

公司债发行缘何半途折戟?

——“11超日债”违约与兑付警示录

陈秧秧*

摘要:“11超日债”信用违约事件的焦点不仅在于债券的偿付安排,监管层更应当反思公司债公开发行为何会失败。通过梳理超日太阳的融资生态链与经营业绩,债券违约似乎不可避免。债券募集说明书在募集资金用途、发行人偿付能力以及偿债应急保障方面均隐含强烈的违约风险,而存续期间内债券被要求补充提供担保且信用等级持续降级,无非将前述不确定性演变为现实。公司债券市场治理需完善债券发行条件、信用评级机构监管、投资者教育以及违约债券救济偿付安排。

关键词:公司债 公开发行 信用违约 刚性兑付 信用评级

引言

如果对最近两年国内公司债券市场热点事件

* 华东政法大学国际金融法律学院副教授,会计学博士、法学博士后。

就其受关注程度作一重要性排序,那么,上海超日太阳能科技股份有限公司(以下简称“超日太阳”)发行的“11 超日债”^[1]在发行后所存续的短短两年期间内两次经历利息支付风波,最终触发信用违约,在发行人整体严重资不抵债的情形下,违约债券的偿付却峰回路转,“逆袭”实现刚性兑付这一证券市场事件,或许可以当仁不让地入选此类榜单之首。2014 年原本极有可能成为我国公募债券利息支付违约的元年,但现有制度环境下债券市场违约“零容忍”的魔咒未能被打破。

截至目前,关于超日债风波的学术文献与市场评论主要聚焦于公募债券违约的危机处理、刚性兑付的法理基础及其对证券市场发展的负面影响。譬如,主流观点认为,重组方对违约债券的全额偿付(含债券本金、利息、复利以及罚息等),尽管对超日债持有人而言是一个极好的消息,却弱化了债市投资者本应当具备的风险意识,与高收益高风险的市场投资原则相悖,发行人的道德风险也可能进一步诱致已近“柠檬市场”的债市中垃圾债盛行,这将非常不利于债券市场的成熟与健康发展。现有研究鲜有探讨如何来规避或降低公募公司债券发行的违约风险,以及从学理视角探讨“11 超日债”偿付危机原本是否可以避免。于是,当系统梳理债券发行人超日太阳作为一家民营科创企业在资本市场的多轮融资进路、“11 超日债”公开发行前的财务境况与两次利息支付危机、公司重整方案与债券兑付之间的不匹配性时,会不无惊奇地发现,“11 超日债”违约风波及其刚性兑付安排恰恰较为综合地折射了当前国内资本市场融资生态百相和公司债发行与交易监管制度安排中的系列掣肘。反思这些问题对于我国证券法律体系下有关公司债券发行与交易制度安排的改进与完善具有很强的启示意义。

一、“11 超日债”信用违约:一家民营科创企业的融资生态链

超日太阳的前身是上海超日太阳能科技发展有限公司,由倪开禄等

[1] 中国证券监督管理委员会证监许可[2011]1686号文核准,债券全称为上海超日太阳能科技股份有限公司2011年公司债券,简称“11超日债”。

六位自然人于2003年6月共同出资500万元设立,以太阳能材料、设备及灯具等生产与销售为主业。作为新兴高科技行业中的一家新设民营企业,超日太阳高度倚重外部资金来源。2005年1月和2007年5月,经过两次引入新投资人之后,公司注册资本增至2857万元。2007年8月,公司整体变更为股份有限公司。2009年7月,超日太阳第一次向证监会提交公开发行股票申请,被否决。然而,超日太阳并未就此停止寻求资本补充的步伐,当年8月与11月分别通过再次引入新投资者以及资本公积金转增股本,增资至19,760万元。尽管民营科技类企业向资本市场公开融资的诉求似乎向来不会一帆风顺,仅仅过了一年即2010年11月,超日太阳重整旗鼓,再次申请IPO,终于如愿获得监管层核准,公司普通股在深圳证券交易所挂牌上市(证券简称“超日太阳”,证券代码“002506”)。其首次公开发行股份6600万股,约占发行后公司总股份的四分之一,以发行价格36元/股计算,大约募集资金23.76亿元。然而,即便顺利IPO,超日太阳的融资需求依然迫切,其流动性状况也亟待更多外部资金来驰援与改善。“为了归还即将到期的银行贷款并补充流动性资金需求”,^[2]2011年10月,在公开发行普通股一年之后,超日太阳便向证监会提交公开发行公司债券的申请并获得通过,公司被核准向资本市场进一步融资不超过10亿元。这一次的证券市场直接融资诉求似乎来得比此前两次IPO申请更容易一些。2012年3月7日至9日,“11超日债”顺利完成网上向社会公众投资者公开发行与网下向机构投资者协议发行,4月开始便在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易。至此,一家民营科创型企业的典型融资生态链条初步形成:出资人投入—经营往来占款—银行借款—公开发行普通股—公开发行公司债券。

