

## 债券违约应对处理法律机制探析

吴伟央\*

**摘要:**债券违约是债券市场持续健康发展的一个必然现象。我国债券市场在努力保持长期刚性兑付的状况下也不可回避的面对着债券违约事件。境外成熟市场在长期实践中积累了一整套债券违约应对处理法律机制,包括事前预防措施、事中应急力量和事后处置机制等,我们可以充分借鉴并进行制度完善操作改进。

**关键词:**债券违约 应对处理机制 借鉴

与一般的民事债权不同,金融市场上流通的债券往往具有分散性和涉众性,债券违约所产生的影响和风险一般比较大,比较难以处理,故而我们的市场比较惧怕发生债券违约事件。但是,债券违约是债券市场的市场化运作中必然出现的现象,也是我们必须面对和处理的事情。要建立一个真正市场化的债券市场,就必须要建立一套市场化、法治化的违约应对处理机制。

---

\* 任职于中国证监会北京监管局,法学博士。本文内容纯属个人观点,与所在单位无关。

## 一、国内市场债券违约——风雨已来!

在国内,债券违约在相当长一段时间内是市场很忌讳的事情,有所谓“零容忍”、“零违约”及“刚性兑付”等现象之说。<sup>[1]</sup>综观我国债券市场的发展,历史上也出现过一些违约事件或者违约风险,大致可以分为以下几个阶段:

第一阶段:20世纪90年代的企业债违约事件。我国企业债券融资始于20世纪80年代初期,当时少量企业在没有政府审批的情况下自发地向社会或企业内部集资。1987年3月,国务院颁布实施《企业债券管理暂行条例》,债券市场快速发展。<sup>[2]</sup>但由于当时发债理念和多级审批等原因,<sup>[3]</sup>一些发行企业资质不佳、缺乏市场诚信意识,甚至出现濒临破产企业通过发债来发工资及利用发债实施违法集资等现象。“从1993年起陆续发生大面积债券不能如期兑付的情况,截至1997年年末,全国大约有30亿元的企业债券逾期未能兑付。以最严重的辽宁和吉林为例,债券未能兑付的比例占到总额50%以上。彼时大面积的债券违约直接给当时的债券投资人(大多是居民个人)造成损失,引发了一系列社会事件,甚至出现投资者冲击政府和代销银行的行为。”<sup>[4]</sup>对此,政府出面主导协调,通过财政、银行和承销商等多渠道解决方式进行了处置。

---

[1] 如见洪艳蓉:“公司债券违约零容忍的法律救赎”,载《法学》2013年第12期;张骏超:“冷观债券零违约”,载《上海证券报》2012年8月16日版。

[2] 1987年,国家计委首次编制了全国企业债券发行计划75亿元,到1991年、1992年其每年编制的企业债券发行规模计划分别达到250亿元和350亿元,大大超过同时期的股票发行量。在品种方面,当时主管部门安排了住宅建设债券、国家/地方投资公司债券等7个品种的债券。参见王俭保:“我国企业债券市场的发展历史”,载《资本市场》2005年6月17日版。

[3] 当时发行企业债券多由地方掌握,甚至县一级机构就有权审批本制度,造成企业债券无统一标准、地策。

[4] 中债资信:“从日韩看我国债市当前‘零违约’现象”,载《中债资信评估有限责任公司专题报告》2013年第28期(总第50期);陶丽博:“债券违约,真的如此可怕?”,载《财富管理》2014年6月4日版。

第二阶段:2006~2012年的债券违约风险事件。1998年后,政府严把发行关,<sup>[5]</sup>提高发行主体资质,银行普遍给债券提供担保,致使相当一段时间内债券违约风险极低。其间,典型违约风险事件有:

1. 2006年的“06福禧CP01”事件。非上市民营企业福禧投资控股有限公司由于案涉违规拆借32亿元上海社保基金,主要财产被法院冻结,10亿短融券投资者直面偿付风险。对此,在主承销商工商银行及相关部门的协调下,福禧短融本息按期足额兑付。<sup>[6]</sup>

2. 2012年的系列债券违约风险事件。据公开报道,2012年国内市场出现了多起债券违约风险事件,主要包括:<sup>[7]</sup>(1)鞍钢集团由于操作原因未按约定时间交付50亿元中期票据“08鞍钢MTN1(0882040)”本息兑付款的债券违约乌龙事件;(2)山东海龙“11海龙CP01”、江西赛维“11江西赛维CP001”和新疆中基“11新中基CP001”等3只发行额均为4亿元的短期融资券,由于企业经营财务状况恶化导致出现兑付危机;(3)3只中小企业集合票据和1只中小企业集合债券的发行企业中分别有1家企业出现无力兑付。<sup>[8]</sup>上述事件中,第一组鞍钢债企业付款了结,第二组3只短融通过政府和银行等非常规途径解决,<sup>[9]</sup>第三组通过担保公司代偿解决,最终没有发生实质性债券违约。

