

公司债券违约的原因和防范措施—以雏鹰农牧为例

李 强

科润智能控制股份有限公司, 浙江 衢州 324100

[摘要] 随着债券市场的发展, 公司债券违约事件频发, 成为制约公司和资本市场发展的重要因素。文中选取雏鹰农牧为研究对象, 从其债券违约的原因、影响进行深入分析, 并提出相应建议, 以期更好地防范和应对债券违约事件, 对企业及投资者起到警示作用, 促进资本市场稳定向好。

[关键词] 债券违约; 雏鹰农牧; 原因; 防范措施

DOI: 10.33142/mem.v4i4.10577

中图分类号: F326.3

文献标识码: A

Reasons and Preventive Measures for Corporate Bond Default: Taking Chuying Agro-pastoral as an Example

LI Qiang

Kerun Intelligent Control Co., Ltd., Quzhou, Zhejiang, 324100, China

Abstract: With the development of the bond market, corporate bond default events have become an important factor restricting the development of companies and capital markets. This article selects Chuying Agro-pastoral as the research object, analyzes in depth the reasons and impacts of its bond default, and puts forward corresponding suggestions to better prevent and respond to bond default events, serve as a warning for enterprises and investors, and promote the stability and improvement of the capital market.

Keywords: bond default; Chuying Agro-pastoral; reasons; preventive measures

引言

近年来, 我国债券发行制度逐步完善, 债券市场规模不断扩大。但在快速发展的过程中, 一些问题也逐渐暴露出来。2014 年以来, 债券市场违约持续发生, 且违约家数及违约金额逐年创新高, 其中民营企业违约占比最大。作为民营企业的代表, 雏鹰农牧一直是备受机构青睐的优质上市公司。然而, 18 年来, 该公司频繁发行债券违约, 引起市场一片哗然。

国外相对于国内来讲, 债券市场起步早, 发展也较为完善。债券违约的案例也较多, 因此, 国外对公司债券违约的研究也很多, 也形成了比较完善的理论体系。国内学者对于债券市场的违约风险研究主要围绕在债券违约原因研究和债券违约后的影响。我国学者对于我国债券市场的风险防控研究, 主要集中于我国债券市场和国外成熟债券市场之间存在差距。鲁梦琴 (2014) 主要总结了近 10 年债券违约各种案例, 发现了导致债券违约的共同特性即经济因素、税收因素和政治因素^[1]。聂新伟 (2017) 通过研究发现市场上存在的信息不对称是导致债券市场不对称匹配的主要因素, 造成优质的项目得不到较好的融资, 进而延误项目开展, 最终造成前期债券的违约^[2]。蔡锡扬等 (2020) 发现, 违约风险不仅与宏观经济低迷、行业竞争激烈、再融资条件收紧等外部因素有关, 还与企业战略不当、债务结构失衡、内部控制和治理不力等内部因素有关^[3]。孙林等 (2022) 通过实证研究得出企业杠杆水平、多元化

经营和行业差异等指标对企业债券违约率有显著影响, 高杠杆和多元化经营策略会不同程度削弱发债企业主营业务竞争力对债券违约的抑制效果的结论^[4]。

综上, 债券违约问题即信用风险问题, 在全球债券市场都是值得关注并解决的热点问题。学者们从多方向探索究竟是何原因对债券违约现象产生影响。与其他案例相比, 雏鹰农牧债券违约事件是因为自身独有的特殊原因在于生猪养殖这个周期性行业且股权过于集中。本文将在前人观点基础上加入对公司战略和管理的思考进行案例分析。

1 案例介绍

1.1 雏鹰农牧公司简介

1.1.1 基本情况

雏鹰农牧始创于 1988 年, 并于 2010 年 9 月 15 日在深交所成功上市, 是国内首家专注于生猪养殖和销售的中小板上市公司, 被业界誉为“中国养猪第一股”。目前由于多方原因, 已于 2019 年退市。

1.1.2 经营模式

雏鹰农牧独有的“雏鹰模式”经营模式, 是建立对周边农户信赖基础上, 实现养殖规模年轮式扩张, 主要包括两方面: 第一, 生产安排。进行分阶段、流程化的流水线式饲养, 并分散养殖, 统一管理, 实现规模化经营。第二, 生产实施。建立共赢的农户合作模式, 包括与农户合作, “让农户为自己干”, 以及与农户建设合作养殖场, 降低公司资金需求和运营成本。自此, 雏鹰农牧打造了以生猪