与超日太阳广罗密织的融资管道同样应受到关注的,是该公司在这些年间的经营业绩和现金流量。其中,现金流充裕度决定着前述一系列外部资金来源的偿付能力或分红潜力,而稳定的盈利能力则

[2] “本期债券的发行总额不超过10亿元,根据公司的财务状况和资金需求情况,按照募集资金预计到位时间,初步计划将4亿元募集资金用于偿还本公司的银行借款,以进一步改善财务结构,降低财务费用,剩余资金将用于补充公司流动资金。”参见《上海超日太阳能科技股份有限公司公开发行公司债券募集说明书》,第1-1-133页,第九节“本次募集资金运用”。

是现金流量宽裕尤其经营活动现金净流量足以支付到期债务的核心保障。尽管2011年《招股说明书》和2012年《债券募集公告》将公司过去业绩和未来前景描述为稳步增长,当公开可查阅的历年经营数据将超日太阳的盈利流和现金流拼凑成一幅相对完整的财务图景时,关于盈利真相和偿付能力的任何修饰词都应当忽略不计,甚至追溯施责。

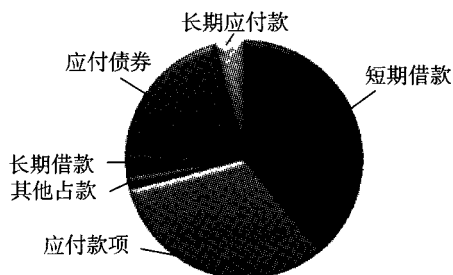


图1 截至2012年6月30日超日太阳债务融资结构比例图〔3〕

数据来源:超日太阳2012年半年报, www. szse. cn。

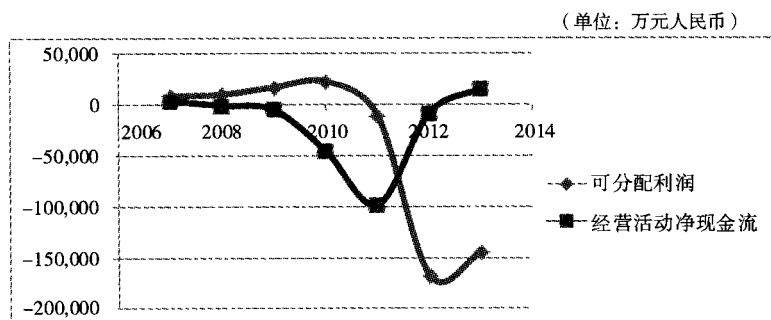


图2 超日太阳2007~2013年度净利润与经营活动净现金流

数据来源:超日太阳(ST超日)《首次公开发行股票上市公告书》以及2010~2013年报, www. szse. cn。

注:2013年度经营活动净现金流为正,不表示公司经营或资金有任何改善,由现金流出下降幅度(79.29%)超过现金流入下降幅度(68.32%)所致。

〔3〕 当期超日太阳资产负债率高达64%,流动比率仅为1.03倍。具体债务类型中,流动负债三大类:(1)短期借款19.2亿元,包括质押借款、保证借款以及信用借款,占比39%;(2)应付款项15.64亿元,包括应付票据、应付账款、预收账款以及其他应付款等往来账款,占比32%;(3)其他占款0.9亿元,包括应付职工薪酬、应付利息以及应付股利,占比2%。长期负债包括应付债券9.86亿元(20%)、长期借款1.5亿元(3%)以及长期应付款1.96亿元(4%)。