第三阶段:2014年以来的公司债和中小企业私募债违约事件。2014年以来,由于宏观经济、行业周期和企业经营等原因,金融产品陆

[5] 1998年后,债券募集资金主要是为支持大型重点建设项目,如三峡工程、铁路建设及中国石油工程等。自2000年起,企业债券的额度实行国务院特批制度。

[6] 2007年3月8日,工商银行发布《关于福禧短期融资券到期兑付的主承销公告》,称“在中国人民银行等监管机构及有关部门的指导和支持下,福禧融资券债权人委员会按照市场化原则开展维权工作,经过大家的共同努力,福禧短期融资券(06福禧cp01)已于昨日按期足额兑付”。

[7] 参见李振宇、李丹、聂逆:“2012年违约事件为债券市场敲响风险警钟”,载《金融时报》2013年4月11日版。

[8] 四家公司分别是北京地杰通信设备有限公司(“10中关村”联合发行人之一)、北京康特荣宝电子有限公司(“10京经开SMECN1”联合发行人之一)、哈尔滨惠佳贝食品有限公司(“10黑龙江SMECN1”联合发行人之一)和常州高力彩钢板有限公司(“11常州SMECNII001”联合发行人之一)。

[9] 其发行人已经出现银行贷款的违约,但对所发行的短融仍然如期兑付本息。

续爆出违约风险事件,如信托业的中诚信托诚至金开1号集合信托计划、吉林信托“吉信-松花江77号”等兑付危机引起了社会普遍关注。银行间市场的“11天威MTN1”、“11天威MTN2”、“13华通路桥CP001”等也一时爆出违约风险。另外,社会对超大规模城投债的兑付问题表现出一定的关注。

值得一提的是,证券市场开始直面债券违约问题,主要表现在:

1. 公司债。2014年3月4日晚间,上海超日太阳能科技股份有限公司发布公告称,“11超日债”本期利息将无法于原定付息日2014年3月7日按期全额支付,<sup>[10]</sup>“11超日债”正式成为国内具有里程碑意义的首例违约债券。中金公司固定收益研究组在2014年3月14日发布的《中国信用策略双周报——“谁是下一个超日”》研报中列举了非常值得关注的10余家债券发行人:华锐、天威、赛维、熔盛、海翔、英利、中富、湘鄂、三安、银基、东华等。随后,媒体陆续报道20多亿元“11华锐01”因12月末面临回售压力而召开债权人会议、湘鄂情信用评级降级、“12湘鄂债”和“12中富01”等公司债临时停牌等消息,公司债违约风险逐渐显现。

2. 中小企业私募债。据媒体公开报道,2014年以来已经有“13中森债”、“12华特斯”、“12津天联”、“12金泰01”和“12金泰02”、“13华珠债”等多只中小企业私募债相继爆出违约消息。2014年共46笔私募债到期,目前已到期22笔,出现违约的债券占比近四分之一,中小企业私募债的信用风险可想而知。<sup>[11]</sup>除了公开报道的中小企业私募债,由于行业周期和担保机构出现风险等因素,可能还有更多的中小企业私募债出现违约风险和违约事实。

美国银行的一份报告强调,“我们相信某些债券和信托贷款违约的可能性会在2014年很大程度的提高。特别是,一个更有信心的管理

---

[10] 仅能够按期支付共计人民币400万元,而本期应付利息金额共计为人民币8980万元。

[11] 田运昌:“利润小违约风险高 中小企业私募债券券商承销不积极”,载《证券日报》2014年9月3日版。

层看到了通过某些违约来建立一个更有纪律的金融市场的必要。”<sup>[12]</sup> 深度原因暂且不论,一个直观的现象是:2014年的国内证券市场发生了债券违约,而且市场上债券违约的气氛渐为浓烈,债券违约已经是我们必须面对的一个现实问题。

## 二、境外市场债券违约——花落知多少?

在境外成熟市场,债券违约一直存在,尤其是在几轮大的金融危机过程中,债券违约更是一个比较普遍而重大的市场事件。很多大型企业的轰然倒塌,不管其本身是否存在违法违规事行为,在法律上的直接原因往往就是债券违约,不能支付到期债务而进入破产程序,如安然、世通、雷曼兄弟等。

