当事人太多。在过去十几年中，在港中资企业尤其是像粤海这样的省级窗口公司没有破产或重组的先例。久而久之，在香港银行界形成了中资企业背后的省、市政府一定会代为偿还的游戏规则。当广东省政府想通过粤海重组改变这种游戏规则时，这些当事人不仅有一种“受骗”的感觉，而且可能面临承担贷款失误责任的风险。因此，不强调广东省政府应该对粤企和南粤的经营状况负全部责任，很难对他们的上司和总行交代。

二是债权银行委员会的性质决定了它必须反映大多数甚至所有债权银行代表的意见。债权银行委员会是个临时协调机构，而非权力机构，它在法律上无权取代任何债权银行以任何方式行使保全财产的权力。粤企和南粤的债权银行委员会分别由9家不同的银行组成。由于广东省政府提出的重组方案是将南粤并入粤企，所以这18家银行必须要在一起开会，因而形成了由18家银行组成了粤企和南粤债权银行委员会的事实。实际情况是：粤企和南粤债权银行委员会起草的回应必须能够包容120多家债权银行的各种意见。而要求广东省政府代粤企和南粤偿还全部债务本

息则符合全体债权银行的利益，是最容易全票通过的决议。

三是债权银行普遍害怕粤企和南粤重组的多米诺骨牌效应。大多数债权银行都在用同一个理由反对任何形式的削债，即对粤海和南粤让步了，如果其他在港中资企业纷纷仿效，怎么吃得消？

## 5.4 广东省政府停止垫付债务利息

粤企和南粤债权银行的回应，一下子把广东省政府逼到了墙角上。表面上看，广东省政府似乎面临着两种选择：要么粤企和南粤申请清盘，要么如数偿还债权人的债权本息。但实际上，只有清盘一种选择。因为现在如数偿还债务本息对于广东省政府来讲是灾难性的，绝对不能接受。即使接受也无法做到。道理很简单：

一是广东省政府宣布重组粤海，已经垫付了近30亿元人民币的利息和其他费用开支，聘请了一批顾问，花了大量顾问费，然后再一分不少地偿还债务本息，这不是瞎折腾吗？如果不是，为什么不在去年年底宣布全面拯救粤海呢？因此，这样做，对各方都无法交代。

二是改革开放20年，广东省是比其他省份得益多，经济也发展快，但同时也面临着因经济发展过快而带来的一系列问题，如金融问题、产业结构问题、环境保护问题等等。现在广东省政府要在解决这些问题的同时推动全省经济的进一步发展。这，没有钱办不到。在这种情况下拿出东深供水项目，债权银行还说不够，还要让广东省政府再掏18亿美元的现金或资产，这怎么能通得过呢？别说广东省级财政现在真的没有这份能力，即使有，怎么能倾全省之财力去为一个已经宣布重组的企业百分之百地清偿债务呢？

三是在过去，广东省像粤海这样的“窗口”公司是以镇为单位在海外设立的。如果广东省政府把粤企和南粤的债都代还

了，其他窗口公司的债岂不也要照此办理。问题更大的是广东省这样做了，全国怎么办？都如此办理受得了吗？

最后，也是最重要的，这种做法引起的道德风险将后患无穷。像粤企、南粤这样严重资不抵债的中资企业绝非仅此两家。搞成这个样子，当然有政府监管不力的问题，但主要的问题在于企业经营机制不适应海外经营环境的要求，以及银行贷款时不是审查企业的经营状况而是看企业背景。广东省政府把粤企和南粤的欠债全背下来，等于让这种状况继续维持下去。

因此，按照国际惯例重组粤海是继广信破产案之后改变这种状态的又一个契机。不改变这种状态，海外中资国有企业的改革就无从做起，海外中资国有企业就没有发展前途。在这样一个如此重大的原则问题上广东省政府怎么可能让步呢？

1999年7月1日上午，广东省政府重组粤海工作小组通知重组顾问，从今天起停止为粤海垫付利息。

## 5.5 广东省政府提出谈判的六项原则

1999年7月16日广东省政府的代表与债权银行的律师和会计师以及债权银行委员会的代表会晤。会晤中广东省政府申明了关于粤海和南粤重组立场的六项原则。

一是广东省政府与债权人共同承担经济损失。广东省政府强调：“广东省政府重组方案的一个基本原则是在重组中会有经济损失，而这些经济损失将由债权人与广东省政府共同分担。债权人需要认识并且承认他们将会在一个成功的重组中承担经济上的损失。”这将是广东省政府与债权人就重组进行谈判并在谈判成功后注入价值22亿美元以上东深供水项目的前提条件。广东省政府认为：粤海和南粤重组本身是债权人和债务人之间的事情，而不是债权人和债务人的股东——广东省政府之间的问题。作为股东的广东省政府在法律上只用投入粤海和南粤的股本金对损失

负有限责任，当然，如果通过司法程式认定广东省政府有责任承担全部经济损失则另当别论。我们并不认为广东省政府在法律上有承担粤海和南粤经济损失的任何责任。但是，考虑到粤企、南粤和广南清盘对香港及澳门市场稳定的消极影响，考虑到各位债权人在过去20年中对广东经济发展的支持，考虑到其他一些历史因素，广东省政府愿意与大家共同分担经济损失。如果大家不愿意承担经济损失，广东省政府也没有办法。

二是除东深供水项目之外，广东省政府不会再注入任何其他资产。广东省政府强调：“考虑到政府与债权人之间要分担经济损失并建立伙伴关系的因素，考虑到广东的税收基础、现有的开支用途以及其他需要政府给予财政上支持的公司及项目等因素，广东省政府已作出了结论——即注入东深供水一个项目已远远满足了其作为粤海股东所应尽的责任。在重组中将不会有其他资产被注入，而财务债权人如假定还有其他注资将是一个错误的想法。”这实际上是第一项原则的派生原则。广东省政府意识到：如果敞开这个口子，就会把债权人的胃口吊得很高，进而要求注入更多的资产，以弥补粤海和南粤的全部经济损失。因此，广东省政府认为这是谈判必须坚持的原则，否则会使双方无休止地纠缠在注入更多的资产上，而无法进入真正意义上的谈判。

三是广东省政府不希望粤企、南粤和广南清盘。广东省政府强调：“虽然广东省政府强烈主张对粤海和南粤进行重组而不希望清盘，但如果债权人申请清盘的话，我们只能按照香港的法律要求，进行有秩序的清盘。粤海和南粤的未来是可以与债权人讨论的，省政府愿意考虑债权人有关尽量实现粤海和南粤价值的建议。”在这段话中，广东省政府的态度非常强硬，言外之意：第一，我们不愿意粤企、南粤和广南被清盘，走到这一步，债权人损失的是金钱，我们损失的是面子；第二，清盘，绝不会从我们嘴里说出来，我们是有诚意的，东深供水项目放在那里准备注入，你们不要有什么办法？时间拖得越长，粤海和南粤损失越

大，在只注入东深供水项目不变的前提下，债权人要承担的损失就越大。你们愿意清盘就去法院申请好了，重组失败的责任在你们身上；第三，别用清盘来吓唬我们，我们虽然极其不愿意清盘，但并不害怕清盘，对此我们有充分的思想准备。

四是东深供水项目一定要注入粤投。“省政府致力于确保重组将产生一个强大的粤投，重组的关键原则包括东深供水项目被注入粤投，以及随着这次注资，省政府将会获得并在重组后保持一个有意义的并不受债务影响的粤投股权。”东深供水项目注入粤投之所以被广东省政府看得如此重要，首先是因为粤投本身已陷入现金周转不灵的境地，不通过注资重组难以摆脱因无力偿还到期债务而引发的交叉违约风险；其次是因为粤投的资产质量较好，相对于粤企、南粤和广南而言，是东深供水项目的最佳载体，也是新粤海未来的希望之所在；最后是因为只有将东深供水项目注入粤投，才能置换出粤投的债券和股份，为粤海和南粤重组创造条件。

五是按照商业原则进行谈判。广东省政府认为：“粤海和南粤的重组是一个商业行为而不是政治行为，债权人应如是处理。财务债权人应同广东省政府的专业顾问进行谈判，以达致双方满意的商业性重组计划。”这段话中包含两层含义：第一，广东省政府告诉债权人，你们不要幻想通过中央政府向我们施加压力，就可以逼我们代粤海和南粤偿还全部债务本息。否则重组谈判就无法进行，拖得时间越长，粤海和南粤内部就越人心惶惶；市场对粤海和南粤就越没有信心；粤海和南粤的资产损失就会越来越大。这不仅会增加谈判的难度，也将给重组后的新粤海造成不可估量的困难。对广东省政府来讲重组成功是目标，不怕清盘是手段。应该说广东省政府比债权人还要怕“拖”。因此，广东省政府提醒债权人：粤海和南粤重组是一个商业行为而不是政治行为，大家要按商业原则办事；第二，告诉债权人，要谈判，你们和我们的顾问团谈。在过去，特别是在广东省政府停止为粤海和

南粤代垫债务利息以来，债权银行强烈表示对顾问高盛的不满，要求与广东省政府代表直接谈判。对于债权人来讲，谁要求他们多承担一些损失，就会对谁不满意。高盛站在广东省政府的立场上与债权人谈判，当然讨不到债权人的欢心。政府的代表冲到前面，结果还不是一样？到时候连缓冲的余地都没有了。广东省政府明白这一点，当然不会同意。

六是广东省政府只与有代表性的债权人代表秘密进行谈判。广东省政府强调：“重组谈判应由广东省政府的顾问团与债权人的授权代表出面进行。广东省政府认为达成成功重组的惟一途径是各有关方面秘密进行谈判，而不是通过公众传媒进行谈判。广东省政府承诺遵循这条原则并将会依此行动。广东省政府希望财务债权人也遵循这条原则，秘密进行谈判，并避免同公众传媒进一步交谈。”在这一原则中，广东省政府强调了谈判代表的代表性和保密两个问题。关于谈判代表的代表性，广东省政府的顾问没有问题，因为他们是根据政府已经做出的决定来谈的。但是，债权人方面就比较复杂。因为债券持有人已经全权委托美国友邦金融投资有限公司和 The Blackstone Group 作他们的顾问和谈判代表，其代表性不成问题。虽然债权银行也派出了代表，聘请了会计师和律师作他们的顾问，却没有也不会像债券持有人一样给他们授权。他们的谈判代表和顾问的权力只是谈判以及向粤企和南粤两个债权银行委员会汇报谈判过程、推荐他们的谈判建议，然后再由两个债权银行委员会分别开会表决，最后还要由全体债权银行开会表决才能得出结果。这是一个非常复杂但又不得不走的循环过程，即：债权银行的谈判代表进行谈判→将谈判结果报告重组工作小组→将谈判结果报告债权银行委员会→债权银行委员会中各成员代表将谈判结果报告自己的银行→债权银行委员会各成员行代表根据自家银行的决定举手表决→债权银行委员会将表决结果提交全体债权银行→每个债权银行派代表到债权银行会议上表达本行的意见→债权银行的谈判代表继续谈判。在这一过

程中的任何一个环节出现问题，都要返回去重新来过。这种机制无疑会使债权银行在谈判中从技术上占据有利位置，他们在谈判过程中不断摸清对手底牌，然后再不断地否定前面谈判结果的机会和可能性太多、太大了；而广东省政府却要在谈判中落地有声地讲话，除了通过顾问周旋之外，没有其他反悔的途径。因此，广东省政府关于谈判代表性的问题，实际上是要债权银行委员回答：你们的代表能够代表多大比例的银行债权发表意见？虽然这是一个在重组过程中永远解决不了的问题，但是现在追债权银行委员会表态至少可以迫使债权银行在一些原则上统一认识，帮助债权银行委员会从债权银行那里、债权银行的谈判代表从债权银行委员会那里争取更多的代表性，从而有利于下步谈判的顺利进行。关于保密问题的提出，是出于广东省政府对“一国两制”中“另外一制”的香港金融市场稳定的关心。因为，虽然有炒家正在利用粤海和南粤重组的消息兴风作浪的可能性不大，但粤投和广南的股价显然有较大的波动。广东省政府不愿因为重组的任何尚未确定的消息对股市产生影响，或者想把这种影响降到最低程度。

## 5.6 债权银行的理性思维

事实证明，银行家的思维是理性的。银行是一个经营货币信用的经济实体，而不是一个进行政治活动的社会团体。这决定了银行家们的经济的理性的思维方式。这种思维方式的核心内容就是经济利益的比较以及在不影响资金安全性和流动性的前提下追求利益的最大化或损失的最小化。因此，债权银行理性思维的结论必然是把争取重组成功作为谈判的底线，然后再尽可能争取更多的利益或将损失减小到最低程度。

1999年7月26日，债权银行委员会致函广东省政府表示：“监察委员会确认他们接受重组协定将对财务债权人造成的经济



损失，监察委员会亦注意到广东省政府提出的立场原则，并愿意寻求一个令双方可以共同接受的重组方案而取得的经济发展成果，这和分担经济损失是相提并论的。”“监察委员会有权与广东省政府就达成一个令债权银行满意的重组协定进行谈判。一旦监察委员会经谈判达成一个满意的重组协定，他们将需向其他财务债权人推荐该重组协定。作为向财务债权人推荐重组协定的一部分，每个监察委员会的成员须首先同意有关条款方可向其他债权人团体推荐。”“根据最新的数位，监察委员会的成员现持有粤海及南粤集团公司未偿还予银行债权人的总计 57% 的债权，监察委员会的成员再加上债券持有人，共持有大部分有关两集团的财务债权（根据最新的数位约 71%）。”监察委员会将致力令所有财务债权人同意其推荐的重组建议。如有少数银行不能就重组协定取得共识，在香港亦有其他法律及监管途径，可以借此力求所推荐的重组协定对全体债权人产生效力。

债权银行委员会的立场虽然与广东省政府的立场仍有很大差距，但在双方共同承担经济损失与分享重组成果方面终于达成了共识。

## 债权人对于“5·25 债务重组方案”的修改意见

自 1999 年 5 月 25 日广东省政府向债权人提交粤海重组方案以来，特别是 7 月 26 日广东省政府与债权银行委员会就谈判的前提条件达成一致意见以后，广东省政府的顾问团与债权银行委员会和债券持有人代表及其顾问们进行了经常性的接触与讨论。在此期间，债权银行和债券持有人就“5·25 债务重组方案”提出了许多修改意见，主要有：

### 6.1 关于债券和优先股

债权银行和债券持有人偏爱债券，不喜欢优先股。因为许多债权银行所在地的金融法规规定银行不能持有贷款企业股权，特别是优先股股权；债券比未上市的企业优先股具有更大的流动性。

### 6.2 关于有价证券的期限和利率

不同类型的债权人对持有证券期限的长短、利率的高低有不同要求。有的银行愿意持有期限较长但利率较高的债券；有些银行则愿意持有期限较短的债券，他们宁可债券的利率低一些。债

券持有人希望持有与市场利率大体持平的债券，他们宁可债券面值低一些；债权银行则希望债券面值大一些，哪怕利率水平低些也没有关系。

### 6.3 关于证券会计处理的灵活性

债权银行大多认为，重组后的证券如果在会计处理上具有较大的灵活性，例如，重组证券对粤海来讲是股权、对债权人来讲可按债券作会计处理，将有利于重组谈判的成功。

### 6.4 关于企业未来的增值

债权银行和债券持有人普遍希望分享重组后的企业未来增值的利益。例如，希望持有粤投的股票或供水公司的股权等等。

### 6.5 关于供水公司的管理权

债权银行和债券持有人要求有权在供水公司不能履行还款条约的情况下参与供水公司的管理。

### 6.6 关于供水公司的经济价值

粤投的经营班子和粤投的债权银行与广东省政府在供水公司实际经济价值的判断上有较大分歧。

### 6.7 关于粤企资产的质量

债权银行和债券持有人对粤企的资产素质表示甚为忧虑，建议将粤企的大部分资产清盘或出售。

## 6.8 关于债务一体化

广南的债权银行建议把广南与粤企、南粤的债务一起进行重组。

## 6.9 关于重组对价的分配办法

债券持有人对目前按照清盘分析进行分配的计划表示不满意。这是一个非常重要的问题，弄不好，债券持有人和债权银行之间的矛盾将有可能导致重组失败。一般说来，重组后证券的分配方法有两种：一是以清盘分析为基础在债权人之间进行分配，在英联邦国家中一般使用这种方法。因为重组企业内部不同公司的经营状况有很大差别，清盘率也高低不同，所以，以清盘率为依据进行分配，不同债权人的回收率会有很大差别；二是以债务证券的面值为依据进行分配，美国比较流行这种方法。这种方法的好处是简便易行，但会使贷款给不同下属公司的债权人之间发生较大矛盾。债券持有人之所以对目前按照清盘分析进行分配的计划表示不满意，是因为：如果粤企清盘，而且以清盘率为依据进行分配，他们仅仅可拿到相当于债务面值的 11% 左右的重组对价；而以债务面值为依据进行分配，他们则可拿到比 11% 更多的重组对价。下面举例说明。

表 6.1 重组对价分配方法

	下属 A 企业	下属 B 企业	总公司 合 计
总资产	20	40	60
甲银行贷款（总负债）	100		100
乙银行贷款（总负债）		100	100
净资产	-80	-60	-140
清盘率	20%	40%	30%

参见表 6.1，以清算分析为基础分配重组对价，并假设没有新资产注入。甲银行经济回收率为 20%，乙银行经济回收率为 40%。

以债权面值为基础分配重组对价，并假设没有新资产注入。甲银行和乙银行的经济回收率均为 30%。

采取何种方法分配重组对价，关键取决于债权人的债权结构。

## “9·10 债务重组方案”

### 7.1 重组思路

1999年9月10日，广东省政府向债权银行和债券持有人委员会提交了修改后的粤海债务重组方案（以下简称“9·10 债务重组方案”）。

依据债权银行和债券持有人建议中合理的内容，高盛向广东省政府建议在广东省政府与债权人共同承担损失和双方损失程度不变的前提下，对“5·25 债务重组方案”做了些技术性的修改。主要涉及如下两方面内容。

第一，为避免在东深供水项目价值问题上与粤投的债权人和粤投经营班子争论不休，把广东省政府“5·25 债务重组方案”中将东深供水项目直接注入粤投，以换取粤投的债券和股份的建议改为：成立一家特殊功能公司以持有供水项目，并发行债券，然后再将已经发行了债券的供水公司的股权注入粤投，以换取粤投的股份。这样做的结果是：简化了供水公司的结构，使东深供水作为独立的项目进行发债，这种债券的资信与粤投的资信完全无关；广东省政府同样可以通过将供水公司股权注入粤投的途径增持粤投的股份；粤投可以单独在重组中为其12亿美元的债务

与债权银行重新做债务安排，也减少了债权人之间的矛盾。对于债权人来讲，供水公司的债券和粤投的债券在同样的发行条件下相比较，前者显然优于后者。

第二，按照债权银行的偏好，广东省政府将“5·25 债务重组方案”中“广南债权人用 4.9 亿美元债权换取面值 1.5 亿美元的广南债券、2.4 亿美元的广南资产管理公司的股票以及 1 亿美元的现金”改为“广南债权人用 4.9 亿美元的债权换取面值 1.5 亿美元的广南债券、2.4 亿美元的广南资产管理公司的债券和 1 亿美元的现金”。因为债券比股票享有更高的索偿权，所以，把广南资产管理公司的股票换成广南资产管理公司的债券，对债权人有实质性的经济利益。

第三，把粤投债券的币种改为港元，同时利率提高到 8%。按照当时的市场行情判断，利率为 7% 的美元债券与利率为 8% 的港元债券的经济价值大体相等。

第四，其他问题，维持“5·25 债务重组方案”不变。

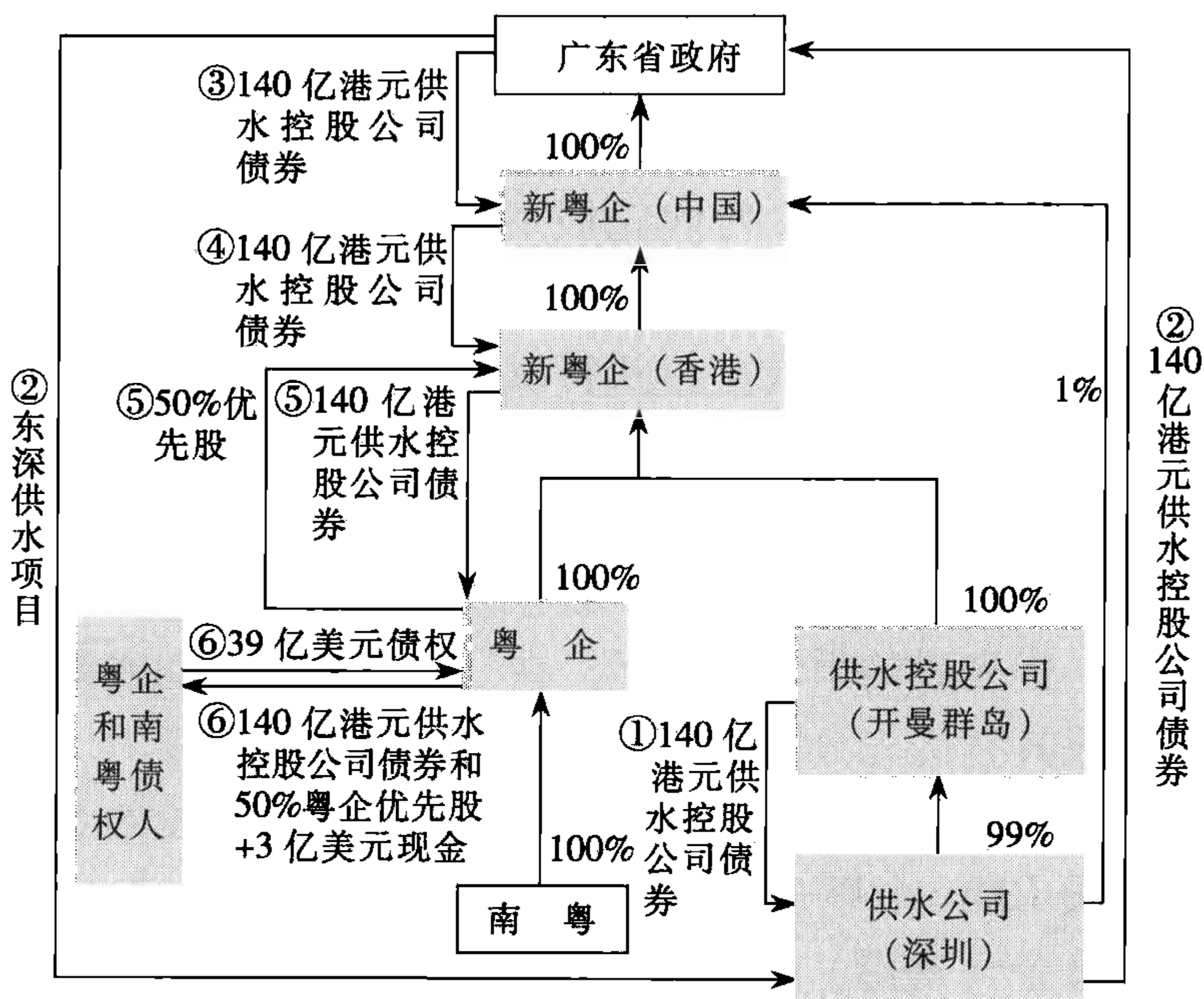
## 7.2 粤企和南粤债务重组计划交易过程

### 一、交易过程

广东省政府在境内注册成立新粤企（中国）；新粤企（中国）在香港注册成立新粤企（香港）；新粤企（香港）以名义对价购买粤企和南粤的股权权益，并将南粤作为粤企的全资子公司。由新粤企（中国）控股新粤企（香港）的目的，在于使省政府摆脱与驻港公司之间的直接股权关系。

新粤企（香港）在开曼群岛注册成立供水控股公司。供水控股公司和新粤企（中国）在深圳注册成立中外合作的供水公司，各占供水公司股权的 99% 和 1%。在开曼群岛注册成立供水控股公司和在深圳成立中外合作供水公司的目的都在于合法避

税。按照中国的税法规定，中外合作企业的外方以股东贷款形式投入合作公司的资金，可以依照公司合同、章程在所得税前分年由合作公司偿还。如果股东贷款利率不高于国际市场上的商业贷款利率水平，可以享受免缴利息预提税的政策；同时，中外合作企业还可以在所得税方面享受两年免征、三年减半征收的优惠政策。这样设计供水公司股权结构的目的，在于使供水公司能够提供更多的现金流量，以满足债权人平衡财务的需求。



注：图内圆圈中的数字代表交易之步骤。

图 7.1 重组交易过程

第一步：供水控股公司发行面值 140 亿港元供水控股公司债券作为供水公司的资本金注入供水公司。供水控股公司债券分为 A、B 两系列，均以港元计价，利率均为 8%，但 A 系列债券本金偿付时间为前 2 年每年偿付本金的 2.5%，从第 3 年到第 9 年每年偿付本金的 5%，最后 1 年偿付本金的 60%；B 系列债券本金偿付时间为到期日时全部付清本金。A、B 系列债券均在卢森



堡交易所上市。上述还本付息时间的安排目的在于衔接粤投和供水公司的现金流量。

第二步：供水公司用面值 140 亿港元供水控股公司债券向广东省政府购买东深供水项目。

第三步：广东省政府用面值 140 亿港元供水控股公司债券投入新粤企（中国），作为对它的出资。

第四步：新粤企（中国）再把面值 140 亿港元的供水控股公司债券作为注资投资注入新粤企（香港）。

第五步：新粤企（香港）用面值 140 亿港元的供水控股公司债券与粤企交换 1400 万 B 系列优先股的配股。粤企优先股份为 A 系列优先股和 B 系列优先股两类，各占总发行优先股的 50%。粤企和南粤债权人持有 100% 的 A 系列优先股，新粤企持有 100% 的 B 系列优先股。总共将发行与重组有关的 2800 万优先股，总计票面价值为 280 亿港元。优先股将可转换成发行人的普通股。每一发行的优先股价值的累积现金股息为每年 1%，每半年支付一次。根据香港法律，股息仅可以从发行人可分配的利润中支付。优先股的币值为港元。在发行人业务自动或强制清算时，优先股具有优先分配其自身价值和约定股息的权力。因为粤企优先股分为 A 系列和 B 系列两类，各占总优先股的 50%，A 系列优先股 100% 由粤企和南粤债权人持有，所以，上述交换实际上使新粤企（香港）持有了粤企 50% 的优先股。

第六步：粤企用剩余的 50% 优先股、面值 140 亿港元供水控股公司债券和 3 亿美元现金与粤企和南粤债权人交换 39 亿美元的债权。通过此项交换，粤企和南粤债权人持有面值 140 亿港元供水控股公司债券和粤企 50% 的优先股，同时放弃对粤企 39 亿美元的老债务的未付清索赔权。这一交换，使得粤企和南粤债权人和新粤企共同成为了粤企 50% 对 50% 的合作伙伴。

## 二、预备方案

作为第六步的预备方案，广东省政府在“9·10 债务重组方

案”中还提出如下可供债权人另外选择的方案，即在粤企下面设立专门持有粤企原拥有的 9.97 亿股粤投股票的粤企特殊目的公司、拥有粤企和南粤应收款的应收款公司、拥有粤企和南粤所有房地产资产的实业公司。这三个公司的普通股 100% 为粤企所持有；然后由粤企特殊目的公司发行可交换优先股，由应收款公司发行应收款公司债，由实业公司发行实业公司债，按照粤企和债权人各一半的原则进行分配（见图 7.2）。

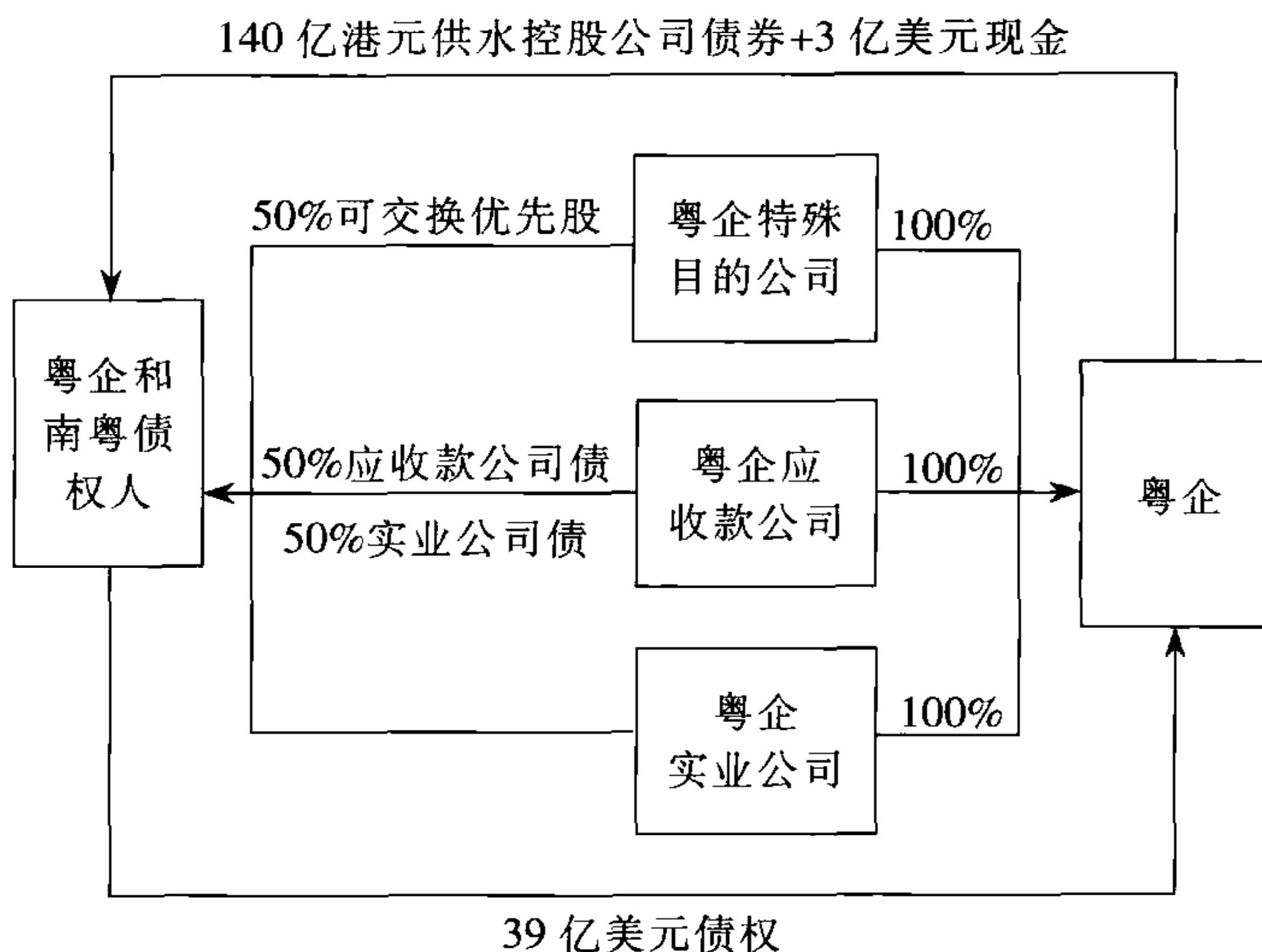


图 7.2 粤企、南粤重组交易过程预备方案

粤企特殊目的公司发行的可转换优先股在 150 万 ~ 500 万股之间，每一发行的可转换优先股的价值累积股息为每年 1%，币值为港元。在发生任何发行人业务自动或强制清盘的情况下，可转换优先股的持有人在有优先偿还级别的其他债务或其他付款责任之后，有权根据其比例收到粤企普通股当时市场价格的付款。可转换优先股最初由新粤企和粤企及南粤债权人各持有 50%。

应付款公司债将由新粤企和粤企、南粤债权人各持有 50%，其币值为港元，共计金额为 31 亿港元，年利率为 1%，利息支付采取每半年以后支付的方式，到期日为结交日后 3 周年，本

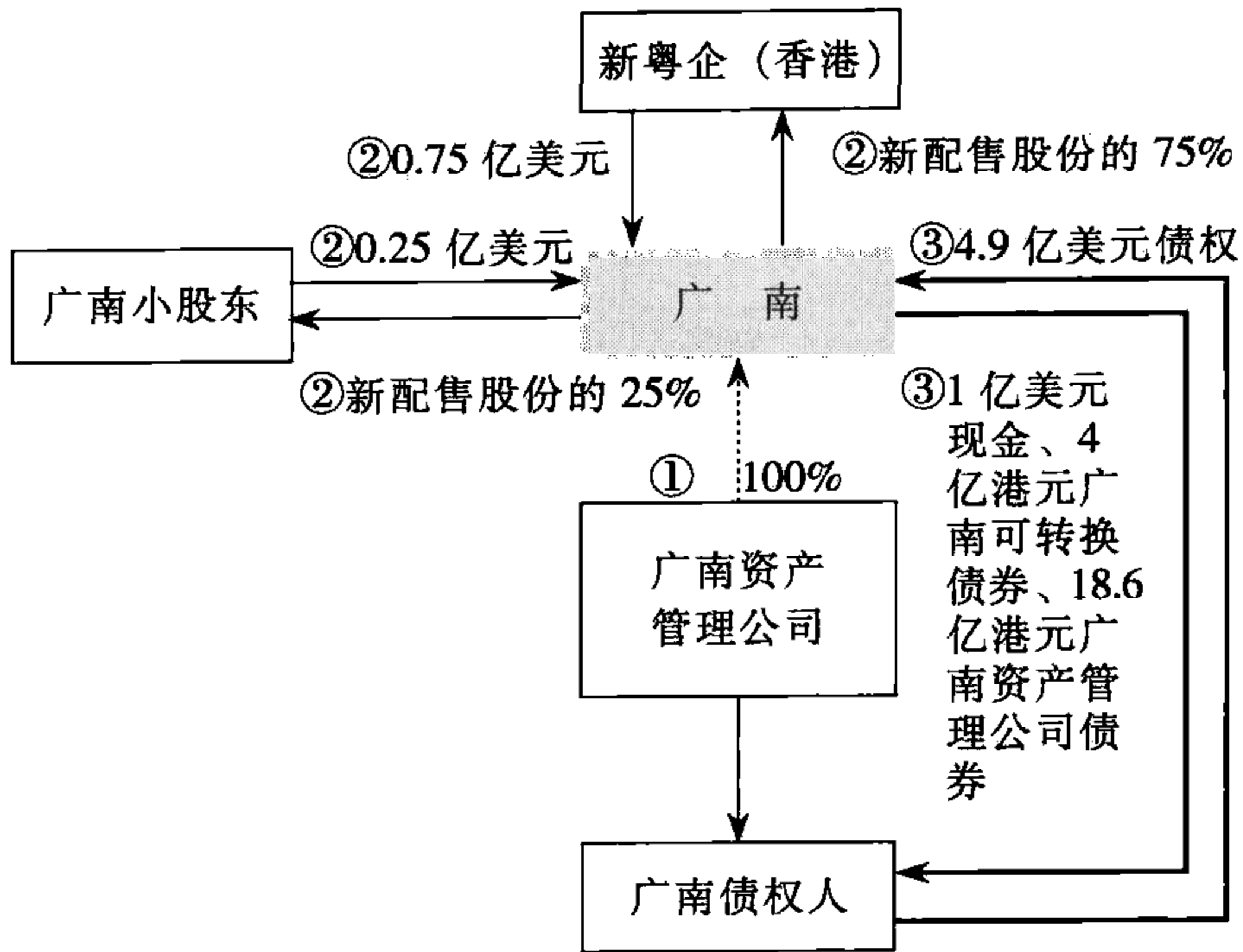
金将于到期日全部偿付。实业公司发行的债券由新粤企和粤企、南粤债权人各持有 50%，币值为港元，原本金额为 20 亿至 30 亿港元，具体将根据房地产的公平市场价格的 50% ~ 80% 之间的金额决定，利率为年息 1%，利息将采取每半年以后支付的方式，到期日为结交日后 5 周年，本金在到期日时全部付清。

### 7.3 广南债务重组计划交易过程

第一步：广南在开曼群岛注册成立广南资产管理公司，并将广南的不良资产注入该公司。

第二步：广南配售的新股，其中至少 25% 的部分由广南小股东认购，不高于 75% 的部分由新粤企（香港）认购；广南的配股要约为：现有普通股股东每 1 股认购 9 股，每股购价 0.10 港元；新粤企（香港）将承销广南公众股东未接纳的配股股份，但其先决条件是广南公众股东认购不少于 25% 的最低要约前提。

第三步：广南发行面值 4 亿港元的广南可转换债和广南资产管理公司面值 18.6 亿港元债券。广南可转换债币值为港元，原本金额为 4 亿港元，年利率为 1%，到期日为结交日后 10 周年。可转换债可以在到期日前任何时间转换成广南普通股，转换价为广南普通股配股结交后第一个交易日高达收盘价的 30%；广南资产管理公司的债券年利率为 1%，到期日为结交日后 3 周年。广南用配售新股所得 1 亿美元的现金、面值 4 亿港元的广南可转换债、广南资产管理公司面值 18.6 亿港元债券与广南债权人交换 4.9 亿美元的债权（见图 7.3）。



注：图内圆圈中的数字代表交易步骤，粗线箭头代表重组计划中主要交易的流向。

图 7.3 广南重组计划交易过程

## 7.4 计划交易实施后的组织与股份结构

“9·10 债务重组方案”尚未包含供水公司注入粤投的内容。其原因是：第一，粤投是一家有净资产的公司，对于它的重组不可能采取与粤企、广南和南粤相同的办法；第二，用供水公司的股权交换粤投的股权尚有大量的工作去做，这些工作在“9·10 债务重组方案”出台之前尚未完成（见图 7.4）。

## 7.5 计划交易实施后的组织与股份替代结构

替代方案与主方案的区别在于把粤企和南粤的部分资产拿出来成立了三家子公司：一是专门持有粤企原持有的 9.97 亿粤投股票的粤企特殊目的公司；二是拥有粤企和南粤原持有的应收款的粤企应收款公司；三是持有粤企和南粤所有房地产资产的实业公司（见图 7.5）。