基于多重外部借款构成的还本付息压力和公司自身盈利预期的接连落空,“11 超日债”每年一期的高额利息支付及其背后众多债券持有人〔4〕的利息受偿诉求,令发行人管理层如坐针毡,对付息日的迫近颇似惶惶不可终日。尽管众所周知最终“坐实”债券信用违约的是 2014 年 3 月 5 日发行人发布的“11 超日债第二期利息无法按期全额支付”公告,正式宣告其一年期应付债券利息 8980 万元仅落实其中的 400 万元,即每手“11 超日债”(面值 1000 元)仅可获派息 4 元(税前),而不是票面承诺的 89.80 元,利息支付违约的真实演习却已非第一次。早在 2013 年 1 月 17 日,超日太阳曾发布一则“公司债券将可能被暂停上市的提示性公告”。正是在这次披露中,发行人第一次对外宣称,已为发行时无担保的“11 超日债”补充提供担保事宜,〔5〕然而,即便补充提供担保,“由于担保资产变现的不确定性,仍无法确保‘11 超日债’的本息将得以全部偿付”。随后整个 2 月,发行人同时也作为股票公开发行的上市公司,其信息披露几乎为有关债券的“特别风险提示”类公告所覆盖。当市场关注该首期利息支付是否将会落空时,发行人却在付息日前五天即 3 月 2 日出人意料地发布一则“2013 年付息公告”,宣告将在付息日即 3 月 7 日的三个交易日前,将债券当次利息足额划付至证券结算公司指定银行账户,由后者通过资金结算系统将利息划付给相应付息网点的债券持有人。然而,查阅发行人在此前后期间的任何公开信息披露,无从得知该第一期利息支付的资金从何而来。也正是由于 2013 年第一期利息支付在临近违约之前忽然“神秘”地履约了,“11 超日债”又戏剧性地延续下来。

〔4〕 截至 2014 年 6 月 26 日,根据法院指定的超日太阳破产重整管理人作出的债权核查登记,“11 超日债”持有人合计 2114 人,就人数而言,在有财产担保债权组中占比 24/26,在普通债权组中占比 2114/2306。参见《上海超日太阳能科技股份有限公司重整计划》,第 11~12 页,2014 年 10 月 23 日。

〔5〕 关于发行时明确为无担保公司债券的“11 超日债”被迫加担保的背景,参见下文“债券违约如何走向必然:补充提供担保与信用评级流变”部分阐述。

二、公司重整与债务清偿：“11 超日债”兑付何以受优待？

由于上市后连续三年(2011~2013年)亏损,超日太阳普通股于2014年5月28日起被暂停上市,同时,根据深交所公司债券上市交易规则,“11超日债”亦于两天之后即5月30日起被终止上市。而随着2014年4月3日供货商上海毅华公司作为850万元应收债权受偿人身份,以超日太阳不能清偿到期债务,且资产不足以清偿全部债务、明显缺乏清偿能力为由,向上海一中院申请对超日太阳进行重整,法院则在6月26日裁定了受理前述重整申请。由此,根据我国《破产法》和相关司法解释的规定,“11超日债”便从法院裁定受理超日太阳重整之日起视为到期,利息(含利息、复利、罚息)计收也自然终止。

根据法院指定的两名重整管理人北京市金杜律师事务所上海分所和毕马威华振会计师事务所作出的评估报告,以2014年6月26日为基准日,超日太阳全部资产的评估价值为4.76亿元左右,全部债务也就是各方所主张的债权合计约59.56亿元。^[6]其中,为特定债权设立担保和涉及优先权(建筑工程)的财产评估价值约为9801万元,而有财产担保债权和优先债权(建筑工程)合计约为12亿元,显然担保财产价值对于相关受担保或优先债权总额的清偿保障程度微乎其微。如果再考虑法律意义上享有优先清偿安排的税款债权(2191.88万元)、职工债权(3900万元)以及破产重整费用(5920万元),那么,超日太阳对外债务总额中归属于普通债权的部分(57.2亿元)其受偿比率将只有3.95%。事实上,如果超日太阳果真进入破产清算程序,那么,普通

[6] 截至2014年6月26日,59.56亿元债权包括:(1)已获法院裁定确认的债权合计432,452.29万元(含有财产担保债权66,084.42万元、税款债权2191.88万元、普通债权364,175.99万元);(2)获法院裁定初步确认和管理人审查初步确认的债权合计90,860.71万元(含建筑工程优先债权7345.55万元、税款债权3181.68万元、普通债权80,333.47万元);(3)管理人调查确认的超日太阳职工债权3900万元;(4)预计债权合计约68,367.04万元[含未申报的有财产担保债权(11超日债)46,756.04万元、已申报但尚未获得管理人审查确认的普通债权约20,611万元、未申报的普通债权约1000万元]。

债权(含从有财产担保债权和优先债权未全额受偿而转入的部分)的受偿率将低于前述 3.95% 的测算。理由主要有两个方面:其一,破产清算情形下,超日太阳财产实际变卖所得极有可能低于重整阶段持续经营假设下作出的评估价值;其二,重整费用和职工债权很可能突破管理人及相关评估机构原先预测的范围。

表 1 重整阶段超日太阳偿债能力分析

(单位:万元)

资产评估价值	47,612.27
减:有财产担保债权优先受偿部分	9801.06
减:破产费用	5920.00
减:职工债权	3900.00
减:税款债权	5373.56
用于清偿普通债权的破产财产价值	22,617.65
参与按比例受偿的普通债权	572,089.07
普通债权受偿率	3.95%