境外有专门关于全球债券违约的持续性研究,记录分析全球债券违约的各种数据和现象,比较权威的是两家评级公司——标准普尔公司(Standard & Poor)和穆迪公司(Moody)的违约年度报告。下文将主要以标普公司2014年3月19日发布的《违约,转换和回报:2013年度全球公司违约研究和评级转换》(Default, Transition, and Recovery: 2013 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions)和穆迪公司2014年2月28日发布的《年度违约研究:公司违约与回报率,1920~2013》<sup>[13]</sup> (Moody's investors service, Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920~2013)等两份最新的研究报告为基础,对境外市场债券违约的基本进行总体性介绍。

根据标普报告的统计,从1981年至2013年,总共发生了2241例债券违约,平均每年将近68件,全球市场每年都发生债券违约事例,其中违约数最多的是2009年268例,其次是2001年229例和2002年226

---

[12] “外媒称中国首次披露地方政府违约”,载 [http://finance.ifeng.com/a/20140702/12640602\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20140702/12640602_0.shtml)。

[13] 这份报告已经是穆迪第27份年度违约研究报告,他们更新公司债券违约、损失和评级转换方便的经验数据。这项研究涵盖了长期参与评级的金融机构、非金融公司和受规管的实体企业(regulated utilities)等发行人。

例。在总违约率方面,33年平均的违约率是1.459%,其中最高的年份是2009年4.14%,其次是2001年的3.76%和2002年的3.57%。

从分类上看,投资级债券(investment - grade)的违约率明显偏少,投机级债券(speculative - grade)的违约数和违约概率明显偏高,其中,投资级债券在1981年、1985年、1987年、1988年、1992年、1993年、1996年、2006年、2007年、2010年、2012年和2013年12个年份没有任何违约,投机级债券每年都发生违约,违约率从0.62%到11.05%不等。

从金额上看,33年间,债券违约涉及的总金额达到20,536.4亿美元,平均每年622多亿美元。其中,债券违约涉及金额最大的两年是2009年的6277亿美元和2008年的4296亿美元。

表1 全球公司违约概况(标普)

年份	违约总例数*	投资级违约例数	投机级违约例数	违约率(%)	投资级违约率(%)	投机级违约率(%)	违约债券金额(十亿美元)(bil. \$)
1981	2	0	2	0.14	0.00	0.62	0.06
1982	18	2	15	1.19	0.18	4.41	0.90
1983	12	1	10	0.76	0.09	2.94	0.37
1984	14	2	12	0.91	0.17	3.27	0.36
1985	19	0	18	1.11	0.00	4.32	0.31
1986	34	2	30	1.72	0.15	5.67	0.46
1987	19	0	19	0.94	0.00	2.79	1.60
1988	32	0	29	1.38	0.00	3.85	3.30
1989	44	3	35	1.77	0.22	4.67	7.28
1990	70	2	56	2.73	0.14	8.12	21.15
1991	93	2	65	3.25	0.14	11.05	23.65
1992	39	0	32	1.49	0.00	6.10	5.40
1993	26	0	14	0.60	0.00	2.50	2.38
1994	21	1	15	0.62	0.05	2.10	2.30
1995	35	1	29	1.04	0.05	3.52	8.97
1996	20	0	16	0.51	0.00	1.80	2.65
1997	23	2	20	0.63	0.08	2.00	4.93
1998	56	4	48	1.27	0.14	3.65	11.27
1999	109	5	92	2.13	0.17	5.55	39.38

续表

年份	违约总例数*	投资级违约例数	投机级违约例数	违约率(%)	投资级违约率(%)	投机级违约率(%)	违约债券金额(十亿美元)(bil. \$)
2000	136	7	109	2.46	0.24	6.17	43.28
2001	229	7	173	3.76	0.23	9.78	118.79
2002	226	13	159	3.57	0.42	9.41	190.92
2003	119	3	89	1.91	0.10	5.00	62.89
2004	56	1	38	0.77	0.03	2.00	20.66
2005	40	1	31	0.60	0.03	1.49	42.00
2006	30	0	26	0.47	0.00	1.18	7.13
2007	24	0	21	0.37	0.00	0.90	8.15
2008	127	14	89	1.78	0.42	3.65	429.63
2009	268	11	224	4.14	0.32	9.75	627.70
2010	83	0	64	1.19	0.00	2.94	97.48
2011	53	1	44	0.79	0.03	1.80	84.30
2012	83	0	66	1.11	0.00	2.52	86.70
2013	81	0	64	1.04	0.00	2.23	97.29

\* 本栏目数量包括违约前一年不再参与评级的公司。资料来源: Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard & Poor's CreditPro®。

