

# 五洋债： 公募违约谁之过？

对于债市欺诈发行等行为，光是事后处罚恐怕不够。债券合同条款、信息披露机制如何完善，投资人维权救济途径如何建构，违约主体如何启动偿债、退市甚至破产程序，均需要形成相应配套机制，才能促进问题得以解决。

文 | 夏木



7月13日，证监会完成了对五洋建设集团股份有限公司（以下简称五洋建设）涉嫌欺诈发行公司债券、信息披露违法一案的听证和复核程序，对五洋建设及20名相关责任人作出行政处罚决定及市场禁入决定。

其中，五洋建设被处以4140万元罚款，直接负责的主管人员陈志樟被终身禁入市场，相关责任人员被给予警告并被处以合计254万元罚

款。这是证监会首次开出的债券欺诈发行罚单。

## 一套假账 四只债券

五洋建设的债券兑付危机在去年7月就逐渐发酵。去年8月，“15五洋债”、“15五洋02”受托管理人德邦证券发布公告称，两只公募债未能兑付本息，构成实质性违约，两只债券涉及金额高达13.6亿元。

“15 五洋债”和“15 五洋 02”是由五洋建设在 2015 年发行的。当时，融资目的分别为偿还银行贷款和补充流动资金，票面利率分别为 7.48%、7.8%。主承销商为德邦证券，发行时债项评级为 AA 级。然而，这两只评级不错的债券，却最终无法兑付，构成了实质性违约。

过去几年，债券违约的情形并不罕见。但是五洋建设的债券违约有两点明显不同。

首先，债券违约社会影响面比较大。在五洋建设拒不偿还的“15 五洋债”、“15 五洋 02”这两只债券中，个人投资者占近一半，违约导致近千名散户被套牢。以“15 五洋债”为例，投资者共计 583 个，其中个人投资者 496 个，同时，个人投资者的持仓量占比 49.09%，接近一半。从持有规模上来看，五洋债个人投资者持有规模 500 万元以上有 16 人，100 万元以上有 105 人。

其次，五洋建设存在主观上的欺诈故意，存在以虚假申报文件骗取公开发行公司债券核准的情况。根据《证券法》的规定，股份公司公开发行公司债券的基础条件是，自身最近三年平均可分配利润要足以支付所发行公司债券一年的利息。五洋建设并没有达到这一财务标准。为了发债，五洋建设在编制用于公开发行公司债券的 2012 年至 2014 年度财务报表时，做了假账，以骗取债券发行许可。

假账手法也不算高明。具体来说，五洋建设的办法是，将所承建工程项目应收账款和应付账款“对抵”，同时虚减企业应收账款和应付款项，从而少计提坏账准备，多计利润。凭借这套虚假的财务材料，五洋建设得以骗取中国证监会的公司债券公开发行审核许可，并最终于 2015 年 8 月和 2015 年 9 月分两期向合格投资者公开发行公司债券 8 亿元和 5.6 亿元。不仅如此，这家公司还于 2015 年 11 月以相同的虚假财务数据为基础，制作了非公开发行公司债券的募集说明书，于 2015 年 12 月和 2016 年 4 月分别在上交所和

深交所非公开发行 1.3 亿元和 2.5 亿元公司债券。

换句话说，五洋建设以同样的一套假账，既发行了公募公司债，又发行了私募公司债。用证监会发言人的话说，其通过粉饰财务报表的手段，将公司包装成优良资产，制作虚假申报材料骗取发行公募债，并且存在在私募债发行过程中向投资者披露虚假信息、未按规定披露信息等违法行为，涉案金额巨大、手段恶劣，造成了所发行债券无法兑付的严重后果。之所以不统一称为“欺诈发行”，是因为《证券法》的欺诈发行只针对公募，而不针对私募。而且，私募发行也不存在“骗取许可”。因此，只能以“向投资者披露虚假信息”的违法事由进行处罚。