基于此,为了最大限度保证债权人权益,超日太阳管理人制定一份包含出资人权益调整、债权调整与受偿以及引入投资人筹集资金保障债务支付的重整方案。其中,出资人权益调整方案具体指将截至 2014 年 6 月 26 日超日太阳资本公积中的股本溢价部分(约 16.8 亿元)转增为股本,^[7]全体出资人也就是截至当时在登记结算公司登记的超日太阳股东无偿让渡上述转增股份,这部分转增股份由随后引入的投资人^[8]有条件受让。重整阶段引入的投资人受让转增股份的相关条件则包括:(1)投资人支付 14.6 亿元资金,用于支付重整费用、清偿债务、提存初步确认债权和预计债权、作为后续经营的流动资金;(2)当超日太阳境内

[7] 以超日太阳现有总股本为基数,按每 10 股转增 19.9165402124431 股的比例实施资本公积转增股本,共计转增 168,000 万股。资本公积转增股本实施完毕后,超日太阳总股本由 84,352 万股增加至 252,352 万股。

[8] 超日太阳重整案投资人由江苏协鑫、嘉兴长元、上海安波、北京启明、上海韬祥、上海辰祥、上海久阳、上海文鑫和上海加辰等九方组成。其中,江苏协鑫担任牵头人,将在完成投资后成为超日太阳的控股股东,负责超日太阳的生产经营,并提供部分偿债资金;其余八方为财务投资者,主要为超日太阳债务清偿、恢复生产经营提供资金支持。参见《上海超日太阳能科技股份有限公司重整计划》,2014 年 10 月 23 日。

外资产处置所得款项不足 5 亿元时，投资人向超日太阳提供 5 亿元与实际处置所得款项差额的无息借款予以补充，这笔借款由超日太阳以后续经营收入来偿还。^[9] 换言之，根据管理人的重整方案，财务困境中的超日太阳将以合计不低于 19.6 亿元用于支付重整费用、清偿债务、提存初步确认债权和预计债权以及作为公司后续经营的流动资金。

在债权调整与受偿安排方面，依据破产法相关规定和债权审查确认情况，管理人将超日太阳各类债权分类为有财产担保债权组、税款债权组、职工债权组、普通债权组以及预计债权。其中，有财产担保债权组包括 2116 家债权人，可以从担保物评估价值部分优先受偿的债权金额仅为 8517.49 万元，其未优先受偿的绝大部分划入普通债权；职工债权（约 3900 万元）和税款债权（5373.56 万元）全额清偿，不做调整；普通债权（509,421.95 万元）和预计债权（约 68,367.04 万元）在前述超日太阳破产清算状态下测算的受偿率约 3.95% 基础上，结合重整实际情况作出调整，以最大限度地提升债权人的受偿水平。具体调整方法包括：（1）每家普通债权人 20 万元以下部分（含 20 万元）的债权全额受偿；（2）普通债权超过 20 万元部分按照 20% 的比例受偿。

需指出的是，关于“11 超日债”的清偿安排，管理人在 2014 年 10 月 8 日发布的《重整计划》中曾经作出相关特别说明。“11 超日债”作为有财产担保债权，以发行人所提供担保物评估价值 3064.82 万元优先受偿，每张“11 超日债”债权金额本息合计约 111.64 元，可以优先受偿约 3.06 元，剩余约 108.58 元作为普通债权受偿。每名债券持有人在对担保物评估价值优先受偿后未获清偿转为普通债权的部分，20 万元以下部分（含 20 万元）全额受偿、超过 20 万元部分按照 20% 的比例受偿。据此，“11 超日债”持有人在 20 万元以下的债权部分将获得全额偿付，而超出 20 万元的部分则只能获得原债权金额的 20%，换言之，债券投资亏损大约为债券本息合计扣除 20 万元之后的 80%。

然而，债券托管人事实上在同一天便修正了上述《重整计划》中对

[9] 在其后实际偿债资金安排中，由于超日太阳处置的资产及债权（全资子公司香港超日太阳能科技有限公司 100% 股权、Sunperfect Solar INC 43.48% 股权、公司应收账款和其他应收款等对外债权）最终仅以 2.5 亿元的价格出售，主要投资人江苏协鑫依据重整计划约定额外出借 2.5 亿元用以补足偿债资金。