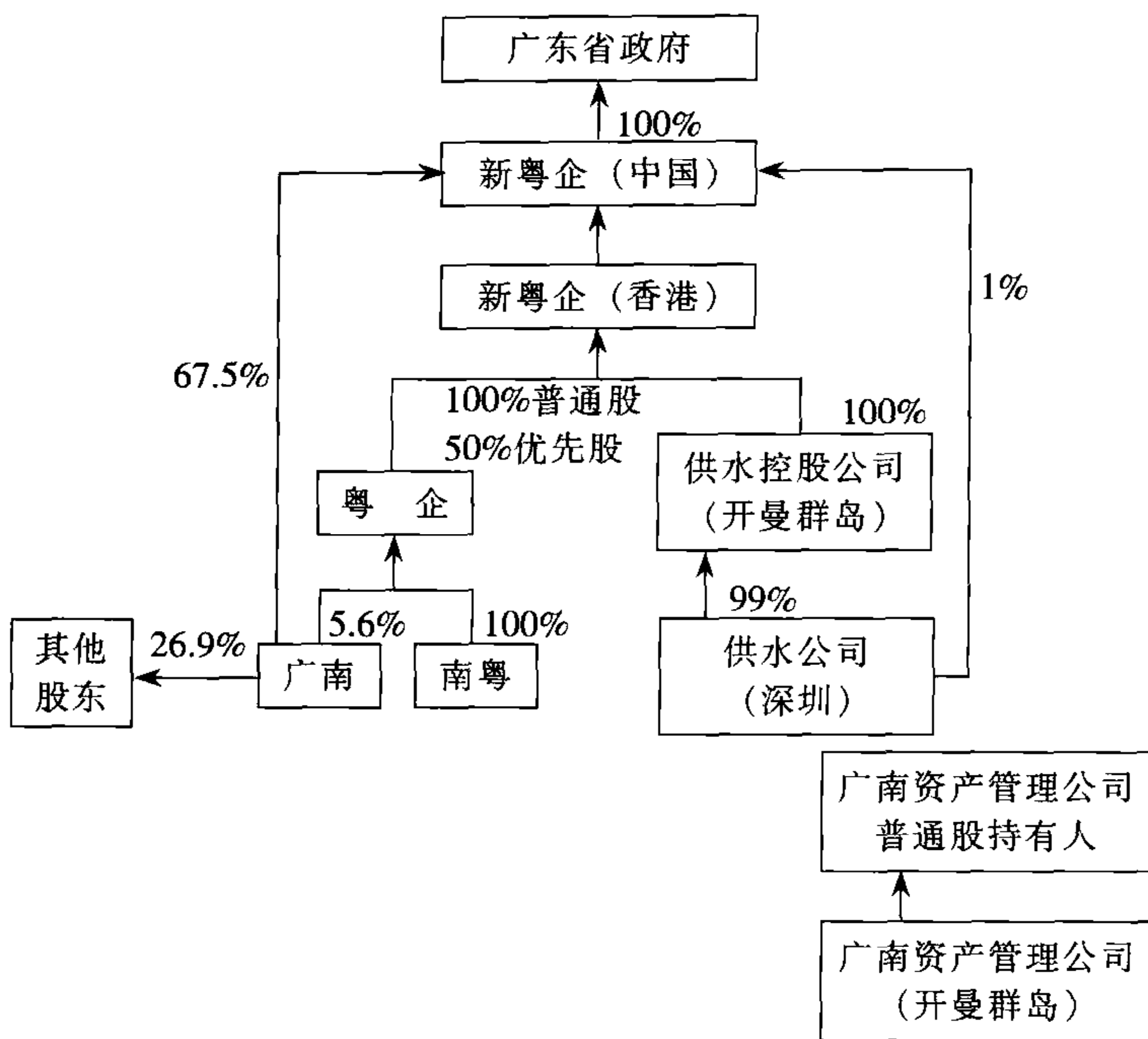


图 7.4 计划实施后的组织及股份结构

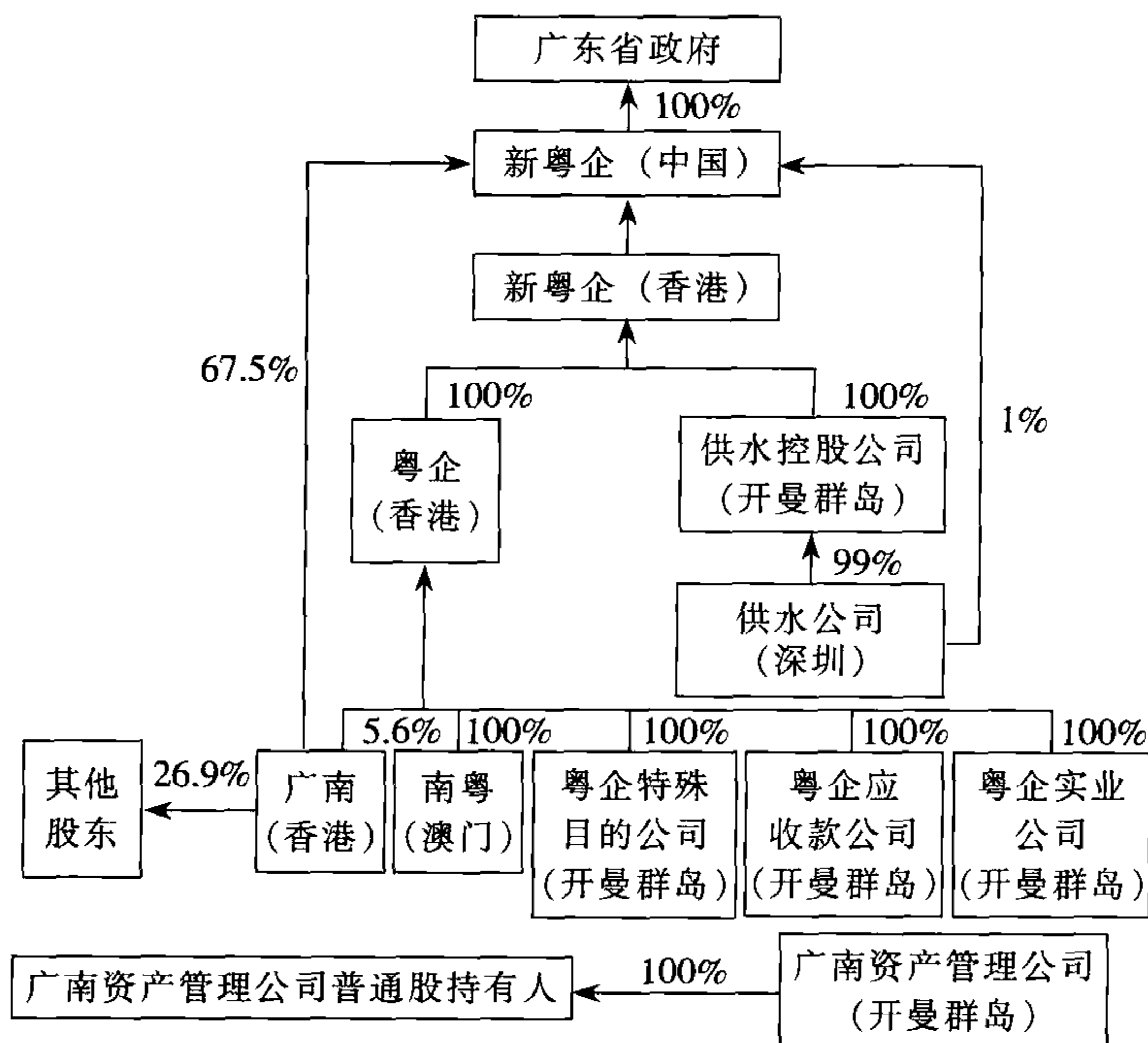


图 7.5 计划交易实施后的组织与股份替代结构

## 7.6 债权人经济回收情况—— “9·10 方案”与“5·25 方案”比较

表面上，广东省政府“9·10 债务重组方案”和其“5·25 债务重组方案”相比没有太大变化，但对于债权人来讲却有实质性的意义（见表 7.1）。

第一，粤企和南粤债权人由用 18 亿美元的债权换取 18 亿美元面值的粤投债券改为换取 140 亿港元面值的供水公司债券。因为供水公司有稳定的、足够的现金流偿还债务，所以，这使得债权人手持债券的经济价值更加确定。

第二，广南债权人由用 2.4 亿美元的债权换取 2.4 亿美元面值的广南资产管理公司的股票改为换取 18.6 亿港元面值的广南资产管理公司的债券。因为债券比股票在资产分配上具有优先权，所以，这也使得债权人得到的资产的价值更加确定。

第三，在债权人的回收率方面，广东省政府“9·10 债务重组方案”，比其“5·25 债务重组方案”降低了 3.87 个百分点。降低的原因是重组债权由原来的 43.90 亿美元增加到 47.21 亿美元，两者相差 3.31 亿美元。其原因，一是重组债权金额增加了从 1999 年 7 月 1 日起到 2000 年 3 月底止的应付未付利息。这是由于谈判双方在重组谈判前提认识上的差距，广东省政府从 1999 年 7 月 1 日起停止为粤海和南粤垫付债务利息的结果。应付未付利息之所以计算到 2000 年 3 月底，是因为预计重组工作将在 2000 年 3 月底结束；二是增加了其他应进入重组的债权。

另外，广东省政府的顾问——高盛在将“9·10 债务重组方案”提交给债权银行和债券持有人委员会时，还对另外三件极其重要的问题提出了看法：

一是关于在各债权人之间分配重组对价问题。高盛指出：“在我们的交谈中，当提到经济损失时，我们是以单纯的债权人

的‘平均’回收率为依据，但审计师所作的清盘分析却指出一些债权人回收率显著地高于平均数，而另一些债权人的回收率却显著低于平均数。在与一些财务债权人的顾问们交谈中，我们发现对分配重组对价的基础显然存有相当大的分歧。……我们在此重申我们对这件事的深切关心，并力劝您们展开讨论以期尽早解除此中歧见。”

二是“有些债权人在谈判过程中违反了我们在停滞期间的条款而针对某些公司或资产寻求执行他们的某些权力。我们将尽量采取一切方式避免他们的这种行为得到报偿。我们相信在这谋求共识的过程中牵扯到政府所投入的大量经济贡献，我们期望这些经济贡献所带来的经济价值不应由违反停滞条款的债权人获得。”

三是“我们5月25日的草案至今已呈交您的手中3个月了，从过去与您共同参与的会议中，我们注意到此过程的下一个关键的里程碑是由您们指定的谈判人拟定一个您们各公司同意的回应草案。”

表 7.1 债权人经济回收情况——两方案比较 单位：亿美元

	“5·25 方案”	“9·10 方案”
	经济价值	经济价值
• 粤企和南粤	<u>21.965</u>	<u>21.965</u>
现金	3.00	3.00
可收回已拨备资产的 50%	0.17	0.17
粤企 50% 优先股	3.43	3.43
粤投 4.985 亿股股份	0.865	0.865
粤投债券 18 亿美元	14.50	—
供水公司债券 140 亿港元	—	14.50
• 广南	<u>2.25</u>	<u>2.25</u>
现金	1.00	1.00
广南债券面值 1.5 亿美元	0.75	0.75
资产管理公司 2.4 亿美元股票	0.50	—
资产管理公司 18.6 亿港元债券	—	0.50
统计	<u>24.215</u>	<u>24.215</u>
债权金额	<u>43.90</u>	<u>47.21</u>
回收率	55.16%	51.29%

## 7.7 债权人回收金融资产的分类

“9·10 债务重组方案”执行的结果是：债权人以 21.9 亿美元的债权换取了价值 15.75 亿美元的各类债券；用 21.31 亿美元的债权换取了价值 4.465 亿美元的股票；用 4 亿美元的债权换取了 4 亿美元的现金（见表 7.2）。

表 7.2

债权人回收金融资产分类

单位：亿美元

项 目	债权面值	经济价值	削 债
各类债券	21.90	15.750	6.150
各类股份	21.31	4.465	16.845
现金	4.00	4.000	0
合计	<u>47.21</u>	<u>24.215</u>	<u>22.995</u>
削债率			48.71%
回收率		51.29%	



## 讨价还价过程

在广东省政府向债权人提交了“9·10 债务重组方案”之后，谈判双方围绕诸多问题进行了激烈的讨价还价。同时，双方还约定所有商业谈判必须在1999年12月15日之前完成。其原因是，12月下旬圣诞节期间所有参与谈判的外籍人员要请假回国过节；等他们回来，参加谈判的中国人又要请假过春节。所以，如果能在12月15日前结束商业谈判会加速重组进程。

### 8.1 关于供水公司股权问题

债权银行和债券持有人始终坚持索取供水公司后20年股权的49%。债权人之所以要供水公司后20年的股权，是因为供水公司发行的债券要在前10年偿还本金，前10年不可能会有很多的盈余现金。所以，对债权人来讲，供水公司前10年的股权没有多大意义。供水公司的股权给债权人多少，不是一个简单的经济价值问题，它直接影响着广东省政府通过新粤企对粤投的控股比例，也直接影响粤投的现金流量。其原因是，广东省政府准备通过用供水公司的股权换取粤投股份的结果是：一方面加强了在粤投的控股地位，另一方面提供给粤投稳定的净现金流量。

在供水公司股权价值一定的情况下，给债权人的比例越大，广东省政府可换回来的粤投股份越少，供水公司能够为粤投提供的现金流量越少；反之，给债权人的比例越小，广东省政府可换回来的粤投股份越多，供水公司能够给粤投提供的现金流量越多。对于债权人来讲，得到的供水公司股权越多，不仅使其在重组中得到的经济回收价值越高，而且使其在重组以后通过供水公司股份升值得到更多经济回收的机会越大（见表8.1）。所以，关于供水公司股权的争论最激烈。债权银行和债券持有人的最初要价是49%，广东省政府的最初还价是一点都不给。这显然是谈判策略问题。就像买东西一样，买者总要杀一半的价。在1999年12月15日晚，双方谈定将供水公司股权的19%给债权人。

**表 8.1 不同情况下供水控股公司股权的价值预测价** 单位：亿美元

股权	保守情况下的净现值	乐观情况下的净现值
10%	0.68	1.17
15%	1.02	1.75
20%	1.36	2.34
25%	1.70	2.92
30%	2.05	3.51
35%	2.39	4.09
40%	2.73	4.68

## 8.2 关于供水控股公司债券计价币种

### 一、广东省政府与债券持有人的分歧

因为香港尚未形成真正的港币债券市场，所以为提高债券的流动性，债权银行和债券持有人坚持要以美元兑付本息的债券；因为供水公司现在和将来从香港政府手中收取的水费收入是港元，所以，如果广东省政府答应这个条件，为防止汇率风险，就必须在货币市场上做远期掉汇交易，从而增加还债成本。经过谈

判，关于这个问题，银行债权人已经和广东省政府达成了一致意见。即以港币为供水公司债券的计价单位。债券持有人对此问题一直没有明确的表态，直到1999年12月9日，债券持有人才正式提出要求：他们在140亿港元供水债券中分得的相当于面值4亿美元的部分应用美元计价。对于债券持有人的要求，广东省政府感到十分为难，其原因是：

第一，会导致债权人之间的不公平待遇。广东省政府本来已经和债权银行委员会谈妥了以港币支付供水公司债券的本息，如果答应债券持有人的要求，就会造成债权人之间的不平衡，导致债权银行也会提出同样的要求，使已经谈好的问题再重新谈。

第二，会减少供水公司为粤投提供的现金流量。一般说来，相同条件的美元债券和港币债券在市场上的价格是有差别的。例如，按照1999年12月15日的行情计算，年利率为8%的港币债券的价值大约相当于年利率为6.4%的美元债券的价值。因此，如果供水公司债券以美元计价，而利率又不相应降低，肯定会削弱供水公司为粤投提供现金流量的能力。但是，债券持有人在要求供水公司债券用美元计价的同时也坚持年利率为8%的条件。

第三，会给关于用供水公司股权换取粤投股份的谈判造成困难。广东省政府的顾问们在与粤企、南粤和广南债权人就粤海债务重组进行谈判的同时，也在与粤投董事会就换股问题进行谈判。因为广东省政府用供水公司股权换取多少粤投的股份是以供水公司债券的条件和供水公司的股权给债权人多少为前提的；但是，受时间的限制又不能等粤海债务重组谈判完成后再谈与粤投换股问题，两者必须同时进行。所以，广东省政府的顾问们是在供水公司的债券以港元计价、年利率为8%和将供水公司的股权给债权人19%这三个前提条件下与粤投董事会就换股问题进行谈判的。如果答应了债券持有人的要求，会使广东省政府在与粤投换股问题的谈判中处于不利位置。

第四，会给关于粤投债务重组的谈判造成困难。在广东省政

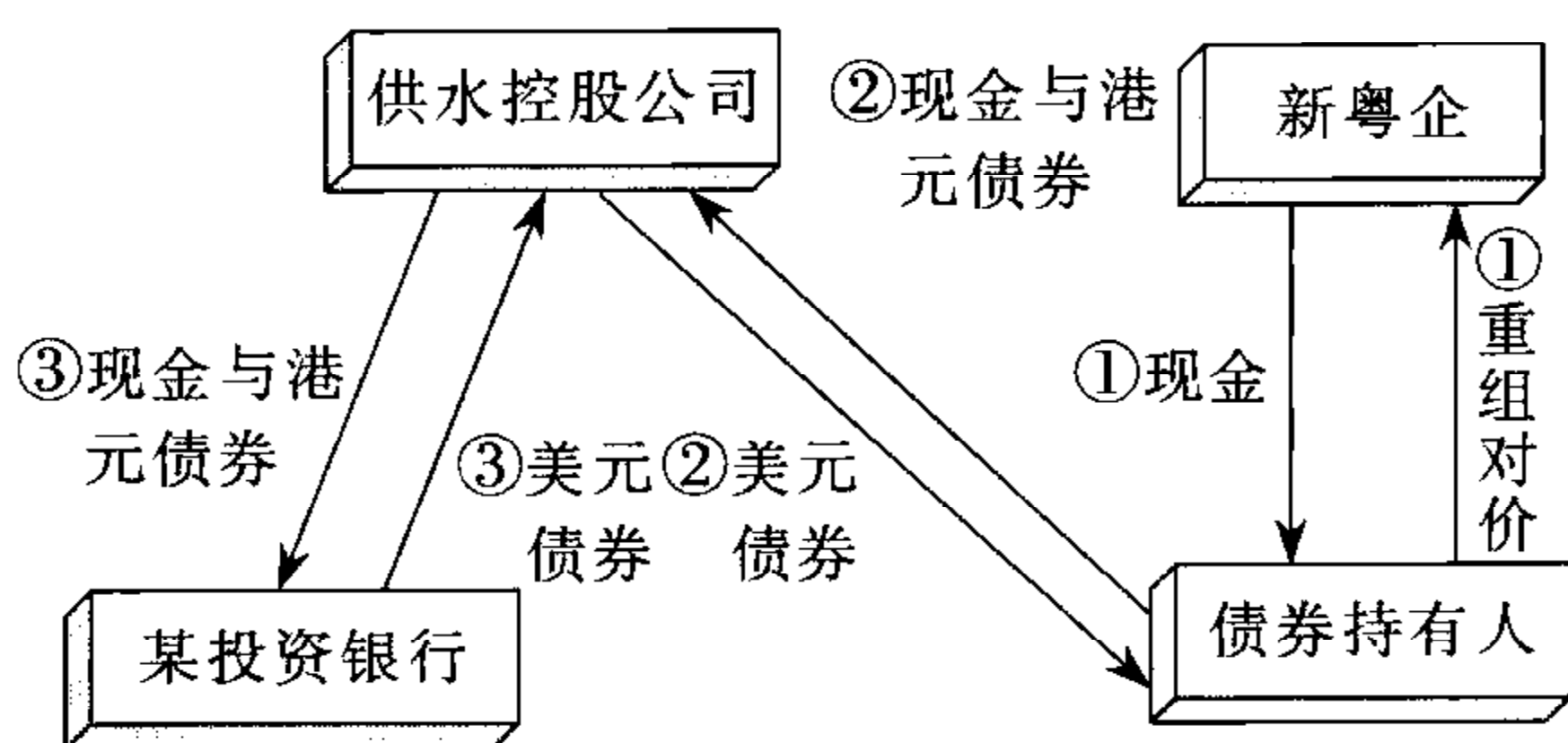
府的顾问们与粤企、南粤和广南债权人进行谈判的同时，粤投的经营班子也在和粤投的债权人就粤投债务重组进行谈判。粤投存在的问题主要是现金流量为负数，而非资不抵债，粤投如果清盘，债权人完全有可能收回100%的债权。因此，和粤海债务重组谈判相比，粤投经营班子在谈判中处于绝对劣势。在这种情况下，供水公司债券条件的任何负面变化都会给粤投债务重组谈判带来消极影响。

第五，10年期的远期掉汇交易在市场上很难找到买家。一般说来，掉汇交易的期限越长，对公司的信誉要求越高。供水控股公司的各种债券尚未推向市场就要搞远期掉汇交易，这样的生意很少有人愿意做，即使做，费用也会相当高。

第六，远期掉汇交易的现金成本由谁出，也是个难题。由广东省政府出，会造成债权银行与债券持有人之间新的利益不平衡；请债券持有人来出，又显得不合情理，债券持有人委员会是代表债券持有人来收账的，账没收来，怎么好又向债券持有人要现金呢？

## 二、债券持有人坚决反对的解决方案

关于供水公司债券币种的问题一直讨论到1999年12月15日还没有结果。15日晚高盛提出了一个几全齐美的解决问题的方案。方案分为同步进行的三个部分（见图8.1）。



注：图中圆圈内的数字代表解决步骤。

图8.1 高盛提出的解决方案

首先由债券持有人将在此前谈判双方共同同意、已经决定分配给债券持有人的部分重组对价再还给新粤企，新粤企将相当于这部分重组对价的现金交给债券持有人。这样，对债券持有人来讲并没有得到比其他债权人更多的经济价值；对新粤企来说也没有因此承受任何损失，只不过用现金换取了相应的重组对价。

其次，与此同时，债券持有人将得到的现金与他们不想要的年利率为8%、期限为10年的港元债券交还给供水公司，在140亿港元债券的额度内，供水公司对债券持有人另外发行年利率为8%、期限为10年的美元债券。这样，对债券持有人来讲也并没有得到比其他债权人更多的价值，因为美元债券经济价值高于港元债券经济价值的部分已经用相应的现金补齐了；同样，供水公司也不会因此承受额外的经济负担。

最后，供水公司再用自己发行的年利率为8%、期限为10年的港元债券加上从债券持有人手中得到的现金与投资银行交换由投资银行发行的年利率为8%、期限为10年的美元债券。

这样，就可以在各方面利益均不受损失的情况下，完成远期掉汇交易，从而达到债券持有人要求得到供水公司美元债券的要求。但是，由于如下原因，这个交易在12月16日上午是无论如何也完不成的：一是新粤企究竟要付多少现金，债券持有人要拿出多少重组对价才能抵偿因远期掉汇交易而带来的成本，很难一时算得清楚。当时高盛的估计是4000万到5000万美元。但是，不准确的资料无法作为谈判决策的依据；二是远期掉汇的交易条件很难在这么短的时间内落实，即便落实了，远期掉汇的条件也没有足够的时间去谈；三是债券持有人仍然坚持远期掉汇的费用应由广东省政府来出。因此，直到12月16日上午，这个问题也没能解决。债券持有人也因此没有与广东省政府就重组的原则性协定达成一致意见。

### 8.3 关于应付未付利息

应付未付利息包括两个部分，一部分是自1999年7月1日起到2000年3月底的应付未付利息。债权银行和债券持有人坚持要广东省政府在重组结日用现金支付2.3亿美元的利息，但广东省政府坚持不付现金，而是将这部分应付未付利息作为债权银行的债权来参加重组分配。直到12月15日晚，广东省政府才作了让步，双方明确：在重组结日用，由广东省政府用现金支付这段期间的利息1.85亿美元；另一部分是2000年3月底以后的应付未付利息。债权银行坚持：如果到2000年3月底重组谈判还未最终完成，广东省政府应继续按7%的年利率向债权人支付债务利息。债券持有人则坚持2000年3月底以后的利息按原债券利率由广东省政府向债权人支付。但是，广东省政府却坚持这部分利息应作为债权人的重组债权参加重组分配。12月14日，债权银行与广东省政府就此问题达成了一致意见：2000年3月底以后的债务利息按年利率3.5%由广东省政府用现金支付。这样做在理论上是公平的，因为如果在2000年3月底达不成重组的最后协定，债权人和广东省政府都要承受损失，为了避免损失，谈判双方都会尽量争取在那个时点前完成债务重组。但是，债券持有人的谈判代表却仍然坚持按原债券利率由广东省政府付息的意见。为了促使谈判早日成功，12月15日，广东省政府在征得债权银行谈判代表的同意后，向债券持有人作出了让步。即：在2000年3月底如果谈判还未最终结束，以后的利息，广东省政府按年利率3.5%向债权银行支付，按原债券利率向债券持有人支付。

### 8.4 关于粤企、广南各类债券的担保

债权银行和债券持有人坚持粤企和广南在重组中发行的各类

公司债券必须由广东省政府或新粤企作足额担保。但是广东省政府坚决不同意这种做法。因为这样做与用现金偿还债务除了时间上的差别之外没有任何区别。谈到1999年12月15日，谈判双方都作了相当大的让步：债权银行和债券持有人同意了广东省政府由新粤企对粤企和广南各类债券总共提供1.25亿美元担保的建议。但是，这1.25亿美元担保在各类债券上的分配，债权银行和债券持有人却存在分歧：债权银行要求新粤企对粤企信托公司债券提供1亿美元的担保，对粤企新公司提供0.25亿美元担保；债券持有人却要求只对粤企信托公司提供1.25亿美元的担保。债权银行和债券持有人之间之所以会出现这样的分歧，原因是双方对粤企信托公司和粤企新公司的实际经济价值的估价存在差异。最后，广东省政府回复债权银行和债券持有人，这1.25亿美元的担保如何分配，由债权银行和债券持有人自己讨论决定。

## 8.5 关于重组债权的认定

在理论上，广东省政府与债权银行和债券持有人在重组债权的认定上没有分歧，但在具体问题上却存在矛盾。矛盾主要体现在三方面：

第一，关于粤投利润担保的索偿。1997年粤投收购粤企所属的三家企业时，双方曾签订了利润担保协定。但是，这三家企业在1998年并没有完成粤企所担保的利润。按照当时的协定，粤企理论上应向粤投赔偿18.6亿港元，折合2.4亿美元。在重组过程中，如果新粤企用供水公司的股份在换取粤投股份的同时连同这三家企业一并换回，原来归粤投所拥有的对粤企的利润担保的追索权就转为新粤企所有了。这部分追索权应不应与其他债权一起参加重组？广东省政府认为应该；债权银行和债券持有人虽然认为理论上应该，但却要求新粤企放弃这部分追索权，以提高债权人的经济回收率。如果这2.4亿美元算作重组债权，并假

定债权人的经济回收率为70%，新粤企就可得到1.68亿美元的经济补偿。也就是说，新粤企如果放弃这2.4亿美元的追索权，广东省政府将要承受1.68亿美元经济损失。

第二，关于广东省政府在1998年12月16日宣布粤海重组到1999年6月底期间，为粤海垫付的1.1亿美元利息的索偿。按照国际惯例，广东省政府坚持这1.1亿美元垫付款要作为债权参加重组分配；债权银行和债券持有人同样认为理论上应该如此办理，但也要求广东省政府放弃对这1.1亿美元的索偿权，因为同样的道理，广东省政府如果放弃这部分索偿权，并假设债权人的经济回收率为70%，广东省政府就要承担0.77亿美元的经济损失。

第三，广南重组代价的索偿权。在广东省政府“9·10债务重组方案”中曾经建议将广南资产管理公司100%的股权归债权人拥有。在后来的谈判中，债权人又开始索求广南马口铁公司100%的股权；在广东省政府让步交出100%的广南马口铁公司股权后，债权银行又提出用广南资产管理公司100%的股权和广南马口铁公司100%的股权与广东省政府交换相当于0.5亿美元的其他重组资源；在广东省政府答应了债权银行的要求之后，债券持有人又提出用广南资产管理公司和马口铁公司的各100%的股权与广东省政府交换0.65亿美元的其他重组资源。为了尽快达成一致意见，广东省政府不得不同意了债券持有人的这一要求。于是就产生了广东省政府通过新粤企对广南重组代价的0.65亿美元的索偿权。但是，事情并未就此了断，债权银行和债券持有人还进一步要求广东省政府放弃这0.65亿美元的索偿权。如果假设债权人的经济回收率为70%，这将意味着广东省政府将要损失0.46亿美元的经济价值。

12月15日晚，为了能够在第2天顺利签署关于粤海重组的原则性协定，广东省政府不得不同意了债权银行和债券持有人上述关于重组债权认定的要求。



## 8.6 关于粤投的股份

在1999年12月15日深夜，债权银行委员会的谈判代表，以在4.985亿股粤投股份的基础上，再增加1亿股粤投股份作为第二天签署原则性协定的前提条件提了出来。广东省政府为了保证重组原则性协定的顺利签署，不得不答应了债权人谈判代表的要求。

## 8.7 关于粤企和广南债券的利率计算方式

债权银行和债券持有人坚持粤企和广南各类债券钉住香港同业拆借利率浮动计息的要求。但广东省政府认为对香港未来10年资金市场的状况难以预测，这样做，对重组后的企业风险太大，始终坚持用固定利率计息的做法。

## 8.8 关于广南配股

广东省政府曾在“9·10债务重组方案”中承诺：新配售的10亿股，价值共1亿美元的广南股票的配售，要在公众股东认购总配股金额的25%的前提下，新粤企用现金认购其余的75%；如果公众股东认购不到25%，新粤企则放弃认购，将广南变成非上市公司。而债权银行和债券持有人则要求广东省政府无条件承诺配股。所谓无条件配股，就是在公众股东认购不到25%的情况下，由新粤企将剩余的部分全部按配售价买进，然后再按低于配售价的价格在市场上卖出。只有这样，才能保住广南的上市公司地位，但也势必会增加广东省政府重组粤海的成本。因此，广东省政府始终没有答应债权人的这一要求。

## 8.9 关于对广南管理层的司法诉讼

债权银行和债券持有人的谈判代表在谈判中提出，债权银行和债券持有人在重组后放弃对广南的债务索债权，并不等于放弃对原广南管理层有关人士的司法诉讼权，并建议广东省政府花0.2亿美元买断债权银行和债券持有人的这一权利。在西方国家的企业重组中，这可能是常见的事情，也可能是国际惯例。但是，广东省政府作为省一级政府花钱做这样的事情，等于买一个一文不值，甚至是有害的物品。另外，广东省政府即使花钱买断债权银行和债券持有人对原广南管理层有关人士的司法诉讼权，也无法买断债权银行和债券持有人对原广南法定核数师的索赔诉讼权和广南小股东对原广南管理层及原广南核数师的索赔诉讼权。届时，如果债权银行和债券持有人或广南小股东就核数报告误导投资者问题起诉原广南核数师，原广南核数师必然反指他们是受原广南管理层的误导，从而会把原广南管理层变为第二被告。因此，只付钱给债权银行和债券持有人，这种事根本无法办妥。自然，这种交易也就无法成交了。

## 8.10 关于债务一体化

应债权人的要求，广东省政府愿意接受将重组的对价合并在一起由粤企、广南和南粤的全部债权人在重组中进行统一分配的安排。广东省政府还同意接受债权人提出的不论某一债权人向哪一具体实体进行过贷款，各债权人应按照其债权在需重组的债务总额中的比例在重组对价总额中进行统一分配。只要省政府和债权人就需重组的债务总额达成一致，广东省政府愿意将债权人之间互相分配的问题留待债权人之间集体决定。

## 8.11 双方的差距逐步缩小

讨价还价当然不是件愉快的事情。但是，谈判双方的差距正是在这不愉快的过程中逐步缩小的（见表 8.2）。

**表 8.2** 双方差距逐步缩小

	债权人经济回收率 (%)	重组债权 (亿美元)
债权银行“10·29 反建议”	76.82	47.21
广东省政府“11·26 建议”	58.62	45.41
债权银行“11·30 反建议”	69.24	45.41
债券持有人“12·1 反建议”	70.23	44.28
债券持有人“12·3 反建议”	69.11	44.28
银行债权人“12·4 反建议”	66.30	44.23
广东省政府“12·6 建议”	60.46	44.23
债权银行“12·8 反建议”	62.51	46.53
债券持有人“12·9 反建议”	67.41	43.36
债券持有人“12·13 反建议”	69.33	44.31

# 第9章

## “12·15 协定”

### 9.1 “12·15 协定” 的签署

1999年12月16日下午，广东省政府与粤企、南粤、广南债权银行代表就粤海债务重组签署了原则性协定（以下简称“12·15 协定”）；新粤企——广东控股（香港）有限公司与粤投就用供水公司股权换取粤投股份签署了有条件协定；粤投与粤投的债权银行代表就粤投债务重组签署了原则性协定；高盛与广东省政府就高盛2000万美元购买粤投一定数量的股份签署了原则性协定；债券持有人委员会就广东省政府与债权银行代表达成的原则性协定致函广东省政府，表达了稍有保留的支持态度。因为这些协定最终还要经过粤海、南粤全体债权人的批准才能生效，而且原则性协定之下的具体法律文件至少需要2到3个月的时间才能起草、讨论和签署完毕，所以最终完成重组最快也要等到2000年3月底。但是，这终究意味着重组粤海已经迈出了关键性的一步。

在签字仪式后的记者招待会上，广东省政府以及债权人的代表都强调，这些原则性协定是在有共识的情况下达成的，并且获得了双方的认同。广东省政府认为：已经签署的主要协定条款“反映了有关各方，其中包括广东省政府都需要承担一定的经济

损失。但是由于债权人和广东省政府都有机会收回这些损失，所以协定对各方来说都是一个双赢的解决方案。这项协定充分显示了广东省政府对国际金融市场的诚意。”粤海债权人委员会认为：“对债权人来说，这是一项公正而平等的协定，其中虽然牵涉债权人与广东省政府共同承担经济损失，但也提供了全面回收这些损失的前景。”

## 9.2 粤企和南粤债务重组计划交易过程

由广东省政府在境内注册成立广东控股（中国），作为国有资产控股管理公司；由广东控股（中国）在香港注册成立广东控股（香港）；将广东省政府全资拥有的100%的粤企股份转给广东控股（香港）持有。

广东控股（香港）在开曼群岛注册成立粤港供水（控股），其股权100%归广东控股（香港）持有；广东控股（中国）和粤港供水（控股）在深圳注册成立中外合作的粤港供水（深圳）。

粤企以名义代价收购南粤，南粤的负债作为粤企的一部分进行重组。粤企在开曼群岛注册成立三家公司，包括：持有粤企及南粤部分营运中业务的新公司；持有粤企和南粤香港房地产业务的房地产公司；持有未转入上述两公司的资产的信托公司。

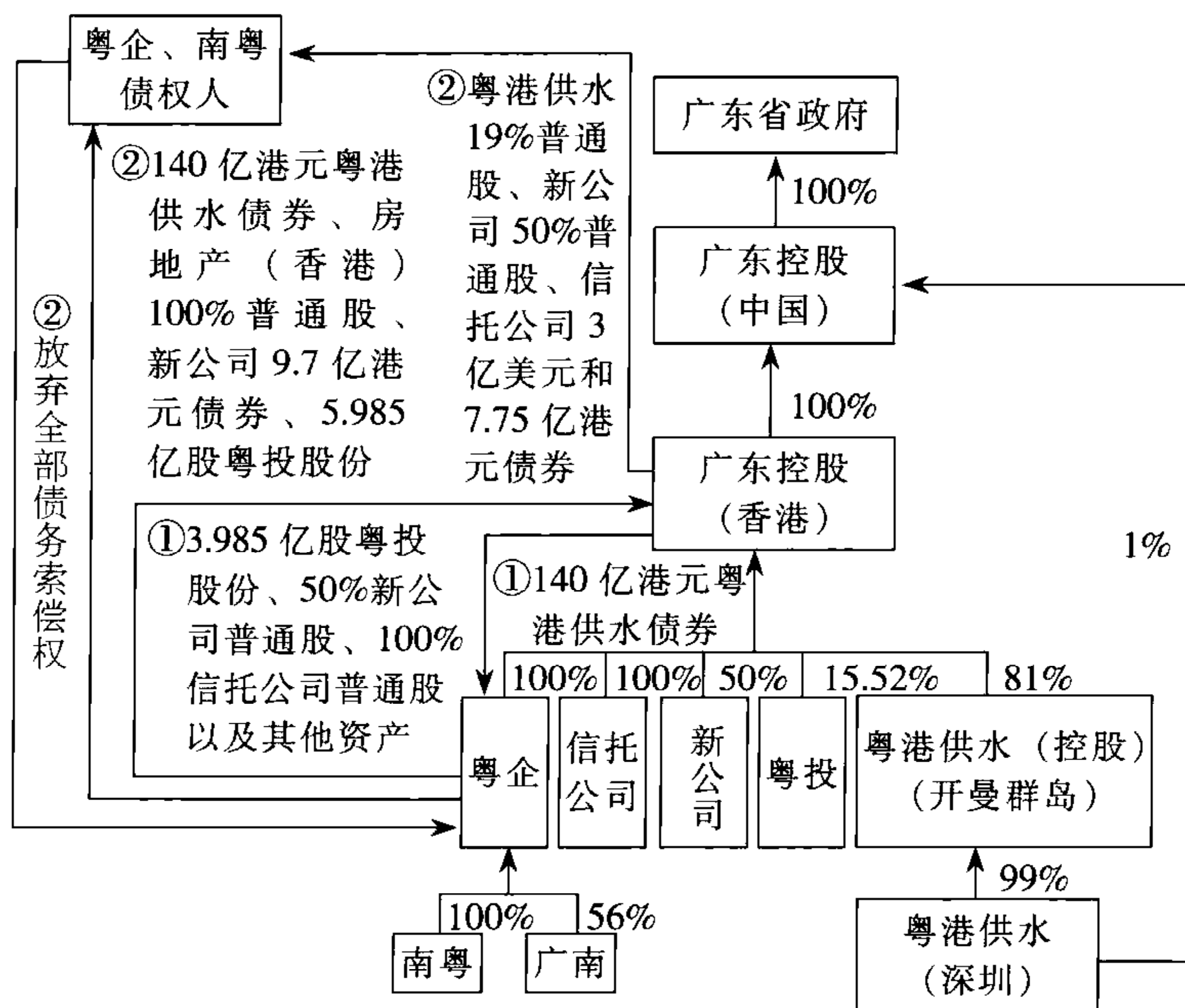
第一步：广东控股（香港）将面值140亿港元的粤港供水（控股）债券转到粤企，换取大约3.985亿股粤投股份、50%新公司普通股、100%信托公司普通股以及其他资产。

第二步：粤企和南粤债权人以其全部债权换取：粤港供水（控股）面值为140亿港元的债券、粤港供水（控股）19%的普通股、5.985亿股粤投股份、新公司50%普通股、新公司面值9.7亿港元债券、房地产公司100%普通股、信托公司面值3亿美元和7.75亿港元债券。

粤港供水（控股）债券条款与“9·10债务重组方案”一致；

新公司债券面值 9.7 亿港元、年利率 80%、期限 5 年；信托公司面值 3 亿美元和 7.75 亿港元债券的利率为 5%，期限为 5 年。

重组完成之后，所有对粤企和南粤负债的索偿权全部换作新债务以及各种股本类金融资产；广东控股（香港）获得 3.985 亿股粤投普通股、100% 粤企普通股、50% 新公司普通股以及 100% 信托公司普通股；拥有粤企营运中业务组合的新公司在成立时附有的合理数额的负债，给予管理人员策略上的灵活性以及业务判断的空间。信托公司由广东控股（香港）全资拥有及管理，务求尽量提高债权人及广东控股的回收率。拥有粤企及南粤现有香港房地产组合的房地产公司将被转给债权人。债权人是广东省政府在广东控股（香港）中的重要伙伴，拥有 19% 粤港供水（控股）普通股、50% 新公司普通股、100% 地产公司普通股以及 5.985 亿股粤投普通股；债权人及广东省政府在此重组项目中所作出经济贡献的回收率取决于市场环境以及集团业务的管理（见图 9.1）。



注：图中圆圈内之数字代表交易步骤。

图 9.1 粤企、南粤债务重组交易过程

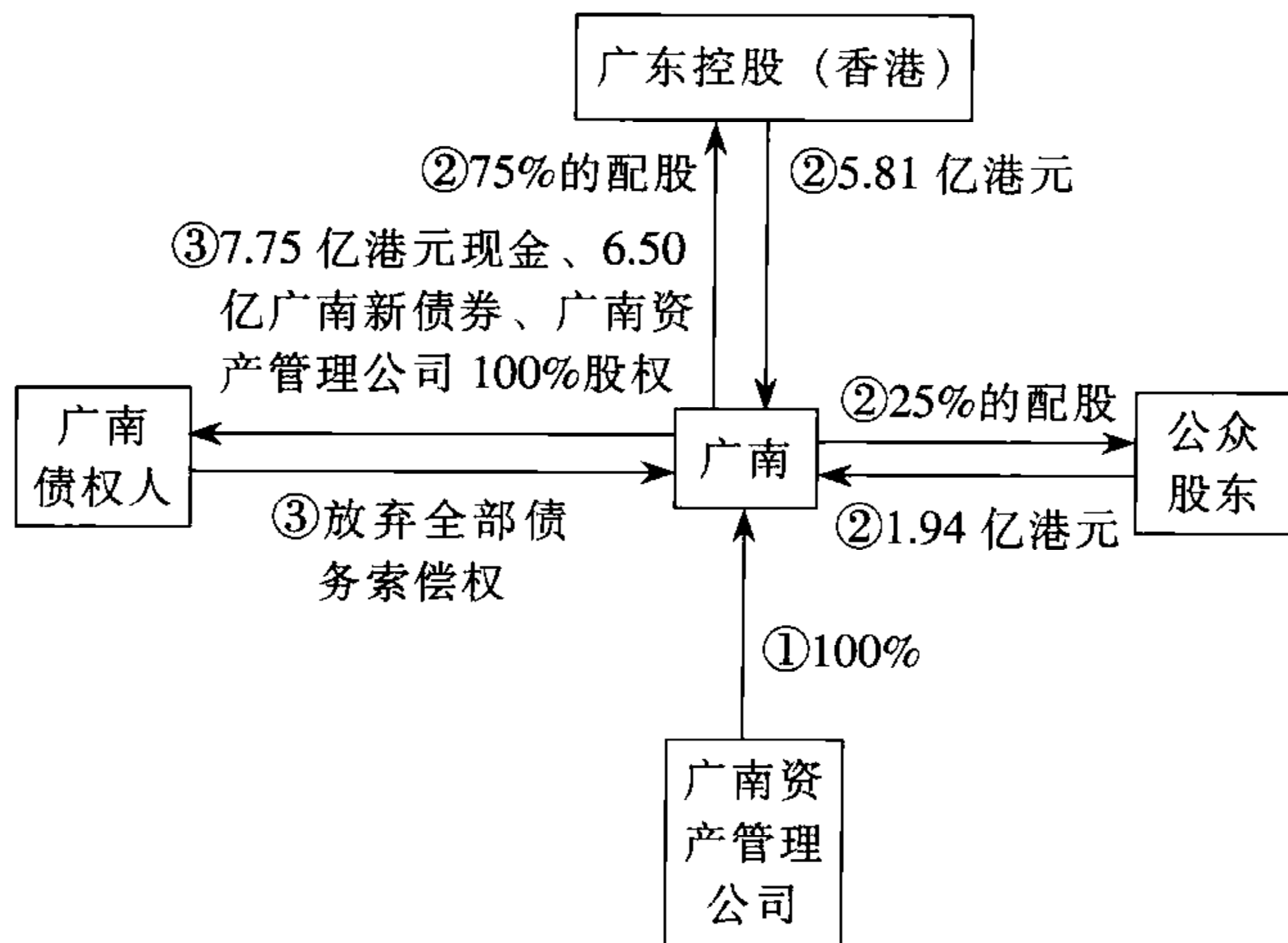
## 9.3 广南债务重组计划交易过程

### 一、交易过程 1

第一步：广南将其非核心业务转移到广南资产管理公司，留下食品和超市业务作为经营重点。

第二步：广南通过一项每 2 股供 17 股的配股计划筹集 1 亿美元的新股本，其 75% 的配股发行由广东控股（香港）在公众股东认购配股计划的 25% 的前提下承销。