养殖全产业链为方向的战略布局。同时随公司业务扩展，形成生猪养殖、粮食贸易、互联网的三大主营战略布局，并顺应时代大环境，优化“雏鹰模式”，实现了轻资产运营。

1.1.3 债券发行情况

如表 2.1 所示，雏鹰农牧历史上共发行 11 只债券，其中 6 只已还本付息，另外 5 只中“18 雏鹰农牧 SCP001”“18 雏鹰农牧 SCP002”两只超短期融资债券、“14 雏鹰债”公司债在到期日无法正常还本付息已构成实质性违约，“H6 雏鹰 01”“H6 雏鹰 02”两只债券也无法按期偿付利息但均已成功办理展期。

表 1 雏鹰农牧发行债券及兑付情况

债券名称	主承销商	评级	募集资金	票面利率	起息日	到期日	是否兑付
12 雏鹰 SCP001	中信银行	A+	2 亿	7.60%	2012/4/27	2013/4/27	是
12 雏鹰 SCP002	中信银行	A+	2 亿	6.50%	2012/10/25	2013/10/25	是
13 雏鹰 SCP001	中信银行	AA-	2 亿	6.70%	2013/9/4	2014/9/4	是
13 雏鹰 CP002	中信银行	AA	3.5 亿	7.30%	2013/11/19	2014/11/19	是
14 雏鹰债	东吴证券		8 亿	8.80%	2014/6/26	2019/6/26	否
H6 雏鹰债 01	国金证券	AA-	8.6 亿	7.20%	2016/3/9	2020/3/9	否
H6 雏鹰债 02	国金证券	C	6.4 亿	6.80%	2016/5/6	2020/2/6	否
17 雏鹰农牧 CP001	浙商银行		10 亿	6.88%	2017/6/15	2018/3/12	是
17 雏鹰农牧 CP002	浙商银行		5 亿	6.48%	2017/7/26	2018/1/22	是
18 雏鹰农牧 SCP001	浙商银行	C	5 亿	7.55%	2018/2/8	2018/11/5	否
18 雏鹰农牧 SCP002	光大证券 浙商银行		10 亿	7.55%	2018/3/26	2018/12/21	否

数据来源：根据公司公告和联合信用评级机构出具的评级公告整理

1.2 违约事件带来的影响

1.2.1 对公司自身的影响

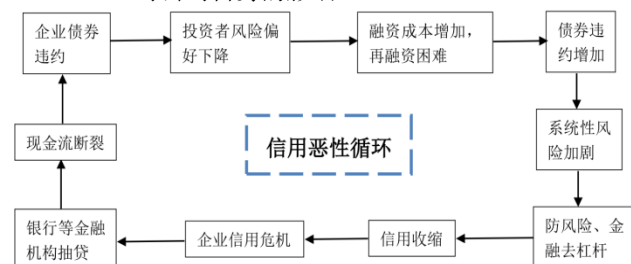


图 1 债券违约事件后果的恶性循环

根据信号传递理论，由于身处公开市场，债券违约势必会带来负面影响。如图 1，对于债券发行者来说，债券违约并不意味着债务的终结，而是一系列后续问题的开始。雏鹰农牧在 18 年 11 月 5 日第一次违约之后，发行主体信用等级下调至 C，其他债券信用等级下调至 C。债券违约表明公司现金流紧张，投资者预期下降，信用危机出现，融资成本增加，再融资困难，导致 16SCP002 和 14 雏鹰债相继违约，违约数额总计高达 23 亿元，情况愈发惨烈。

违约发生之后，雏鹰农牧试图自救，在经营上节约开支、减少投入；出售存货、处置资产，卖猪舍以补充现金流；与债权人沟通灵活变更支付方式，如 SCP001 的 0.21 亿元本息以公司产品偿付，本金以货币资金延期支付；拟与三家供应商成立合作公司、试图实施债转股方案。

即使雏鹰农牧采取了各种手段仍没能缓解巨额债务。因资金链紧张，饲料供应不及时，生猪死亡率飙升，经营情况陷入困境。18 年财报被出具无法表示意见，公司于 19 年 3 月被证监会调查，4 月 26 日，其股票被 ST。最终在债转股方案失败后，面值退市并于 7 月 26 日步入退市整理期。养猪第一股，终沦落到没钱买饲料致猪饿死等传闻，沦为市场笑柄，被股东和股民质疑，使其难再翻身。