“11 超日债”的偿付安排。后者根据《重整计划》及相关单位为“11 超日债”提供的保证担保发布一份“受托管理事务临时公告”，提示“11 超日债”债券持有人，如重整计划草案经债权人会议表决通过并获得执行、相关单位履行保证担保责任，“11 超日债”本息将全额受偿。结局是已经周知且颇具争议的——至 2014 年 12 月 22 日，“11 超日债”的本金、利息、复利、罚息等全额兑付完毕。具体而言，每手债券面值 1000 元，派发本息合计 1116.40 元(含税)，其中：(1) 债券本金 1000 元；(2) 2013 年 3 月 7 日至 2014 年 3 月 6 日未支付的欠息 85.80 元(含税)；(3) 2014 年 3 月 7 日至 2014 年 6 月 26 日的利息 27.31 元(含税)；(4) 上述第 2 项欠息自 2014 年 3 月 7 日至 2014 年 6 月 26 日的复利 2.34 元(含税)；(5) 上述第 2 项欠息自 2014 年 3 月 7 日至 2014 年 6 月 26 日的罚息 0.95 元(含税)。至此，“11 超日债”自 2014 年 3 月公告利息支付违约、5 月被终止上市、6 月被法院裁定受理重整而视为到期及至 12 月全额清偿完毕，在其他同类普通债权相对较低受偿率的情形下，奇迹般地实现全额兑付。

在其中发挥关键作用的“相关单位”是指长城资产管理公司和上海久阳投资管理中心，二者同时在 2014 年 9 月 30 日为“11 超日债”提供额度分别为 7.88 亿元和 0.92 亿元，合计 8.8 亿元的担保。两家机构及时出手的时间选择、身份背景及其动机曾受到市场广泛关注与猜测。然而，本文需要揭示的一点在于，根据重整阶段超日太阳各类债权的优先级别及其金额大小和偿债资金来源及其规模，一个显而易见的常理性结论是超日太阳的债权人，不论有财产担保债权还是优先债权，更毋论无担保、无优先受偿权的普通债权，均将非全额受偿(税款债权、职工债权与重整费用例外)，而结局却与上述预期形成鲜明反差——作为仅以 3064.82 万元担保物优先受偿、余额近 9 亿元转入普通债权的“11 超日债”，可以无视 57 亿元普通债权中其他代表 4/5 以上债权金额的债权人 之感受，而专享全额受偿的礼遇！一种可能的、却缺乏法理依据的解释是，从债权人人数角度衡量，“11 超日债”的持有人(2114 人)无论在有担保债权的债权人(2116 人)还是无担保、无优先受偿权的普通债权人(2306 人)中均代表着绝对多数，人数上而非债权金额上的胜出折射的是作为公开上市交易之公司债券的广泛市场影响及其潜在社会后果，由

此,对“11 超日债”的独特救助与全额偿付也凸显出更多非市场性机制安排的考量。

三、公司债违约是一种必然：从募集说明书说起

（一）“11 超日债”的募集资金用途：无关扩张或营利性安排

超日太阳在 2011 年 2 月的一次董事会上正式提出公开发行公司债券融资的念想,后经两次股东大会审议并通过,于同年 10 月获证监会核准,在境内公开发行不超过 10 亿元的公司债券。2012 年 3 月 7 日至 9 日,超日太阳先后完成网上公开发行和网下协议发行“11 超日债”,一次募足资金。该债券期限不超过 5 年(含 5 年),票面利率 8.98%,无担保,同时附有第三年年末发行人上调票面利率和投资者回售债券两项选择权,付息日为债券发行后存续期内每年 3 月 7 日。事实上,这一时期超日太阳的财务状况处于一个非常微妙与特殊的阶段。2010 年度经营业绩达到公司设立以来的峰值,即实现净利润近 2.2 亿元,然而,当年经营活动现金流不仅连续三年呈现净流出,且绝对额上较上一年几乎扩张七倍。2011 年经营业绩出现自公开披露财务数据以来的首次亏损,且数额巨大,其绝对值将近上一年净利润的一半,而这一年经营活动净现金流出也创下公司史上最高值约 9.9 亿元。除此之外,或许最令发行人焦灼不安的是其即将到期或已经逾期未归还的各类借款。超日太阳在 2011 年年报中披露“短期借款”22 亿元,^[10]加上其他往来款项占用等需在一年内偿还的流动负债达 35.68 亿元之巨,尽管当时流动比率约为 1.25 倍,但前者流动资产中绝大多数为收款期不确定的应收款项与存货,可直接用于偿付的货币资金仅为 6 亿元。由此,在“11 超日债”的募集说明书中,发行人也毫无掩饰地告知投资者们,该期债券的发行所得“初步计划将 4 亿元募集资金用于偿还本公司的银行借款,剩余资金将用于补充公司流动资金”,只是更加真实的目的在于解决还款之燃眉之