第三步：广南债权人用对广南的全部债权换取：7.75 亿港元的现金、面值 6.50 亿港元的广南新债券和广南资产管理公司 100% 股权。广南新债券面值 6.50 亿港元、年利息 2.5%、期限 10 年（见图 9.2）。



注：同图 9.1。

图 9.2 广南债务重组计划交易过程 1

### 二、交易过程 2

第四步：债权人用广南资产管理公司的全部股权换取广东省

政府手中的面值 0.65 亿美元的重组对价。广东省政府放弃面值 0.65 亿美元的债权。重组完成以后，广南绝大部分现有的负债都用作换取 7.75 亿港元现金、面值 6.50 亿港元广南新债券，广南资产管理公司将脱离广南。由于债务数额大为减低，广南将脱离财务困难。供股发行使广南的股本增加 7.75 亿港元，非核心资产将转到广南资产管理公司，广南的业务重点将更为明确（见图 9.3）。

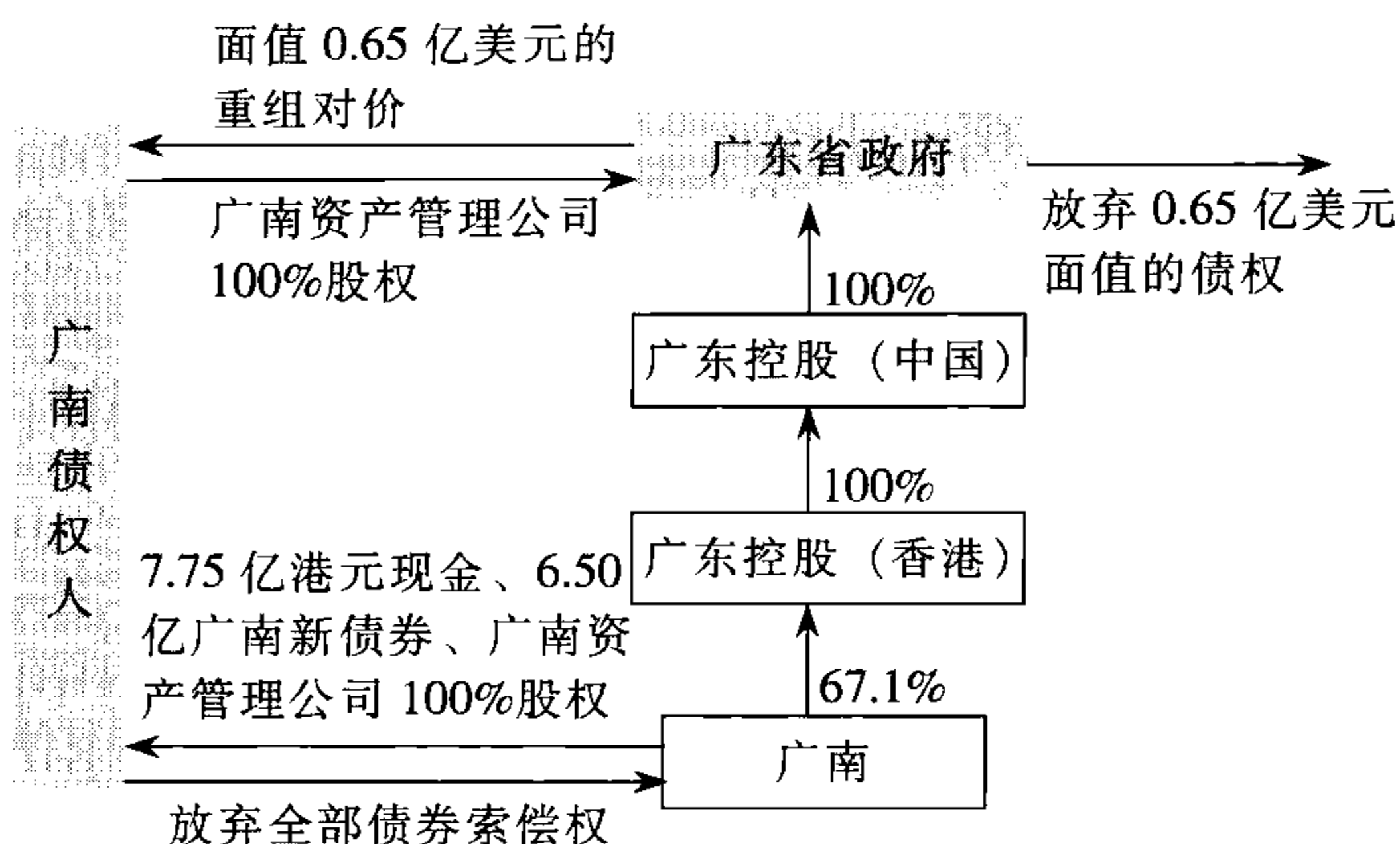


图 9.3 广南债务重组计划交易过程 2

## 9.4 粤投收购供水（控股）公司股份

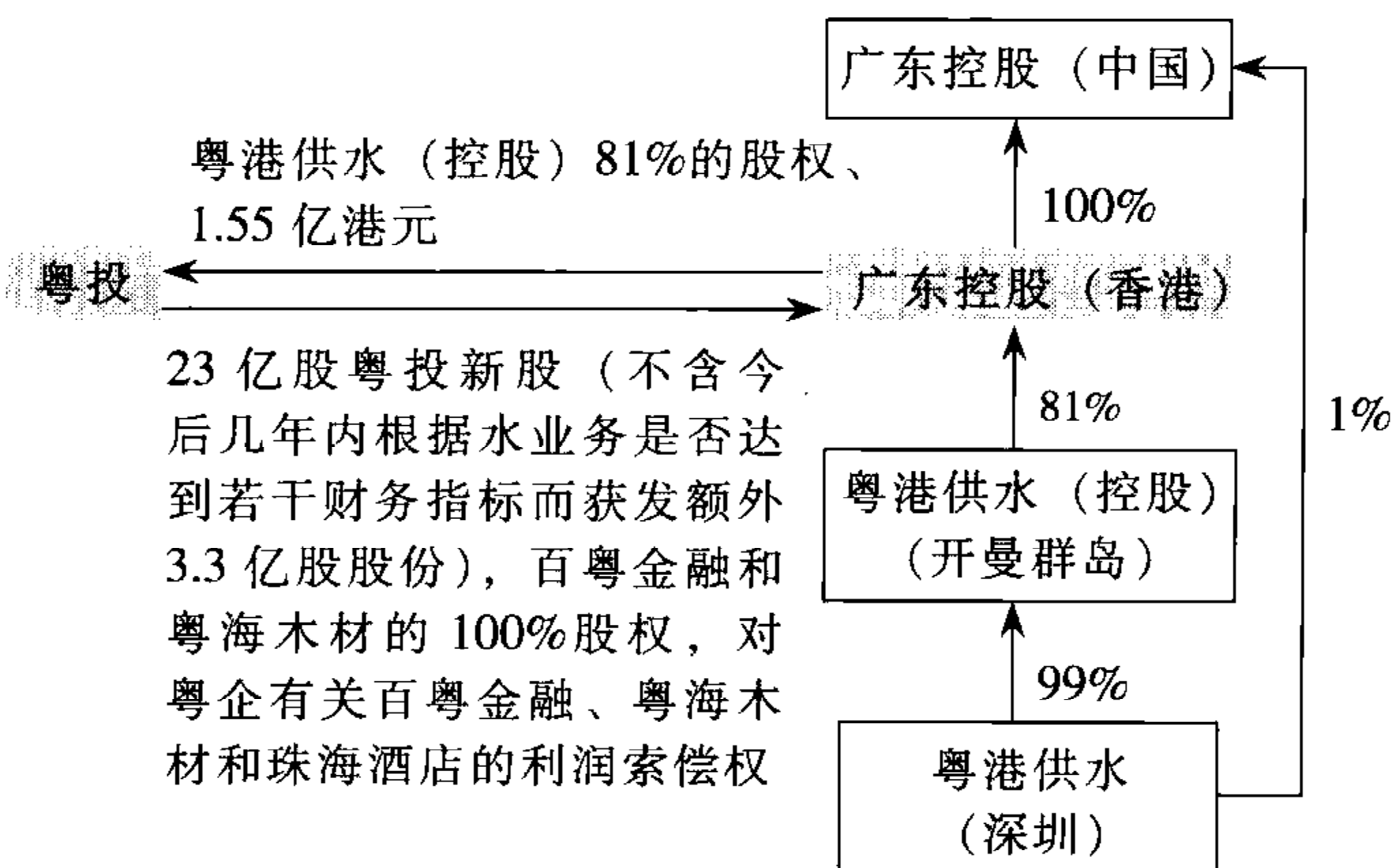


图 9.4 粤投收购供水（控股）公司股份



广东省政府与粤投董事会经过谈判达成协议如下：

广东控股（香港）以其拥有的粤港供水（控股）有限公司 81% 的股权以及 1.55 亿港元的现金注入粤投，以换取于交易完成时获得 23 亿股粤投新股，以及可能在今后几年内根据供水业务是否达到若干财务指标而获发额外 3.3 亿股的股份；粤投曾收购粤企的三家企业的股权；包括所有与利润担保有关的索偿权（见图 9.4）。

上述 26.3 亿粤投新股中，广东控股（香港）以 0.2 亿美元卖给高盛 1.3 亿股，广东控股（香港）自己拥有粤投新股 25 亿股（为简化起见，我们将可能在今后几年内根据供水业务是否达到若干财务指标而获得额外 3.3 亿股的股份也算作一次性归广东控股（香港）所有）。

## 9.5 粤投债务重组计划

第一，粤投总共大约 45 亿港元的直接债务被重新安排如下：5 年还款期——预期可减少 45% 以上的债务；5 年后为剩余债务进行再融资。

第二，还款来源：5 年资产出售计划，预期收益超过 14 亿港元；营运现金流，包括从粤港供水（控股）所得现金和持续业务所产生的现金；其他个别附属公司将在粤投的有限直接协助下，独立进行债务重新安排。

在粤投收购粤港供水（控股）股份和粤投债务重组完成之后，其资产负债表、现金流和资本结构以及信贷质量将大大改善；重组处理了粤投总数 86 亿港元的负债；向广东控股（香港）发行普通股可增加粤投的股本；粤投将成为广东省在香港的旗舰上市公司，其业务将集中在基建及公用业务方面，出售非核心业务将使其业务重点更为明确。

## 9.6 实施“12·15 协定”后组织与股份变化

重组前的粤海和南粤被一个以粤港供水（控股）和粤港供水（深圳）为基础、以粤投为骨干、以广东控股（香港）为首的企业集团所取代；原来粤企、南粤和广南所持有的相当一部分资产被重组为信托公司、新公司和广南资产管理公司，分别被广东控股（香港）100%、50%和100%所持有，粤企成为了广东控股（香港）的全资子公司，南粤成了粤企的全资子公司。因为重组前的粤企和南粤的不良资产被装入了信托公司、香港的房地产业务被装进了房地产公司（香港）、部分营运中业务被装进了新公司，所以，重组后的粤企和南粤主要任务是还债和缓慢地、有秩序地清盘；重组后的广南的67.1%的股票被广东控股（香港）所持有，其业务核心是鲜活食品和超市业务；东深供水项目通过粤港供水（深圳）和粤港供水（控股）间接地注入了粤投，成为重组后的企业集团偿还债务和粤投业务发展的重要现金流来源，粤投成为重组后集团的核心公司（见图9.5）。

## 9.7 参加重组的债权

在“12·15 协定”签署时，已登记债权为49.06亿美元，其中：债权银行及债券持有人37.63亿美元；广东省政府5.35亿美元，其他债权人6.08亿美元（见表9.1）。

根据“12·15 协定”，放弃了三项索偿权：一是用水公司部分股权换来的对粤企向粤投利润担保的索偿权2.4亿美元；二是自重组以来到1999年6月底为粤企垫付的利息1.1亿美元；三是为重组广南付出的重组对价0.65亿美元。总共放弃索偿权4.15亿美元。

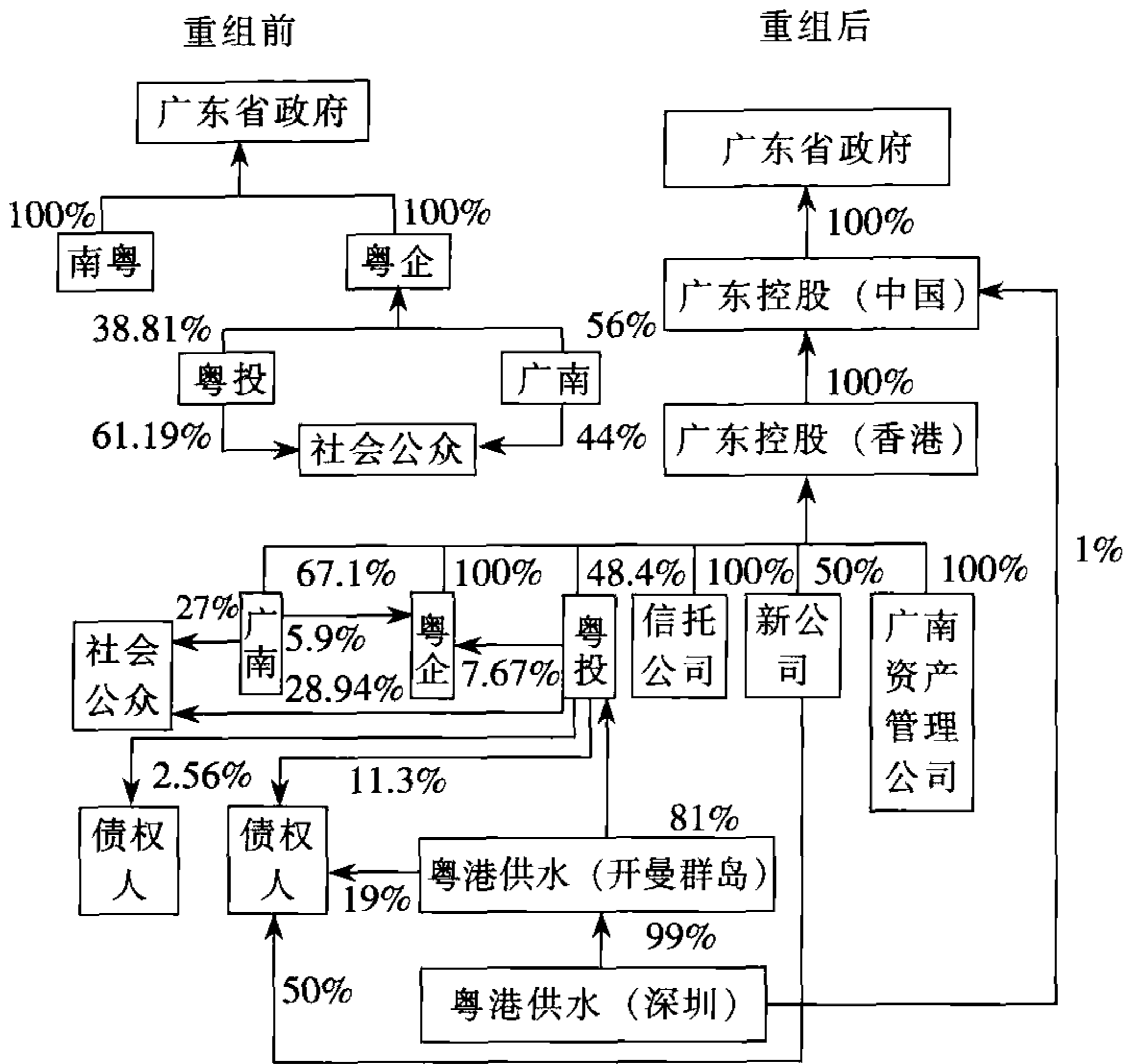


图 9.5 实施“12·15 协定”后组织与股份变化

表 9.1

参加重组的债权

单位：亿美元

债权	金额	占比例 (%)
粤企及南粤银行债权及债券	34.10	
为第三方贷款担保	0.40	
为联营公司贷款担保	0.38	
尚未实现的贷款担保	2.51	
应付未付利息	0.24	
银行债权人及债券持有人小计	37.63	83.79
广东省政府登记的债权	5.35	
减：对粤企向粤投利润担保的索偿权	2.40	
对粤企代垫利息的索偿权	1.10	
为广南付出的重组对价的索偿权	0.65	
广东省政府小计	1.20	2.67
其他债权人小计	6.08	13.54
合计	44.91	100.00

参加重组的债权共 44.91 亿美元，其中：债权银行和债券持有人 37.63 亿美元，占 83.79%；广东省政府 1.20 亿美元，占 2.67%；其他债权人 6.08 亿美元，占 13.54%。

## 9.8 全体债权人计划经济回收情况

按照“12·15 协定”中的原则性条款，债权人会获得的金融资产（见表 9.2）：

第一，粤企原持有粤投 9.97 亿股股份的 50%，即 4.985 亿股。

第二，新公司发行的面值 9.7 亿港元债券，其年利率 8%，期限 10 年。另外由广东控股（香港）对这面值 9.7 亿港元债券提供 1.9 亿港元的担保。因为按照新公司的资产价值估算，偿还 9.7 亿港元债券本息应该没有问题，所以担保成本为零。

第三，新公司普通股股权的 50%。

第四，房地产（香港）普通股股权的 100%。

第五，信托公司发行的面值 3 亿美元债券和面值 7.75 亿港元债券，年利率均为 5%，期限均为 10 年。另外，由广东控股（香港）对上述债券分别提供面值 0.75 亿美元和面值 1.9 亿港元的担保。因为按照信托公司的偿债能力分析，偿还上述本息应该不成问题，所以担保成本为零。

第六，粤港供水（控股）发行的面值 140 亿港元债券的发行条件与“9·10 债务重组方案”一致。

第七，粤港供水（控股）普通股的 19%。

第八，粤投 1 亿股新股。

第九，7.75 亿港元广南配股所得现金。

第十，广南发行的面值 6.5 亿港元广南新债券，年利率为 5%，期限为 10 年。另外由广东控股（香港）为该债券提供 1.9 亿港元的担保。因为预测广南绝对有偿还该债券本息的能力，所以，担保成本为零。

**表 9.2** 全体债权人计划经济回收情况 单位：亿美元

	经济价值
<u>粤企及南粤</u>	<u>25.00</u>
粤投股份 4.985 亿股	0.87
新公司 9.7 亿港元债券	1.25
新公司 50% 普通股	0.43
房地产（香港）100% 普通股	2.38
信托公司 3 亿美元债券、7.75 亿港元债券	4.00
粤港供水（控股）140 亿港元债券	14.50
粤港供水（控股）19% 普通股	1.39
粤投股份 1 亿股	0.18
<u>广南</u>	<u>1.45</u>
现金 7.75 亿港元	1.00
广南 6.5 亿港元新债券	0.45
<u>1999 年 7 月至 2000 年 3 月利息</u>	<u>1.85</u>
<u>合计</u>	<u>28.30</u>
<u>参加重组的债权</u>	<u>44.91</u>
<u>经济回收率</u>	<u>63.02%</u>

第十一，广东省政府用现金按照年息 7% 为粤海代垫 1999 年 7 月至 2000 年 3 月的利息 1.85 亿美元。如果到 2000 年 3 月底重组仍未完成，则由广东省政府继续代垫债务利息，年息按 3.5% 计算。

以上金融资产经济价值的合计数为 28.30 亿美元，与债权人参加重组的债权总额 44.91 亿美元相比，债权人的经济回收率为 63.02%。

## 9.9 全体债权人计划回收金融资产的分类

“12·15 协定”执行结果：全体债权人 24.05 亿美元的债权变为价值 20.21 亿美元的各类债券；18.01 亿美元的债权变为价值 5.24 亿美元的各类股份；2.85 亿美元的债权变为现金（见表 9.3）。

表 9.3 全体债权人计划回收金融资产的分类 单位：亿美元

	债权面值	经济价值	削债
各类债券	24.05	20.21	3.85
各类股份	18.01	5.24	12.77
现金	2.85	2.85	0
合计	44.91	28.30	16.62
削债率			36.98%
回收率		63.02%	

## 9.10 金融资产计划在债权人之间的分配

我们已经知道债权人在“12·15 协定”中将获得金融资产的经济价值为 28.30 亿美元，也已经清楚各方债权人参加重组的债权占重组债权的比例：债权银行和债券持有人为 83.79%、其他债权人为 13.53%、广东省政府为 2.67%。这 28.30 亿美元的金融资产的经济价值除 1.85 亿美元利息直接全部分配给债权银行和债券持有人之外，其余均以上述三个比例为依据，在包括债权银行、债券持有人、非财务债权人（即其他债权人）和广东省政府在内的全体债权人之间进行分配。（表 9.4 中的资料因四舍五入关系横行与竖列的资料略有细微不平）。

表 9.4 金融资产计划在债权人之间的分配

单位：亿美元、亿股、亿港元

	债权银行及债券持有人		其他债权人		广东省政府		全体债权人	
	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值
粤企及南粤		7.477		1.207		0.238		8.925
粤投股份 4.985 亿股	4.177	0.725	0.675	0.117	0.133	0.023	4.985	0.865
新公司债券面值 9.7 亿港元	8.128	1.047	1.312	0.169	0.259	0.033	9.7	1.25
新公司 50% 普通股 (亿股)	41.90%	0.360	6.77%	0.058	1.34%	0.012	50%	0.43
房地产香港 100% 普通股	83.79%	1.994	13.53%	0.322	2.67%	0.064	100%	2.38

续表

	债权银行及债券持有人		其他债权人		广东省政府		全体债权人	
	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值
信托公司面值3亿美元债券/面值7.75亿港元债券	2.514/6.494	3.352	0.406/1.049	0.541	0.080/0.207	0.107	3/7.75	4.00
粤港供水		13.465		2.174		0.429		16.07
粤港供水(控股)债券								
面值140亿港元	117.306	12.150	18.942	1.962	3.738	0.387	140	14.50
粤港供水(控股)19%普通股	15.92%	1.164	2.57%	0.188	0.51%	0.037	19%	1.39
粤投股份1亿股	0.8379	0.151	0.1353	0.024	0.0267	0.005	1	0.18
广南		1.215		0.1962		0.039		1.45
7.75亿港元现金	6.494	0.8379	1.049	0.1353	0.207	0.207	7.75	1.00
面值6.5亿港元债券	5.446	0.3771	0.89	0.0609	0.174	0.012	6.5	0.45
1.85亿美元利息	1.85	1.85					1.85	1.85
回收金融资产经济估价								
合计(亿美元)		24.01		3.5772		0.704		28.30

## 9.11 重组资源计划分配情况

表 9.5

重组资源计划分配情况

单位: 亿美元、亿股、亿港元

	债权银行和债券持有人		其他债权人		广东省政府		经济价值合计
	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值	
• 旧粤企小计		7.477		1.207		3.244	11.928
粤投股份9.97亿股	4.177	0.724	0.677	0.117	5.118	0.888	1.729
新公司债券面值9.7亿港元	8.128	1.047	1.312	0.169	0.259	0.033	1.249
新公司100%普通股	41.90%	0.360	6.77%	0.058	51.34%	0.442	0.860
房地产公司100%普通股	83.79%	1.994	13.53%	0.322	2.67%	0.064	2.380

续表

	债权银行和债券持有人		其他债权人		广东省政府		经济价值合计
	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值	分得金额资产	经济价值	
信托公司面值 3 亿美元债券	2.514	3.352	0.406	0.541	0.080	0.107	4.000
信托公司面值 7.75 亿港元债券	6.494		1.049		0.207		
信托公司 100% 普通股					100%	1.710	1.710
• 供水控股小计		<u>13.465</u>		<u>2.174</u>		<u>4.659</u>	<u>20.299</u>
供水控股债券面值 140 亿港元	117.306	12.150	18.942	1.962	3.738	0.387	14.500
供水控股 19% 股份	15.92%	1.164	2.57%	0.188	0.51%	0.037	1.389
粤投股份 25 亿股	0.8379	0.151	0.1353	0.024	24.0268	4.235	4.410
• 广南小计		<u>1.215</u>		<u>0.1962</u>		<u>0.889</u>	<u>2.300</u>
7.75 亿港元现金	6.494	0.8379	1.049	0.1353	0.207	0.027	1.000
面值 6.5 亿美元债券	5.446	0.3771	0.89	0.0609	0.174	0.012	0.450
广南资产管理公司 100% 股份					100%	0.85	0.850
1.85 亿美元现金利息	<u>1.85</u>	<u>1.85</u>					<u>1.85</u>
总计		<u>24.007</u>		<u>2.5772</u>		<u>8.792</u>	<u>36.377</u>
重组债权		<u>37.63</u>		<u>6.08</u>		<u>27.000</u>	
经济回收率		<u>63.80%</u>		<u>58.84%</u>		<u>32.56%</u>	

表 9.5 中研究了债权人得到的金融资产在债权人之间的分配。现在我们来查看全部重组资源在包括广东省政府在内的债权人和广东省政府之间是如何分配的。在分配过程中，广东省政府实际上参与了两次分配：第一次是作为持有东深供水项目的大股东参与全部重组资源的分配，第二次是作为债权人参加重组对价分配。两次分配之和为广东省政府在重组过程中分得的重组资源。

债权银行和债券持有人的经济回收率最高，为 63.80%。其原因是，他们比其他债权人和广东省政府多分得了一块价值 1.85 亿美元的利息现金；广东省政府的经济回收率最低，仅为 32.56%。其原因是，广东省政府一方面不像债权银行和债券持



有人一样有 1.85 亿美元的应收利息，另一方面又要放弃 4.15 亿美元重组债权，最重要的是，重组资源第一次分配本身就是首先要满足债权人的需要。

## 9.12 债权银行和债券持有人计划回收金融资产分类

债权银行和债券持有人的债权总额为 37.63 亿美元，回收的金融资产的价值为 24.00 亿美元。债权银行和债券持有人 20.15 亿美元的债权变为价值 16.92 亿美元的各类债券；14.79 亿美元的债权变为 4.39 亿美元的各类股份；2.69 亿美元的债权变为 2.69 亿美元的现金（见表 9.6）。

表 9.6 债权银行和债券持有人计划回收金融资产分类

单位：亿美元

	债权面值	经济价值	削 债
各类债券	20.15	16.92	3.23
各类股份	14.79	4.39	10.40
现金	2.69	2.69	0
合计	37.63	24.00	13.63
削债率			36.20%
回收率		63.80%	

## 9.13 广东省政府计划出资及经济回收情况

东深供水的评估价为 22 亿美元以上；在重组过程中，广东省政府已经为粤海垫付的利息为 1.1 亿美元，还要垫付 1999 年 7 月到 2000 年 3 月的利息 1.85 亿美元，尚需支付顾问费 0.3 亿美元，其他费用 1 亿美元。这样，截至 1999 年 12 月 15 日为止，广东省政府共为重组粤海出资 28.48 亿美元以上。通过重组分配，广东省政府得到的重组资源为 8.79 亿美元，净出资 19.69

亿美元以上。广东省政府得到的重组代价留在重组后的新粤海之中（见表9.7）。

**表 9.7** 广东省政府计划出资及经济回收情况 单位：亿美元

	经济价值
东深供水评估价	22.00
代垫利息	2.95
代垫其他资金	2.23
尚需顾问费	0.30
其他	1.00
合计	<u>28.48</u>
回收资产价值	<u>8.79</u>
净出资	<u>19.69</u>

# “12·15 协定” 基础 上的谈判框架

## 10.1 同时进行的四组谈判

“12·15 协定”的内容为粤海债务重组谈判明确了基本的框架。在这个框架中，有关粤海债务重组的谈判是由四组谈判构成的（见图 10.1）：

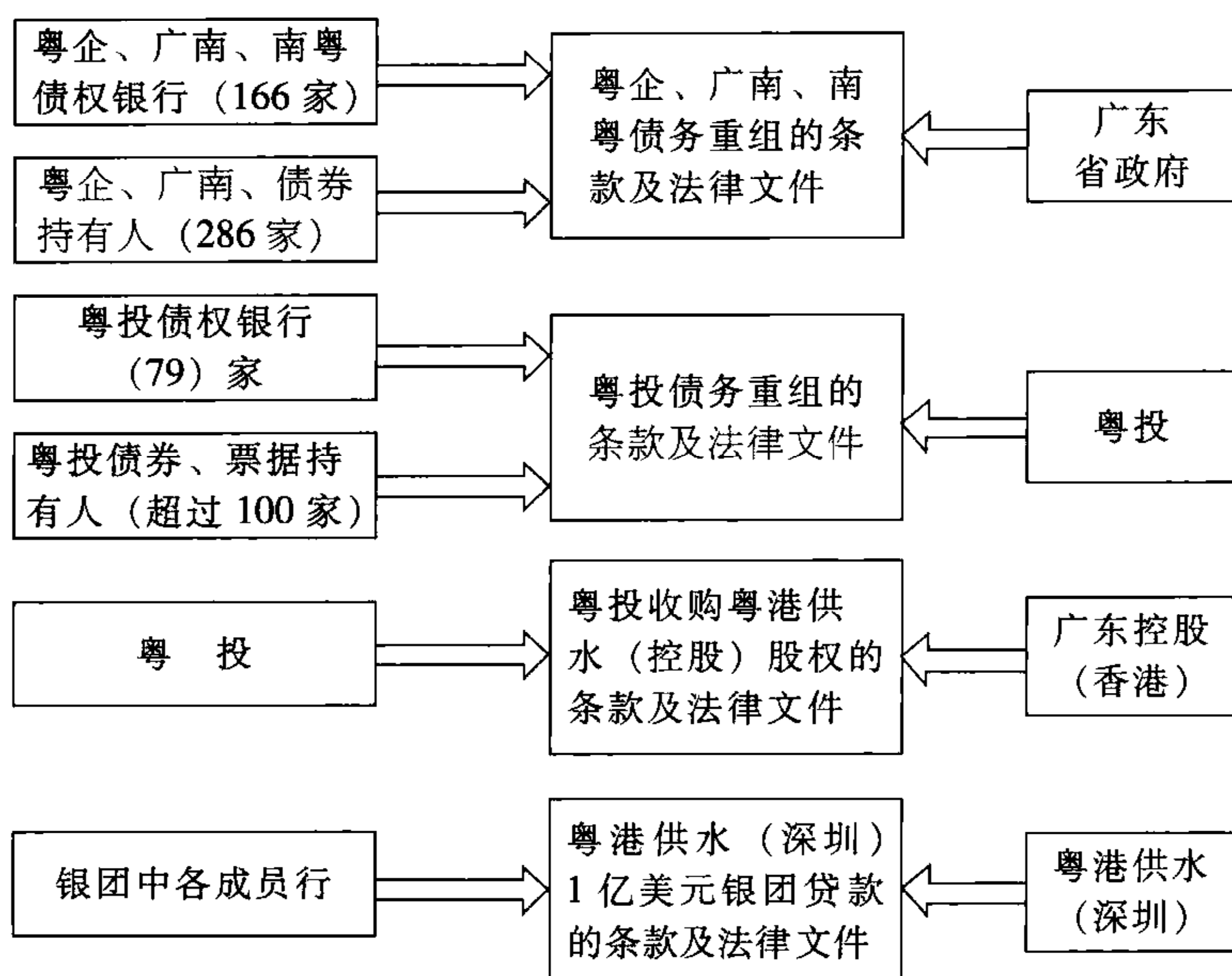


图 10.1 同时进行的谈判

一是广东省政府分别与粤企、广南、南粤 166 家债权银行和 286 家债券持有人分别就粤企、广南、南粤债务重组的条款及法律文件进行的谈判。

二是由粤投经营班子与粤投 79 家债权银行和超过 100 家债券及票据持有人分别就粤投债务重组的条款及法律文件进行的谈判。

三是由广东控股（香港）经营班子与粤投经营班子就粤投收购粤港供水（控股）股权的条款及法律文件进行的谈判。

四是由粤港供水（深圳）经营班子与贷款银团就银团向粤港供水（深圳）提供相当于 1 亿美元的港元贷款的条款及法律文件进行的谈判。

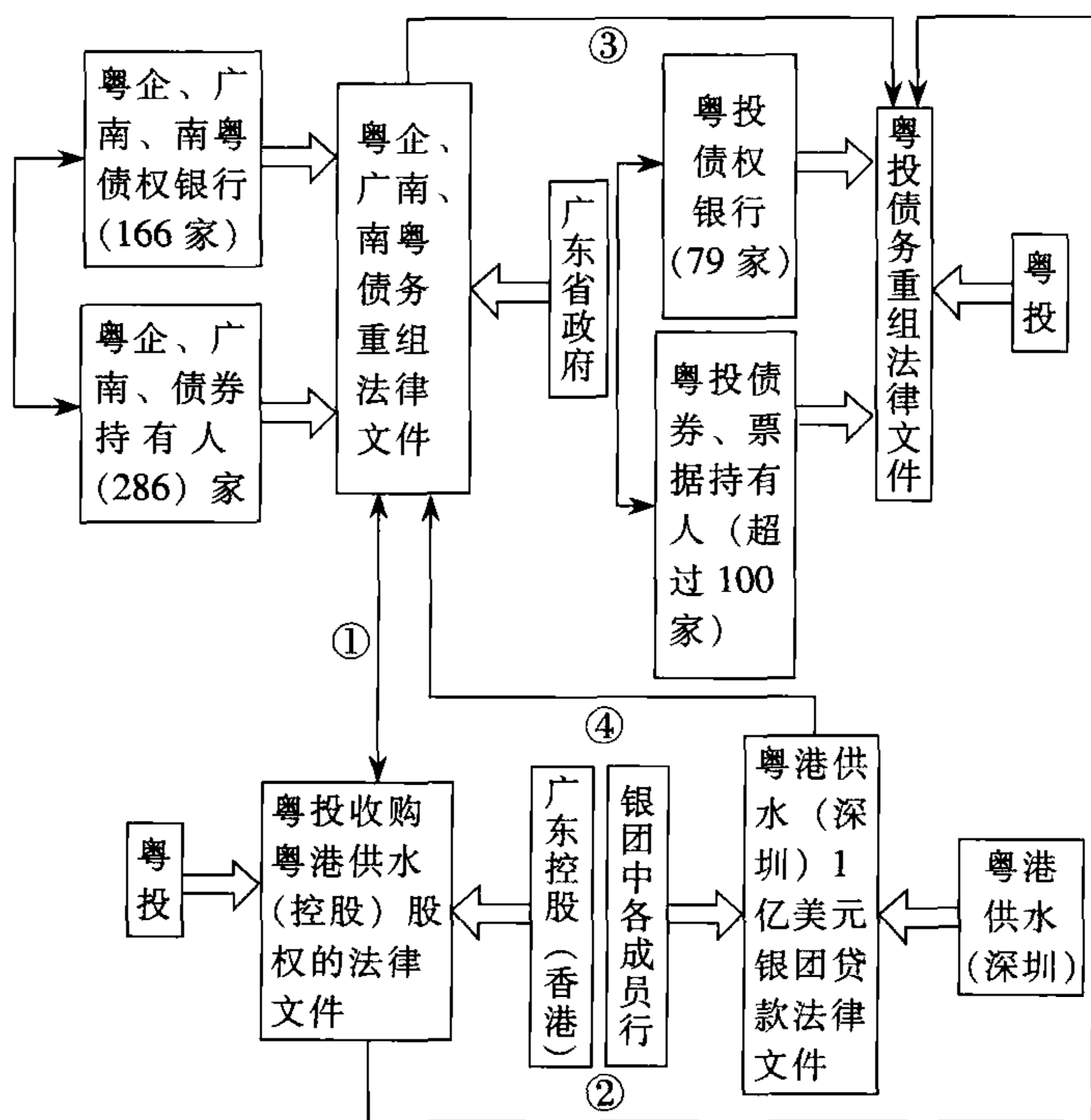
## 10.2 四组谈判的相互依存关系

一是粤企、广南、南粤 166 家债权银行和 286 家债券持有人和广东省政府就粤企、广南、南粤债务重组的条款及法律文件进行谈判，与粤投经营班子和广东控股（香港）经营班子就粤投收购粤港供水（控股）股份的条件和法律文件进行的谈判互为前提。原因是：广东省政府坚持一揽子解决方案的原则，如果粤企、广南和南粤债权银行、债券持有人与广东省政府不能就粤企、广南、南粤债务重组签署法律文件，广东省政府就不会将东深供水项目注入粤投。因为粤港供水（控股）的债券条件直接影响发债后的粤港供水（控股）股权的价值，所以如果粤企、广南、南粤债务重组方案定不下来，粤投收购粤港供水（控股）股权的谈判也无法进行。

二是粤投经营班子与广东控股（香港）经营班子就粤投收购粤港供水（控股）股权的条件与法律文件进行的谈判，是粤投债权银行与粤投经营班子就粤投债务重组条款及法律文件进行的谈判的前提。原因是：粤投债权银行、债券和票据持有人坚

持，签署粤投债务重组法律文件的前提条件是广东省政府将东深供水项目注入粤投。

三是粤企、广南、南粤债权人与广东省政府就粤企、广南、南粤债务重组条款及法律文件进行的谈判，是粤投债权银行与粤投经营班子签署债务重组法律文件的前提。这是因为：粤企、广南和南粤债权银行中有相当一部分同时也是粤投的债权银行，他们坚持：如果不能与广东省政府就粤企、广南、南粤债务重组达成一致意见，就拒绝参加粤投的债务重组。



注：图中圆圈内之数字代表四组谈判关系。

图 10.2 四组谈判的相互依存关系

四是粤企、广南、南粤债权人与广东省政府就粤企、广南、南粤债务重组达成协议，与贷款银团和粤港供水（深圳）就粤港供水（深圳）相当于 1 亿美元的港元贷款达成协议互为前提。

原因是：广东省政府坚持，如果不能就粤企、广南、南粤债务重组与粤企、广南、南粤的债权银行、债券持有人达成一致意见，东深供水（深圳）则没有必要向银团借1亿美元贷款。因为相当于1亿美元的港币现金是广南扩股的前提条件，如果银团各成员行不能与粤港供水（深圳）就相当于1亿美元的港元贷款达成协定，粤企、广南和南粤的债务重组也就无法完成（见图10.2）。

除此之外，粤企、广南、南粤债权银行与债券持有人，粤投债权银行与债券持有人之间也存在矛盾。债权银行坚持：广东省政府和粤投给债券持有人的条件不能优于债权银行；而债券持有人则强调自己的特殊性，要求得到比债权银行更好的条件。就同一问题面对立场不同的两个集团进行谈判，其困难程度是可想而知的。

### 10.3 谈判框架给谈判带来的困难

在“12·15 协定”明确的谈判框架中，广东省政府处在一个十分困难的境地。因为广东控股（香港）和粤港供水（深圳）在当时还都是计划之中、尚未成立的公司，它们与粤投经营班子和贷款银团的谈判都是由广东省政府出面来谈；另外，粤企、广南、南粤债权人，粤投债权人、粤投和贷款银团的利益是不一致的，有时甚至是相互冲突的，所以，广东省政府在一组谈判中过分强硬或让步太多，都会给其他另一组谈判造成不利的影响；同时，因为各组谈判之间存在相互依存、相互影响的关系，所以，每一组谈判都不能单独进行，广东省政府必须协调四组谈判的进度，统筹四组谈判的条款，即使每组谈判对手感到满意，又避免在重组中蒙受更大的损失，而且在时间上必须保证这四组谈判同时完成，并同时交割。

## 对“12·15 协定”的不同估价

2000年1月12日，粤海和南粤的126家债权银行在香港举行会议。会上，债权银行委员会的顾问——罗兵咸永道向全体债权银行的与会代表介绍“12·15 协定”的具体内容。第二天，由债权银行委员会的谈判小组、罗兵咸永道和安理分别召开了5次债权人的小组会议，就“12·15 协定”的具体内容做进一步解释，并回答有关问题。关于“12·15 协定”的基本条款，广东省政府和罗兵咸永道的解释完全一致，但对各项金融资产经济价值的估价以及重组债权的认定却存在一些差距，因而导致双方估计的削债率也有一些差距（见表11.1）。根据当时各新闻媒体对会议情况报道指出的资料推算，广东省政府估计的削债率高，而罗兵咸永道估计的削债率低。在对各项金融资产经济价值的估价上，除现金之外，罗兵咸永道的估计都比广东省政府的估计高。其中差距较大的有：

第一，关于粤投的股份。罗兵咸永道估计的粤投5.985亿股股份价值1.5亿美元，平均每股价值1.94港元；广东省政府估计的粤投5.9亿股股份的价值为1.05亿美元，平均每股价值1.36港元。

第二，关于粤港供水（控股）的债券。罗兵咸永道认为面值140亿港元、利率为8%、分10年期还本付息的粤海供水债

券的价值为 19.25 亿美元，比广东省政府估价的 14.50 亿美元高 4.75 亿美元。

第三，关于粤港供水（控股）19% 的普通股股权。罗兵咸永道认为粤港供水（控股）19% 的普通股股权价值为 1.5 亿美元，比广东省政府估价的 1.39 亿美元高 0.11 亿美元。

第四，关于广南 6.5 亿港元新债券。罗兵咸永道认为广南面值 6.5 亿港元新债券价值 0.84 亿美元，比广东省政府估价的 0.45 亿美元高 0.39 亿美元。