1.2.2 对债券市场的影响

信用风险的增加，会加重债券市场的避险情绪，投资者更加谨慎。在违约事件的影响下，债券作为质押品进行再融资的能力明显下降；因此机构投资者会加大抛售力度，丧失流动性。且由于金融产品间嵌套性、关联性高，信用风险很可能会快速向股票市场扩散，金融市场整体风险迅速上升，影响金融稳定和安全。我国自 10 年 12 月开始允许发行 SCP，其发行能增强宏观调控的灵活性。但雏鹰违约事件揭示了负面影响，同时证明我国更倾向于严控这种违约事件，一旦发生不再兜底，而是依靠企业自身，这将促进我国债券市场的健康发展。

而对债券持有人来说，遇上债券违约不仅面临本金的损失，而且还需要投入大量的时间和精力在随后的索赔中。自 2014 年中国发生债券违约以来，违约后平均兑付比例不足 12%，雏鹰农牧也一直用无限延期的方式应对兑付压力，使债权人利益受损。

2 案例分析

2.1 违约事件的原因

总体而言，雏鹰农牧集团激进投资与融资，但是投资现金流难以迅速回流，经营活动现金流不足以弥补所需偿还的债务，后期融资能力下降，资金链断裂，债券集中到期，因此造成债券违约。

2.1.1 投资收效甚微，资金难以回流

雏鹰农牧进入 3.0 时代以来，将大量资金投入互联网等非相关多元化领域。但是其缺乏相关投资经验及专业人才，资本分散，难以形成协同效应。投资需要大量资金支

撑，12年以来雏鹰农牧经营活动产生的现金流量净额为正的年份数占多数。不过公司具有一定的筹资能力，期末现金流均扭负为正，可是如果公司筹资受阻，现有的现金流运转又能否供应投资所需？2017-2019年期间，该公司应收账款及应收票据数额迅速增长，截至2019年年末，应收账款及应收票据高达8.21亿，而相应期间的营业收入大幅下降，账龄一年以上的金额为5.02亿元，企业经营活动的现金回流具有一定困难。如图2所示，2014-2017年间，该公司投资活动现金流出与流入额总体而言呈上升趋势，2017年后投资进度有所放缓，但是投资活动所获得的现金流入明显低于投入数额。具体而言，收回的部分现金是由处置固定资产等其他长期资产所形成的，投资收回的现金远不及投资投入的现金，该公司投资现金回流效果不佳，投资风险持续增长。

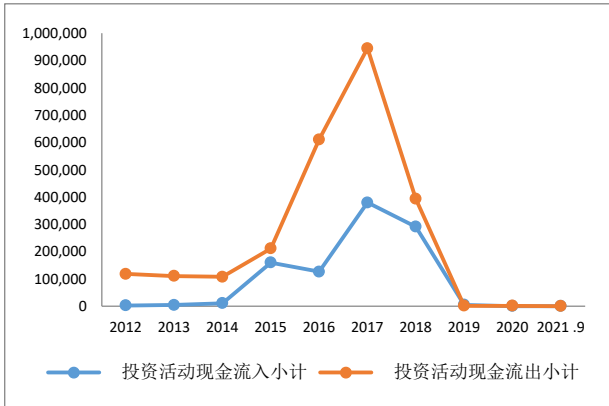


图2 投资活动现金流量

2.1.2 盈利水平下降，抗风险能力弱

2018年下半年，我国非洲猪瘟疫情频频爆发，给养猪行业的发展带来极大的冲击，该公司的主营业务受到市场波动影响，净利润大幅下降，在2018年亏损41.50亿元，其后几年也未有起色。但是，同行业其他可比公司却能够维持一定的盈利水平（见图3），应对疫情的影响，雏鹰农牧的整体抗风险能力较弱。

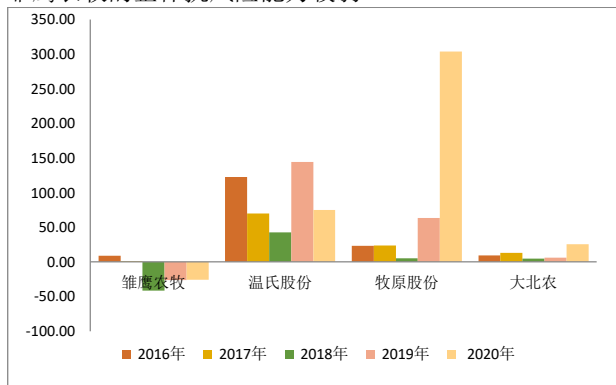


图3 可比公司净利润对比

如图4所示，企业产品毛利率持续走低，后期亏本销售，核心竞争力逐渐弱化。如图所示，2018年之后，该公司总

资产报酬率与营业净利率为负值，销售净利率甚至在2019年陡降为-304.51%。而后两年中2020年销售净利率直接暴跌至-1,701.99%，2021年前三季度销售净利率更是创历史新低，为-2,903.16%，此后公司未披露定期报告。此外，多元化扩张导致的大量成本投入也拉低了整体盈利指标，该公司盈利水平每况愈下，并且在短时间内难以扭转。