### “老赖”发债为何难管

实际上，五洋建设的违法操作不限于发债前的假账，还包括了发债后的资金用途改变。

在收到募集资金后，五洋建设将其中的 10.48 亿元划往非关联公司浙江国通物资有限公司，之后将上述款项中的 3.31 亿元和 4.01 亿元分别划入公司实际控制人陈志樟控制的五洋控股有限公司的银行账户。之所以能将浙江国通的钱划到陈志樟控制的五洋控股名下，原因在于浙江国通名义上为“非关联”，实际上却与五洋建设有着说不清道不明的关系。例如，浙江国通的全资子公司浙江智杰建设管理有限公司，其注册地址竟与五洋公司总部注册地址完全一致。

换句话说，债券发行款项募集来之后，既未严格存入专项账户管理，也未直接用于核准用途，而是通过浙江国通之手转入了公司实际控制人的账户。

随着两只公募债违约，五洋建设连续遭遇四次主体和债项的评级下调，从 AA 一路调降至 CCC。2016 年 12 月上交所发布公告，称五洋集团因有重大事项没有公布被勒令其发行的债券立刻停牌，同时，被纳入到全国法院失信被执行人

五洋建设以同样的一套假账，既发行了公募公司债，又发行了私募公司债。

在市场容量快速扩大的同时，也出现了一些需要解决的问题。特别是那些发债主体信用资质弱、公司治理不规范的高收益债，必然具有较高的违约风险。

名单中。

监管机关也决定对五洋建设给予警告，并责令其改正，同时处以罚款 4140 万元，对相关责任人员给予警告并合计罚款 254 万元，对直接负责的主管人员陈志樟采取终身市场禁入措施。以上主体涉嫌刑事犯罪的，证监会将依法移送公安机关追究刑事责任。此外，对于为五洋建设本次违法行为提供中介服务的证券服务机构，证监会表示，如存在违法行为，一经查实将依法严惩。

那么，中介机构是否对于五洋建设的欺诈发行行为存在责任呢？担任承销商的德邦证券自然喊冤，表示已严格按照《公司债券发行与交易管理办法》、《公司债券承销业务尽职调查指引》等制度规范的要求，开展了尽职调查和信息披露工作。同时，在作为受托管理人期间，德邦证券也一直根据《公司债券受托管理人执业行为准则》等的要求和受托管理协议的约定，履行受托管理职责，承担受托管理责任。但是，也有投资者认为，德邦证券作为五洋建设的主承销商，对于骗取发行的假账要么“心知肚明”，要么怠于管理，存在着不可推卸的责任。而作为受托管理人，对于早就有违约端倪的五洋集团的种种行为，德邦证券并没有及时发布公告，在受托管理过程中存在过失。

前文提到，在五洋建设无法清偿 2015 年发行的两只债券后，上交所将其列入失信被执行人名单，即所谓“老赖”黑名单。但是，这已经不是五洋建设第一次被列为法院失信被执行人名单了。目前最高法院网站上涉及到五洋建设的失信记录已经达到了 96 条，其中最早的一条是在 2015 年 11 月，最近的为 2018 年 5 月 22 日。这 96 条失信记录，足以引起作为受托管理人德邦证券的警惕，然而其未能及时履职通知投资者，其责任恐怕难以推脱。而投资者也早就表达了对德邦证券的不信任。在 2017 年 9 月 1 日举行的“15 五洋债”第二次债券持有人会议上，债券持有人以

50.33% 的比例，通过了罢免德邦证券“15 五洋债”受托管理人资格的决议。

对于中介机构的责任，监管机构也有比较明确的判断。

浙江证监局曾于 2016 年 7 月 6 日因五洋证券擅自改变资金用途，对德邦证券出具警示函，认定德邦证券作为“15 五洋债”的受托管理人，在债券存续过程中未能勤勉尽责地履行受托管理责任，未及时向市场发布临时受托管理事务报告，分别违反了《公司债券发行与交易管理办法》第四十九条和第四十二条的规定。

上海证监局也对德邦证券出具了警示函，认定其作为主承销商及受托管理人，在债券存续过程中未能勤勉尽责地履行受托管理责任，未及时向市场发布临时受托管理事务报告。警示函这样写道：“目前，两期五洋债券已发生实质违约，债券持有人信访不断。这反映出公司的合规执业意识不足，业务的合规管理存在问题。”