表 11.1 对“12·15 协定”的不同估价 单位：亿美元

	其他中介机构估计的经济价值	广东省政府估计的经济价值	差额
• 粤企及南粤	9.35	8.925	0.425
粤投股份 4.985 亿股	1.25	0.865	0.385
新公司面值 9.7 亿港元债券		1.25	0.04
新公司 50% 普通股		0.43	
房地产（香港）100% 普通股	8.10	2.38	
信托公司面值 3 亿美元债券和面值 7.75 亿港元债券		4.00	
• 粤港供水（控股）	21.00	16.07	4.93
粤港供水（控股）面值 140 亿港元债券	19.25	14.50	4.75
粤港供水（控股）19% 普通股	1.50	1.39	0.11
粤投 1 亿股股份	0.25	0.18	0.07
• 广南	1.84	1.45	0.39
现金 7.75 亿港元	1.00	1.00	0
广南面值 6.5 亿港元新债券	0.84	0.45	0.39
• 1999 年 7 月至 2000 年 3 月利息	2.00	1.85	0.15
合计	34.19	28.30	5.89
重组债权	43.26	44.91	-1.65
经济回收率	79.03%	63.02%	16.01%

第五，关于 1999 年 7 月以后的利息。罗兵咸永道计算的结果为 2 亿美元，比广东省政府计算的 1.85 亿美元多 0.15 亿美元。在“12·15 协定”中广东省政府与债权银行委员会商定：从 1999 年 7 月至 2000 年 3 月底的利息由广东省政府垫付，年利



率为7%；2000年3月以后，如果重组还未结束，则由广东省政府按年利率3.5%继续向银行支付债务利息。本来这是一笔死账，不应该双方有不同的计算结果。其原因可能是罗兵咸永道计算的结果包含了2000年3月份以后的利息。

与计算债权人得到的金融资产的价值相反，罗兵咸永道计算的重组债权为43.26亿美元，比广东省政府当时掌握的44.91亿美元少1.65亿美元。

上述两个方面因素，使得罗兵咸永道计算的债权人的经济回收率为79.03%，比广东省政府计算的63.02%高16.01个百分点。

显然，罗兵咸永道的解释被大多数债权银行接受了，因为人们没有见到在哪个新闻媒体上出现哪家银行的代表对罗兵咸永道的解释表示异议。这似乎是一个好的兆头：广东省政府与债权银行之间已经就重组谈判达成了基本一致的意见。

## “12·15 协定”之外的分歧和妥协

“12·15 协定”只是个框架协定，不解决以下一些具体问题，达不成债务重组的最后交易：

### 12.1 关于粤港供水（控股）债券的发行条件

广东省政府和粤企、广南债券持有人之所以没有签署“12·15 协定”，是因为在债券币种问题上存在分歧。债券持有人坚持粤港供水（控股）债券必须以美元币种发行，而且坚持在 10 年内分期偿还本金和年利率 8% 的条件；广东省政府则坚持：可以考虑债券持有人的要求，但因此引发的远期掉汇成本必须由债券持有人承担。双方一直僵持到 2000 年 3 月份。最后债券持有人开始让步，提出愿意通过适当降低债券利率和相应延长债券还本付息平均期限的途径分担一部分因发行美元债券而产生的远期掉汇成本。对此，广东省政府也表示可以考虑。最后，广东省政府与债券持有人委员会关于粤海供水（控股）债券条件的谈判结果是：专门为粤企、南粤债券持有人发行以美元为币种的 C 种债券 4 亿美元，同时相应减少相当于 4 亿美元面值的粤港供水（控股）A 种债券和 B 种债券的发行数额。C 种债券年利率为 7.30%，期限为 6.5 年，到期后一次性还本。按照当时港

元与美元远期掉汇市场的行情，据测算，广东省政府为这4亿美元债券做远期掉汇交易的成本为200万美元左右。这与1999年12月份时的4000万~5000万美元相比，广东省政府认为是可以接受的（掉汇成本下降的原因，除债券持有人让步之外，主要是远期外汇交易市场行情变化引起的）。同时，广东省政府认为这样做对债权银行方面也好交代，因为在前6.5年中，债券持有人不收回本金可以提高债权银行收回本金的安全系数。

但是，债权银行委员会却不这样认为。在他们的眼里，这对债权银行是不公平的。为什么债权银行拿到的粤港供水（控股）B种债券10年以后才能得到本金，而债券持有人得到C种债券却全部能在6.5年以后全部回收本金？他们既觉得无法在全体债权银行面前解释为什么接受这种明显不合理的条件，也不愿意在亚洲做出一个在企业重组过程中债券持有人可以优先于债权银行的先例。

另外，粤港供水（控股）债券的发行条件还直接影响粤港供水（控股）股权的价值，进而影响粤投的利益。所以，粤港供水（控股）债券的发行条件还必须得到粤投董事会、债权银行的同意。经过谈判，各方面的妥协结果是：C种债券的年限为7.5年，年利率为7%~7.25%，持有人和准确的年利率由粤企、南粤和广南的债权银行和债券持有人通过荷兰式竞投方式来决定。（见表12.1）

**表 12.1 供水（控股）债券发行条件**

	A组	B组	C组
币值	港元	港元	美元
面值（百万）	5.450	5.450	不超过400
利率（%）	8	8	7~7.25
年期	10	10	7.5
摊还本金	有	无	无

此外，各方面还一致同意：在东深供水项目“公司化”的过程中，粤港供水（控股）将发行面值等值约140亿港元的债

务交换债权人的部分债权。另外，供水公司将发行面值1亿美元的债券及有关资金一起交予广东省政府作为收购东深供水项目的部分作价。这些债务对粤投没有任何追索权。

## 12.2 关于非财务债权人债权的处理

非财务债权人主要由贸易债权人组成，约有1080家左右。其中索偿债务高于200万港元的有300家左右。总索偿金额达5.5亿美元。在处理非财务债权人方面，广东省政府及其顾问们面临的困难：

一是非财务债权人的索偿确认进度非常缓慢。到2000年4月中旬时，只有36家非财务债权人递交了债权文件，而且其中相当多的债权文件并不充分。

二是向如此众多的非财务债权人解释重组方案并逐一征得他们的同意将花费大量时间，而且最终结果还很难预料。其原因非财务债权人大多债权金额较小，重组成功与否对其中大多数债权人的财务状况影响不大；而且，这类债权人之间缺乏相互约束和影响的能力。

三是在非财务债权人当中有相当一部分是中国国内的企业，由于债权人得到的重组对价将是一块包括境外企业股权、外币债券和外币现金在内的“千层饼”，而且中国对境内企业在境外投资实行审批制度和对外汇流动实行管制，所以，中国非财务债权人收取重组对价必须得到中国政府有关部门的审批。然而，对如此众多的非财务债权人收取重组对价的要求进行审批将是一件十分困难的事情。

四是如果将非财务债权人都包括在债务交换和发行新债券的程式中，香港证监会方面将可能要求印制发行更详细的债务重组说明书，这将会推迟整个重组的进度。显然，这对广东省政府和债权人来讲都非常不利。

为了缩短时间，降低重组风险，高盛建议由新公司、信托公司承担非财务债权人的重组责任以及代非财务债权人取得有关重组对价，然后再由新公司、信托公司分别与非财务债权人算账，偿还其重组对价。对此，广东省政府和债权银行、债券持有人委员会三方都认为是个简单可行的办法，但却都犹豫不决。广东省政府认为，这样做的麻烦在于：第一，如果将来有法律依据要求索偿的债权多于现在掌握的数额，由此而产生的亏损势必会由新公司、信托公司承担；第二，处理非财务债权人的债务重组将会给重组后的粤海在管理上造成相当大的压力。债权人委员会对这种做法也表示担心，他们怕将来有法律依据要求索偿的债权少于现在掌握的数额，从而使相应的重组对价落在新粤海手中。

为了避免香港证监会把债务重组列为正式的公开发行，避免因撰写公开发行书而严重拖慢整个重组时间表，重组文件只能发给债权银行和债券持有人。对于非财务债权人，高盛建议由重组后的公司处理相应的债权索偿，其条件是由重组后的公司取得非财务债权人应该得到的重组对价。但是，由于债权人在债权登记过程中遇到很多有问题或没有充分证据的债权，债权银行和债券持有人一直想将某些财务债权人排除在重组之外。经过多番谈判，双方同意拨出相当于3.87亿美元面额债权的重组对价作为整个解决非财务债权人索偿的基础。这一安排相当于在当时对非财务债权人的债权估计金额的基础上打15%的折扣，并商定这些索偿权的分布为：信托公司2.68亿美元、新公司0.29亿美元、新粤海0.9亿美元。将来，如果非财务债权人的索偿多于上述金额，则分别由信托公司、新公司和新粤海负责偿还。

### 12.3 关于小额债权人的处理

小额债权人是指包括在非财务债权人之中、索偿额低于一定限额的债权人，这在非财务债权人中占绝大多数。如果在重组中

包括这些债权人，将会花费大量资源及时间。为此，广东省政府与债权银行和债券持有人委员会经过讨论，均同意从重组对价中以现金形式足额偿还小额债权人的债务。但是，对于小额债权人标准的界定，双方却存在分歧。因为在其他因素不变的情况下，把小额债权人的债权上限定得越低，以现金方式足额偿还债务的部分就越小，债权银行和债券持有人的经济回收率就越高，但这将需要取得更多非财务债权人对重组方案的同意，因此增大重组的风险；反之，把小额债权人的债权上限定得越高，以现金方式足额偿还债务的部分越大，债权银行和债券持有人的经济回收率越低，但这却可以减少与非财务债权人谈判的麻烦，加快重组进度，降低风险。所以，广东省政府建议上限为200万港元，而债权人委员会则认为应定为25万港元，双方意见存在较大分歧。

为了减低重组的复杂性，按照国际惯例，广东省政府和债权人委员会经过多次协商决定：把所有粤企、南粤及广南低于100万港元的非财务债权人界定为小额债权人，并从重组对价中划出0.2亿美元现金给新粤海处理这些债权人的索偿。这一安排实质上减少了重组对价中可供其他债权人分配的现金，并增加了小额债权人在重组中的回收。但是，如果在重组之后出现的小额债权人的索偿多于0.2亿美元，其多余的部分将由新粤海承担。（见表12.2）

表 12.2

小额债权人的处理

单位：万港元

	非财务债权	
	人数	索偿金额
低于 25 万港元	超过 880	5430
25 万 ~ 100 万港元	103	5400
100 万 ~ 200 万港元	41	5740
200 万港元以上	56	38 430
合计	1080	55 000

## 12.4 关于不参加重组债权的确认

不参加重组的债权是指比债权银行、债券持有人和财务债权人债权级别更高的债权，例如持续经营业务公司的贸易债权人的债权、应付税款、公司雇员的存款和福利金等。根据当时谈判双方掌握的未经确认的资料，不参加重组的债权共计 2.28 亿美元。其中包括：新公司 0.71 亿美元，大部分为活跃业务的贸易债权人，其中一部分为应付税项；地产公司 0.05 亿美元，大部分为个人购房抵押金，以及香港物业的预付款；信托公司 0.97 亿美元，大部分为个人存款、应付承建商款项，持续经营业务的贸易债权人的债权；还有应缴未缴的销售税、应付增值税、雇员的福利金及房屋基金等。依照香港法律，应该在分配重组对价之前，百分之百地偿还这些债务。对这些债务的性质进行核实、判断需要花费一定时间。

最后，广东省政府与粤企、南粤债权人委员会就上述问题达成了一致的意见。并且，双方还一致认为，有一些企业将会在重组后连同债权一起出售，因此要求将这些公司的银行债权从重组中剔除出来，相应的重组对价由新公司和信托公司拥有。这样安排基本上对债权人的经济回收没有影响，但却增加了新公司和信托公司所拥有的重组对价，并提高了其处理资产的灵活性。这种安排包括在新公司旗下的四间公司 0.33 亿美元的银行债权和在信托公司旗下两间公司 0.09 亿美元的银行债权。

## 12.5 关于担保公司的法律陷阱

在“12·15 协定”中，广东省政府承诺由担保公司为新公司和信托公司提供一定金额的担保。这种担保并不是新公司、信托公司清盘时才实现，而是在新公司、信托公司不能按时偿付本

息时，只要债权人要求，就必须履行的。这种架构隐含着一个法律陷阱，即：当新公司、信托公司不能按期支付债务本息，债权人要求担保公司履行担保责任时，担保公司可以向法院申请新公司、信托公司破产，从而使新公司、信托公司的债权人不敢要求担保公司履行担保责任。因此债权银行和债券持有人要求担保公司对新公司、信托公司的索偿权应排在债权银行和债券持有人的索偿权之后。显然，债权银行和债券持有人的要求是合理的。广东省政府同意了债权银行和债券持有人的意见。

## 12.6 关于广南的债务负担

按照“12·15 协定”，广南将发行面值 6.5 亿港元新债券。经过进一步的调查，广南管理层、董事会特别是董事会中的独立董事认为重组后的广南根本不具备偿还这笔债务的能力，如此重组后的广南依然是负资产。显然，这是谈判双方都不愿意看到的。就债权人来讲，重组后拿到手的面值 6.5 亿港元新债券没有实际价值；对广东省政府而言，这注定广南配股会失败。广南配股失败意味着广东省政府必须高价将应由公众购买的 25% 的部分买入，然后再以低于配股的价格卖出去。虽然谈判双方都认为广南的债务负担是个问题，但是一时还拿不出一个大家都可以接受的解决方案。

为了增加广南在重组后的商业活力及对投资者的吸引力，在债权人的强烈要求下，广东省政府决定用自己根据“12·15 协定”在重组中分配到的重组对价——面值 0.5 亿美元的粤港供水（控股）债券交给债权人，来代替“12·15 协定”中广南面值 6.5 亿港元的债券。

## 12.7 关于信托公司的债务分担

债权人对信托公司的债务分担同样感到忧虑。根据



“12·15 协定”，信托公司将发行面值 4 亿美元的债券（包括面值 3 亿美元的债券和面值 7.75 亿港元的债券）。为了保证信托公司能够真正履行负债承诺，广东省政府和债权人委员会商定：信托公司发行的债券由原来的 4 亿美元减至 2.6 亿美元，但信托公司需从其所得到的重组对价中拨出 1.15 亿美元的供水公司债券给债权人平均分配。因为在增加了债权人所得到供水公司债券的同时，相应减少了信托公司所发行的债券，所以，对各方面的经济回收率影响不大。

## 12.8 关于顾问费用的处理

从重组开始到正式签署协定，预计广东省政府要向其自己聘请的顾问和债权人聘请的顾问支付费用大约 1 亿美元。广东省政府根据国际惯例，要求把这部分支出作为粤企的债务参加重组；但是债权银行和债券持有人一直认为支付顾问费用是广东省政府的责任，不应参加重组，取得重组对价。经过协商，债权人委员会同意此项费用作为广东省政府的债权参加债务重组分配。

## 12.9 关于印花税的负担

按照“12·15 协定”，如果重组成功，大量资产将从粤企和南粤向新公司、信托公司转移。依照中国和香港的税法，这种转移必须缴纳印花税。交税的钱由谁来出呢？债权银行和债券持有人主张由新粤海或广东省政府来负担；广东省政府则认为还需要认真讨论。

最后，中国境内的印花税由中国政府有关部门予以批准免缴；香港的印花税则由粤企负责缴纳。

## 12.10 关于重组对价的储备

在前面曾经提到，如果重组成功，包括广东省政府在内的各方债权人都会得到一块的包括股票、债券、现金在内的“千层饼”，这块“千层饼”是重组对价的表现形式。重组对价的储备的用途是付给索偿金额明确但暂时没有申报的债权人。一般的大型企业重组，都会在重组成功后预留一部分重组对价，对此，谈判双方均没有异议。但是，因为存在个别债权人因各种原因不来索取重组对价的可能，所以，由谁来代为持有这些重组对价，谁就可能或多或少得到一些好处；反之，如果储备的重组对价比最后实际有索偿资格的金額少，也会引起一系列麻烦。

最后，谈判双方约定：按全部或然负债的余额预留重组对价，在一年零七个月之后，应付或然债务之后的剩余部分，再在全体债权人之间分配。

## 12.11 关于新公司、信托公司债务本金偿还进度

“12·15 协定”对新公司和信托公司债务本金的偿还规定了严格的时间进度。但是新公司和信托公司用现金偿还债务的能力完全取决于其资产变现的情况。如果在债务重组协定签署以后，新公司和信托公司完全按照还款进度变卖资产，可能会因社会上了解新公司和信托公司资产变现的迫切性而不能卖到更好的价钱。为此，广东省政府一直希望新公司和信托公司债务本金的偿还进度有一定弹性，以使新公司和信托公司有充分的时间和灵活性，尽可能实现其资产的最高价值。但是债权银行和债权人却始终坚持要求新公司和信托公司按照事先规定的时间分期以现金形式偿还债务本金。

后经谈判，债权人同意信托公司首年免付债券本金，第二年只付本金0.1亿美元。至于新公司的还债进度，仍维持“12·15协定”。

## 12.12 有抵押债权的处理

这是债权人之间的问题。经过长期争论，债权人之间达成了协定。其结果为首先估计抵押品的价值，然后将该公司的等同估值的债权转作该公司的债券（例如，若抵押品是香港物业公司的，则由香港物业公司发行与抵押品等值的香港物业公司债券；若抵押品是信托公司的，则付给债权人一部分信托公司债券或一部分供水公司债券），最后，该债权人可以放弃抵押，并将余下的超出抵押品价值的债权投入重组。这样处理的结果会提高有抵押债权人的经济回收率。因为绝大部分有抵押债权人均为银行，所以，实际上是提高了部分债权银行的经济回收率。（见图12.1）

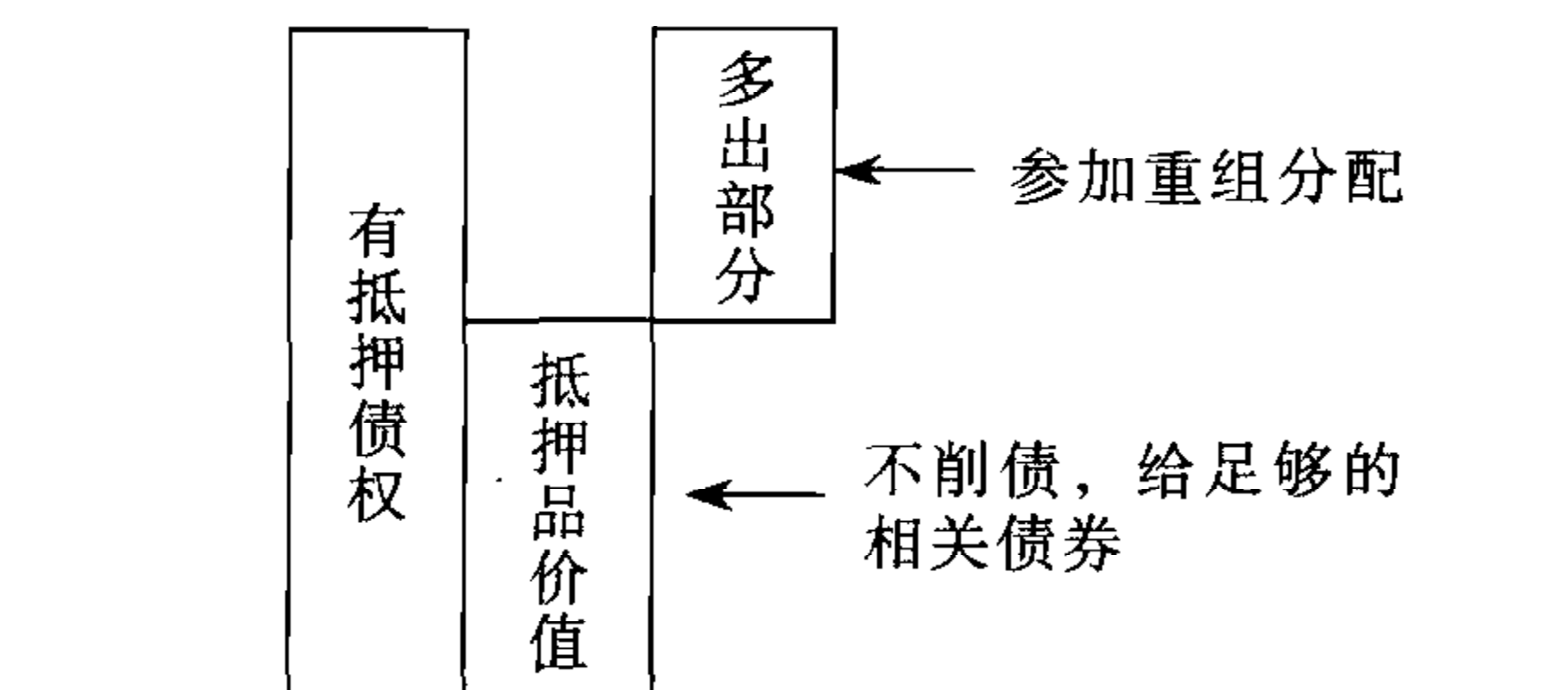


图 12.1 有抵押债权的处理

经过谈判，广东省政府和债权人委员会采用了债权人委员会的财务顾问提供的资料，作为抵押物的估计值。按照他们的估价，与抵押物的价值相对应，香港物业公司1.43亿美元债券，新公司0.18亿美元债券，信托公司为0.28亿美元债券，供水公司债券0.12亿美元将作为抵押品的对价付给抵押债权人。

### 12.13 关于新公司、信托公司资产的抵押

为了保障自己的权益，债权银行和债券持有人要求用新公司和信托公司持有的重组对价、应收款、直接投资和所有物业作为所有债务的固定担保。这个要求有其合理的一面，但也有不合理的成分。因为划到新公司和信托公司去的资产全部是以公司的形式进行的，而非财务债权人的债权又体现在这些公司身上。所以，如果用新公司和信托公司的资产做其负债的固定抵押，就意味着债权银行和债券持有人的债务优先于非财务债权人。这样，很可能会因为有违反公平原则引起法律问题，使重组功亏一篑。所以，广东省政府的顾问坚决反对。最后债权人委员会放弃了这一要求。

### 12.14 关于新公司、信托公司盈余现金的还款机制

与上述问题相关，重组完成以后，随着资产变现的进度，新公司和信托公司的变现账户会逐步积累一定数额的现金。债权银行和债券持有人要求新公司和信托公司盈余账户的现金必须百分之百地用于偿还债务。但是，广东省政府的顾问却坚持：在新公司和信托公司的盈余现金被用于支付债务本金之前，必须保留足够的现金以应付非财务债权人的索偿以及支付营运开支和周转金。

经过谈判，双方达成一致协定是：由双方财务顾问共同核定新公司、信托公司营运开支和周转金限额，超过限额的部分一律用于偿还债务。

## 12.15 关于新公司、信托公司财产的声明和担保

债权银行和债券持有人希望就新公司和信托公司资产的存在及可收回性寻求广东省的声明和担保，并且希望在声明和担保不准确时获得广东省政府的补偿。虽然有关公司的资产向新公司和信托公司转移是在广东省政府的顾问们的监管下进行的，但是，由于担心在长达近两年的暂停还债期间，可能会存在妨碍资产回收可能性的因素，所以，广东省政府及其顾问们只愿意为有关公司资产向新公司和信托公司转移提供声明和保证，而拒绝对新公司和信托公司的资产的存在和可收回性做出声明和担保。

最后，债权人委员会同意了广东省政府的意见。

## 12.16 关于粤投银行债务的重组

粤投银行债务重组内容的实质是制定一项非核心业务资产的处理计划，在用出售非核心业务资产的收入偿还部分直接债务的同时，用剩余的现金收入偿还剩余的直接债务和部分自理债务，以降低资产负债比率。“12·15 协定”签署之后，粤投管理层和粤投债权银行的分歧在于：

### 一、对资产出售计划之外收益的控制

债权银行提出：资产出售计划之外收益的 30% 必须用于加速偿还债务本金；剩余的 70%，粤投只能将其中 40% 用于发展非核心业务，其余 60% 必须用于发展核心业务。在“12·15 协定”中，粤投和其债权银行共同认定的核心业务是基建、旅游、房地产和酒店业。但是粤投管理层内部掌握的发展方向实际是基础设施、公用事业以及与基础设施和公用事业相关的高新技术产业。从有利于企业长期发展的角度来看，粤投管理层认为旅游、

房地产和酒店不应作为粤投的主营业务，只能作为现有的业务继续经营，而不作为今后的发展重点。至于其他业务，粤投管理层根本就没有发展的计划。因此，即使债权人不提出对资产出售计划之外的收益进行控制，粤投也不会将资金投资到非核心业务上去。在粤投的管理层心目中，重组后的粤投不是一个还债机器，而是广东省政府在香港的旗舰企业，为了使粤投有更大的发展余地，绝不能接受银行对粤投还债计划之外的收益的控制。

双方达成的最后协定是：粤投出售非核心业务所得现金的30%用作预还债务本金，余额可做投资用途；若投资非核心业务，投资额度不得超过核心业务有形资产总值的10%，而有形资产不包括东深供水项目的资产；当出现剩余资金时，粤投可以派发股息。

## 二、关于粤港供水（控股）的现金流量

按照财务预测，粤港供水（控股）每年可为粤投提供3500万美元的现金流。但是债权银行的顾问及粤投的财务顾问并不如此乐观，他们担心粤港供水（控股）能够提供的现金低于3500万美元，不能在偿还债券本息之后向粤投提供足够的现金流。因此，粤投的债权银行提出，低于3500万美元的部分要由广东省政府或粤投将来的控股公司——广东控股（香港）予以补足。对此，广东省政府持反对意见。

最后，粤投的债权银行放弃了这一要求。

## 三、关于银行贷款的债务重组（见表12.3）

粤投的直接债务约45.21亿港元，包括可换股债券、浮息票据及个别附属公司的债务，但不包括粤投对独立子公司向银行借款提供的担保。独立子公司的银行债务约港币22.7亿港元，其中约14.9亿港元有粤投提供担保。基于1999年12月16日粤投与债权银行委员会草签的没有法律约束力的重组框架协议，经过

6个月的谈判，粤投与银行委员会达成了重组细则。主要条款：第一，重组期为5年，需偿还20.35亿港元给债权银行，约为现时直接债务的45%；第二，重组费用为债务金额的1.5%，其中的1%将于重组协定签订后支付，余下的0.50%则于3年后支付，并按当时剩余的债务金额计算；第三，粤投通过资产出售计划偿还部分贷款本金。毕马威预计资产出售计划将为粤投提供约港币14亿元；第四，粤投为建业的附属公司——富艺所提供支援函的债务将由粤投承担；第五，利息为3个月同业拆息（HI-BOR/LIBOR）加237.5基点；第六，重组期为5年及按还款计划表偿还本金。

表 12.3 关于银行债务重组

<input type="checkbox"/>	粤投直接债务 45.21 亿港元。	
<input type="checkbox"/>	重组期 5 年。5 年内还直接债务约 45%，即约 20.35 亿港元。	
<input type="checkbox"/>	重组费用为债务金额的 1.5%，其中 1% 在重组协定签订后支付；余下的 0.5% 在 3 年后支付，并按当时剩余的债务金额计算。	
<input type="checkbox"/>	粤投通过出售非核心业务还款。	
<input type="checkbox"/>	利率为 3 个月银行同业拆息加 237.5 基点。	
<input type="checkbox"/>	还款计划：	港币（百万）
	日期	
	31/1/2001	80
	30/6/2001	80
	31/12/2001	95
	30/6/2002	95
	31/12/2002	550
	30/6/2003	550
	31/12/2003	160
	30/6/2004	160
	31/12/2004	265
	30/6/2005	余额（再融资）
<input type="checkbox"/>	独立子公司的债务独立重组	

## 12.17 关于粤投债券的重组计划

粤投管理层虽然与债权银行委员会就银行债务重组达成了最终谅解，但这并不意味着粤投债务重组的完成，因为债权银行与粤

投达成的最终谅解是以“给债券持有人的条件不得优惠于债权银行”为前提条件的。同时，作为粤投债务重组的重要组成部分，粤投管理层还必须与债券持有人的意见达成一致。粤投发行的、现时仍在市场上流通的可换股债券和可换股优先股分别为：

- 2000年9月25日到期的浮息票据。面额为0.06亿美元，年利率为伦敦银行同业拆息加1.3%。
- 2001年11月15日到期的浮息票据。面额为1亿美元，年利率为伦敦银行同业拆息加1.4%。
- 2001年12月15日到期的可换股债券。面额为0.27亿美元，约定换股价为1.6125~2.0港元，年利率5.5%。
- 2002年7月7日到期的可换股债券。面额为1.12亿美元，约定换股价为13.75港元，年利率1%。
- 2003年4月7日到期的优先股。面额为0.87亿美元；年股息率3.25%，如果到2003年4月7日，粤投仍不能赎回可转换优先股，其股息率则由3.25%提高到9.6%；约定换股价为4.02港元。

浮息票据的性质与银行贷款的性质大体相同，所以，浮息票据持有人只能接受粤投债权银行的谈判结果。但可换股债券和优先股的性质与浮息票据的性质不同，麻烦就出在这里：

### 一、关于2001年12月15日到期的可换股债券（见表12.4）

该债券由一家美国基金公司 Alexandra Fund 全部持有。粤投的顾问工商东亚就债务重组事宜与其反复进行商讨，Alexandra Fund 表示不会接受粤投提供给债权银行及其他债券持有人的债务重组方案，但愿意将其持有的可换股债券转为普通股，并提出希望在此交易中获得一定的利润。根据当初发债时的条款，2001年债券换股价不低于每股1.6125港元。如果满足 Alexandra Fund 的要求，换股价必须调至在现在市场价格的基础往下浮动。



表 12.4 换股价与有关各方持股比例函数关系示意表 (%)

债券 换股价 (每股港币)	于收购东江水后 (不含额外代价股份)				于收购东江水后 (含额外代价股份)			
	省政府及 有关人士	高盛	粤企 债权人	债券 持有人	省政府及 有关人士	高盛	粤企 债权人	债券 持有人
(1)	53.19	2.67	11.86	—	56.16	2.50	11.11	—
1.6125	51.81	2.6	11.55	2.59	54.80	2.44	10.84	2.43
1.2000	51.35	2.58	11.45	3.46	54.34	2.42	10.75	3.24
1.1500	51.28	2.57	11.43	3.60	54.27	2.42	10.73	3.38
1.1000	51.19	2.57	11.41	3.76	54.18	2.41	10.71	3.53
1.0500	51.10	2.57	11.39	3.93	54.09	2.41	10.70	3.69
1.0000	51.00	2.56	11.37	4.12	53.99	2.40	10.68	3.87
0.9500	50.89	2.56	11.35	4.33	53.88	2.40	10.65	4.06
0.9000	50.77	2.55	11.32	4.55	53.76	2.39	10.63	4.28
0.8500	50.63	2.54	11.29	4.81	53.63	2.39	10.60	4.52
0.8000	50.48	2.53	11.25	5.10	53.48	2.38	0.57	4.79

表面看来，粤投管理层面临两种选择，一是想办法弄些钱来，在2001年12月15日债券到期时将全部本息偿还给 Alexandra Fund；二是通过债换股解决债务重组问题。但实际上只有债换股一条路走。其原因是到期偿还债券本息会使 Alexandra Fund 得到的条件优于债权银行。债换股的好处是可以减轻对粤投现金流量的压力，降低粤投的负债率；坏处是广东省政府通过广东控股间接持有的粤投股份比例将被摊薄。而且换股价越低，广东省政府间接持有的股份比例就越小。因此，粤投管理层的谈判空间实际取决于 Alexandra Fund 的让步程度和广东省政府对其所持粤投股份被摊薄的容忍程度。粤投管理层要在这一区间寻求一个换股价的价格。换股价与广东省政府及有关人士持股比例的函数关系如表 12.4 所示。

表中 1.6125 港元一股的换股价是在发行 2001 年债券时已经在合同中约定好的，因此，无论如何，Alexandra Fund 都有权利在 2001 年 12 月 15 日到期前实施这一约定。所以由此而摊薄的广东省政府的股权（从 53% 摊薄到 51.81%）不应视为粤投债

务重组的代价。而低于每股 1.6125 港元的各种情况，才是真正因粤投债务重组而付出的代价。现在，谈判双方的分歧在于：广东省政府希望在每股 1.20 ~ 1.6125 港元之间寻求一个债换股价格，以避免手持股份过分摊薄；而 Alexandra Fund 则希望在粤投现时市场价格的基础上往下浮动，确定债换股的价格，以达到获取一定利润的目的。显然，双方的差距太大了。由于 Alexandra Fund 在美国注册，不受香港金融监管部门的监管，与粤投的债权银行也没有大量业务往来，所以，粤投管理层难以向 Alexandra Fund 施加影响和压力。

最后的谈判结果是：将到期日延长至 2005 年 6 月 30 日；在重组签字 6 个月内换股价为 1.20 港元。6 个月之后的 18 个月之内，换股价为换股日前 5 个交易日之平均收市价的 91%，但最低不得低于 0.80 港元。年利率为：在 2001 年 12 月 22 日前为 5.50%；2001 年 12 月 22 日后为伦敦银行同业拆息加 2.375%；在粤投欠银行的直接债务本金偿还 10 亿港元之后，为伦敦银行同业拆息加 2.00%。在 2001 年 3 月 22 日到 2001 年 6 月 22 日之间，新粤海有权按照比票面价高 6% 的价格硬性回购。

## 二、关于 2003 年 4 月 7 日到期的可转换优先股

优先股持有人在 2003 年 4 月 7 日到期之前，只能拿到每年 3.25% 的股息。而且，按照发债时的约定，经过过去两年大幅拨备，粤投在 1999 年底的累计亏损为 38.4 亿港元，在粤投没有用新的盈利把累计亏损弥补之前，无须支付优先股的股息，即使在 2003 年 4 月之前，亦无法赎回优先股。虽然股息到 2003 年 4 月 7 日以后可以提高到 9.6%；对于粤投管理层而言，到 2005 年 10 月，优先股的包括赎回溢价及累计股息在内的回购代价约为 13 亿港元，这笔支出将给粤投债务重组的再融资造成沉重压力，另外，按粤投的公司章程规定，在没有派发优先股股息之前不能派发普通股股息，所以，如果不能将优先股变成股份，粤投股价将

长期受负面影响。显然，这与广东省政府重组粤投的初衷相违背。

广东省政府认为：2003年4月7日到期的可转换优先股属于股本，而不属于债务，为了不影响整体重组，可以把其搁置于整体债务重组之后处理。粤投的董事会和粤投的债权人同意广东省政府的意见。

### 三、关于2002年7月7日到期的可换股债券

和 Alexandra Fund 相比较，该债券持有人的谈判地位就不大相同。因为当初发债协定确定的换股价为 13.75 港元，与现时市价 1.15 港元相比实在太高了。广东省政府无论怎么大方，也不会把换股价降到 1.15 港元左右。对此，2002 年债券持有人的谈判代表实际上只有一种选择，即接受与债权银行同样的债务重组条件，只是因为 2002 年债券持有人较多，尚需一段时间才能沟通一致罢了。

最后，2002 年 7 月 7 日到期的可换股债券持有人同意按照粤投债权银行的条件参加重组。

### 四、关于浮息票据

因为浮息票据的性质与银行债权相同，所以浮息票据的持有人同意按照粤投债权银行的条件参加重组。

## 12.18 关于重组债权的变化

经过反复协商，参加重组的债权从 1999 年 12 月 15 日的 44.91 亿美元增加到 49.4 亿美元，其中几项重大变化有：

### 一、关于某银行没收了广东省政府的现金抵押 0.77 亿美元

在重组前，为支援粤海，广东省政府将 6 亿人民币存在某银行广州分行作为抵押，某银行香港分行将 0.77 亿美元借给了粤

海。按照原来的协商结果，粤海欠某银行香港分行的0.77亿美元借款由某银行香港分行作为债权人参加债务重组，对某银行香港分行因此产生的损失再由广东省政府予以赔偿。“12·15 协定”以后，某银行将广东省政府为协助粤企借款而抵押的6亿人民币与粤企的借款0.77亿美元对冲了。其结果，是债权银行参加重组的债权减少0.77亿美元，而广东省政府在重组中的债权增加了0.77亿美元。

## 二、关于广东省政府为重组粤海而垫付的顾问费用

预计到2000年12月15日重组签约后以及此后的善后期间，广东省政府共需为自己的顾问团和债权人的顾问团支付顾问费1亿美元左右。经过协商，债权人委员会同意此项费用作为重组债权参加债务重组。

## 三、关于广东省政府为粤海垫付利息金额的增加

“12·15 协定”规定，在重组结束时，广东省政府用现金向债权人支付1999年7月1日到2000年3月底的债务利息1.85亿美元。由于重组延长到2000年12月15日，所以，广东省政府垫付的利息增加了1.08亿美元。这导致广东省政府参加债务重组的债权相应增加。

## 12.19 关于银行债务重组的附加条款

因为东深供水贡献的现金流对粤投重组工作至关重要，所以，虽然粤投债权银行委员会不再要求粤投或省政府对现金流作出承诺，但却提出以下要求：第一，粤港供水（控股）的债务对粤投没有任何追索权；第二，东深供水项目的条款如有任何重要修改，将影响粤港供水（控股）向粤投提供的现金流时，必须得到粤投债权银行委员会一致同意；第三，东深供水第四期工

程必须以定期、定额、定量总承包的方式执行，以避免因第四期工程预算超支给粤投带来负担；第四，若东深供水项目需要粤投的现金支持，粤投必须取得粤投债权银行委员会一致通过后方可进行，否则粤投需得到半数以上的粤投债权银行同意。但粤投通过配股所筹措的资金投入东江水项目，毋须粤投债权银行委员会的批准；第五，若粤港供水（控股）的债券及债务出现违约，粤投的债权银行有权终止与粤投签订的重组协定并要求即时还款；第六，出现违约情况时，广东省政府将收回供水公司的特许经营权，粤投债权银行有权终止重组协定并有权要求即时还款。

## 中国政府的支持

除以上一系列分歧需要谈判解决之外，还有相当多的谈判结果需要得到中国政府和广东省政府有关部门的批准，其复杂程度不亚于一个大型国营企业在海外上市时的审批程式，主要有：

- 国务院和国家发展计划委员会对设立广东粤港供水有限公司的批准。
- 国家发展计划委员会对东深供水第四期改造工程可行性研究报告的批准。
- 国家对外经济贸易合作部对成立广东控股有限公司的批准。
- 国家对外经济贸易合作部对成立粤港供水（控股）有限公司的批准。
- 广东省政府将东深供水工程作为国有资产注入广东粤港投资控股有限公司的批准。
- 广东省工商行政管理局对供水公司名称的核准。
- 广东省财政厅对东深供水资产评估结果的确认。
- 国家外汇管理局对设立广东控股有限公司和粤港供水（控股）有限公司外汇资金来源和外汇风险的审查和核准。
- 中国证监会对粤投收购东深供水项目权益的批准。

- 国家税务总局对房地产权属转移免征契税的批准。
- 国家对外经济贸易合作部对供水公司合同和章程的批准。
- 国家发展计划委员会对调整供水公司投资总额的批准。
- 国家外汇管理局对粤港供水（控股）公司以期票形式提供股东贷款，供水公司以外汇支付供水项目的收购价格，向广东控股注入供水控股期票和1亿美元优先供水期票、供水公司在香港开立并保持若干银行账户、供水公司将水费收入存放于该等账户、供水公司对供水债券提供担保等事项的批准。
- 国家对外经济贸易合作部对广东控股有限公司将其在粤港供水（控股）中81%的股份转让给粤投、19%股权转让给债权人的批准。
- 国家对外经济贸易合作部对粤港供水（控股）质押其在供水公司中的股权的批准（担保粤港供水（控股）在发生转让事件时将其在供水公司中99%的股权转让给广东粤港投资控股有限公司的义务）。
- 国家财政部、税务总局对粤港供水（控股）提供给供水公司的股东贷款和供水公司的8亿港元银行贷款的利息付款免征预提所得税的批准。
- 国家财政部、税务总局对供水协定、供水工程转让合同、资产租赁合同和土地租赁合同免征印花税的批准。
- 国家财政部、税务总局对粤港供水（控股）公司的股东贷款合同及供水公司的8亿港元银行贷款合同免征印花税的批准。
- 国家财政部、税务总局对供水公司所得税两年免征、三年减半征收的批准。
- 深圳市财政局对粤港供水（控股）提前收回在供水公司的资本投资（注册资本）的批准。

- 深圳市地方税务局对供水公司在上述所得税“两免三减”之后继续享受有其出口收入占总收入70%或以上的年度内最多征收10%所得税的批准。
- 深圳市地方税务局对供水公司免征城市维护建设税的批准。
- 国家财政部、税务总局对供水公司作为供应未经处理的天然水的企业免征增值税和营业税的批准。
- 深圳市外汇管理局对粤港供水（控股）股东贷款和8亿港元银行贷款办理登记手续和领取相应的外债登记证书的批准。
- 深圳市外汇管理局对供水公司为粤港供水（控股）的信贷、债券和掉期债券提供保证，在其港币水费收入及其某些银行账户上设立担保进行登记和领取相应对外担保登记证书的批准。

以上这些需要获得批准的文件，在2000年6月份开始陆续由粤企报到中国政府及广东省政府有关部门，在2000年12月22日债务重组交易结案、交割之前，均获得了批准。这足以表示中国政府和广东省政府对粤海债务重组的高度支持以及对境外债权人权益的极其关注：