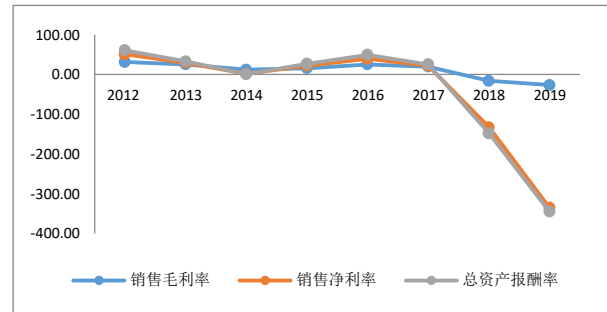


图4 盈利能力指标对比

2.1.3 财务造假丑闻，融资能力下降

该公司内部控制环境不佳、风险导向的内控没有发挥全部功能，“财务粉饰”等不良行为显现。2019年9月26日，深交所披露了关于对雏鹰农牧给予公开谴责处分的公告，指明该公司存在业绩预告、业绩快报披露等违规行为。2018年公司被出具无法表示意见审计报告，投资者逐渐丧失投资信心。公司信用评级下调、经营活动现金流大幅下降、现金周转较为紧张。公司已将大量股权质押，涉及多项借款合同纠纷诉讼，融资能力大不如前，最终造成企业资金链断裂。

2.1.4 负债杠杆过高，债务集中到期

早期较为宽松的市场融资环境与信用政策刺激了企业激进的融资行为。但是，2017年，证监会对公司融资行为再次进行规范，信用收缩直接增加了企业直接融资的成本，影响企业投资、经营活动。如图3.4所示，2018年以来，行业周期下行，但是该公司的资产负债率呈现上升趋势，在2021年9月竟高达127.33%，进行逆势债务扩张，融资成本上升，增加了公司风险敞口。经营现金流量债务比为负值，紧靠经营活动产生的现金流难以支撑债务偿还，流动比率等其他类似指标均不理想，该公司偿债水平低，与公司债券违约具有极大关联。

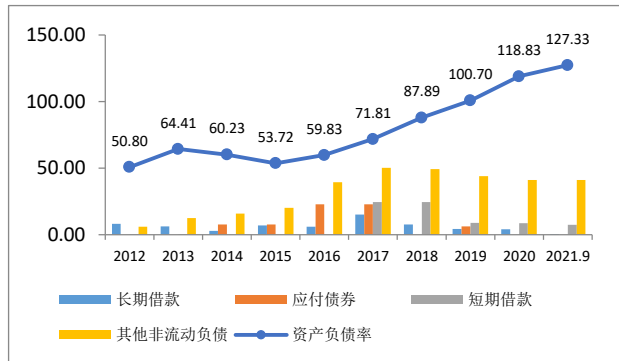


图5 负债情况

雏鹰农牧募集说明书表明 2018 年发行的 2 只超短融债券主要是为了偿还公司 2017 年借入的银行贷款 13.83 亿, 剩余资金用以补充日常流动资金, 以贷还贷端倪显露, 负债短期化明显。但是如果企业难以在短期内提升收益、回流现金, 短期债务一旦到期, 偿债压力剧增, 筹资成本的提升, 资金供应链难以为继, 彻底出现资金断裂风险, 造成债务违约。如表 3.1, 2018 年, 18 雏鹰农牧 SCP001、18 雏鹰农牧 SCP002 债券相继违约, 截至退市前, 违约数额高达 23 亿元。

表 2 雏鹰农牧违约债券

债券代码	债券简称	债券类别	起息日	到期日	发行规模	最新信用评级
112209.SZ	14 雏鹰债	一般公司债	2014/6/26	2019/6/26	8 亿	C
118535.SZ	H6 雏鹰债 01	超短期融资券 (SCP)	2016/3/9	2020/3/9	8.6 亿	C
118668.SZ	H6 雏鹰债 02	超短期融资券 (SCP)	2016/5/6	2020/2/6	6.4 亿	C
011800207.IB	18 雏鹰农牧 SCP001	非公开发行公司债券	2018/2/8	2018/11/5	5 亿	-
011800533.IB	18 雏鹰农牧 SCP002	非公开发行公司债券	2018/3/26	2018/12/21	10 亿	-