[10] 根据超日太阳在报表附注中的披露,该 22 亿元短期借款包含质押借款约 6.68 亿元、保证借款 9.9 亿元以及信用借款 5.5 亿元。

急,却非其所述的“进一步改善财务结构、降低财务费用”。由于发行人将债券所募集的长期资金用于“救急”,而非用于投资、扩张或其他营利性安排,对于一家已经濒临流动性困境的公司而言,其后续债券本身按期付息归本之可兑现性并未留给市场很多悬念。

(二) 发行人的偿付能力:穿透发行监管指标而还原真实财务实力

结合发行当时公司的财务基本面,“11 超日债”符合公开发行的监管要求,表现在发行主体与债券信用评级良好(AA 级)、发行后累计公司债券余额不超过最近一期公司净资产额的 40% 以及最近三个会计年度(2009~2011 年)年均可分配利润不少于公司债券一年利息的 1.5 倍。然而,由于会计利润数字与实际可支配用以支付利息或赎回本金的现金流之间高度不匹配,前述 1.5 倍指标对于衡量债券偿付义务的能力不具有现实参照意义。事实上,与超日债发行前若干年间(2007~2011 年)可分配利润数字逐年攀升的业绩形成鲜明反差的是,公司经营活动现金流在数额上持续下降,由净流入流变为净流出,且出现绝对额急剧拉升的迹象。

表 2 超日太阳可分配利润与经营活动现金流量

(单位:万元)

年份 项目	2007	2008	2009
可分配利润	7985	9448	16,485
经营活动净现金流	2906	-1511	-5753

由此,尽管前三年平均可分配利润不少于一年期债券利息,但其经营活动现金流已经持续三年净流出,且绝对额急剧提升,可履行按期足额支付利息的能力明显存疑。由于发行人在债券募集说明书中明确表述,“偿付本期公司债券本息的资金主要来源于公司经营活动现金流”,并在已经披露 2011 年上半年经营活动现金流量净额为 -43848.23 万元的前提下,预期“2011 年下半年开始母公司超日太阳经营性现金流量将会得到显著改善,构成本期公司债券偿债资金的主要来源”。然而,债券公开发行后一个月所发布的 2011 年年报显示,当年全年经营活动现金流为净流出 98,753 万元,发行人流动性不仅没有丝毫改善,反而显著恶化,缺口扩大至此前的两倍以上。无从判断募集说明书中“显著改善”之预期如何形成,也无从追究是否涉及不实陈述,却为证券市场“上市即

变脸”又添加一例。

（三）偿债应急保障：一种空口无凭的说辞

募集说明书列明的偿债应急保障措施有继续外部融资和出让资产等方式，然而，这些措施的可行性明显存在疑问。首先，偿债资金缺口能否继续通过外部融资来解决。超日太阳表示，如有偿债缺口，公司“还可以通过资本市场进行债权或股权融资筹集资金”，言下之意，在2011年IPO、2012年发行公司债以及现下大量即将到期或已逾期未归还的借款之下，还有资信或能力从市场募集资金，且用于归还一项到期的债务而非用于扩大投资或营利性安排。发行人列出两项外部融资具体措施，即签订专项偿债流动资金支持协议和利用现有银行授信额度。其一，两家机构广发银行与中信银行8亿元流动性支持贷款，在其后流动性危机真实发生时，无从找寻其身影。其二，至2011年6月30日，发行人获银行批准授信额度26.5亿元，尽管其中尚余授信额度6.87亿元，但上述授信期限最迟至2012年4月便将到期，对于即将过期的授信额度余额，其对应即便2013年3月第一期利息支付的保障意义又何在？

其次，偿债资金缺口能否通过出让或变卖公司自身资产来解决与补足。发行人承诺，该期债券到期时如有必要，可以通过卖断经保险且获赔率在80%以上的应收账款（当时账面价值211499.64万元）、变现存货以及其他流动资产等方式来提供更多保障。然而，诚如事后所表明的，当公司进入重整阶段，上述资产的变卖价值远低于其账面价值。2014年12月，超日太阳处置含一家香港全资子公司100%股权、一家美国控股子公司43.80%股权以及合计约3亿元应收款项的资产，拟筹措5亿元资金，最终仅以2.5亿元变卖。

四、债券违约如何走向必然：补充提供担保与信用评级流变

（一）从无担保债券异变为有担保债券

“11超日债”发行时为无担保债券。2013年1月，债券受托管理人根据监管规则及超日债募集说明书等规定，要求发行人为债券追加担保，并采取相应担保措施。其中，指定的担保物为超日太阳及其控制下