一是关于国家发展计划委员会和对外经济贸易合作部对粤港供水（控股）以期票形式向粤港供水（深圳）提供注册资本的股东贷款的批复，开创了中国境内的首例。因为粤企正在进行重组，无法拨出现金作为粤港供水（控股）注入粤港供水（深圳）的注册资本及股东贷款，只能通过发行两张期票来代替。按照中国的有关规定，注册资本及股东贷款必须通过验资才可以得到确认，否则，粤港供水（深圳）的收益将来就不能派发给其股东。中国政府有关部门对该问题的批准，显然是一种创新。

二是关于国家财政部、税务总局和地方税务部门对有关免税问题的批准。包括国家税务总局对房地产权属转移免征契税的批



准；国家财政部、税务总局对粤港供水（控股）提供给供水公司的股东贷款和供水公司1亿美元银行贷款的利息付款免征预提所得税的批准，对供水协定、供水工程转让合同、资产租赁合同和土地租赁合同免征印花税的批准，对供水公司所得税两年免征、三年减半的批准，对供水公司按供应未经处理的天然水的企业免征增值税和营业税的批准（实际上供水公司供给香港的水是经过处理的）；深圳市财政局对粤港供水（控股）提前收回在供水公司的资本投资的批准；深圳市地方税务局对供水公司在上述所得税“两免三减”之后继续享受其出口收入占总收入70%或以上的年度内最多征收10%所得税的批准。所有这些，都意味着中国及其地方政府在经济上做出巨大牺牲，其目的在于增加供水公司的现金流，把债权人的损失减到最低限度。

三是这众多的项目在不到一年的时间里全部得到批准，没有中国政府和广东省政府的特别关注是根本不可能完成的。

# 第14章

## 最终重组协定

2000年12月22日，广东省政府与占银行债权金额98%的债权银行和占债券金额99%的债券持有人签署了粤海债务重组的最终协定。最终协定的主要内容：

### 14.1 水项目注入操作过程

#### 一、操作1

由广东省政府在境内注册成立全资控股企业——广东控股

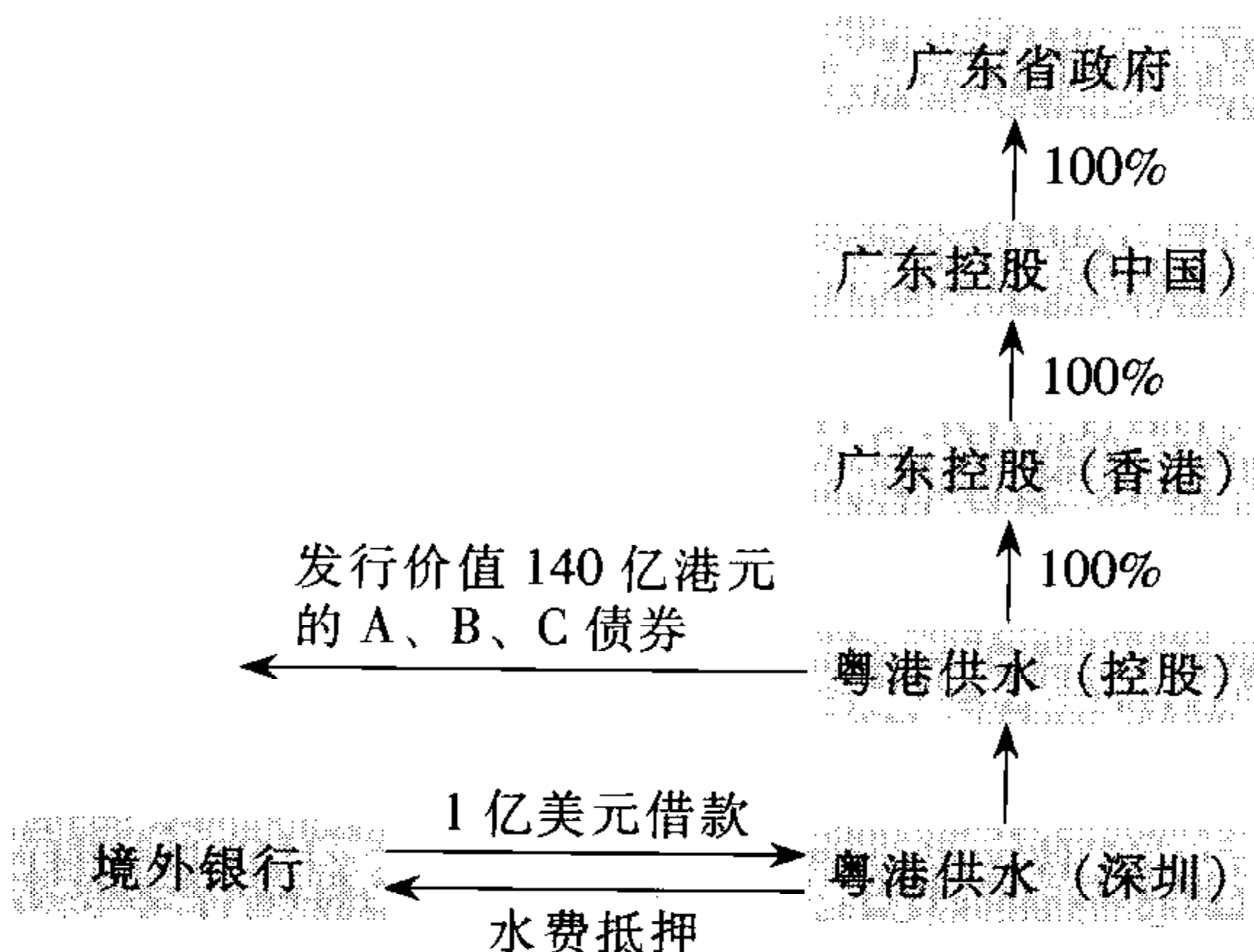
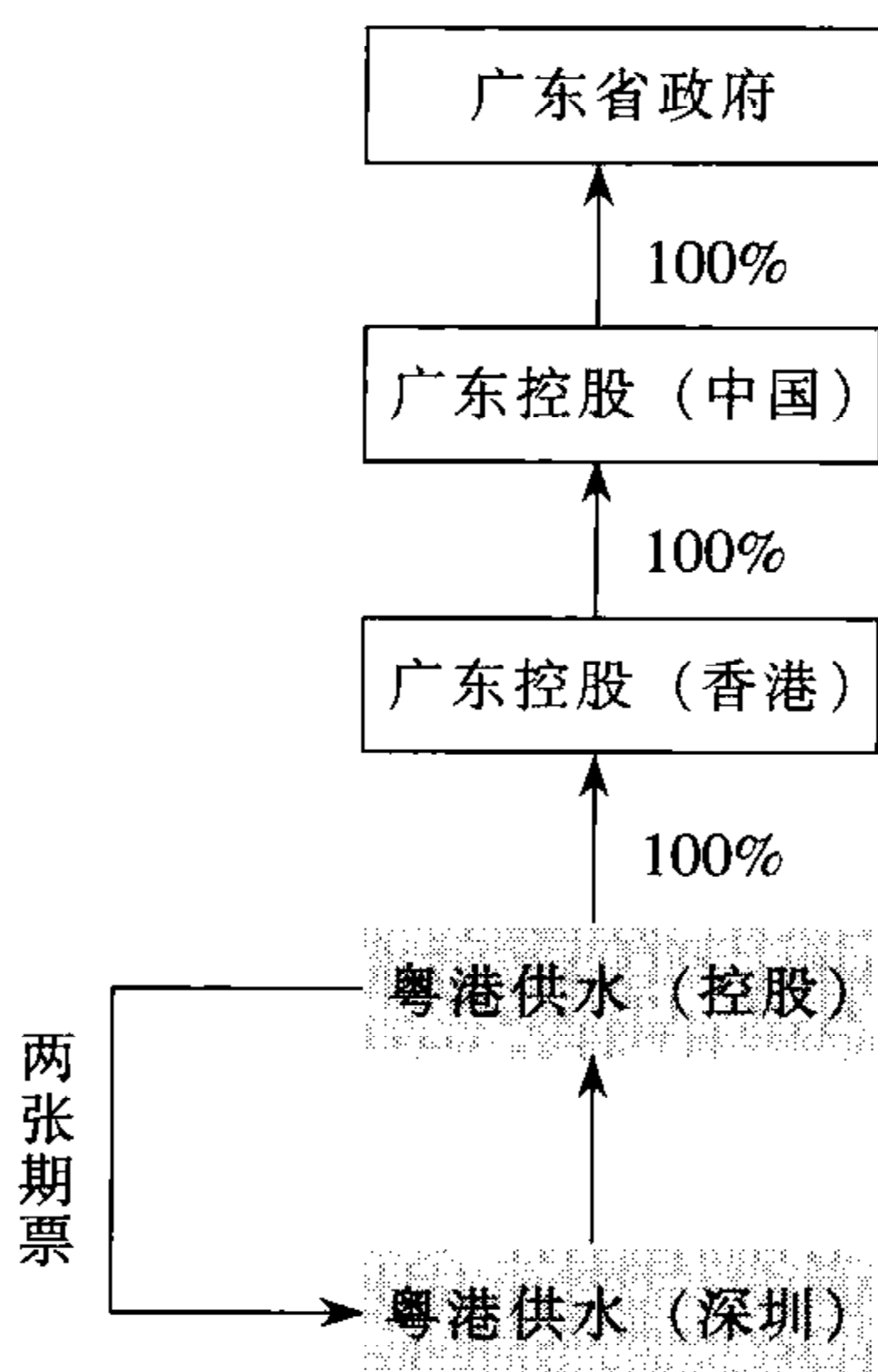


图 14.1 水项目注入操作过程 1

(中国); 由广东控股(中国)在香港注册成立全资控股企业——广东控股(香港); 由广东控股(香港)在开曼群岛注册成立全资控股企业——粤港供水(控股); 将东深供水项目改造注册为粤港供水(深圳), 并由粤港供水(深圳)向境外银行借入相当于1亿美元的港元现金。

## 二、操作2

粤港供水(控股)用1张面值61.16亿港元的期票作为注册资本、1张面值140亿港元的期票作为股东贷款换取粤港供水(深圳)100%的股权; 两张期票的总面值201.16亿港元, 折合美元26.8亿。

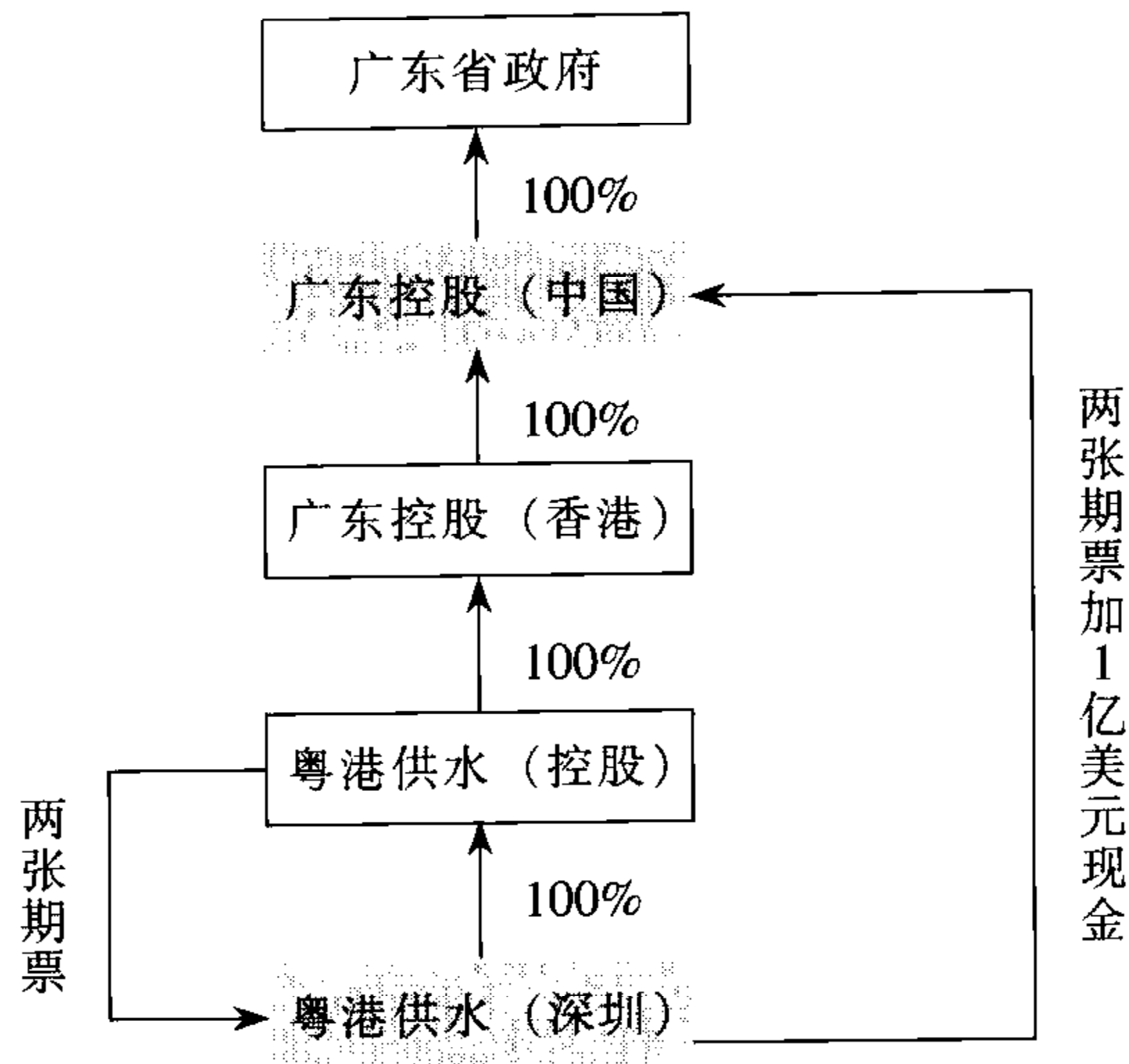


注: 图中的灰方格及粗线箭咀表示相关的操作过程。

图 14.2 水项目注入操作过程 2

## 三、操作3

粤港供水(深圳)将两张期票加1亿美元现金作为广东控股(中国)出售水项目的对价交给广东控股(中国)。

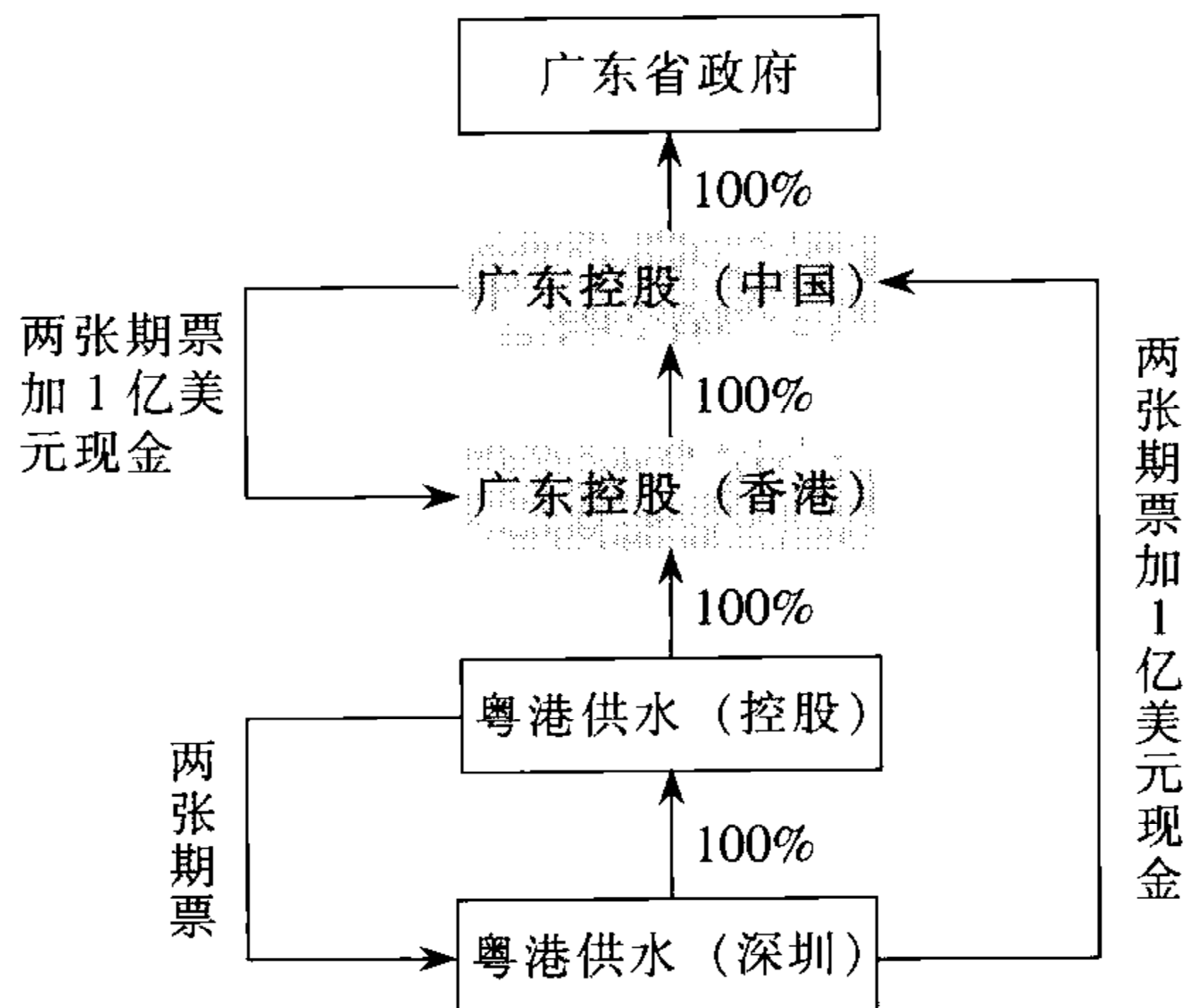


注：同图 14.2。

图 14.3 水项目注入操作过程 3

#### 四、操作 4

广东控股（中国）用两张期票加 1 亿美元现金作为注资转给广东控股（香港）。

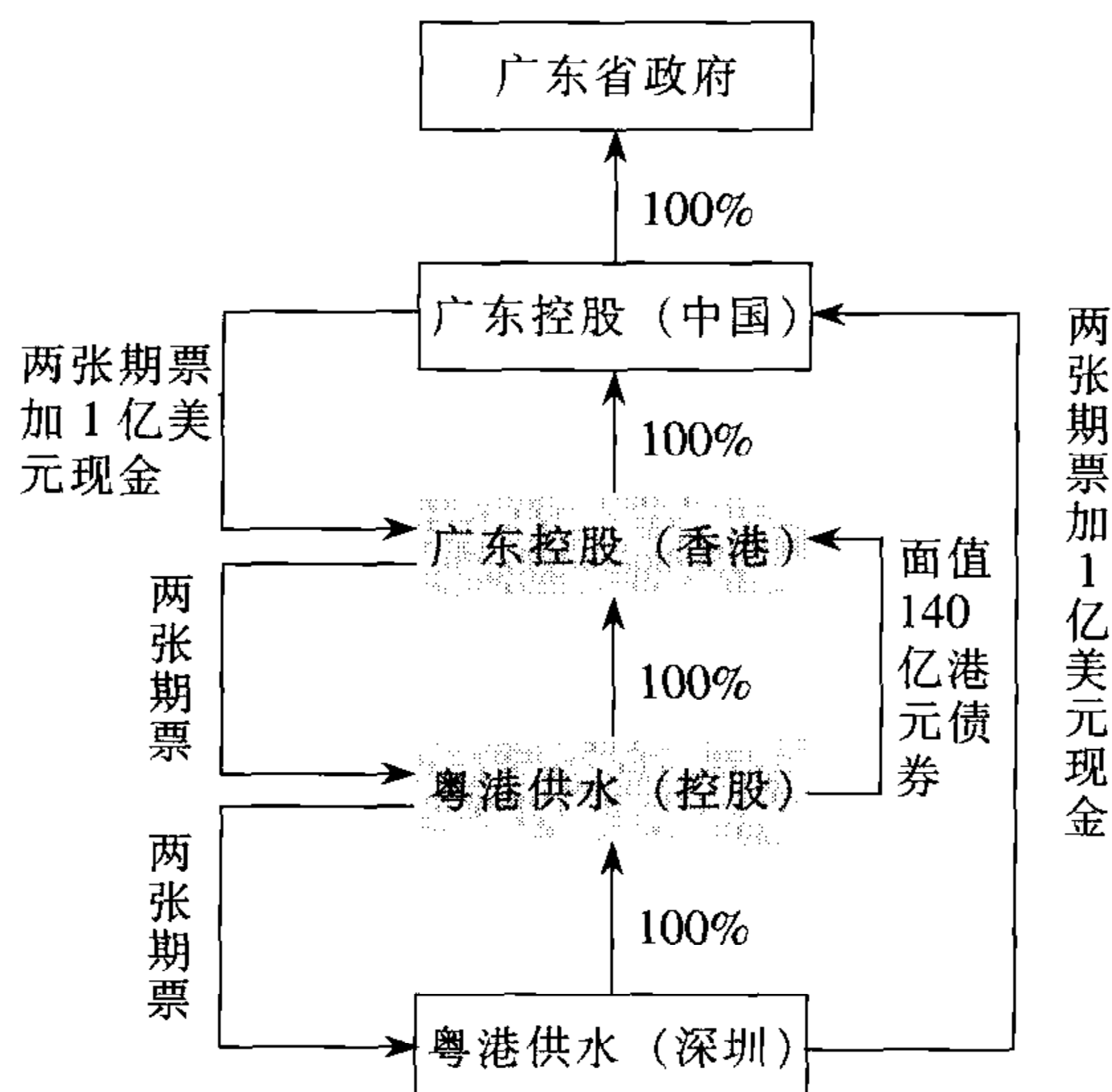


注：同图 14.2。

图 14.4 水项目注入操作过程 4

## 五、操作 5

广东控股（香港）用 1 张面值为 61.16 亿港元的期票作为注资转给粤港供水（控股），用另 1 张面值为 140 亿港元的期票换取粤港供水（控股）发行的面值 140 亿港元的 A、B、C 类债券。1 亿美元现金留在广东控股（香港）。粤港供水（控股）将原来由它发出的两张期票注销。



注：同图 14.2。

图 14.5 水项目注入操作过程 5

## 14.2 水项目注入的结果

经过上述操作，广东控股（香港）手中有 1 亿美元现金和面值 140 亿港元的债券；粤港供水（深圳）手中有 140 亿港元的股东贷款和 61.16 亿港元的注册资本。（见图 14.6）

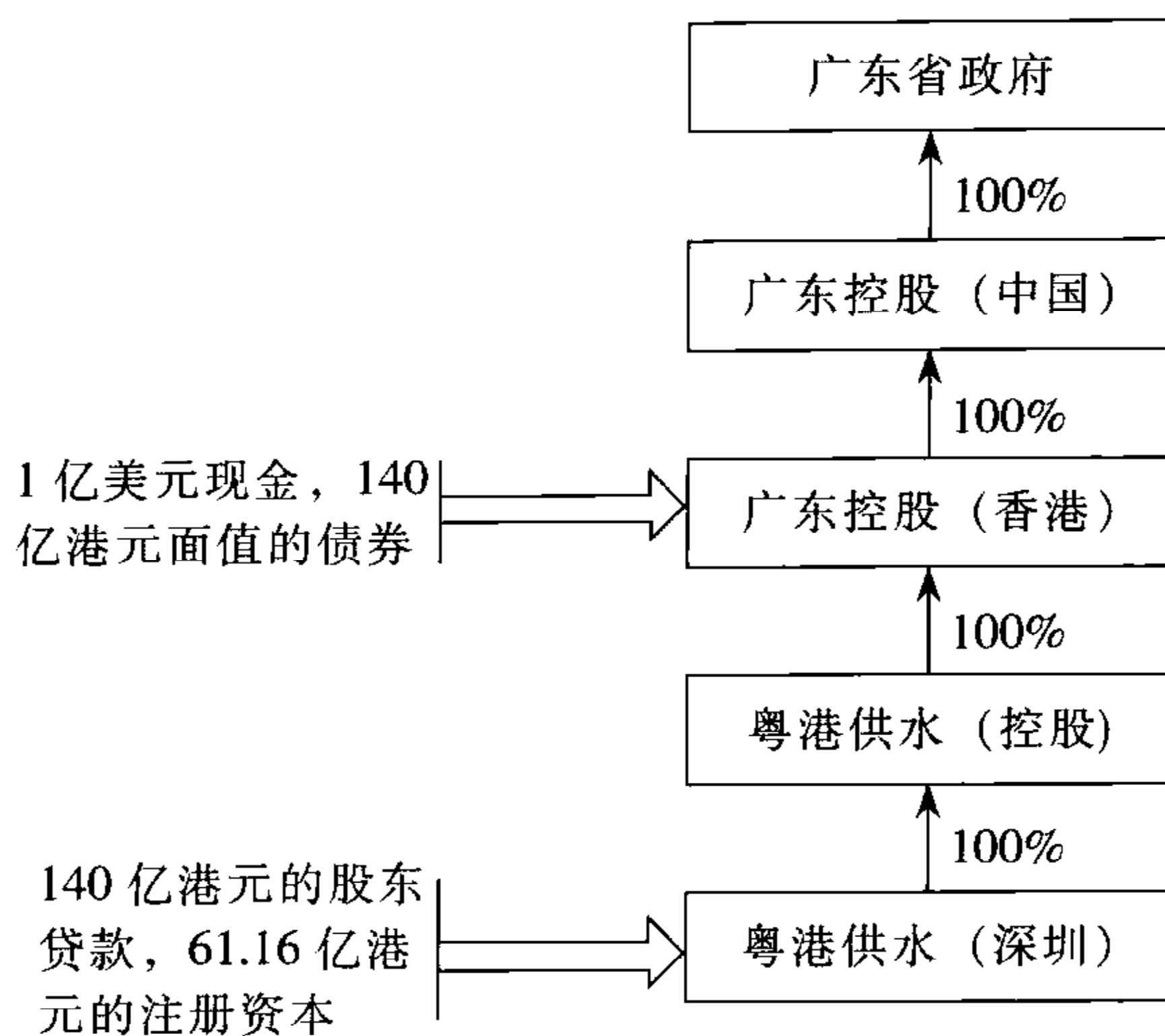
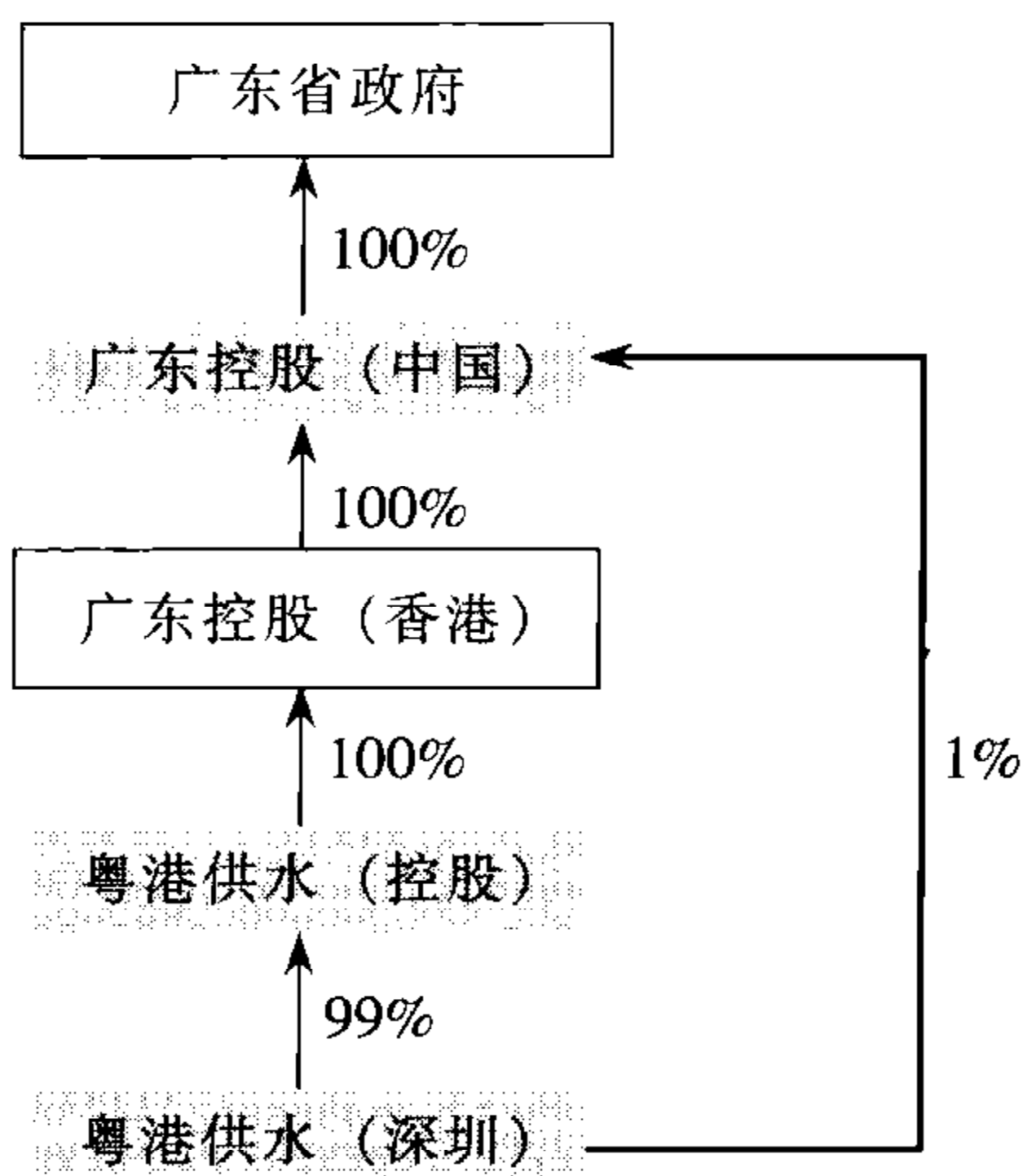


图 14.6 水项目注入结果

### 14.3 将粤港供水（深圳）变为合作公司

这一结构的变化是基于粤港供水（深圳）正常经营必须依赖广东省政府支持的判断和增加粤港供水（控股）现金流量而进行设计的；粤港供水（深圳）成为中外合作公司为粤港供水



注：同图 14.2。

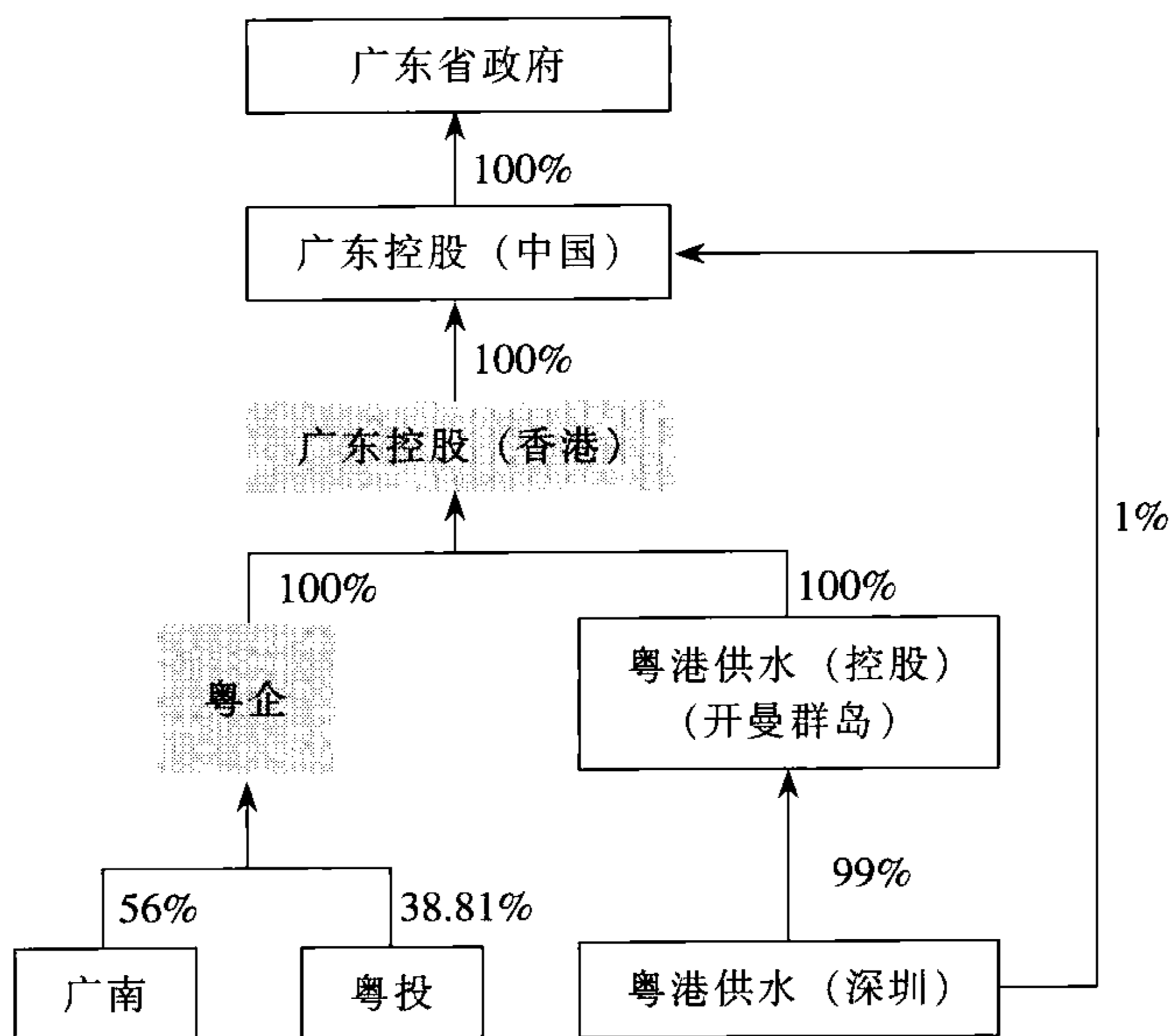
图 14.7 将粤港供水（深圳）变为合作公司

(控股) 提前回收其在粤港供水 (深圳) 中的资本投资创造了条件。(见图 14.7)

## 14.4 粤企和南粤重组交易过程

### 一、交易 1

广东省政府将粤企的股权 100% 划归广东控股 (香港) 持有。

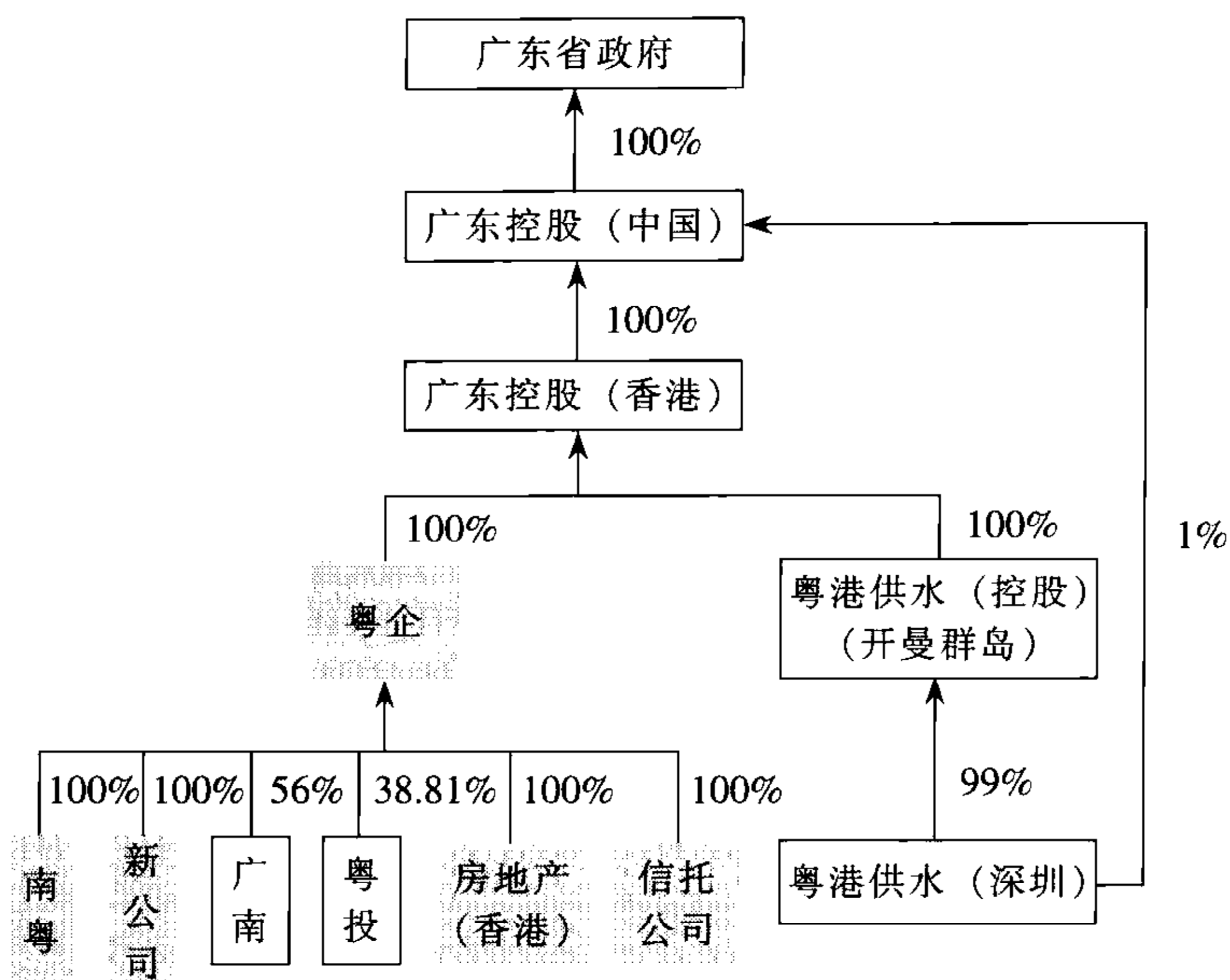


注：图中的灰方格及粗线箭头表示相关的交易流向。

图 14.8 粤企和南粤交易过程 1

### 二、交易 2

粤企以名义代价收购南粤，南粤的负债作为粤企的一部分进行重组；粤企在开曼群岛注册成立三家公司，包括：持有粤企及南粤部分营运中业务的新公司，持有粤企和南粤香港房地产业务的房地产公司，持有未转入上述两公司的资产的信托公司。



注：同图 14.8。

图 14.9 粤企和南粤重组交易过程 2

### 三、交易 3

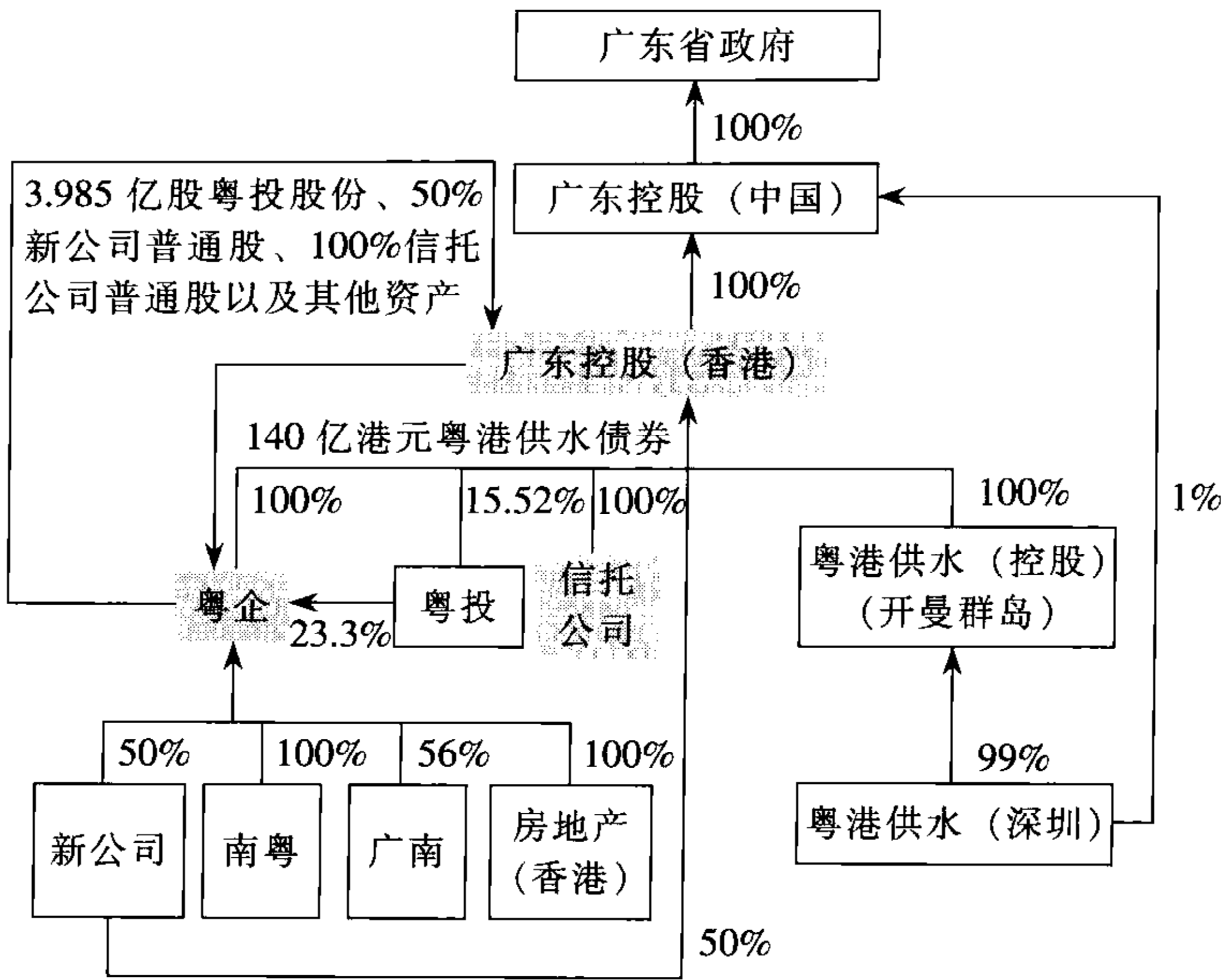
广东控股（香港）将面值 140 亿港元的粤港供水（控股）债券转到粤企，换取大约 3.985 亿股粤投股份、50% 新公司普通股、100% 信托公司普通股以及其他资产。