## 债市乱象如何根治

有投资者表示，五洋建设主观上就没有偿还的意愿。特别是在 2016 年 6 月 14 日，五洋建设还公布一则消息，称近期以 2.47 亿中标了绍兴市镜湖澄港安置小区建设工程，一切经营似乎正常。但是，有债券持有人回忆当时的场景时说，对于债券利息就表示没有。

不过，五洋建设方面则表示，自己并非恶意逃债，而是自 2015 年以来业绩转差，特别是 2016 年货币资金大幅减少，导致短期流动性压力骤增；加上银行抽贷，导致五洋建设流动性陷入枯竭，按董事长陈志樟的说法，“基本上公司造血和免疫功能是没有了”。

事实上，经历了 2005 年以来的快速发展，目前信用债的存量已超过 5 万亿。不过，在市场容量快速扩大的同时，也出现了一些需要解决的问题。特别是那些发债主体信用资质弱、公司治

理不规范的高收益债，必然具有较高的违约风险。

反观大洋彼岸的美国债券市场，债券违约的情况更为常见，他们是如何处理债券违约事件的呢？值得关注的有两方面。

一方面，尽量规范债券条款与投资者保护。由于这类债券的发债主体规模小、信用质量差，公司治理也不规范，因此特别需要通过制定完善的投资者保护机制，通过强制性的契约和条款，来约束发债主体的行为，提高其损害债权人利益的成本。

借鉴美国市场的经验，国内的投资者也应该要求发债主体及其控股子公司遵守严格的偿债比率、执行保守的投资策略，以及禁止资产划转和过多的关联交易等损害投资者利益的行为，投资者可以要求发债主体主动将投资者保护措施形成约束性条款，一旦发债主体出现损害投资者利益的行为，将通过召开债券持有人大会进行商议或直接启动债券的加速清偿程序。

另一方面，建立健全违约处理机制。由于之前国内较少出现真正无法收场的债券违约事件，使得监管机构、发债主体以及各市场参与方均没有成熟的解决方式和经验。一旦信用债券出现违约事件，纠纷处理机制较不成熟，容易形成群体性事件和系统性风险。

而在美国，如果发债主体在规定的时间内无法清偿债务，根据法律，发债主体有以下两种选择：一是申请破产清算，用清算得到的资金偿还债务。根据《美国破产法》第七章，破产清算可以由发债主体自愿提出，也可以由债务人提出。二是债务重组方案，一般的债务重组方案都包含了以下四种方式：由银行主导债务重组、由债券持有人主导债务重组、资产处置、缩减资本开支。这四种方式结合应用，将在避免企业走向清算的前提下，完成债务重组，优化偿债能力，使“母鸡还能生出蛋”来。

回到五洋建设案，证监会本次对其进行的处

## 我国债券市场存在的三大问题

问题	规定	实际
<b>评级中立性</b>	2017年深交所规定：公司信用类债券发行应当符合三个条件：发行人主体评级不低于AA级；当期债券发行总规模不少于人民币10亿元。	企业想办法评到AA级，评级机构中立性不强。
<b>服务机构代表发行人利益</b>	审计机构、受托管理机构应当是优先代表投资者利益。	由于付费者是发行人，而非投资者，因此真正“出淤泥而不染”的服务机构，在同业竞争中很难取得优势。
<b>投资者存在刚性兑付预期</b>	投资者应建立理性的投资理念，并掌握常规的解决方案。	我国投资者的思想还不够成熟。一旦发生违约，要么举报至监管机构，逼企业退市还债，要么直接上访起诉，闹得不亦乐乎。

资料来源：根据公开资料整理

罚不可谓不重。特别是对直接负责人给出了市场禁入的处罚决定，更是自2015年《公司债券发行与交易管理办法》实施以来第一单。这些处罚举措充分表明证监会的强监管态度。

但同时市场也呼吁，光是事后处罚恐怕不够。债券合同条款、信息披露机制如何完善，投资人维权救济途径如何建构，违约主体如何启动偿债、退市甚至破产程序，均需要形成相应配套机制，才能促进问题得以解决。对此，评级机构和证券公司在合规管理和履职尽责方面，也应扮演越来越重要的作用，并承担越来越实的责任。□