相关子公司中较为优质的资产,包括子公司“超日九江”持有的面积约10万平方米的国有土地使用权,母子公司旗下部分机器设备,以及账面总金额约9亿元应收账款。上述经债券托管人遴选核准的资产为“11超日债”的本金和利息以及超日债违约假设下的违约金等其他经济赔偿。

债券托管人要求为“11超日债”补充提供担保的主要依据是:第一,债券已出现被暂停上市交易的风险。发行人超日太阳2011年度发生亏损,且当时即2013年1月预计2012年全年将继续亏损9亿元至11亿元,按照深交所公司债券上市规则有关规定,“11超日债”将自超日太阳2012年年度报告披露之日起被实施停牌,而深交所将在停牌后15个交易日内作出是否暂停债券上市交易的决定。第二,超日太阳所处的严峻流动性困境并未得到缓解,尽管2012年3月债券发行所募集的10亿元资金已主要用于应对当时的流动性需求。超日太阳的流动性困境表现在:(1)高达4.7亿元银行借款逾期,且未获得相关银行的展期或续贷;(2)相关债权人(含供应商、银行等)已因清偿事项提起诉讼,金额达6.5亿元;(3)发行人主要银行账户及主要资产被债权人冻结、抵押或质押;(4)多家子公司生产线全部停产。基于上述资金短缺困境,发行人甚至发布超日债券不能按期支付第一期利息的特别风险提示。^[11] 这从一个侧面也印证,发行人在募集说明书中做出的违约保障与应急措施基本失效,不具现实基础与可行性。

因此,当其后超日太阳2012年度亏损预期落实,尽管已为债券补充提供担保,2013年度的持续亏损则最终只为第二期利息支付挤兑出400万元现金,由此直接将债券推至终止上市的境地。需要强调的一点是,尽管本文讨论公司债的发行、违约与兑付问题,作为债券发行人的债务类型却远不止这一期债券。当债券层面因迫近的利息支付风险急剧高企之时,其他各类债务即发行人各色债权人也纷纷“揭竿而起”,其中债权金额约850万元的供应商上海毅华更是一纸诉状,将超日太阳诉之法院,申请破产重整。随着法院在6月26日裁定受理重整,已被终止上市交易的“11超日债”也由此强制到期。

[11] 参见超日太阳《关于公司债券将可能被暂停上市的公告》,2013年1月17日。

(二) 债券信用评级的流变

超日太阳在发行“11 超日债”时聘请了国内成立最早的专业评级机构鹏元资信对公司债券发行的资信情况进行评级。而根据鹏元资信出具的信用评级报告,发行人主体长期信用等级为 AA,“11 超日债”信用等级为 AA,表明发行主体偿还债务的能力很强,受不利经济环境的影响很小,违约风险很低,同时债券的信用质量很高,信用风险很低。该评级结论主要依据以下三项基本观察得出:其一,超日太阳作为晶硅太阳能电池组件生产厂商,产能稳步扩张,产业链不断完善;其二,超日太阳业务规模大幅增加,订单相对充足,后续业务有一定保障;其三,超日太阳 2010 年首次公开发行股票募集资金后,资本实力增强,资产负债率大幅下降。然而,在这份债券发行信用评级报告中,鹏元资信也指出两个需要额外关注的领域,事后看来,似乎是这家专业评级机构对债券投资者的隐式警醒:第一,发行人业务扩张导致营运资金需求增加,存在一定的流动资金压力;第二,发行人短期有息债务大幅增加,存在一定的短期债务压力。从“11 超日债”网上与网下顺利发售完毕这一结果看,鹏元资信这一提醒所发挥的效果远不及自身给出“AA”高等级信用评级的市场效应。债券投资者简单摘取“AA”级信用结论,加之债券本身较高的回报率(8.98% 票面利率和最后两年上调该利率、回售债券的可能性),而忽视了债券及发行人本身已经蕴含的高风险。

在债券发行后存续的两年零两个月期间,鹏元资信频繁修正对超日太阳与“11 超日债”的信用评级,其信用等级经历过山车似的下降调整。从这一快速地下沉式评级调整中,我们很难不质疑评级机构在债券发行当时作出的“发行人主体与该期债券长期信用等级为 AA”的专业评估基础和可靠性何在。暂且不论评级机构在债券发行与存续期间的执业行为是否专业独立和勤勉尽责,发行人及其债券信用等级的迅速流变已揭示其中信用风险的快速积聚和偿付违约的必然性。