### 四、交易 4

粤企、南粤和广南债权人以其全部债权换取：粤港供水（控股）面值为 140 亿港元的债券、粤港供水（控股）19% 的普通股、5.985 亿股粤投股份、新公司 50% 普通股、新公司面值 9.7 亿港元债券、房地产公司 100% 普通股、信托公司面值 2.6 亿美元的港元债券。

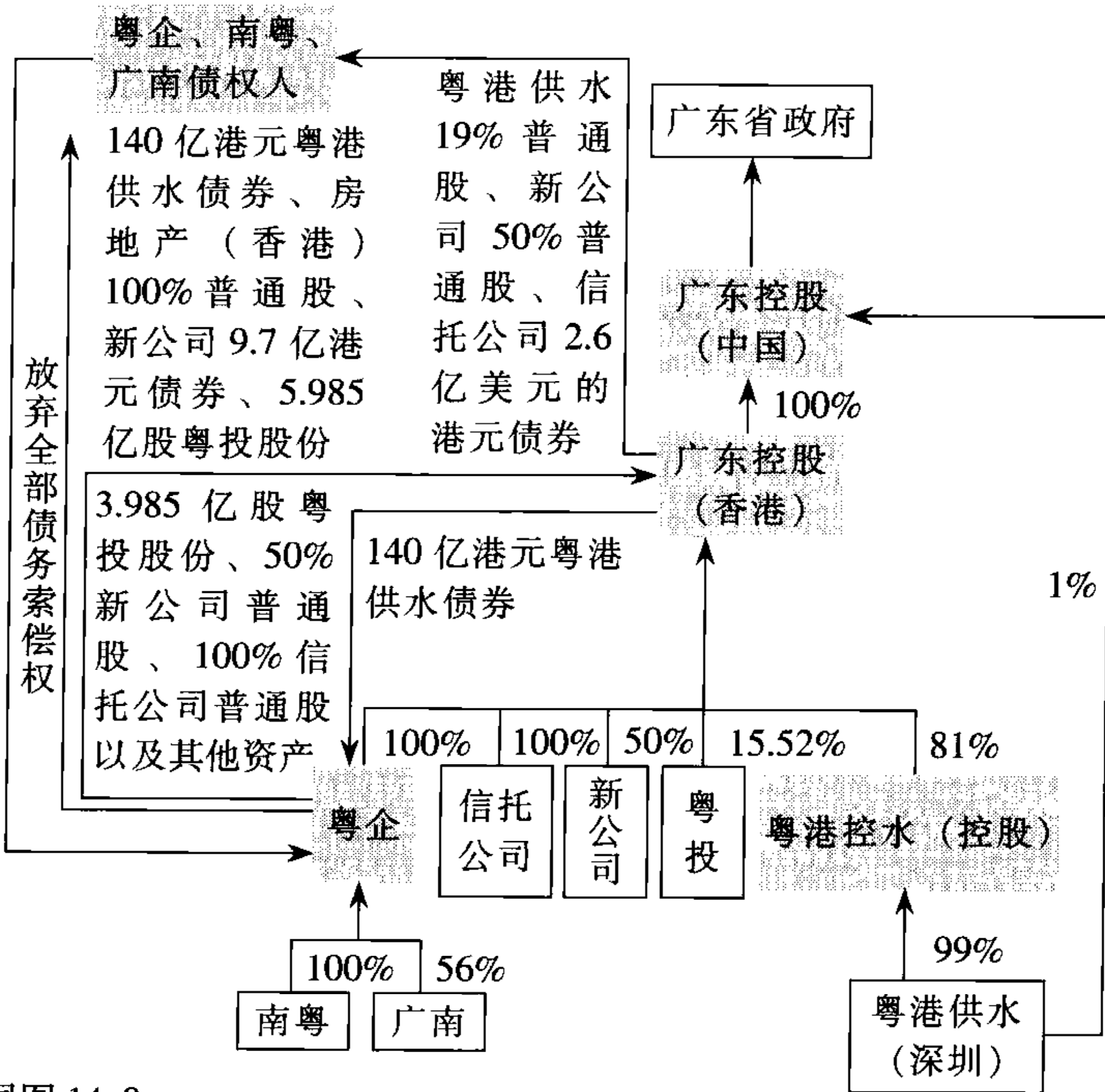
粤港供水（控股）债券条款见第 12 章 12.1 节；新公司债券面值 9.7 亿港元，年利率 8%，期限为 5 年；信托公司面值 2.6 亿美元的港元债券的年利率为 5%，期限为 5 年。





注：同图 14.8。

图 14.10 粤企和南粤重组交易过程 3



注：同图 14.8。

图 14.11 粤企和南粤重组交易过程 4

## 14.5 广南重组交易过程

### 一、交易 1

广南将其非核心业务转移到广南资产管理公司，留下食品和超市业务作为经营重点。

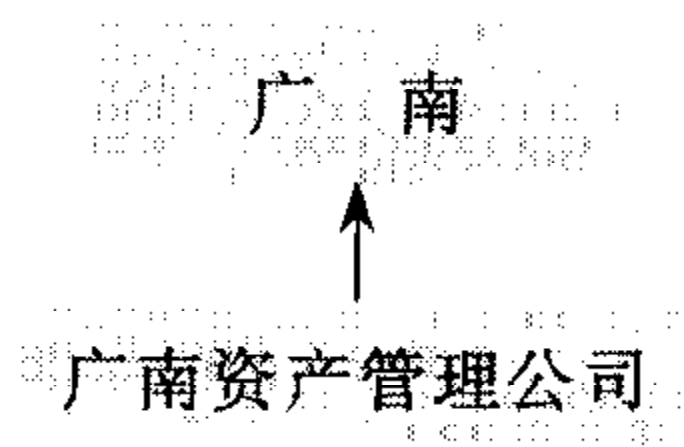
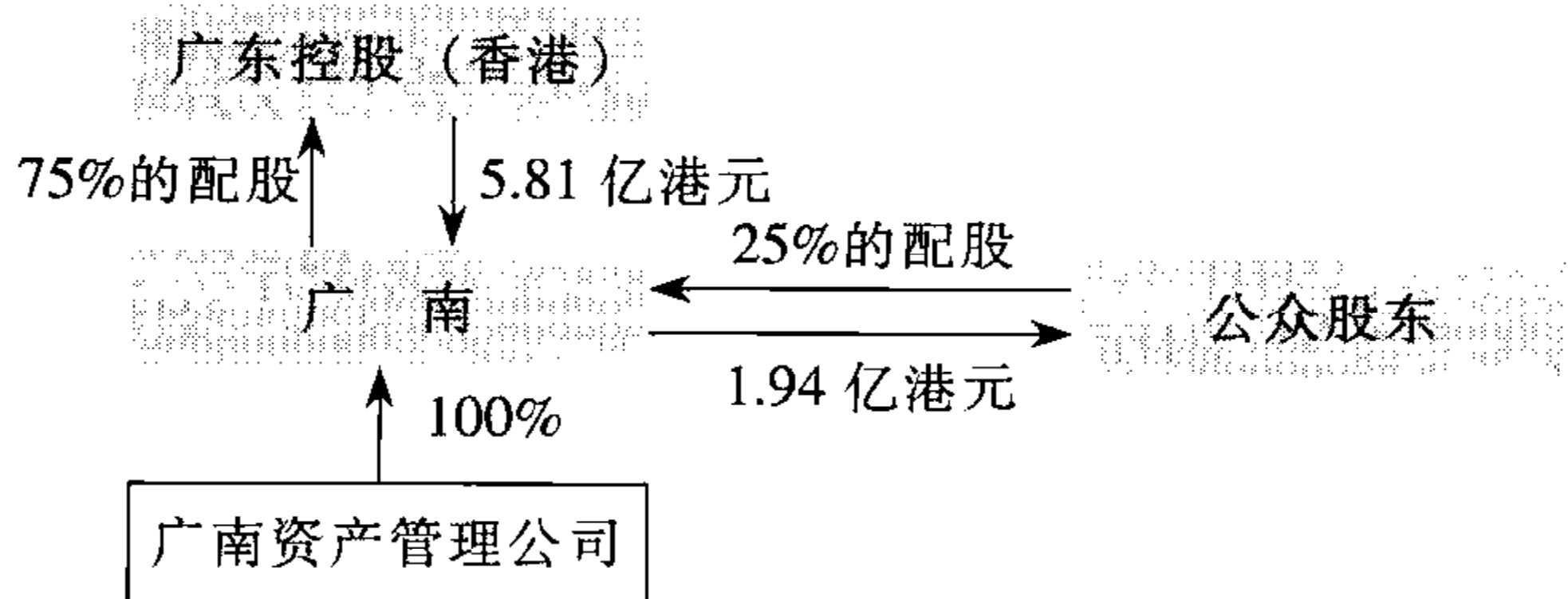


图 14.12 广南重组交易过程 1

### 二、交易 2

广南通过一项每 2 股供 17 股的配股计划筹集 1 亿美元的新股本。公众股东认购后的余股全部由广东控股（香港）承销；广南债权人参加粤企和南粤债务重组分配。



注：同图 14.8。

图 14.13 广南重组交易过程 2

## 14.6 粤投管理层与粤投债权银行的最终谅解

### 一、前提条件

自 1999 年 3 月粤投召开债权银行会议单方面提出暂缓本金

安排以来，总体而言，债权银行和可换股债券及浮息票据持有人对粤投的债务重组相当支持。在暂缓本金偿还期间只有一家银行向粤投提出法律诉讼，要求粤投立即偿还借款，否则将出售该借款的抵押品。最后，香港金融管理局出面调停，要求这家银行跟从香港债务重组的惯例，在详细研究粤投提出的重组建议后再采取进一步法律诉讼行动。并且香港金融管理局在出面调停时明确表示，因为粤投已承担了粤投债权银行委员会的法律顾问费用，所以认为粤投毋须支付个别银行因单方面提出法律诉讼所产生的费用。毫无疑问，香港金融管理局的调停，是粤投债务重组成功的重要因素之一。

粤投的债务重组由三个相互联系的前提组成：一是粤投收购粤港供水（控股）81%的股权；二是银行贷款的债务重组；三是可换股债券及浮息票据的债务重组。所以，粤投与债权银行委员会达成的最终谅解，除了要待全体债权银行一致批准之外，还要在可换股债券及浮息票据的债务重组方案落实的前提下才能生效。

## 二、关于粤港供水（控股）81%股权的对价（见图 14.14）

收购供水项目对粤投的债务重组至关重要。在重组的最初阶段，根据粤投及其子公司的现金流预测，债权银行认为仅仅通过出售部分资产及营运的现金，粤投完全有能力偿还债务。但在尾声阶段，根据粤投及其子公司对以往现金流作出的重估，债权银行认为粤投对履行订下的还款计划尚取决于东深供水现金的贡献。所以东深供水的注入不单只让粤投有明确的核心业务，而且还对粤投是否能按订下的计划还款，以达到债务重组的成功，有着十分重要的影响。按照“12·15 协定”，广东控股将用粤港供水（控股）81%的股权换取粤投 26.3 亿股的股权。26.3 亿股已超出粤投当时已发行的 25 亿股的股数，根据香港联合交易所的上市规则，此项交换构成一项非常重大的收购事项。虽然联交所已同意不会视粤投为新上市申请人，但由于收购行动使广东控股

成为粤投的主要股东及上市规则中明确规定的关联人士，因此，收购行动须获独立股东批准。而且，粤投必须按上市规则的要求发出包含粤投主席的函件、独立财务顾问致独立董事委员会的建议函件及独立董事委员会给独立股东对此收购的推荐函在内的致股东函。另外，紧随收购完成后，粤企及一致行动人士的持股量超出了过去12个月的最低持股量的5%，所以要向香港证监会申请清洗豁免，否则粤企及一致行动人士须向粤投做出全面收购。该清洗豁免亦必须由独立股东表决通过。根据广东省政府与粤投董事会的谈判结果，粤投将以每股1.2港元的价格发行23亿股新股作为收购粤港供水（控股）81%股权的代价；根据附加奖励协定，若粤投能在首五年每年从东深供水项目获得2.7亿港元的现金流，粤投再额外以每股1.2港元的价格增发3.3亿股给广东控股；收购东深供水的部分作价同时解决了粤企出让三家企业时向粤投作出的利润担保和其中2家企业的股权给广东控股；除了粤港供水（控股）81%的股权之外，粤投还将收取2000万美元作为增发26.3亿股新股的部分对价。

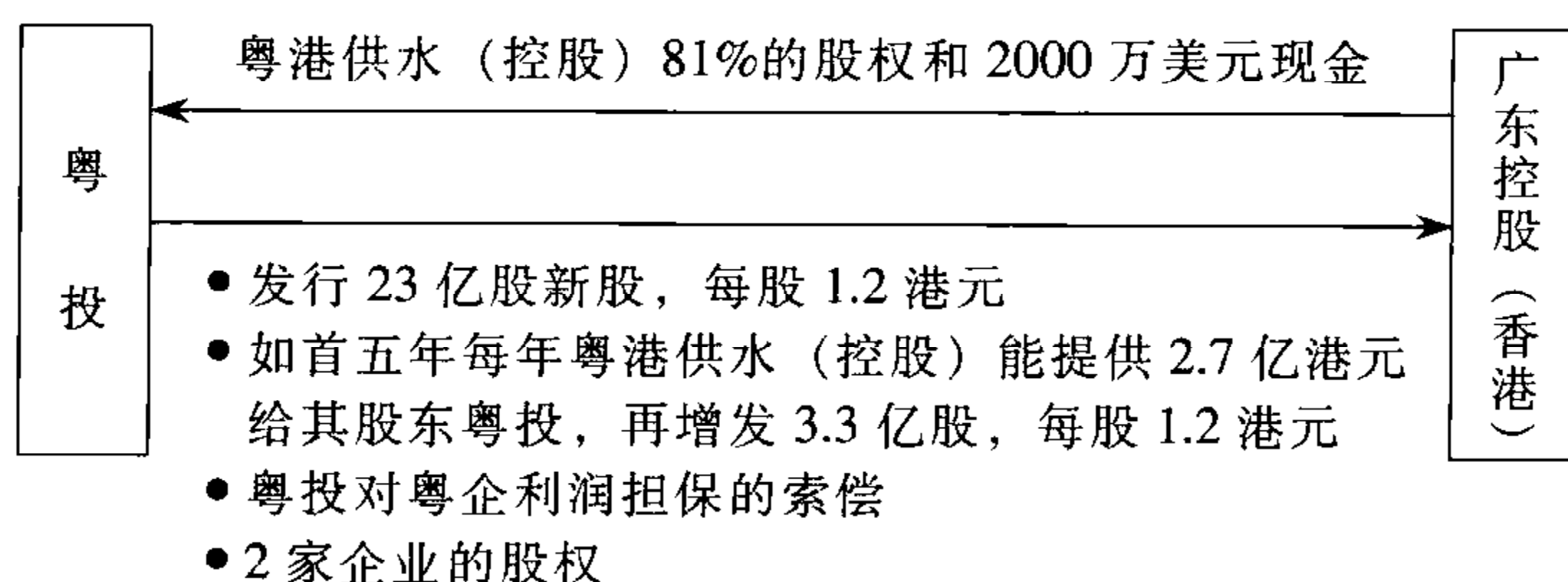


图 14.14 粤港供水（控股）81% 股权的对价

### 三、关于其他问题

关于粤港供水（控股）债券的条款见第12章12.1节。

关于银行贷款的债务重组条款见第12章12.6节第三点。

关于对资产出售计划之外收益的控制条款见第12章12.16节第一点。

关于银行债务重组的附加条款见第 12 章 12.19 节。

## 14.7 粤投管理层与粤投债券持有人的最终谅解

关于 2001 年 12 月 15 日到期的可换股债券的重组条款见第 12 章 12.17 节第一点。

关于 2002 年 7 月 7 日到期的可换股债券重组条款见第 12 章 12.17 节第三点。

关于浮息票据重组条款见第 12 章 12.17 节第四点。

## 14.8 重组后的组织结构

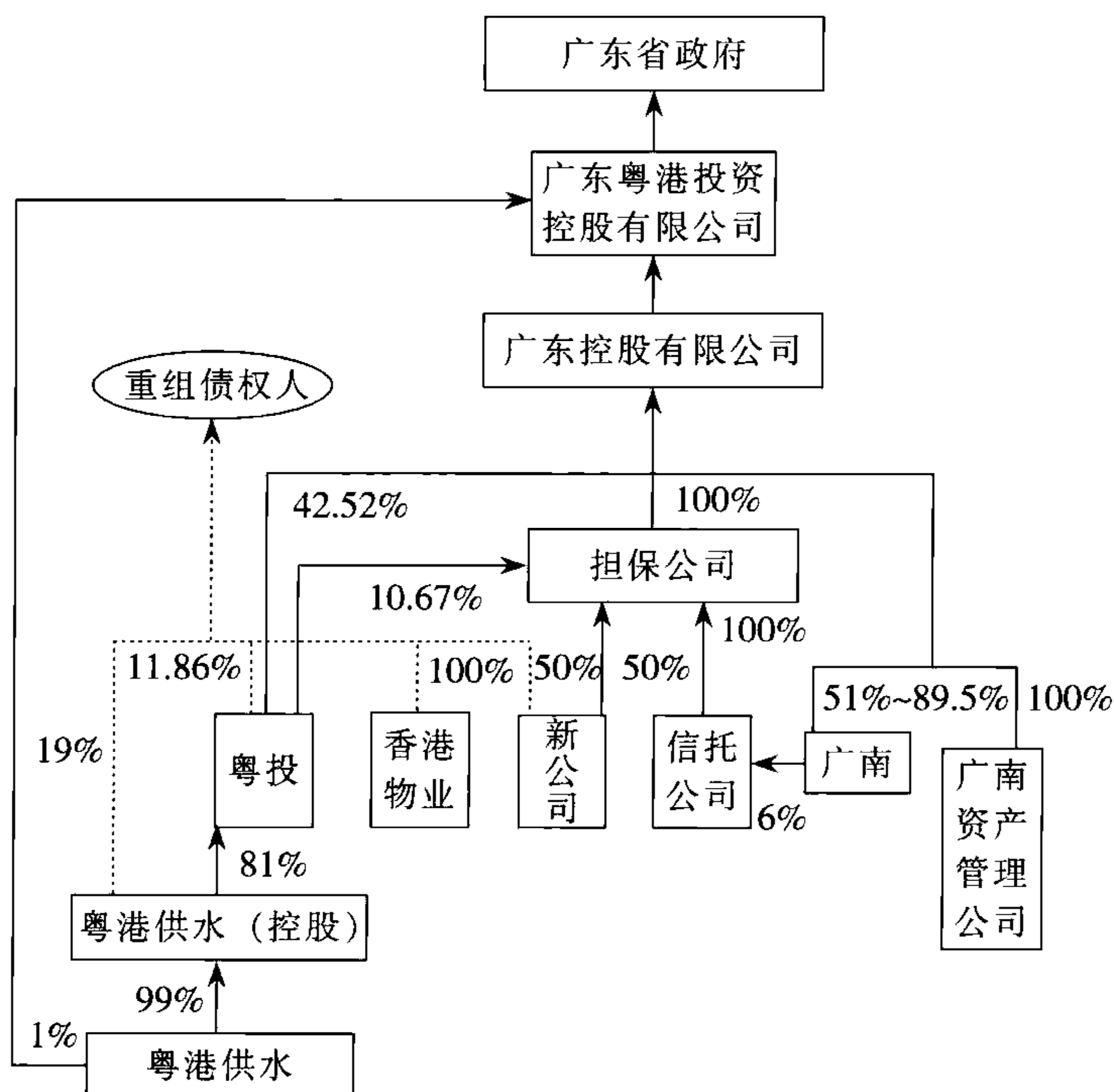


图 14.15 重组后的组织结构

## 14.9 参加重组的债权分布

在最终债务重组协定中，谈判双方确认的参加重组的债权共计49.40亿美元，其中债权银行为28.71亿美元，债券持有人为11.08亿美元，其他债权人5.76亿美元，广东省政府为3.85亿美元。

广东省政府在重组粤海和南粤前后实际垫付的资金为7.45亿美元，因为在谈判中放弃了4.15亿美元的债权，所以参加重组的债权仅为3.85亿美元。放弃的债权包括用东深供水的股权换回的粤投对粤企利润担保的索债权1.80亿美元，广东省政府在1999年7月1日前垫付的利息1.10亿美元和广南的重组对价0.70亿美元。（见表14.1及表14.2）

**表 14.1** 债权分布 单位：亿美元

债权分布	金 额	占比例 (%)
银行债权人	28.71	54.11
债券持有人	11.08	20.88
广东省政府	7.51	14.15
其他债权人	5.76	10.86
合计	53.06	100.00
省政府放弃债权	3.60	
参加重组的债权	49.46	

**表 14.2** 参加重组的债权分布 单位：亿美元

	金 额	占比例 (%)
银行债权人	28.71	58.05
债券持有人	11.08	22.40
广东省政府	3.91	7.91
其他债权人	5.76	11.64
合计	49.46	100.00

## 14.10 全体债权人回收的金融资产

在全体债权人的经济回收率方面，最终重组结果与“12·15 协定”相比较发生了较大变化，从 63.03% 降低为 57.23%。这完全是参加重组的债权增加而造成的。

在全体债权人回收的金融资产方面（见表 14.3），最终重组结果与“12·15 协定”相比较有如下变化：第一，原定信托公司面值 3 亿美元债券和面值 7.75 亿港元债券改为面值 2.6 亿美元的债券；第二，取消了原定广南面值为 6.5 亿港元的债券；第三，因重组时间延长，原定广东省政府用现金代垫的 1.85 亿美元利息增加到 2.93 亿美元；第四，增加了 0.77 亿美元现金。以上四方面的变化并没有影响全体债权人回收金融资产的经济价值。

**表 14.3** 全体债权人回收的金融资产 单位：亿美元

项 目	“12·15 协定”	最终重组结果
• 粤企及南粤	25.00	23.60
粤投股份 4.985 亿股	0.87	0.87
新公司 9.7 亿港元债券	1.25	1.25
新公司 50% 普通股	0.43	0.43
房地产（香港）100% 普通股	2.38	2.38
信托公司 3 亿美元债券、7.75 亿港元债券	4.00	0
粤港供水（控股）140 亿港元债券	14.50	14.50
粤港供水（控股）19% 普通股	1.39	1.39
粤投股份 1 亿股	0.18	0.18
信托公司 2.6 亿美元债券	0	2.60
• 广南	1.45	1.00
现金 7.75 亿港元	1.00	1.00
广南 6.5 亿港元债券	0.45	0
1999 年 7 月至 2000 年 3 月利息	1.85	0
与银行贷款担保的抵销	0	0.77
1999 年 7 月至 2000 年 12 月利息		2.93
合计	28.30	28.30
参加重组的债权	44.97	49.46
经济回收率	63.02%	57.22%

## 14.11 全体债权人的经济回收情况

把全体债权人回收的金融资产划分归并为各类债券、各类股份和现金三大类，可以清楚地看出：全体债权人21.85亿美元的旧债权转变为实际经济价值为18.35亿美元的新债权；22.91亿美元的旧债权转变为价值5.25亿美元的各类股份；4.7亿美元的旧债权转变为4.7亿美元的现金。全体债权人参加重组的债权为49.46亿美元，经济回收率为57.22%；削债率为42.78%。（见表14.4）

**表 14.4** 全体债权人的经济回收情况 单位：亿美元

项 目	债权面值	实际经济价值	削 债
各类债券	21.85	18.35	3.5
各类股份	22.91	5.25	17.66
现金	4.7	4.7	0
合计	49.46	28.30	21.16
削债率			42.78%
回收率		57.22%	

## 14.12 银行及债券持有人的经济回收情况

**表 14.5** 银行及债券持有人的经济回收情况 单位：亿美元

项 目	债权面值	实际经济价值	削 债
各类债券	18.97	15.91	3.06
各类股份	16.55	4.40	12.15
现金	4.27	4.27	0
合计	39.79	24.58	15.21
削债率			38.23%
回收率		61.77%	

债权银行及债券持有人的经济回收率比全体债权人经济回收率高的原因，主要在于现金利息分配的影响。现金利息主要支付



给债权银行和债券持有人；而作为债权人参加重组对价分配的广东省政府和绝大多数财务债权人却得不到这部分现金利息。

### 14.13 广东省政府出资及经济回收情况

为重组粤海和南粤，广东省政府付出的代价共 30.2 亿美元以上。其中：东深供水项目价值 22 亿美元以上；为粤海和南粤代垫的利息、重组顾问费和其他费用 8.2 亿美元。如果扣除广东省政府在重组中回收 10.1 亿美元重组对价，其净投入为 20.1 亿美元以上。与全体债权人削债 21.16 亿美元相比较，最终重组结果大体符合广东省政府与债权人共同承担经济损失的重组目标。

**表 14.6** 广东省政府出资及经济回收情况 单位：亿美元

东深供水评估价	22.00 以上
垫付利息	4.79
重组顾问费	1.09
其他垫付	2.32
合计注资	30.20 以上
回收的重组对价及产权	10.10
净出资	20.10 以上
出资回收率	33.44% 以上

### 14.14 法律障碍

关于企业重组，虽然世界各国均没有独立的法规，但大多在破产法中有所涉及。因为不同国家的破产法对维护债权人及债务人的权益各有不同的着重点，所以，具体到关于重组的法律法规，也有着相当大的差别。例如，美国的破产法对债务人较为有利，而且在破产法中专门设置了一章来明确企业重组方面的法律；香港则不同。由于香港法律比较注重保护债权人的权益，所以，香港的破产法只对企业清盘有规定，而没有关于企业重组的立法。

## 一、美国《破产法》第11章——《企业重组法》

美国《破产法》中第11章关于企业重组立法的主要内容可以归纳为如下几方面（见表14.7）：

一是债务人在重组期间不受债权人追讨债务的保障。即债务人向法院提交的重组申请一经法院受理，一切针对债务人债务的法律诉讼在美国全国范围内即宣布停止，在重组完成之前，法律保障债务人不受债权人的追讨。

二是重组计划由法庭强制执行。即重组计划经各等级债权人以三分之二以上债务金额的投票批准，法院就可以宣布生效。如果持异议的债权人可以得到较清盘更多的赔偿，而较低次的债权人或股东并没有得到任何赔偿，则可对持异议的债权人强制执行。

三是重组对价的索偿优先次序。按照法律规定，首先是行政开支，于重组完成时，债务人要悉数支付因重组而发生的律师、会计师费用及其他与重组有关的行政费用；其次是有抵押债权人的债权。重组后，有抵押债权人继续持有公司相同资产的抵押权。如果抵押资产在重组中被出售，有抵押债权人则收取出售该资产的净收益；再次是无抵押债权人的债权。重组后的企业将净资产余额或产生现金流量的能力以债券或股票的形式分配给无抵押债权人；其次是贸易债权人的债权。法律规定，贸易债权人的债权与无抵押债权人债权的处理方式相同，但有时也可以选择折价取得现金的方式予以补偿；最后是股东的权益。根据债务人资产的状况，股东一般也可以得到5%以上的补偿。

四是暂毋须偿付债项的规定。即在法院受理重组期间，债务人毋须向任何债权人以任何形式支付债务本息。因此，即使在重组过程中，债务人也有可能在市场上筹集新的资金。

上述法律规定对于保证重组顺利完成而言优点十分明显：第一，受债权人追讨的法律保障即使得债务人可以在不受任何干扰

的情况下安心重组，也使得债权人失去了在重组完成前得到补偿的幻想，从而使债权人和债务人双方的利益统一到企业债务重组上来；第二，强制执行的司法规定明确了法官裁决企业债务重组生效的量化依据，从而有效防止因个别债权人恶意或非理性地对待债务重组，而引起债务人和大多数债权人的更大损失；第三，重组对价索偿优先次序为公平、妥善处理债权人之间的利益关系提供了明确的法律依据，最大限度地降低了因众债权人在分配重组对价方面争论不休而导致债务重组流产的可能性；第四，由于在重组期间债务人不仅毋须支付任何债项，而且还有可能筹集到新的资金，使得企业债务重组成功的可能性更大。

表 14.7 美国《企业重组法》的内容及优点

内 容	优 点
债务人在重组期间不受债权人追讨的保障（法院受理后）。	保证债权人和债务人的利益统一到重组上来。
重组计划由法庭强制执行（三分之二以上债权金额投票批准）。	明确法官裁决的量化依据，防止恶意破坏重组。
重组对价分配顺序：律师和会计师费、有抵押债权、无抵押债权、贸易债权人债权、股东权益。	减少了因债权人之间的争议而引起重组流产的可能性。
毋须向任何债权人以任何形式支付债务本息。	有可能筹措新的资金，提高重组可能性。

## 二、香港的法律缺憾

在香港，由于没有关于企业重组的立法，与美国相比较，重组企业要困难得多（见表 14.8）。首先，因为没有法规或法庭执行债务人在重组期间免受债权人追讨的保障或“休战阶段”，债权人是否暂停法律行动完全取决于其自主选择。在这种情况下，企业进入重组程式本身就是一件十分困难的事情。即使大多数债权人愿意重组，也可能会因少数或个别债权人的法律行动而致使重组流产。其次，因为没有明确规定法官裁定重组生效的量化依

据，所以，即使在绝大多数债权人赞成债务重组方案的情况下，法庭也无法裁定重组生效。即使裁定了，也会因个别债权人的反对而导致重组的失败。按照香港的法律，拥有 5000 港元债项的债权人即可申请债务人清盘而破坏重组。还有，因为没有关于重组计划强制执行的法律规定，而有在清盘情况下债权优先清偿顺序的法律规定，所以，受到抵押保护的债权人一般不会放弃抵押或接受较抵押品价值低的重组对价。这使得债权人之间的利益关系很难协调。最后，因为没有司法保护，所以，如果债权人坚持，债务人即使在重组期间也必须支付债务本息，无疑，这在一定程度上也增加了重组的难度。

**表 14. 8 香港在企业重组方面的法律缺憾**

内 容	缺 点
没有法规或法庭执行债务人在重组期间免受债权人追讨的“休战阶段”。	企业进入重组程式十分困难。
没有明确规定法官裁定重组生效的量化依据。拥有 5000 港元债项的债权人即可申请债务人清盘。	会因个别债权人反对导致重组失败。
没有明确关于重组计划强制执行的顺序，而有在清盘情况下债权优先顺序的规定。	债权人之间的关系很难协调，特别是有抵押债权人。
没有重组期间免付债务本息的规定。	加大了重组难度。

### 三、粤海重组面临的法律问题

粤海重组面临的法律问题可以简单地归结为：第一，截至目前为止的债务重组并不能阻止现在尚未出现的债权人对粤海提出追讨债权的法律诉讼；第二，假如现在尚未出现的债权人将来能够在法庭上胜诉，他们有权向粤海追索百分之百的欠款；第三，在这种情况下，如果粤海不能偿还债务，债权人有权执行判决向法庭提出将粤海清盘的申请；第四，在清盘过程中，假若粤海未能偿还欠款的原因是因为公司把现在剩余的资产转到了其他与某个债权人无关的公司，破产官有权向无偿或以不合理价格取得资

产的公司追索，并且可以向负责作出资产转移决定的董事们追索个人责任。面对这些法律问题，广东省政府及其顾问们的对策是实施“安全通道计划”。

## 14.15 安全通道计划

### 一、计划操作程式

#### (1) 操作程式 1

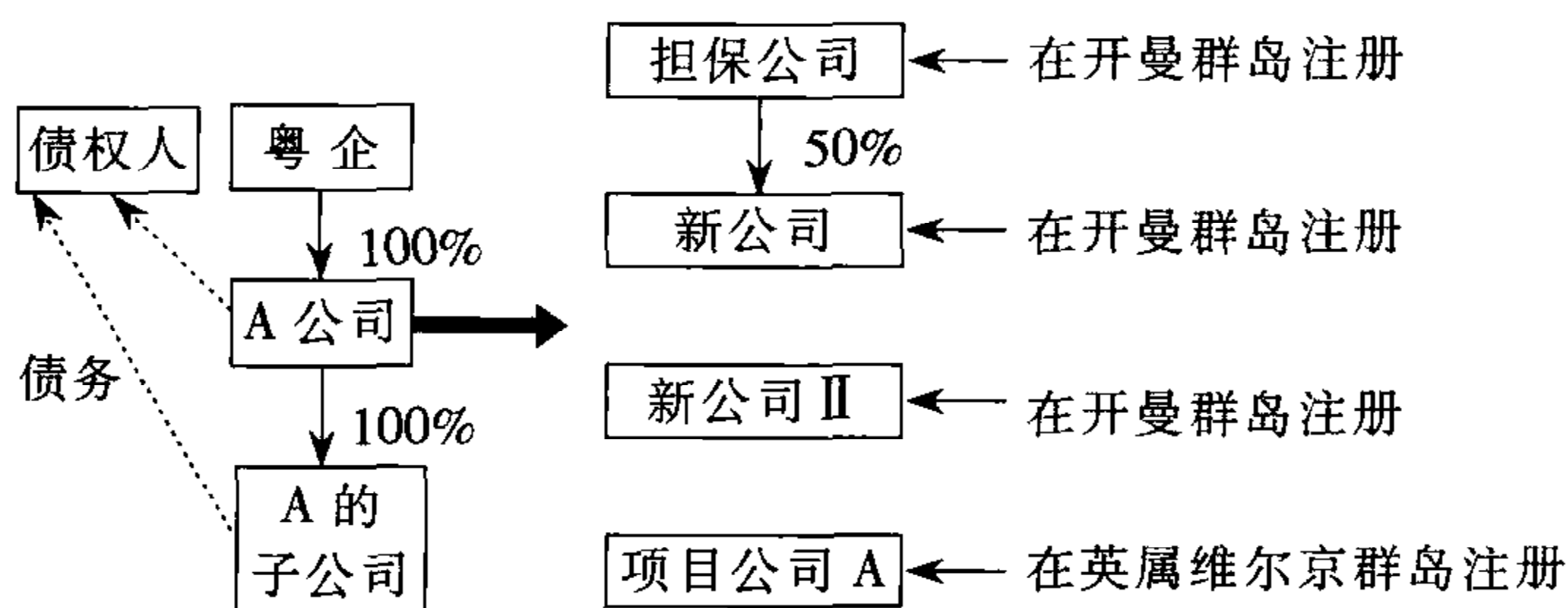
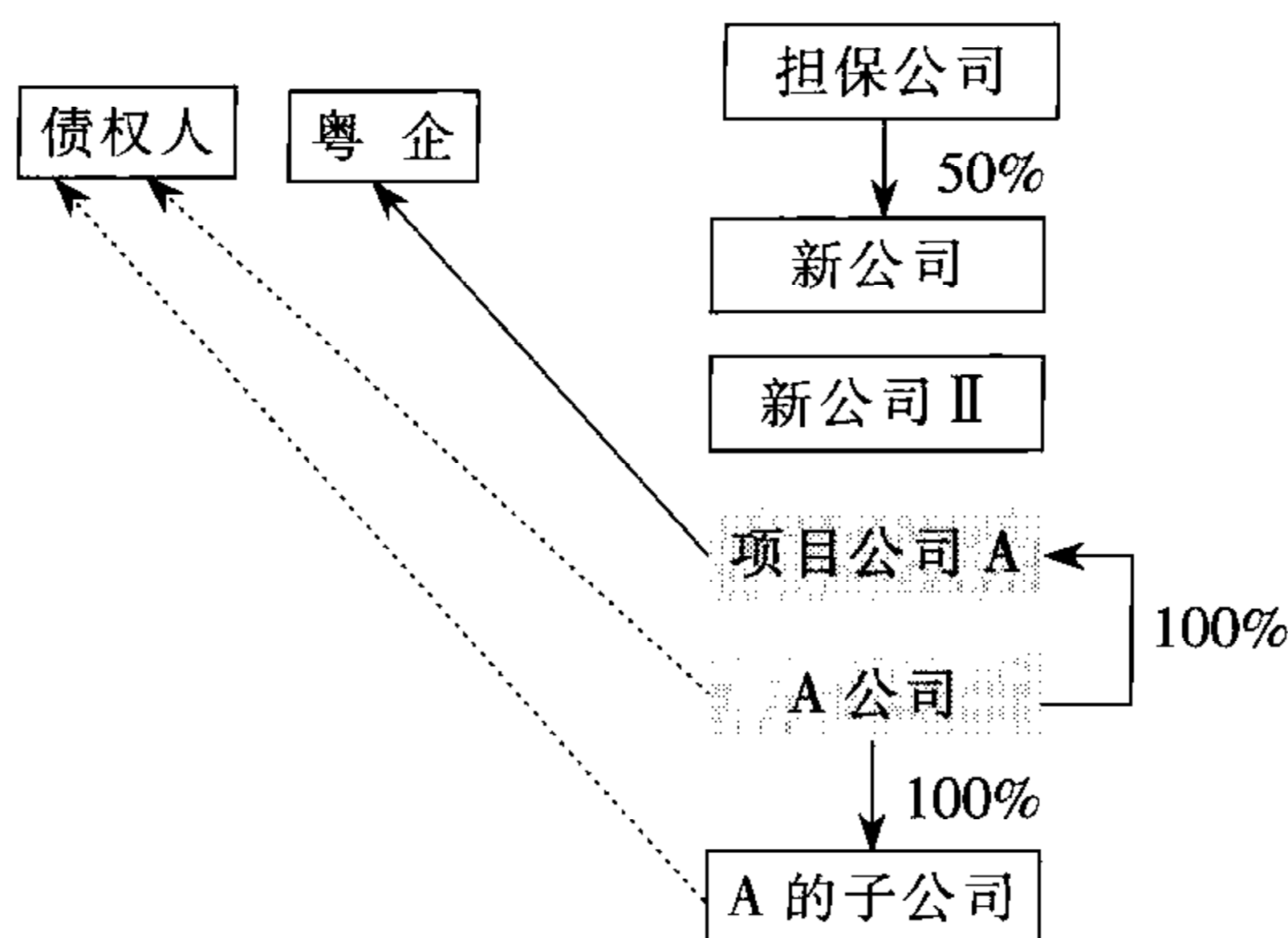


图 14.16 计划操作程式 1

安全通道的基本构想是避开直接转移资产，而是适应重组架构，与资产转移的需要，将资产所在的公司往新公司或信托公司转移；同时，为了避免个别拒绝参加重组的债权人将来对重组提出挑战，尽可能多地设置一些法律困难。为此，相对于一个需要转移的公司股权，均要成立一个项目公司。这里以粤企下属的 A 公司及其子公司的转移为例予以说明。

为把 A 公司及其子公司的资产转移到新公司属下，担保公司和债权人分别各持有 50% 股份的新公司注册在开曼群岛，然后再在开曼群岛注册一家独立的新公司 II，又在英属维尔京群岛注册一家项目公司 A 这种架构，为粤企所属 A 公司及其子公司向新公司转移提供了保险的基础。