2.2 启示与建议

2.2.1 对企业经营的启示

雏鹰农牧逆势扩张没有考虑其主业易受市场波动影响, 导致应对猪瘟时, 主营业务亏损严重。启示企业应当确立主营业务产品的优势, 保证其稳定的盈利能力, 同时以市场为导向调整生产, 提高抗击市场风险的能力。

雏鹰农牧投资非相关多元化领域, 却收效不佳。启示企业对非相关多元化的投资决策前需进行充分的市场调查与可行性分析, 综合考虑市场风险、资产安全性、盈利能力和企业的实际情况, 选择适合自身商业模式的投资方向, 不要盲目扩张。

2.2.2 对公司治理的启示

雏鹰农牧中侯氏家族直接持有 48.34% 的股份, 缺乏对更多利益相关者的决策引入。启示公司应优化股权结构: 避免一股独大, 强化中小股东地位, 发挥股东间的监督制衡作用, 让权力的行使公开透明, 并发挥独立董事的监督作用。

雏鹰农牧存在显著的家族经营风格的企业环境, 内部控制有效性差。启示企业应当通过人力资源管理、组织架构调整、企业文化建设等方式, 打造稳定合理的内部控制环境: 1、聘请职业经理人来管理公司, 减少决策管理失误, 促进企业长远发展。2、优化决策程序, 及时反馈效果、发现问题、调整策略, 降低风险和损失。3、细化公司治理中重大决策的参与主体与流程, 通过科学决策保障公司长期战略科学。

2.2.3 对企业财务风险管理的启示

早期较为宽松的信用环境刺激了雏鹰农牧的激进融资, 公司资产负债率过高, 甚至曾高达 127.33%。企业面对较为宽松的信用环境时应保持合理的负债水平, 主动约束自身的融资和投资行为。同时企业应注意构建合理的融资方式, 保证资金水平有效增长, 控制资产负债率处于合理水平, 使公司避免一定的财务风险。

债券集中到期、资金链断裂, 致使雏鹰农牧走向强制退市的结局。启示企业应当加强资产管理: 从资本结构、负债压力、投资水平等多方面, 合理调整资产结构, 稳固企业基础。企业可以通过建立完善的资金管理体系, 确保资金的安全性、可回收性、盈利性, 确保资金周转畅通。另外, 企业应当建立高效的风险预警系统并加强内部监督, 对财务活动进行动态监督, 及时发现经营活动中潜在的财务风险。

2.2.4 对债券市场的建议

首先, 债券市场监管层应当对发行债券的公司进行深入调查, 建立针对公司的预警体系, 监控企业内部经营状况, 一旦发现异常信息, 就可及时采取措施, 防范风险发生。其次, 提升全市场违法行为的处罚力度以净化市场环境, 通过给相关企业造成本质性的压制, 让企业摆正态度并严格按照制度标准操作。最后, 可以通过债券+保险、契约保障性条款、组织学习等方式建立健全投资者保护机制。

2.2.5 对投资者的建议

对投资者而言: 一、保持理性, 加强对经济、金融及财务相关知识的学习, 树立正确的投资观念; 二、关注企业的经营业绩、发展战略、发展潜力、交易动态等因素, 投资具有良好盈利能力且发展前景可期的上市公司; 三、充分了解并判断企业的潜在风险, 预估自己的风险承受能力, 采取投资组合的方式分散风险。

[参考文献]

- [1] 鲁梦琴. 后违约时代我国企业债券违约问题——基于“11 超日债”事件的案例分析 [J]. 商业会计, 2014 (14): 71-73.
 - [2] 聂新伟. 刚性兑付、债务展期与债务违约——兼论市场与政府在信贷资源配置中的作用 [J]. 财经问题研究, 2017 (1): 93-100.
 - [3] 蔡喜洋, 叶紫薇. 民企债券违约成因及对策 [J]. 国际金融, 2020 (5): 57-61.
 - [4] 孙林, 孙健. 上市公司债券违约的影响因素分析——基于企业财务杠杆和多元化经营的研究 [J]. 上海金融, 2022 (11): 2-11.
- 作者简介: 李强 (1980.8—), 男, 中国地质大学, 本科, 经济学, 科润智能控制股份有限公司, 董事会秘书兼副总经理。