表 3 超日太阳与 11 超日债信用等级流变

日期	信用评级及其等级调整
2012/03/05	主体长期信用等级为 AA,11 超日债信用等级 AA
2012/08/07	主体长期信用等级维持为 AA,11 超日债信用等级维持 AA,评级展望调整为负面

续表

日期	信用评级及其等级调整
2013/01/09	主体与债券信用等级下降为 AA -
2013/04/22	主体与债券信用等级下调至 BBB +
2013/05/22	主体长期信用等级下调为 CCC, 债券信用等级下调为 CCC
2014/03/11	主体长期信用等级 CCC 和债券信用等级 CCC 列入信用评级观察名单
2014/05/21	主体与债券信用等级下调为 C 级

五、关于公司债发行的几点启示

通过重新梳理“11 超日债”的发行、利息支付违约以及债务重整背景下债券本息全额兑付事件始末,几个问题值得进一步反思。

第一,关于公司债发行的核心要件。现有的债券发行监管门槛如信用等级、债券余额比例与可分配利润指标等本质上均聚焦于债券发行人到期还本付息的能力。然而,令人遗憾的是,上述三个主要发行指标仅从外部评级机构的资信评估、发行人总体债券债务规模大小和盈利相对利息支付的保障倍数等角度尝试规范、筛选合格的具有偿付实力的发行主体及相关债券,这些指标事实上均未能触及有关发行人债务偿付、债券兑付最核心的现金流充裕度的考量。利润流与现金流在会计期间内高度背离的情形在超日太阳案例中已经充分体现出来,由此,当前关于公司债公开发行条件中对利润指标的选用是很不充分的,应当予以修正或补充,而加以以经营活动现金流对利息支付的保障程度。

第二,关于信用评级。尽管深圳证监局已就鹏元资信在“11 超日债”信用等级评级中的执业行为表现出具警示函,然而,仅就“未及时出具不定期跟踪评级报告”、“未按约定及时出具定期跟踪报告”以及“未按规定备存原始材料”等几个层面责令整改,相较于债券顺利公开发行却兑付违约的严重经济后果与恶劣市场影响,依然有“隔靴搔痒”之嫌。根据公司债券发行相关规则,证券评级机构做出的良好级别的专业信用评级是公司债券公开发行的必要前置条件之一。基于“11 超日债”发行当时主体营收能力与流动性状况,以及其对该债券发行所募集资金需求

的迫切性,良好级别的信用等级至关重要。由此,鹏元资信为超日太阳出具的第一份 AA 评级报告对超日债顺利发行发挥不可或缺的作用。而该机构在 26 个月之内七次调整评级结果,不仅公然违反评级业务之评级结果稳定性原则,信用等级可靠性亦无所适从,由此是否严重误导了投资者决策也未可知。如果评级机构在执业过程中掌握发行人更多内部信息,而基于信用评级之业务委托关系,不勤勉尽责且出具与客观事实不符的评级结论,那么,即便事后苛责也是必需的。

第三,关于投资者教育。在市场守门员经常缺位的情形下,投资者更应当增强风险防范与自我保护意识。就“11 超日债”事件而言,如果投资者对募集说明书首页“重大事项提示”多作留意与评判,尽管存在后见之明之嫌,其后经历的波折几乎完全印证了发行人自己的“提示”,也将很可能降低投资损失的风险。这表现在:(1)提示对自身及公司债券的信用等级高度不自信。尽管评级机构将主体长期信用等级和债券信用等级均评定为 AA 级别,发行人自己却“无法保证其主体信用评级和本期债券的信用评级在本期债券存续期内不会发生不利变化;如果发行人的主体信用评级和/或本期债券的信用评级在本期债券存续期内发生不利变化,本期债券的市场交易价格将可能发生剧烈波动,甚至导致本期债券无法在深交所或其他证券交易场所进行交易流通”。(2)提示债券利息按期兑付存在不确定性。“由于债券期限较长且采取无担保方式,债券存续期内如果发行人不能从预期的还款来源获得足够资金,则可能会影响本期债券本息的按期兑付。”(3)提示经营活动现金流逐年恶化,债券利息支付能力危机四伏。“2008 年至 2011 年上半年,无论公司合并口径还是母公司口径,经营活动现金流逐年下降,尤其母公司口径经营活动现金流量净额各期间均为负数,尤以最近一年一期绝对值更大。”因此,抛开发行人不可控的外部市场环境,公司自身已研判其盈利能力和流动性压力明显构成对“11 超日债”利息支付和本金赎回的高风险因素。由此,投资者或许已不能苛责发行人没有作更多真实的陈述,或指责市场监管者监督纠察不力。市场中的成熟投资者也应当具备与追逐高收益之投资动机相匹配的高风险识别与驾驭能力。