## (2) 操作程式 2

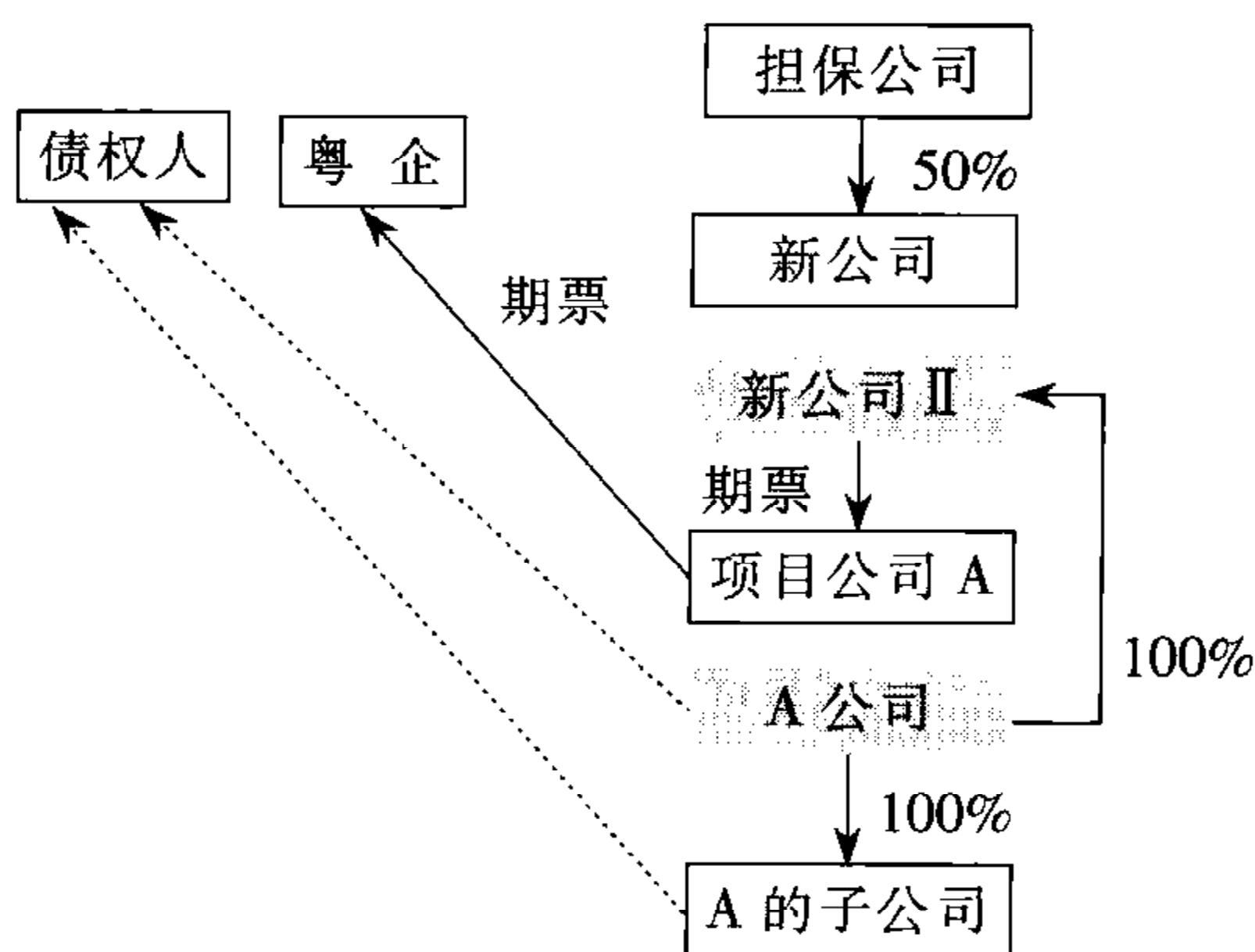


注：同图 14.2。

图 14.17 计划操作程式 2

将 A 公司及其子公司转移到项目公司 A 的名下；项目公司 A 按照 A 公司的评估价向粤企以期票形式发出收购 A 公司股权的对价。评估价由广东省政府的顾问和债权人聘请的顾问共同认可，并由粤企和 A 公司及其子公司的董事会认为是合理的价格。

## (3) 操作程式 3



注：同图 14.2。

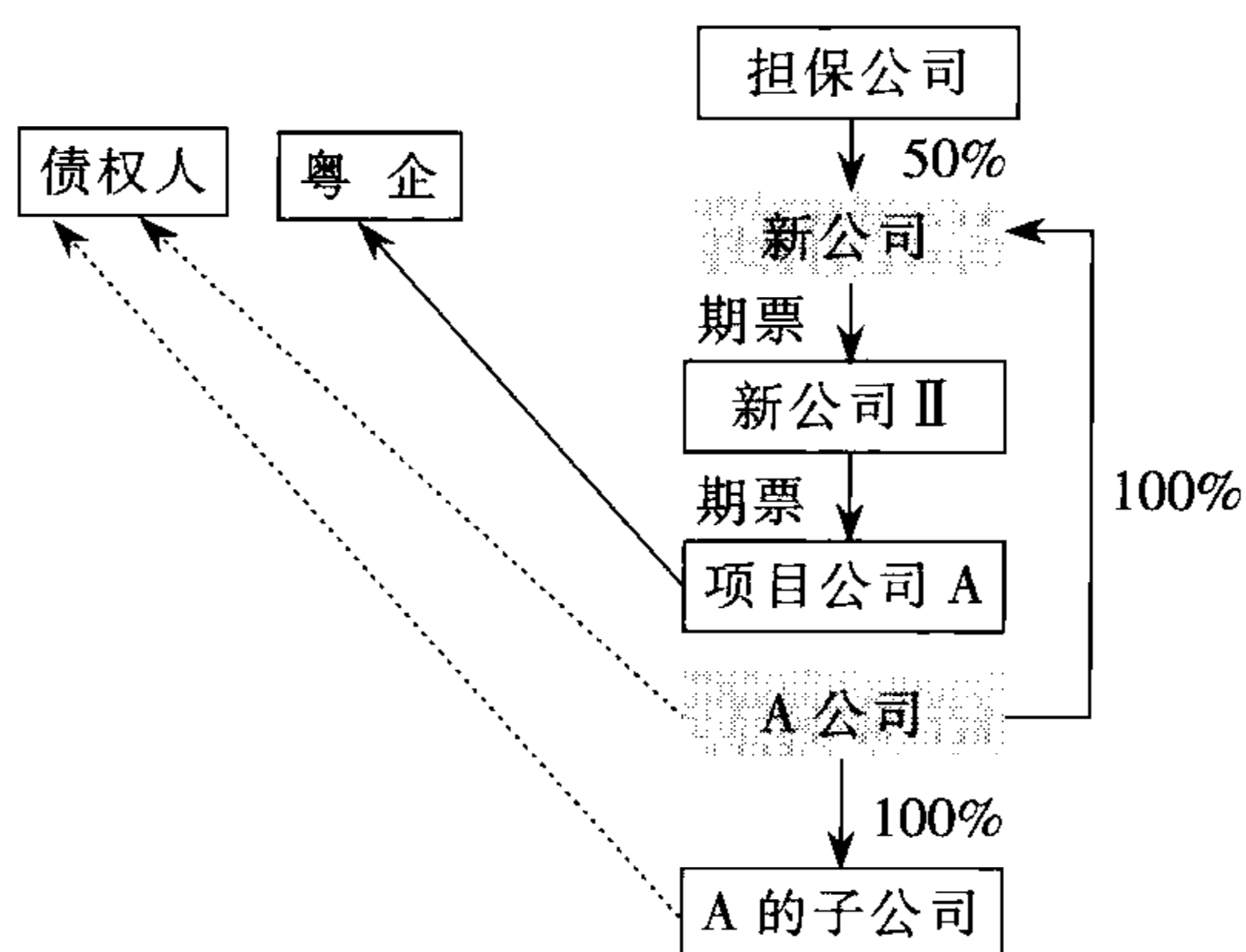
图 14.18 计划操作程式 3

将 A 公司的股权转移到新公司 II 的名下；新公司 II 按照相同的价格向项目公司 A 以期票形式发出收购 A 公司股权的对价。

项目公司 A 发给粤企的期票和从新公司 II 手中收到的期票金额相等，账目结平。

#### (4) 计划操作程式 4

将 A 公司的股权转移到新公司的名下；新公司按照相同的价格向新公司 II 以期票形式发出收购 A 公司股权的对价。新公司 II 发给专案公司 A 的期票和从新公司手中得到的期票金额相等，账目结平。



注：同图 14.2。

图 14.19 计划操作程式 4

#### (5) 操作程式 5

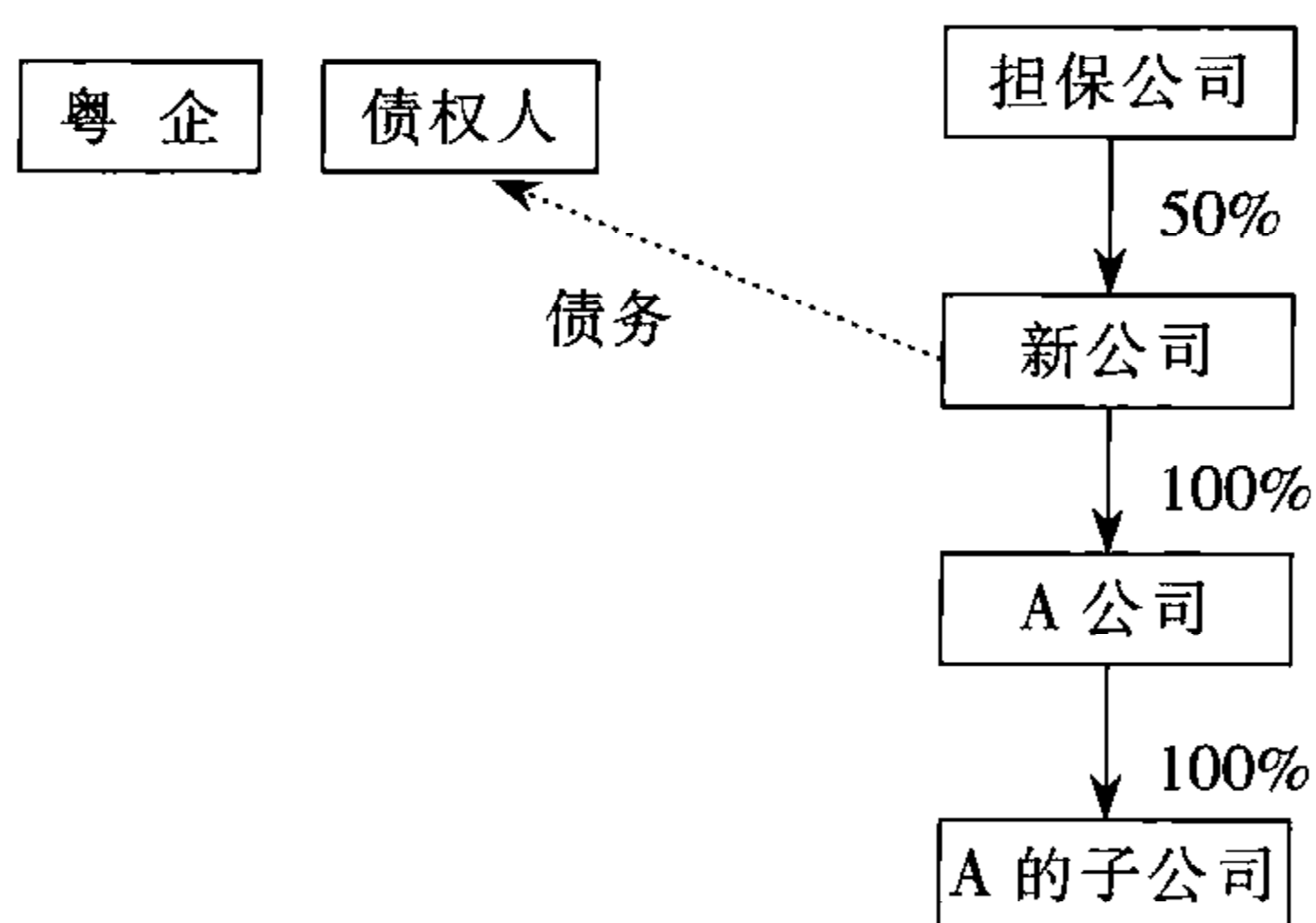


图 14.20 计划操作程式 5

最后，粤企放弃对项目公司 A 以期票形式发出收购 A 公司

股权对价的追索权；债权人同意原由 A 公司及其子公司欠的债务转到新公司名下；同时，注销新公司 II 和项目公司 A。

## 二、安全通道计划的作用

安全通道计划的实施给个别恶意或非理性反对重组的债权人制造了严重的法律麻烦，使其知难而退。例如，如果某个别 A 公司或 A 公司下属企业的债权人拒绝参加重组，对 A 公司及其子公司股权的转移提出挑战，他必须首先在香港法院起诉粤企，并获胜诉；然后再在英属维尔京群岛法院起诉事实上已经不存在的项目公司 A，并也获胜诉；最后，还要在开曼群岛法院起诉新公司 II，并也获胜诉。只有这样一连串的成功起诉，才能使得 A 公司及其子公司股权的转移被认定为非法。但这也只能够破坏整个重组体系的一个很小的部分，对粤海重组整体方案的执行不会带来全局威胁。而且，这是一项既耗时又花费大量金钱且又很难成功的事情。

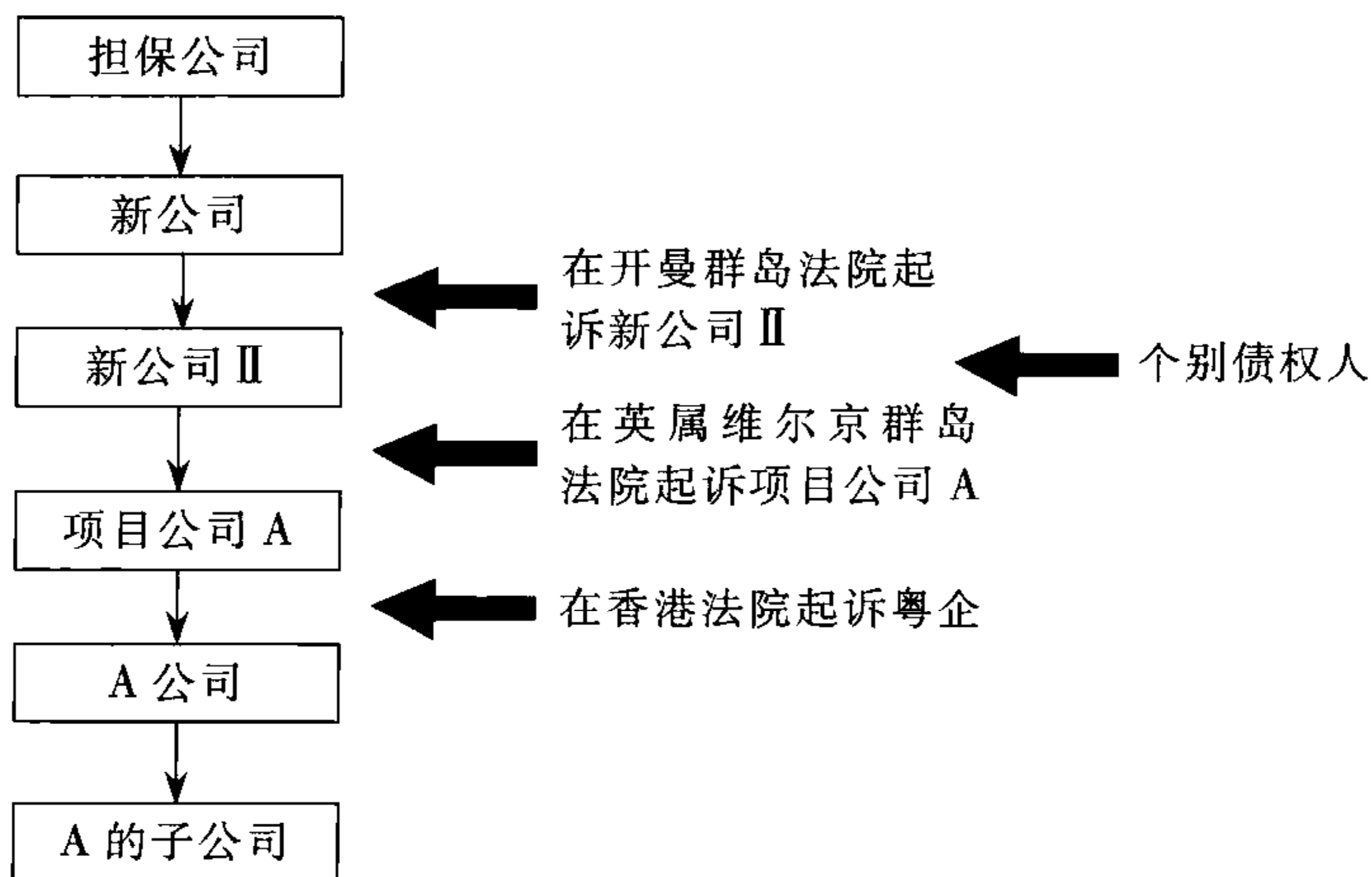


图 14.21 安全通道的作用



## 14.16 重组后各下属公司资产负债状况

### 一、粤企

重组后与重组前相比较，净资产增加了 138.37 亿港元，折合美元 17.85 亿。（见表 14.9）

重组后的粤企为担保公司。其持有粤投 8% 的股权，新公司 50% 的股权、信托公司 100% 的股权；为新公司和信托公司提供 1.25 亿美元的担保。

**表 14.9** 重组后粤企的资产负债状况 单位：亿港元

	重组前	重组后	差 额
总资产	160.00	21.82	-138.18
总负债	281.86	5.31	-276.55
净资产	-121.86	16.51	138.37

### 二、广南

重组后与重组前相比较，净资产增加了 15.92 亿港元，折合美元 2.05 亿。（见表 14.10）

重组后的广南不再欠债权银行和债券持有人任何债务。

**表 14.10** 重组后广南的资产负债状况 单位：亿港元

	重组前	重组后	差 额
总资产	31.56	14.41	-17.15
总负债	42.35	9.28	-33.07
净资产	-10.79	5.13	15.92

### 三、粤投（不含粤港供水（控股）81% 股权）

重组后与重组前相比较，净资产减少了 36.70 亿港元，折合美元 4.74 亿。减少的原因是在重组期间，增加了对过去不良资

产的拨备数。(见表 14.11)

	重组前	重组后	差 额
总资产	199.33	169.30	-30.03
总负债	117.16	123.83	6.67
净资产	82.17	45.47	-36.70

#### 四、信托公司

信托公司持有的资产为原粤企和南粤的待处理资产。

信托公司的 2.6 亿美元债券相当于 20.15 亿港元。

信托公司名义上持有 264 家下属公司。实际上每个下属公司只是单独列账，全部按照“统一班子、保留牌子、合署办公、集中经营”的模式运作。(见表 14.12)

	重组前	重组后	差 额
总资产			85.83
总负债			83.89
净资产			1.94

#### 五、新公司

新公司持有的资产为原粤企和南粤仍在正常运作的企业。

新公司名义上持有 81 家下属公司。实际上仅有 12 家企业：4 家啤酒厂、2 家木材加工厂、1 家旅行社、1 家鲜活食品公司、1 家运输公司、1 家油库、1 家证券公司和 1 家保险公司 45% 的股权。(见表 14.13)

	重组前	重组后	差 额
总资产			53.72
总负债			48.70
净资产			5.02

## 14.17 约束条款

### 一、承诺条款

#### (1) 承诺条款 1

表 14.14 承诺条款 1

承诺条款	新公司	信托公司	供水公司
<input type="checkbox"/> 按时提供财务资料			
(i) 年度经审计后的综合财务报表	150 天	150 天	120 天
(ii) 季度未经审计财务报表	60 天	90 天	45 天
(iii) 月度管理报表	30 天	—	—
(iv) 年度开始前提供年度预算案	✓	15 天	—
<input type="checkbox"/> 发生重大事项后及时通知债权人管理公司	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 不改变业务性质或公司架构	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 保证公司合法经营	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 按时交有关税项	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 与申报会计师或债权人管理公司所委任的顾问合作	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 尽力获取有关所需政府审批	✓	✓	—
<input type="checkbox"/> 处理非银行债权人债务时，需符合 NFC <sup>①</sup> 测试	—	✓	—
<input type="checkbox"/> 根据条款运作银行变现账	✓	✓	—

#### (2) 承诺条款 2

表 14.15 承诺条款 2

承诺条款	新公司	信托公司	供水公司
<input type="checkbox"/> 人民币换汇操作			
(i) 变现还本的人民币需在 10 天内转入深圳渣打银行人民币变现账户	✓	✓	—
(ii) 另 10 天内办理好换汇手续，并出具办理换汇文件	✓	✓	—

① NFC 指非财务债权人 (non-financial Creditor)。

续表

承诺条款	新公司	信托公司	供水公司
<input type="checkbox"/> 每月底前，如现金库存超出允许预留现金及超过 500 万美元需强制性还款	—	✓	—
<input type="checkbox"/> 供水公司要为供水项目购买适当保险	—	—	✓
<input type="checkbox"/> 对任何供水合同的规定，不可违反	—	—	✓
<input type="checkbox"/> 任命新会计师需在 30 天内报呈债权人	—	—	✓
<input type="checkbox"/> 供水公司现金的派送，需按有关规定办理	—	—	✓
<input type="checkbox"/> 供水公司保证在每个会计年度不会违背已订立的标准	—	—	✓

## 二、限制条款

表 14.16

### 限制条款

限制条款	新公司	信托公司	供水公司
(得到债权人管理公司同意除外)			
<input type="checkbox"/> 不得进行新投资、收购、合并	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 不得成立新公司	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 不得借新债及对外进行担保	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 不得向外贷款（各种形式）	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 公司（不包括附属公司）不得分股息	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 所有进行的交易，不得差于与独立第三者进行的条件	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 不得将资产抵押	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 不得进行未经允许的资本性开支	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 供水公司在一般情况下不能出售资产。另在特殊情况下出售资产所得现金要按有关规定使用	—	—	✓
<input type="checkbox"/> 不能更改任何供水项目合同	—	—	✓
<input type="checkbox"/> 粤港供水（控股）不能出售任何供水公司的股份	—	—	✓
<input type="checkbox"/> 供水公司或粤港供水（控股）不能回购或更改已发出的美金债券	—	—	✓

### 三、违约条款

表 14.17 违约条款

违约条款	新公司	信托公司	供水公司
<input type="checkbox"/> 未能按期还本付息	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 违反承诺条款及限制条款	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 在陈述及承诺条款中做出失实陈述	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 公司（不包括附属公司）欠其他债务超过 300 万美元到期未能支付	✓	✓	—
<input type="checkbox"/> 公司资不抵债	✓	✓	—
<input type="checkbox"/> 公司停止运作	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 公司不受广东控股控制	—	✓	—
<input type="checkbox"/> 发生重大诉讼	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 政府收回已发出的审批、而导致不能按期还本付息	✓	✓	—
<input type="checkbox"/> 现有对债权人的抵押或担保未能有效执行	✓	✓	✓
<input type="checkbox"/> 交叉违约	—	—	✓
<input type="checkbox"/> 不合法履行供水合同中的义务	—	—	✓

## 第15章

# 债务重组交易结案、交割

### 15.1 截止日期的设定

早在2000年8月，广东省政府就与谈判各方达成了共识：在2000年12月15日债务重组交易结案、交割。选择这一天为债务重组交易结案、交割日，不仅是因为其刚好是广东省政府宣布重组粤海两周年，更重要的是，如果拖过2000年12月份，债务重组最快也要到2001年3月底才能完成。这是因为12月25日是西方的圣诞节，在此之前，谈判双方及其顾问中的西方人都要赶回自己的国家与家人团聚；而2001年1月24日又是中国的春节，在此之前，谈判各方及其顾问中的中国人也要放假。一旦近1000人的谈判队伍及其支持系统解散了，最快也只能在2001年2月底才能再聚集起来。这样，真正完成债务重组，恐怕真得等到3月份了；另外一个重要的原因是，如果在2000年年底不能实现债务重组交易的结案和交割，债权人特别是债权银行就必须针对粤海的债权大幅度撇账。这对尽快完成债务重组是个非常不利的因素。因为债权银行一旦将对粤海的债权撇了账，一些债权银行对于结束粤海债务重组的迫切性将会大大降低，从而可能为重组谈判带来诸多不确定的因素。届时，重组谈判还有可能再

拖上半年、一年。显然，这是谈判各方面都不愿意见到的结果。对粤海来讲，越拖，资产质量会越差；对广东省政府来讲，越拖，代粤海垫付的资金越多；对债权人来讲，越拖，损失越大；另外，参加重组谈判各方的工作人员历经长达两年的艰苦工作都显得有些厌倦，甚至不耐烦了。

然而，由于谈判框架的复杂性，越到最后的限定时间，各组谈判之间相互的矛盾越突出，解决问题越困难；而且，大量的法律文件也随着谈判结果的变化而一再修改；还有，一些需要由中国政府有关部门批复的法律文件也需要一些时间。因此，债务重组交易结案、交割最终没有能够在2000年12月15日完成。

## 15.2 债务重组交易结案、交割“仪式”

2000年12月22日，星期五。谈判各方顾问中的许多人士都买了当天晚上离开香港的飞机票。通宵未眠的律师们还在赶写各种法律文件，财务顾问们还在为最后两个问题而争议和协商。

最后的两个问题，一是东深供水第四期改造工程注入粤港供水（深圳）要得到中国国家计委的批准。国家计委已经有了原则性批复：待粤海重组交割后，由粤港供水（深圳）到有关部门办理注入的报批手续；二是供水项目占用土地的土地使用证的签发。广东省政府已经承诺：一定会签发，只是需大量核准的时间。但是粤企、广南和南粤的债权银行都提出，在法律文件中加入“如在结案6个月后有关批复还未得到，粤企将被视为违约，整个重组将被终止”的条款。但是粤投的经营班子都不同意。因为，如果粤投用其股份交换粤港供水（控股）大部分股权的交易一旦成交，就不能因粤企、广南和南粤重组被终止而还原已经发生过的交易。粤投作为上市公司将无法向证券监管机构和投资者交代。

直到上午11时30分，粤企、广南和南粤债权银行才放弃了

上述要求。

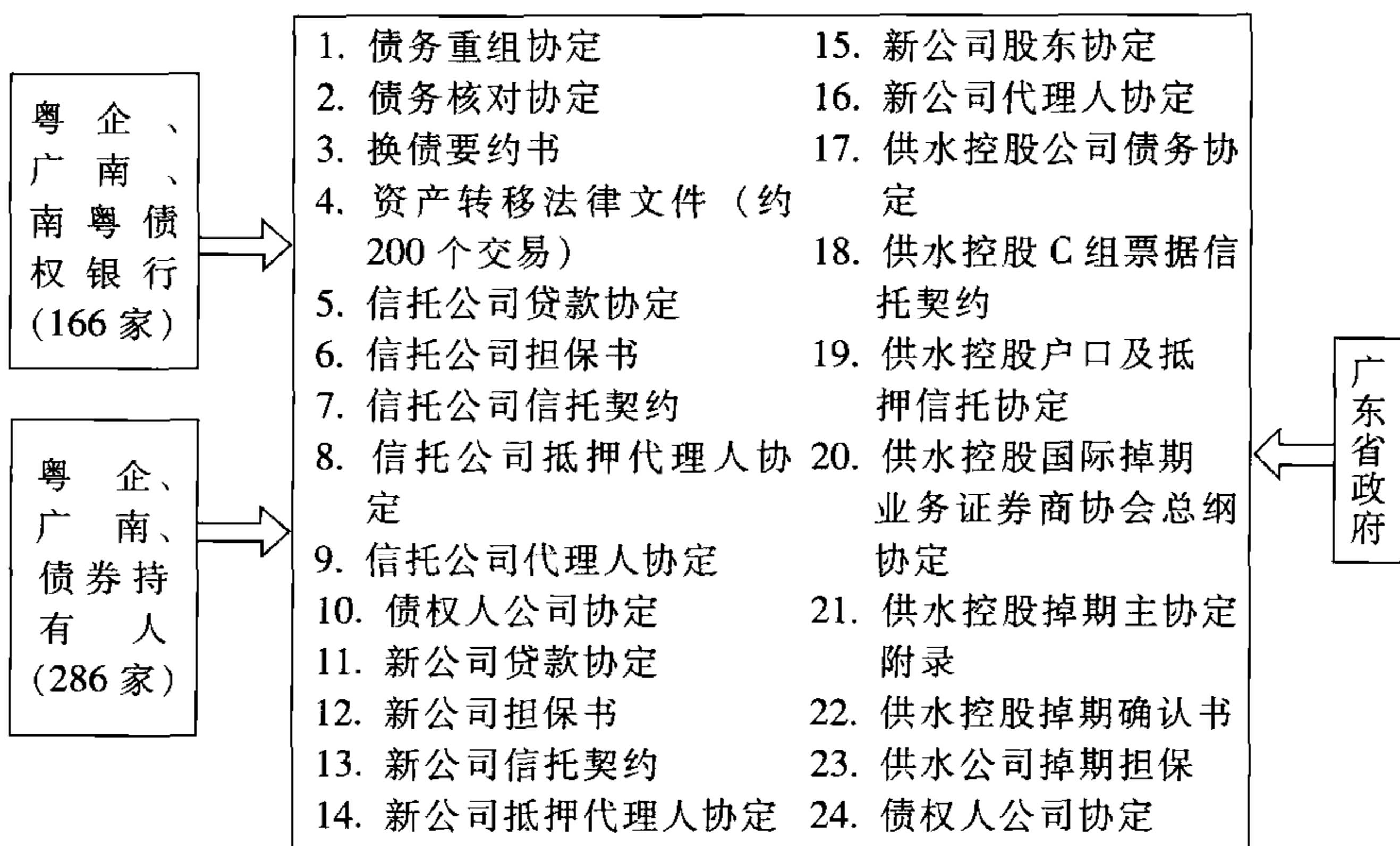
中午，广东省政府、债权人的代表和顾问们 60 余人聚集在谢尔曼律师事务所的会议室中，焦急地等待各种法律文件的签署。

下午 2 时 30 分，参与债务重组工作的十几家律师事务所逐一确认各自负责的法律文件已经完成，并由谈判各方签署完毕之后，主持人邀请过户代理行——渣打银行的代表正式将重组代价中的现金过户到债权人指定的账户。渣打银行的代表拿起手提电话通知渣打银行的结算部门。15 分钟以后，渣打银行打来电话，声明有关现金已转到指定账户。此时，已经是下午 2 时 45 分，离银行停止营业时间还有 15 分钟。

在场的人们在相互握手、拥抱、干杯庆祝粤海债务重组交易成功结案、交割之后纷纷离开现场，其中很多人直接赶往飞机场。

粤海债务重组就这样结束了。

### 15.3 有关债务重组的法律文件





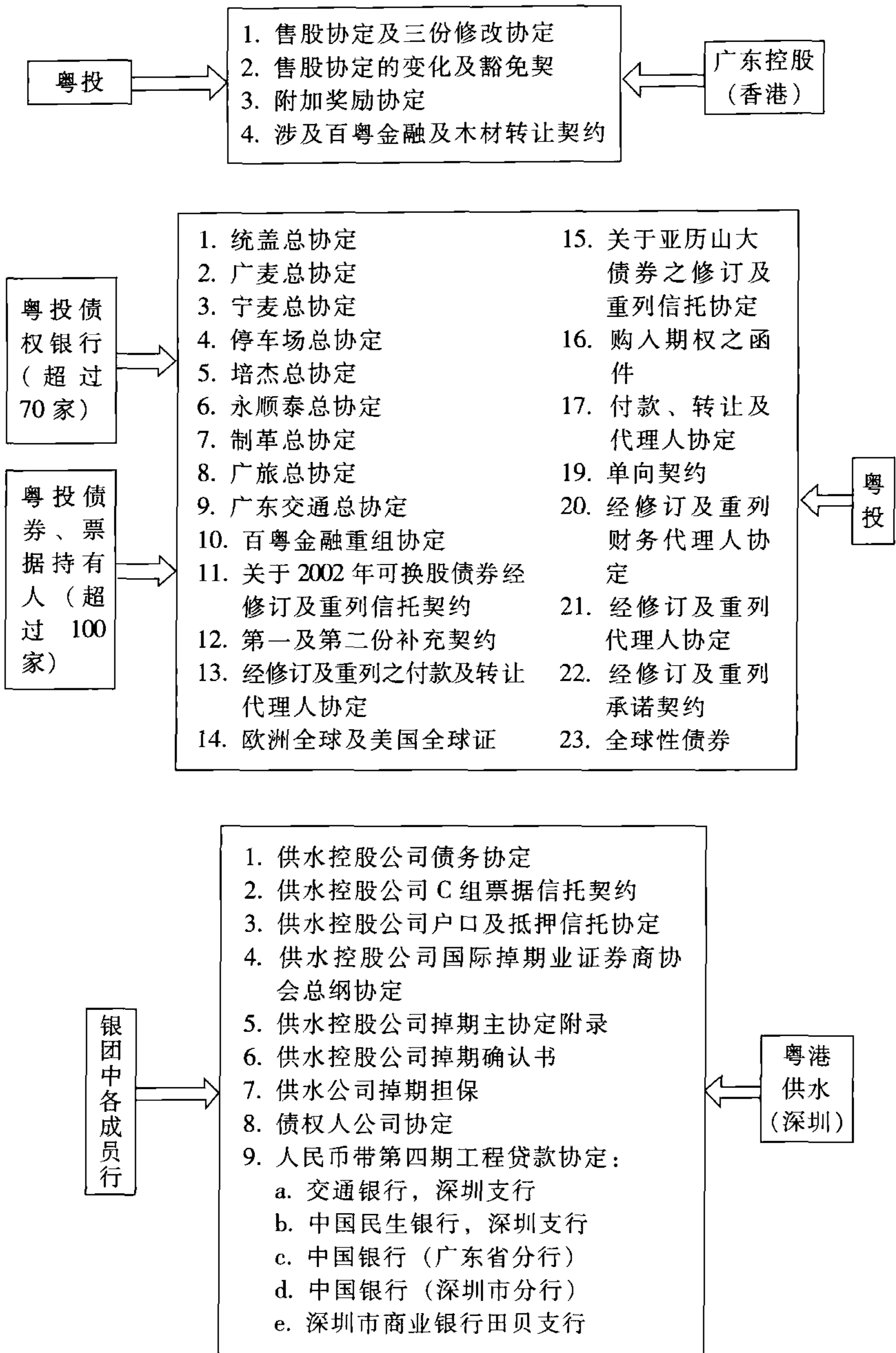


图 15.1 有关债务重组的法律文件

# 第16章

## 历史的经验与教训

粤海债务重组虽然结束了，但是人们应该从中得到哪些启示，却是值得认真考虑的问题。

### 16.1 窗口公司信用应该也不得不结束了

1998年12月16日，广东省政府驻港窗口公司——粤海对公众宣布债务重组，并暂停向债权人支付债务本金。这一消息震惊了香港金融界和企业界，也轰动了中国大陆和世界的资本市场。

传媒不断追踪报道粤海重组事态的发展；从金融界的巨头到金融市场上的股民、债民们也对粤海重组评头品足；甚至一些国家首脑也在关注粤海的重组。

众所周知，著名的达尔文定理是优胜劣汰，适者生存，它揭示了包括生物界在内的自然界存在与发展的内在规律。

它是否也适合经济学，回答是肯定的。正如人们已经认识到的那样，一种社会形态向另一种社会形态演变的原因是后者较前者更适应社会生产力的发展。商品经济社会发展的内在规律是竞争和优胜劣汰，竞争和优胜劣汰是推动社会发展的根本动力。尽管这样讲有“社会达尔文主义”之嫌，但是，当我们把社会问题放在成百、上千，甚至上万年的历史长河中去观察时，就会发

现社会科学与自然科学一样具有看得见、摸得着的规律。

竞争和优胜劣汰，就是商品经济社会中诸多规律之一，只不过随着社会的进步，它比自然界的竞争与优胜劣汰来得更加文明、更加理性。现代社会不是让竞争中的失败者在痛苦中灭亡，而是通过建立税收、社会保障等一整套复杂的制度去维持他们基本的生活水准，以缓和由竞争带来的社会矛盾；不是令竞争中失败的企业立即破产，而是尽可能通过重组使其减轻债务负担继续经营下去，以保障债权人和债务人的最大利益。几百年来，现代商品经济社会就这样走过来了，竞争无时不在、无处不有，因竞争失败而破产、重组的个案每天都在发生。社会资源通过企业的破产、重组、兼并、改组得以重新组合，使社会充满活力。

在商品经济社会中，企业的成立、发展、重组、破产就像人的生老病死一样自然。但是，当这种自然的事情发生在一个在香港注册的有中国大陆地方政府背景的公司身上时，一切都变得不那么自然了。

首先，是债权人的情绪显然比其他企业破产时激动得多。一些债权人怒不可遏，有的甚至扬言：今后绝不再给中资企业贷款。

其次，是新闻媒体极为关注。在粤海重组的近两年时间里，记者们从来没有忘记或忽视过这一平常事件的存在，编辑们在为粤海重组安排版面时也十分慷慨。

还有，相当一些人士提出质疑，甚至反对：如此重组，中资企业的信誉何在！尊严何在！这将导致在港中资企业资金的全面紧缩；就连一些一贯主张按市场经济规律办事的专家、学者甚至政府官员们也坐不住了，忧心忡忡：如此重组，中国人的信誉丢尽了，广东省政府的面子丢尽了，谁还敢拿钱到中国、到广东来投资！我们将面临外资全面撤退的困境，广东20年改革开放的成果将毁于一旦。

为什么这么多人会用这种不平常的心态看待一件极为平常的

事情呢？为什么粤海重组会引起如此之大的反响呢？其原因不仅是粤海债务金额巨大、牵扯债权人众多，也不仅是粤海资产金额庞大、社会影响面广。粤海重组之所以引起如此之大的反响，更主要的是因为粤海的全资股东——广东省政府要向“窗口公司信用”告别，要建立依靠企业自己的经营管理、依靠自己的财务状况、依靠自己有增值潜力的项目去融资的新信誉；要坚决依照国际惯例和香港的法律来重组粤海。过去，在港中资企业的经营亏损大多是由政府注入优质资产或现金来弥补。然而，广东省政府却要求债权人与广东省政府共同承担粤海的经营损失。因此，问题不在于粤海重组的本身，而在于由此引发的香港金融界乃至国际金融界与海外中资企业之间“游戏规则”的改变，以及这种改变对各方面观念造成的冲击和利益带来的影响。

所谓信用，是以偿还为条件的货币或商品支配权的暂时转让，简单说，就是借贷活动。信用有直接信用和间接信用，商业信用、银行信用和国家信用之分。商业信用是商品买卖双方交易过程中发生的信用关系，主要形式有赊销和预付；银行信用是在银行与企业和个人之间发生的借贷关系；国家信用则是以政府为借贷主体的信用行为。它又分为中央政府信用和地方政府信用。这些，都统称为间接信用。企业在市场上发行债券或股票的集资行为则被称为直接信用。在改革开放初期，中国的企业既不了解世界也不被世界所了解，国内百业待兴，需要引进大量海外资金来弥补国内储蓄之不足。这时，广东人想出了个办法，就是以政府的名义在香港注册一家公司，一方面通过国际市场引进资金、设备、技术、人才、管理经验和资讯，另一方面把国内的企业介绍给世界，把国内的产品推向海外。事实证明，这为广东的经济和社会发展变革发挥相当大的积极作用。在一些外国人心目中，政府对自己办的企业会负责到底，况且这是由国务院批准设立的，由地方政府提供担保或安慰函予以支持的。因此，借钱十分容易。于是全国各地纷纷仿效，也在香港或海外其他地方成立

公司，并形象地称之为窗口公司。随着窗口公司数量的增加，“窗口公司信用”作为信用的一种特殊形式也逐渐形成了。这是一种将银行信用与国家信用合二为一的信用形式。在这种信用形式中，作为贷款方的银行或其他投资者既可以按照银行信用的利率水平收取利息，又可享受国家信用的安全性；作为借款方的窗口公司既是某一级政府或政府某机构的代表，又是可以在中国大陆享有各种优惠待遇的外资企业。商品经济令人惊叹的规律之一是有需求就有供给，况且这是一种毫无风险的供给呢！于是，窗口公司信用规模迅速扩大。这在一定程度上支持了中国由计划经济向商品经济转轨过程中的资金需求。

窗口公司也好，窗口公司信用也好，都是改革开放的产物。但是随着改革开放日益深化，它们逐步失去了赖以存在和发展的基础。

首先是在中国进行的企业改革使企业与政府的关系发生了深刻变化。1982年，开始在国有企业进行“放权让利”的试点；1983年，开始在国有企业进行“利税分流”、“利改税”改革试点；1984年，《中共中央关于经济体制改革的决定》让“包”字进城，进行企业承包责任改革，并开始试点；1985年，承包制改革大面积展开；1986年，继续扩大承包责任制改革试点，同时进行租赁、兼并、破产、股份制等一系列改革；1987年，“包死基数、确保上缴、超收多留、歉收自补”成为承包制的模式；1988年，人大通过《企业法》，以法律的形式确立了国有企业的地位，让国有企业成为“相对独立的商品生产者和经营者”；1992年7月，国务院颁布了《全民所有制工业企业转换经营机制条例》，规定了企业应享受的权利和应承担的责任。在这一改革进程中，企业逐步由隶属于政府的行政性单位演变成为“独立核算，自负盈亏”的经济实体，产权形式的变化，使得没有哪个企业还能代表政府去行使对外融资的职能。

其次是在中国进行的企业所有制改革与对外开放使中国大陆

与海外的经济往来日趋活跃。随着改革开放的逐步深化，大批海外投资者带着资金、设备、技术、人才和管理经验涌到中国大陆这块极具魅力的处女地来开发实业。三来一补、中外合作、中外合资、外商独资企业越来越多，它们给中国的经济注入了活力，沟通了中国大陆市场与海外市场的联系。不仅如此，随着外资企业的增多，外资银行分支机构的触角也延伸到中国大陆的许多中心城市。与此同时，中国大陆的国有企业、集体企业、股份制企业甚至私人企业也迈出了大陆，迈出了国门，走进了世界市场。虽然中国政府仍然在对资本项下的外汇进出实行管制政策，但是，这与创办窗口公司时的管制政策已经不能同日而语了。中国经济已经和世界经济日趋融合，海外资金市场上的投资者对中国不再陌生，中国大陆的企业对海外资金市场也已非常熟悉。更重要的是，在中国大陆，中国自己的资本市场逐步成长、成熟。中国已经形成了以中央银行为核心、国有商业银行和大型股份制银行为主体、其他多种形式的金融机构为辅助的多元化的银行体系，已经形成了全国性的股票、债券市场。改革开放使中国的老百姓富了起来，他们手中的钱可以十分顺畅地通过银行和金融市场转化为投资。在这种情况下，没有哪一级政府还需要依赖一个窗口公司为发展当地经济去海外筹措资金了。

最后是窗口公司自身的变化。随着改革开放的深入，窗口公司的经营管理者们越来越感到：公司主要靠代理，为客户引进资金、技术和管理经验，从中获得佣金或代理费是生存不下去的，必须向实业公司发展。当窗口公司完成了由代理向发展实业的过渡以后，其性质也就发生了变化。它们已经不是改革初期那种依附于某一级政府或政府某一部门专门从事“五引进”的窗口公司了，它们已经演变为一个“自主经营、自负盈亏”的经济实体。与其他公司不同的是，它们在海外注册，是“外资”公司。对它们来讲，最迫切的是满足自身发展对资金需求，而不是为他人做嫁衣了。

窗口公司信用赖以产生和发展的基础虽然消失了，但是，对窗口公司信用的需求与供给却依然存在。就需求来讲，原来的公司还愿意继续挂着窗口公司的头衔，这样，借钱容易、扩张快；就供给来看，延续存在了十几年的窗口公司信用为外资银行造就了一批中国业务专家，专家们对窗口公司信用安全性、盈利性的厚爱依然如故。虽然，中国中央政府早在20世纪80年代后期就已经认识到这种信用方式的危害性，并三令五申，甚至立法规定地方政府无权对外担保了，虽然进入20世纪90年代以后，窗口公司发债已经得不到政府的合法担保了，但供求双方共同变通，请地方政府或者某个部门开封安慰函以表示政府的支持。这样，窗口公司信用依旧继续生存下来。

信用关系本身就包含着相互监督与自我约束的机制。贷款人为保证信贷资金的安全性、流动性和效益性，总要千方百计把钱贷给那些管理水平高、经营效益好的企业；借款人要想借到资金，就必须把钱用到有效益的项目上去，并不断完善和加强管理。过去，银行和投资者将钱贷给窗口公司，等于贷给了政府，不愁收不回本息，因为窗口公司把钱借回来，转手用到政府指定的专案上去，或借给政府指定的企业，政府负责还本付息。所以，窗口公司信用其实是一种抛弃了监督与制约的特殊信用形式，本身就存在道德风险，它只能在当时的特定背景下起到积极作用。一旦窗口公司演变为一般性的公司，隐含着的道德风险及其对社会造成的危害就会变为现实。保罗·克鲁格曼在《萧条经济学的回归》一书中简练而通俗地解释了“道德风险”的含意：“一个人可以做出某些风险程度高的决定，一旦出了问题却要由别人来承担责任。借贷自然容易产生道德风险。假设我是一个很聪明的人，但身无分文。由于你觉得我很聪明，于是决定借给我10亿美元，我可以按照自己认为合适的方式去投资，条件是一年后连本带息还给你。对我来说，即使你决定要收取高额利息，这也是一笔非常合算的生意。我可以拿这笔钱去投资，这次

投资可能赚很多钱，但也很有可能赔本。当然我希望出现前一种情况，如果投资成功，我就发达了；反过来，如果没有成功，我将宣布自己破产，留下你来收拾烂摊子，因为损失的钱是你的。”保罗·克鲁格曼所定义的道德风险只说明了事实的一半，事实的另一半是：银行同样可以做出某些高风险的决策，但责任却要由政府来承担。粤海就是现实中一个活生生的例子。在泡沫经济时期，粤海盲目扩大规模，再加上监管不力和腐败等因素，造成了不少投资决策方面的失误。境外投资者和银行把窗口公司的信用视为主权信用，对公司财务状况不严格审查，大量资金流进粤海，然后又通过各种方式流失了。两方面的因素结合在一起，最后造成了粤海严重资不抵债、不得不进行重组的局面。

窗口公司信用应该结束了。窗口公司信用也不得不结束了。

广东省政府依照国际惯例和香港法律对粤海进行重组本身就意味着窗口公司信用的结束。从此，没有哪家银行、哪位投资者会再根据窗口公司这块牌子进行贷款和投资决策了；中央政府再也不用三令五申地发文件、下指示要求地方政府不准对境外提供担保了；也没有哪家地方政府会为一个在海外注册的企业开出担保或安慰函了。即使开了，也很难有人相信并愿意接受了。

窗口公司信用在粤海重组过程中结束了，各方面为之付出了沉重的代价，也换来了深刻反思。

## 16.2 毕马威对粤海问题成因的分析

在广东省政府宣布重组粤海之前，曾经委托毕马威对粤海进行过重点审计。毕马威在其提供的重点审计报告中将粤海问题形成的原因归结为：

一是“投资不善、贷款无方”。毕马威说：在资产负债作出的近160亿港元的会计调整中，因投资不善形成的为54.2亿港元，因贷款无方形成的为34亿港元，合共88.2亿港元，情况确



是十分严峻。在投资方面，投资决策大都没有经过充分调查论证，也未经管理层详细研究，全凭负责人自行决定。集团整体欠缺明确的投资策略，对投资项目缺乏监督和管理，更未有采取有效的风险控制措施。

二是“主次不明、重复投资”。毕马威在重点审计报告中写到：“粤海集团下属近500家子公司、孙公司和联营公司，组织重叠、架框复杂。集团没有集中的管理系统和策略目标，属下公司在一定程度上各自为政，重复投资。如粤海企业和粤海投资均投资于地产、啤酒酿造、水泥资产和基建业务，集团的资源无法得到合理的配置和运用。作为广东省的对外窗口企业，集团本应集中资金支援省内建设，但却将相当部分的资金投到海外，如美国、加拿大、法国、泰国等，而且大部分以失败告终。”截至1998年9月30日粤海下属500多家公司的业务涉及金融、食品分销和加工、酒店和旅游、基建、制造、地产、超级市场、贸易、运输、啤酒、制革、建材12个领域，主业不明的问题明显存在。重复投资的问题也客观存在。例如，经营金融业务的公司，粤企有13家、粤投有2家；广南下属24家企业都在经营食品分销和加工业务；经营酒店和旅游业务的企业，粤企有4家、粤投有14家；经营基建业务的企业，粤企有9家、粤投有10家、广南有1家；经营地产业务的企业，粤企有26家、粤投15家；经营贸易的企业，粤企有11家、粤投有2家、广南有13家；经营零售业务的企业，粤企有1家、粤投有2家、广南有1家。

三是“缺乏制约、监控无力”。毕马威认为，粤海“集团缺乏一套完善的内部监控制约机制，也没有严谨的风险管理系统，集团审批贷款并不是以借款人的财务状况和还款能力为依据，往往只看借款人与集团或与审批贷款负责人的关系；某些负责贷款的人员也缺乏金融法规方面的常识；某些部门甚至可以随意动用‘多余’的现金买卖股票。”

四是“弄虚作假、账实不符”。毕马威在重点审计报告中指

出：粤海“集团内部存在严重账目虚假情况。某些企业领导不按经济规律办事而招致损失。为掩饰失误，又制造虚假利润。”毕马威指出：“根据香港的法律，这些行为属于刑事诈骗。”“然而，部分企业领导却认为只要为‘公’就没有问题。在市场经济中，即使有准确可靠的财务资料来进行投资，成功也只是机会参半，若没有准确可靠的财务资料更只能靠运气了”。

五是“参与投机、损失惨重”。毕马威指出：“某些企业领导为在短时间内争取到较高的回报，参与股票、期权、期货及房地产等高风险的投机买卖活动。集团在这方面的损失约为30.2亿港元。”

六是“融资方便、债台高筑”。毕马威分析：“前几年，红筹概念是国际融资市场的宠儿，拥有中方背景的企业在香港及海外融资轻而易举。集团某些领导放宽了对项目的严格审查，缺乏对高负债经营危害的警觉，以借新还旧解决资金缺口。公允而论，粤海集团出现借贷过高的现象，提供融资的银行或金融机构也应负一定责任。他们在审批信贷时，不大关注企业实际的经营情况和财务状况，只认为它有省政府作后台，不怕出现什么问题。国际融资市场这种对粤海集团的放任态度，是导致借贷双方今日都可能需要承担恶果的重要原因。另一方面，集团的融资方式是先定下融资额，再选出市盈率。为了将资产高价转让融资，便作出不切实际的利润保证。要是无法达到保证的利润水平，便需要作出补救，即使过了关，也只是欺骗了投资者。”

### 16.3 粤海问题形成的深层原因

毕马威作为会计师，只能对粤海问题形成的直接原因进行分析。但是，我们在总结历史的经验与教训时，必须从深层次的原因入手。值得总结的问题很多，主要有：

一是粤海在公司管理结构上存在明显的缺陷。“接近监管机

构消息人士认为，如一间公司的执行董事全部串谋编造假账，非执行的独立董事亦难以发挥监察作用，原因是他们基本上只能依赖核数师的专业意见。”这种认识恐怕有些片面。其实，包括粤企、广南、粤投和南粤内的粤海在公司管理结构上确实存在着致命的缺陷：

第一，董事会与经营班子为同一班人士。在广南和粤投董事会中，除独立董事之外，所有执行董事均同时担任包括总经理、副总经理、财务总监在内的主要管理职务。如果这些执行董事大多是公司的股东，可能还问题不大。问题在于他们都是与公司利益没有“切肤之痛”关系的雇员。这种状况，使得董事会完全有可能丧失对管理层行为的监督和制约能力，一旦管理层的绝大部分人士联合起来，就会形成所谓的“内部人控制”的局面，这些执行董事们就会事实上成为公司的“主人”。

第二，股东对企业的监管机制基本失灵。小股东对企业的监管渠道是企业真实的财务报表，当企业为内部人所控制时，小股东的监管渠道也就丧失了。大股东对企业的监管，除真实的财务报表之外，主要依赖于对代表其利益的企业董事们的控制。但是粤企作为大股东，对其派驻下属企业的董事们却基本上没有任何约束能力，从而使粤企在其一些下属企业的人事任免和经营活动上没有什么发言权。

第三，财务监控系统处于瘫痪状态。在香港，企业的财务监控系统是由核数师和大股东的内部稽核构成的。长期以来，粤海下属企业各自为政，就连核数会计师也是由下属企业自己聘任，广南当然也不例外。与此同时，自广南和粤投上市以来，粤海对其从未进行过内部稽核与审计。在这种情况下，一旦核数会计师不能反映真实情况，对下属企业财务的监控系统就会陷于瘫痪状态。

第四，经营管理者缺乏自我约束的能力。一是在商品经济社会中，普通人道德行为的自我约束，主要取决于对其物质利益的

追求和法律的制约，其次才来自社会舆论的制约和意识形态方面的教育。只有少数人才能做到凭着对某种精神、意识的追求来约束自己的行为。在香港，像粤企、广南和粤投这样规模的非中资企业的董事长、总经理们年薪高达几百万港元，而且还有期权可以拿。但是，在港中资企业经营管理者们实际却只能拿十几万港元的年薪。虽然这与国内国营企业的经理和公务员们相比较，应该知足了，但在香港却只相当于一个低级文员的年薪水平。相比之下，港资企业的管理者违法、违纪经营的机会成本比在港中资企业管理层的机会成本要高得多。这是在港中资企业管理层比港资企业管理层自我约束能力相对弱的重要因素之一。

二是核数会计师难道没有责任吗？核数会计师的责任就是对企业的经营状况和资产、负债状况进行独立的审计，提出尽可能客观的审计报告，而不仅仅是根据企业管理层提供的资料对企业的资产和负债进行统计，否则，核数会计师制度还有什么存在的必要呢？例如，如果香港廉政公署对广南前董事们的指控是成立的，广南管理层向核数师提供的虚假材料就绝不是一单、两单的偶然现象。假如广南管理层在长达数年的时间内连续提供大量虚假文件，广南的核数师“被欺骗”了，而毕马威却能通过短短一个月时间的重点调查发现许多问题，这说明了什么？广南的核数师能摆脱关系吗？

三是银行方面的责任又如何？根据香港廉政公署的指控，广南虚开信用证的问题涉及几十家银行，共计几十单，时间长达数年。其间，竟没有一家银行对其中任何一单虚假的交易凭证提出质疑。按照常规，银行在开出信用证之前一定会对企业提交的买卖合同、运输单据等资料的真实性进行核查，而且这也并非十分困难的事情，例如，只要向运输单位发函或打电话寻问一下，就至少可以弄清究竟有没有货物从某个企业发出。但遗憾的是，却没有哪家银行的职员这么做。可以肯定地说，从法律角度上讲，如果广南向银行提供虚假文件取得信用证或信贷，银行应该没有

法律责任；但是，如果从经营管理的角度看，银行内部管理也有漏洞。有位银行的朋友讲，“我们正是相信中资国有企业或中资国有企业控制的上市公司有能力偿付贷款本息才放松了对其中申请信用证资料的审查。”这就是广南之所以能够在数年长的时间里以虚假交易文件套取银行资金屡屡得手的真正原因，也是过去在相当长的一段时期里一部分企业以虚开信用证方式融资成风，甚至个别企业能够以此产生的重要因素之一。

四是一些在港中资企业为什么处于监管的真空之中？在中国大陆，国有企业受到来自各级党委、纪委、司法机构、上级主管部门和各监管部门的监督。但是，这些监督渠道在海外中资国有企业身上就显得不是那么有力了。这除了管理空间上的限制之外，还有如下几方面原因：第一，法律体系和思维方式的差异使得对内地国有企业的监管标准不能完全适用于海外企业。例如，在海外，股东对企业监管的主要依据是核数会计师的核数报告，而在中国大陆则主要依据企业主管部门的内部审计，而且海外的核数标准和国内的审计标准又存在很大差别；第二，司法和纪律管辖权的限制。受政治体制的制约，中国大陆的司法部门和监管部门不能像在国内那样到海外调查、取证或采取其他必要的法律和纪律措施，只能尊重和依靠海外司法部门与监管部门对海外中资企业进行监管；第三，在过去政企不分情况下，上级主管部门对海外中资企业不是依靠股权关系进行监管，而是通过行政关系来进行管理。因为没有切身利益的制约，所以，行政管理无论如何也比不上通过股权关系进行管理来得严格。所有这些，都使得海外中资国营企业基本上置于国内各部门的监管之外，至少是不能像境内国有企业那样受到各方面的监督。粤海当然也不例外。另外，因为香港政府有关部门是用监管私营企业的办法来监管在港中资企业，所以，无论在监管手段上还是在监管途径上都不可能到位。这就是大多在港中资企业为什么处于监管真空之中的重要原因。

总之，粤海问题事出之因在于多个方面。粤海问题的出现，对于前董事们来讲是场悲剧；对于在港中资企业来讲是场悲剧；对于香港市场来讲是场悲剧。为了避免悲剧的再次发生，作为中国的有关监管部门不能要求香港方面为加强对在港中资国营企业的监管而改变其监管的手段和途径。惟一能够做的，是按照国际惯例改革在港中资企业的内部经营管理，使其能够与香港经济制度相适应，这恐怕是解决问题的惟一方法。

## 16.4 新粤海董事会的认识

在粤海债务重组的后继工作还在紧张进行的时候，广东省委、省政府的领导者们已经在开始思考和布置如何按照国际惯例建立新粤海的内部经营管理机制的问题和工作了。

2000年2月6日，旧历正月初二，粤海董事长兼总经理钟光超因长期工作负担过重突发脑溢血，需长期住院医治。广东省委、省政府决定派原省长助理武捷思接替钟光超的粤海董事长职务、原省政府副秘书长李文岳接替钟光超粤海总经理的职务。这种安排足以显示广东省委、省政府对重组粤海的诚意和搞好新粤海的决心。

2000年2月15日下午，刚刚上任的粤海董事长武捷思在向中央政治局委员、广东省省委书记李长春汇报粤海重组工作时，李长春就重组后的粤海的经营管理机制问题做了重要指示。在李长春心目中，债务重组仅仅是粤海重组的一部分，经营机制的重组才是粤海重组的关键所在。他说：

“省政府与债务银行就粤海重组达成原则性协定，虽然后面还有许多艰苦的工作要做，还有很长的路要走，但这毕竟标志着粤海重组迈出了重要的一步。粤海是广东改革开放的产物，粤投原来又是香港恒生指数的成份股，粤海重组的成败，影响重大。省委、省政府在粤海重组问题上下了很大决心，无论如何也要把

粤海保下来。现在，这个目标实现了一半。为了重组粤海我们付出了巨大代价，既要注入巨额优质资产，又要垫付债务利息和各种重组费用，还要借款给粤海维持经营。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。你们必须认真总结粤海过去的经验和教训，按照国际惯例把现代化企业制度真正建立起来，这才是粤海重组的关键所在。”

2000年2月22日，广东省省长卢瑞华在对武捷思谈到重组后粤海的发展时指示说：

“重组后的粤海将面临市场的巨大压力：基于过去几年粤海经营管理不善、决策程序混乱、企业严重亏损等情况，市场投资者对重组后的粤海能否管理好普遍持怀疑态度，有些在重组中损失惨重的债权人甚至会存有敌意。在这种情况下，新粤海如果没有一个崭新的形象，很难在市场上筹集到资金；另外，债务重组中的所有协定都将设有严格的承诺和保证条款，包括对业务范围的限制，违反限制即构成违约。即使是非上市公司也将面对市场的严格监督。也就是说，债权人将会在5~10年内对公司所有决策具有重要的影响力，粤投、广南、供水公司、新公司和信托公司将各自面对债权人严格的监管；还有，目前国际市场对‘概念性’红筹股的兴趣大大减弱，投资者希望看到有专注业务的企业（例如电信、银行和能源业务等），而非像粤海这样的综合类企业。市场对重组后的粤海的兴趣不可能达到1997年以前的水平。因此，按照国际惯例建立现代化企业制度，对粤海来讲，显得尤为重要。否则，重组后的粤海将无法在巨大的市场压力下生存。”

2000年2月23日，现任国务院体改办主任，时任广东省政府常务副省长王岐山在听取武捷思汇报工作时指示：

“重组后的粤海主要面临三方面的挑战：一是如何切实抓好

现有业务的管理。粤海必须在5年内专业地处理信托公司、新公司的某些资产以及粤投的非核心业务，因为这关系到旧债务能否如期偿还，所以此举关系债务重组的成败。另外，要把粤海和南粤现在分散在近500家企业中的资产分门别类地归并在几十家企业之中，实行专业化管理，尽可能地使其增值；二是要尽快建立起一套与香港市场机制相适应的现代化企业管理制度。这是新粤海今后能否在激烈的市场竞争中站稳脚跟，寻求发展，避免重走老路的关键；三是明确今后的发展方向，抓住机遇，寻求新的利润增长点。在发展新业务方面，粤海必须紧紧围绕全省的经济发展规划，抓住我国加入世贸组织给外商带来的机遇，明确今后的业务重点，要在促进广东经济发展的同时壮大自己的实力。这三方面的挑战，最难应付的是建立现代化企业制度。没有一套充满商业活力、具有严格约束力的内部经营机制，不要说发展，就连现有的业务也管不好。有人说，粤海重组后关键是业务发展。这种讲法我不同意。我看关键在于内部管理。希望你们从现在开始就要研究新粤海内部包括人事管理、收入分配、资金管理、投资管理在内的各项规章制度，建立起一套相互联系的管理体系。管理好了，不愁发展的问题。因此，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。”

新粤海董事会开始按照广东省委、省政府的要求，认真总结经验教训了。董事们认为，用沉重代价换回的经验教训主要有以下几个方面：

一是必须打破大锅饭，建立与市场竞争机制相适应的内部管理机制。粤海和内地国营企业的通病是：无论管理者还是一般员工都不承担盈亏的直接责任，缺乏一套系统的与商品经济社会相适应的制约机制和激励机制。因此，集团整体上根本不具备与港资、外资企业平等竞争的内在素质。这样，经营规模越大、发展得越快，积累的问题就越多，最终的结果也就越惨。如果内部经营机制不改，即使时光能够倒流，粤海也许还会走同样的路。因



此，重组后的粤海必须从建立全员聘用制、管理层持股和优胜劣汰的制度等方面入手，最大限度地解决大锅饭问题。

二是必须改变全面失控的状态，建立一套行之有效的内部监督、制约体系。过去，对于海外企业，国内尚未形成一套严格的监管制度；海外政府监管私营企业的制度和办法对中国国有企业又往往失效，驻港中资企业实际上处于一个基本上无人监管的状态。再加上受管理空间跨度的限制，境内国有企业实行的党委、董事会领导下的厂长、经理负责制度及内部审计、监察等制度在海外中资企业中基本流于形式。企业办得好坏，完全取决于管理者个人的品质、能力和胆量。在这种情况下，像粤海这样拥有268家三级公司、172家四级公司的大型企业集团；失控是必然的，不失控才是偶然的。因此，重组后的粤海必须从加强财务、资金、投资、人事管理，强化内部稽核和监察、加大董事会对经营班子的监督力度等方面入手，建立一套行之有效的内部监督、制约体系。

三是必须放弃忽视效益、注重发展的思维方式，树立业绩至上的企业文化。进入20世纪90年代以后，粤海走的是一条高负债、高速度、低效益甚至是无效益的恶性循环的路，从而埋下了支付危机的隐患。重组后的粤海必须从以业绩论成败，即以业绩决定下属企业的存亡、以业绩确定经营管理者的职位、以业绩决定员工特别是经营管理者的去留等方面入手，从上到下，树立起业绩至上的企业文化。

四是必须扭转经营战线过长的局面，使新粤海逐步向业务集中的专业化公司过渡。粤海的经营战线无论在区域上还是在行业上都拉得过长，自身的管理能力、人员素质和资金实力都无法适应需要，这是粤海失败的重要原因之一。在新兴全球化经济中，无形资产将成为企业获得高回报的重要因素，国际金融市场也在逐步摒弃多元化的企业，更加青睐专业性的企业。因此，形成有专业性的少数核心业务是恢复投资者信心、重现粤海辉煌的关键。

键。根据自身优势，新粤海必须在搞好现有盈利业务的基础上把业务发展方向定位于基础建设、公用事业和与其相关的高科技产业方面，并在5年内实现这一目标。

五是必须纠正忽视甚至无视法律的倾向，坚决依法经营。忽视甚至无视法律、违法经营，是企业管理的大忌。过去，粤海在这方面吃了大亏，不仅使大量国有资产流失，而且也给一些员工个人和家庭造成了一起起悲剧。重组后的粤海必须改变过去那种“只要没把钱往自己袋里放，就没有问题”的观念，凡违法经营的，一律主动送交企业所在地司法机关处理，坚决依法经营。

六是必须解决集团上下各自为政的问题，严格做到令必行、禁必止、照章办事。过去，粤海不是没有规章制度，而在于规章制度形同虚设，有令不行、有禁不止、违章操作。这是导致投资失控、机构膨胀、资产流失、负债过多、资不抵债的根源所在。重组后的粤海必须一方面建立健全各项规章制度，一方面严格纪律，对包括集团董事长、董事、总经理、副总经理、总监在内的各自为政、违反规章制度的人员一律作辞退处理；因违章造成损失的，一律依法追究。坚决做到有令必行、有禁必止、违者必究、严格照章办事。

债务重组后的新粤海，总资产大约为483亿港元，总负债大约为339亿港元，资产负债比例为67%，与重组前相比较，资产负债状况明显改善。但是，粤海的处境依然十分严峻，还本付息的压力依然很大。而且，新粤海在相当长的一段时间内，将很难在市场上借到资金。

董事们认为，虽然新粤海面临着诸多困难和问题，但这并非不能克服和解决。从战略上看，集团的出路在于改革。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。

从战术上看，只要粤海在近两年内能够走好以下几步棋，就一定能够满盘皆活，摆脱困境，使公司有所发展。

一是迅速忍痛关闭和处理全部毛亏损企业。全集团大约有80家毛亏损企业，每年大约流失现金6亿~8亿港元。如果不能迅速止血，毛亏企业就会在一、两年之内拖垮整个集团。因此，迅速关闭和处理全部毛亏损企业，关系着集团的命运，必须毫不手软地进行。

二是加大清收应收账款的力度。目前，全集团的应收账款共160亿港元。虽然其中大部分追收起来十分困难，但这对粤海来讲是一块资源。哪怕一年追回两、三个亿，也能弥补相当大的现金缺口。因此，清收应收账款工作必须全力以赴地去做。

三是及时出售、转让非核心资产和项目。在最近两年内，出售、转让非核心资产和项目将成为弥补资金缺口的重要渠道，这项工作做得好与坏，既关系着集团未来发展战略的调整，也关系着集团近期的存亡。粤海只能义无反顾地去做，犹豫不决，会使粤海陷于支付困境，走上破产的道路。

四是尽一切可能全方位的压缩费用。包括精简人员和机构、减少行政开支、控制生产经营成本等。从现在开始的今后几年中粤海要在这方面花大力气、下大功夫。

五是尽快把经营效益好的项目包装上市。虽然粤海手头经营效益好、还没有上市的项目不多，但如果能把它们推向国内或境外股票市场，既可以改变集团的社会形象，也可以套回些资金，弥补未来5年的资金缺口。

六是千方百计提高现有正常经营企业的经济效益。只有这样，才能够保证不出现新的毛亏企业，不增加新的应收账款，发展好核心业务，以较好的价格出售非核心资产，增加更多的现金收入。

七是争取提前结束债务重组。按照与债权人的现有协定，集

团在最近5年内不能以任何理由、用任何资产作抵押对外融资。这样，在未来5年中，整个集团就会实际上成为一台还债机器，根本谈不上发展。解决这一难题的关键是粤海能否提前完成5年还债的计划。只要粤海把以上工作做好了，就可能用2~3年的时间完成计划，建立市场信心，恢复市场信誉，为集团的发展奠定基础。

八是积极寻找新的投资机会。今后集团的投资方向将主要集中在基础建设、公用事业及其相关的高科技产业上。要找到有发展前景、有稳定现金利润来源的项目，不是件容易的事情。因此，从现在开始就积极做好项目储备工作，为集团的发展创造条件。

九是及时着手境内国有企业的清理整顿、债务重组和改制工作。

董事们认为，新粤海今后的命运掌握在新粤海自己手中。广东省委、省政府已经为此付出了近三百亿元人民币的代价，粤海不能指望第二次重组，不能指望广东省委、省政府再注入几百亿资金，现实已经没有这个机会。今后没有什么救世主，能够决定和主宰新粤海命运的只有粤海人自己；债务重组协定的最终签订并不意味着就可以高枕无忧了。重组是一个漫长的、痛苦的、需要付出巨大代价的过程。粤海重组究竟能否成功，关键取决于业务重组、机构重组和管理体制重组能否成功。对此，世界市场都在密切关注。董事们对新粤海的未来充满信心，他们决心按照广东省委、省政府的要求改革内部经营机制，并在这一过程中寻求粤海的新生。

## 16.5 新粤海按照国际惯例从ABC做起

从2000年3月开始，新粤海董事会根据广东省政府关于改革内部经营机制的要求，针对粤海过去存在的弊端，先后在全集

团内颁了 17 条禁令。对于新粤海的经营管理者们来讲，冒开罪一些人和引起诸多非议的风险出台这些禁令，已经是壮举了；对于粤海的过去而言，这也不能不说是一种变革。但是香港人却不以为然，一些报刊文章公开评论：这些都是一般企业应该做的事情，怎么成改革措施了呢？还有人认为，有些禁令对港资企业来说简直无法理解。这里将主要的禁令及其出发点列出：

一是严格控制设立机构。包括集团董事长、总经理在内的任何人都无权个人批准设立公司和办事机构；各级公司设立包括专案公司和办事处在内的机构，必须经本公司董事会讨论通过后再报集团董事会讨论批准。违者一律作辞退处理，造成经济损失的依法追究。过去，包括项目公司在内，粤海八代同堂；粤海共有 8 级企业。而且每级企业的经营管理者都有设立新公司和办事处的权力。其结果是机构越来越多，管理跨度越来越大，最终造成管理失控。例如，粤海各级公司在北京、上海、广州、深圳等地设立的办事处多达 33 家，其中仅广州就有 22 家。这 33 家办事处共有员工 177 人、汽车 58 辆、摩托车 4 辆，拥有房屋 47 套和办公楼一批；有些办事处还有自己办的公司；1999 年各项费用开支多达 1892 万人民币，其中仅汽车费用就多达 238 万人民币。办事处都如此乱设，公司就更成问题了。否则，也不会出现 500 多家企业五代同堂的状况。粤海各级公司乱设公司和机构的问题，必须从各级企业的头头身上着手。

二是坚决消灭外账。包括集团董事长、总经理在内的任何人一律不准以任何理由设立账外资产及保留账外现金。违者，无论金额大小，一律作辞退处理，并以贪污、盗窃公司财产嫌疑罪向当地司法机关报案，追究其法律责任。这条禁令的颁布是对传统观念的纠正。其一，“只要钱没有往自己口袋里放，就算不上什么大问题，”这是中国国营企业相当多的经营管理者普遍存在的思维模式。海外的中资企业也是如此，粤海更不例外。国营企业的经营管理者们可能并没有想把公司的钱放进自己的口袋，但普

遍存在的大账之外的小账和现金却为个别想趁机捞一把的人提供了机会。账外账的危害不仅仅是国有资产或企业资产的流失，更严重的是它使企业管理者和职工的利益与企业的经营效益脱节，使企业管理陷入极度混乱之中；其二，以往，在港中资企业的外派人员出了问题，大多是调回国内再作处理。但是由于受司法管理管辖权的限制，内地司法机关或纪检部门很难收集证据、进一步调查，结果往往是大事化小，或不了了之。这样，不仅可能放过了个别违法违纪的人，更严重的是会鼓励更多的人去铤而走险；其三，经过20年的改革开放，虽然中国人的法制观念有所加强，但是，相当多的人仍然经常把政治思想工作置于纪律甚至法律之上。对于违法特别是违纪的人，过分依赖政治思想工作、批评教育，而忽视依法依规严肃处置。这使得违法特别是违纪的机构成本很低。以上是各种形式的小金库屡禁不止的重要原因。新粤海董事会从过往的教训中认识到必须改变这种思维模式，决心对再搞账外账的人不再手软，管他目的何在，一律先除名再说；然后再依照当地法律追究相应的法律责任。依法管理企业是政治思想工作中最有效的部分，这样才能对后人具有警示作用。

三是控制公司信用卡的开支范围和规模。包括集团董事长、总经理在内的管理人员使用公司信用卡的情况由集团财务部逐月公开，凡未按规定支出的人，一律作辞退处理。在私人企业中，控制信用卡的开支范围及金额很简单，老板觉得谁花钱多了，花的不合理，就找谁谈一谈，或者把信用卡取消，或者干脆炒鱿鱼就算了。但是，这在中资企业特别是驻港中资企业就不那么简单了。在香港，大小公司老板都带着信用卡，有些属于公司的，有些属于个人的，持卡不是为摆谱，而是为了方便。中资驻港企业总要入乡随俗，不然显得太寒酸了；但是允许个人持有公司卡却很难控制支出范围和金额。公司是国家的，有多少董事长和总经理会像私人企业老板那样为了谁多花一些钱而大动干戈地兴师问罪呢？再者，如果是董事长或总经理自己用公司卡谋私，又有谁

能去限制他呢？这恐怕是大多中资驻港企业经营管理者们都感到困惑的事情。粤海当然也不例外。怎么办呢？新粤海董事会的董事们想出了逐月将个人公司信用卡的消费种类和金额在全集团内部发文公布的主意，并且定期抽查每个持公司信用卡人员用现金消费在公司报销的情况。这样虽然麻烦，但也是没有办法的办法。

四是严禁代其他企业虚开信用证。包括集团董事长、总经理在内的任何人一律不得虚开信用证；未经集团董事会以正式文件批准，各级公司一律禁止代其他企业开信用证。凡违反此规定的，一律作辞退处理，并依法追究。虚开信用证，无论在中国大陆还是香港，都是欺诈行为。法律明文规定犯法的事情，新粤海为什么还当作禁令来在集团内部颁布？对此，正当的香港商人根本无法理解；一个在银行有信誉的企业，为什么要利用自己的信誉为别人虚开信用证？对此，正当香港商人也感到莫名其妙。但粤海和一些驻港中资企业一样，正是在这方面吃了大亏的，所以，新粤海董事会的董事们还是重申此项禁令，以示董事会今后坚决依照香港的法律和国际惯例经营的决心，避免再出现类似的问题。

五是尽力压缩不正常的费用开支。包括集团董事在内的各级公司董事们的因公差旅费、应酬费、手提电话费等一切费用开支，一律由本人在领取工资的公司按规定报销或代办报销结算手续。凡违反此规定的，对报销人和办理报销手续的人员一律作辞退处理。在香港，公司对费用报销的发票要求比较松，一般地，只要事关董事们和董事会授权人员的切身利益，客观上存在着一种监督、制约机制。但在港中资企业情况就完全不同了。钱是公家的，像关心自己家里的钱那样盯着每个人报销费用是否正常的人不很多，加上市场上的发票容易开，卖东西的人为争取生意，买家买什么都可以开出办公用品之类的发票。于是有些说了算的人把自己的家庭开销簿拿到公司报销。有人自己吃一顿饭，把信

用卡消费底单拿到一个公司报销，再拿发票到另一家下属公司报销；更有甚者，还复印一张发票到其他下属公司报销。这叫白吃一份，再拿两份。这种风气一旦形成，再好的公司也会被搞垮了。因此，新粤海董事会的董事们只好出此禁令了。

六是杜绝吃公司的现象。包括集团董事长、总经理在内的各级公司人员，在粤海属下的所有酒店消费，无论是因公还是因私，一律以现金或信用卡结算，不得签单。违者，对当事人和办理签单手续的人员一律作辞退处理。按照现行法律，无论中国大陆还是香港，贪污、盗窃犯法，吃喝玩乐不犯法，即“能吃不能拿”。

正因为如此，内地人才有“当不成万元户，吃个万元肚”的说法。事实也是这样：贪污个八万十万，可能坐上十年八年牢；但每年吃上个八万十万甚至百八十万，除了“三脂”高之外绝无任何风险。按说光靠吃，绝对弄不垮一个公司。麻烦的是因此形成的企业文化会在不知不觉之中毁掉一个公司。所以，新粤企董事会的董事们必须要改变这种状况。

七是加强董事会对经营班子的监督。上市公司和非上市公司、粤海属下两家公司的董事会不能是同一班人；原则上一个人只能担任某一级一个公司的董事职务，并且不得越级兼任董事职务。违反此规定的责任人一律作辞退处理。做出这条规定的目的：第一，防止关联交易、黑箱操作情况的出现。粤海在这方面有十分深刻的教训。例如，如果粤企通过广东粤海集团制造虚假交易、掩盖经营亏损的情况。如果粤投深圳分公司、深圳粤海集团和深圳粤海发展的董事会不是一班人，也许就不会出现粤投深圳分公司为深圳粤海集团向银行贷款提供担保，却既不向粤企报告，也不向社会公告的现象；第二，防止管理人员特别是公司管理层兼职过多。一方面会因为忙不过来而影响公司运作，另一方面还会形成责任落实不到人的状况。过去粤海共1509个董事职位，共有548人担任董事，人均兼任2.8个董事职务，最多的一



位兼任 79 个董事职位；第三，改变因隔级任董事造成的管理上的混乱。越级兼任董事是企业管理中最为忌讳的事情。如果集团公司的董事长或总经理兼任了某个三级公司的董事，实际上会把这家三级公司完全置于二级公司的管理之外。虽然，局外人对粤海的措施很难理解，但对新粤海来讲，实在是针对性很强的措施。

八是充分发挥财务总监与董事长、总经理之间的相互制约和监督作用。各级公司的财务总监原则上由集团公开招聘有香港或当地执业会计师资格的人士担任，由上级公司董事会委派；各级公司财务总监对本公司董事长、总经理和上一级财务总监负责；财务总监是企业中的重要岗位。过去，在港中资企业的财务总监大多由内派干部担任。这样做的最大问题是内派干部不具有当地执业会计师的资格，对香港市场运作的惯例不了解。而且按照国家现行政策，内派干部在香港工作最多不超过 7 年，所以，他的行为不能受到香港会计师行业规范的约束。具有香港会计师执业资格的人士则不同，他们可能会因一时疏忽犯下错误而终身难以再从事会计工作。因此，这些人的职业道德相对高一些。粤海过去出现的问题，大多与财务总监不了解香港市场运作惯例和缺乏与香港市场相适应的职业道德有关。所以，起用当地具有执业会计师资格的人士担任各级公司财务总监，是加强财务管理，提高集团运作透明度和公信度的重要措施。新粤海董事会的这条规定，使得全集团形成一个以各级公司财务总监为联系的财务是监控体系。无疑，这对重组后的新粤海加强财务管理会起到积极的促进作用。

九是建立总经理、财务总监和财务部总经理之间的相互制约的机制。所有对外支出必须有各级公司的总经理、财务总监、财务部总经理联合审批并双签付款票据方能办理。违者一律作辞退处理。造成经济损失的依法追究。管理学中一条重要的原则就是信任不能代替监督，这一规定的意图在于形成总经理、财务总监和财务部总经理之间相互制约的机制。

十是严格管理对外投资、贷款和担保。所有投资性支出、贷款、担保，除上市公司由本级公司董事会以正式证件批准办理外，其他各级公司一律须经本级公司董事会讨论同意并逐级上报集团董事会批准后才能办理。包括集团董事长、总经理在内的任何人，违反本规定的，一律作辞退处理；对造成经济损失的，依法追究。过去，粤海实际上各级公司均有权对外投资、借款和担保，而且往往没有通过正常的讨论和审批程序。这是导致整个粤海投资失控的重要原因。所以，新粤海董事会明确了这一条禁令。除此禁令之外，还明确规定，三级及以下企业没有对外投资、借款和担保权。二级企业对外投资、借款和担保，必须先经其战略发展部、财务部分别对投资、借款和担保的可行性进行详细、规范的分析，然后再由其董事会讨论通过；二级公司关于对外投资、借款和担保的申请报到集团以后，也同样先由集团战略发展部和财务部分别对此进行分析、研究，然后再交集团董事会讨论通过。这样做虽然麻烦了一些，但比过去的做法总会减少一些失误和损失。

以上这些规定，显然都是必要的。香港人之所以不以为然，是因为他们认为这些管理上的常识，正常运作的公司都在这样做。但是，为了把新粤海建设为依照国际惯例和香港法律进行经营、以利润最大化为经营目标的现代化企业集团，新粤海的董事会必须从企业管理的ABC做起了。

## 附录：粤海债务重组时间表

1998 年 5 月	粤海财务部对粤海 1997 年的财务状况做出初步分析。
1998 年 8 月 29 日	粤海向广东省政府告急，粤海将面临交叉违约的风险。
1998 年 10 月 10 日	广东省政府聘请毕马威对粤海和南粤进行初步审计。
1998 年 11 月 20 日	广东省政府聘请毕马威对粤海和南粤进行重点审计。
1998 年 12 月 16 日	广东省政府宣布重组粤海，粤海暂停支付一切到期债务本金。
1999 年 1 月 12 日	粤海、南粤债权人会议分别于当天下午在香港召开。
1999 年 3 月 1 日	粤海、南粤债权人第二次会议在香港举行。
1999 年 5 月 25 日	粤海、南粤债权人第三次会议在香港召开，广东省政府提出“5·25 债务重组方案”。
1999 年 6 月 30 日	债权人对广东省政府“5·25 债务重组方案”提出回应。
1999 年 7 月 1 日	广东省政府停止为粤海垫付利息。
1999 年 7 月 16 日	广东省政府代表与债权人银行委员会代表会晤，申明广东省政府关于粤海和南粤债务重组的六项原则。
1999 年 7 月 26 日	债权银行委员会致函广东省政府表示：监察委员会确认他们接受重组协定将对财务债权人造成的经济损失，并愿意寻求一个令双方可以共同接受的重组方案而取得经

	济发展成果。
1999年8月	债权银行和债券持有人就“5·25 债务重组方案”提出修改意见。
1999年10月19日	广东省政府向债权人委员会提交修改后的“9·10 债务重组方案”。
1999年10月19日至 1999年12月15日	广东省政府与债权人委员会就重组细节讨价还价。
1999年12月16日	广东省政府与粤企、南粤、广南债权银行委员会就粤海债务重组签署了“12·15 协定”；新粤企与粤投就用供水公司股权换取粤投股份签署了原则性协定；粤投管理层与粤投债权银行就粤投债务重组签署了原则性协定；高盛与广东省政府就高盛购买粤投一定股份签署了原则性协定；债券持有人委员会就广东省政府与债权银行代表达成的原则性协定表示稍有保留态度的支持。
2000年1月17日	粤企和南粤债权银行在香港举行会议，由债权银行委员会介绍“12·15 协定”内容。
2000年1月至2000年 12月21日	广东省政府和债权人委员会就重组细节讨价还价。
2000年12月22日	广东省政府与债权人委员会就粤海债务重组签署最终方案。