在区域分布上,美国市场是债券违约数量最集中的区域,近年来欧洲的债券违约有一定的抬升。根据穆迪报告,2013 年全球发生了 66 例穆迪评级发行人的违约,一半(33 例)发行人违约来自北美,欧洲有 23 例,剩下的拉丁美洲 8 例、亚太 2 例。从规模上看,2013 年全球债券违约总额是 546 亿美元,其中 215 亿美元来自北美,238 亿美元来自欧洲,拉丁美洲 87 亿美元。<sup>[14]</sup> 根据标普报告,美国 2013 年的违约率是 2.12%、新兴市场 2013 年的违约率是 1.96%。在 2012 年,美国的违约率是 2.58%,新兴市场是 2.56%。在欧洲,违约率有所上升,2013 年是 3.33%,而 2012 年是 2.2%。从全球参与评级的企业来看,2013 年的违约率还是有所下降,从 1.11% 降到 1.04%。

[14] Moody's Investors Service, Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920 - 2013, February 28, 2014.

表2 每年投机级债券违约律的地区分布(%) (标普)

年份	美国和避税港*	欧洲 <sup>§</sup>	新兴市场	其他 <sup>+</sup>
1981	0.63	0.00	N/A	0.00
1982	4.44	0.00	N/A	0.00
1983	2.99	0.00	N/A	0.00
1984	3.33	0.00	0.00	0.00
1985	4.41	0.00	N/A	0.00
1986	5.76	0.00	N/A	0.00
1987	2.84	0.00	N/A	0.00
1988	3.89	0.00	N/A	0.00
1989	4.33	0.00	N/A	42.86
1990	7.94	0.00	N/A	33.33
1991	10.73	66.67	N/A	14.29
1992	6.25	0.00	N/A	0.00
1993	2.40	20.00	0.00	0.00
1994	2.20	0.00	0.00	0.00
1995	3.64	9.09	0.00	0.00
1996	1.85	0.00	0.00	2.70
1997	2.17	0.00	0.00	1.92
1998	3.24	0.00	8.55	1.43
1999	5.23	6.25	7.69	4.40
2000	7.36	2.44	1.64	6.45
2001	10.56	8.21	6.18	12.22
2002	7.23	12.24	17.32	5.88
2003	5.56	3.61	3.86	4.76
2004	2.42	1.59	0.83	2.00
2005	2.00	0.93	0.24	1.32
2006	1.37	1.78	0.43	0.77
2007	1.01	0.96	0.20	2.26
2008	4.23	2.48	2.39	3.85
2009	11.56	8.50	5.38	9.76
2010	3.37	0.99	1.52	7.96
2011	2.10	1.56	0.46	6.09
2012	2.58	2.19	2.56	2.33
2013	2.12	3.33	1.96	1.94
Average	4.29	3.17	3.40	4.33

\* 美国、百慕大群岛和开曼群岛。

§ 奥地利、比利时、保加利亚、英属维尔京群岛、海峡群岛、克罗地亚、塞浦路斯、捷克共和国、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、直布罗陀、根西岛、匈牙利、冰岛、爱尔兰、意大利、泽西、拉脱维亚、列支敦士登、立陶宛、卢森堡、马耳他、摩纳哥、黑山、荷兰、波兰、挪威、葡萄牙、罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、瑞士、英国岛。

✦ 其他包括：澳大利亚、加拿大、日本、新西兰。

资料来源：Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard & Poor's CreditPro®。

债券违约事件往往能记录着一些大型公司的倒闭，以及由其引起的大量债券无法兑付的情形，历史上有标普统计了 33 年间每年全球最大的违约主体及金额，其中能见到一些历史上的伟大公司葬生于债券违约，成为当年违约之最，见表 3。

表 3 每年全球最大公司违约体及金额(标普)

违约年份	发行人	金额(百万美元)
1991	哥伦比亚气象系统(Columbia Gas System)	2292
1992	梅西百货(Macy(R. H.) & Co.)	1396
1993	梅萨公司(Mesa, Inc.)	600
1994	人寿保险联合会(Confederation Life Insurance)	2415
1995	大联盟资本(Grand Union Co./Grand Union Capital)	2163
1996	夫克金融(Tiphook Finance)	700
1997	旗星公司(Flagstar Corp.)	1021
1998	服务商品公司(Service Merchandise Co.)	1326
1999	整合健康服务公司(Integrated Health Services Inc.)	3394
2000	欧文斯柯宁公司(Owens Corning)	3299
2001	安然公司(Enron Corp.)	10,779
2002	世通公司(WorldCom Inc.)	30,000
2003	马特拉特集团(Parmalat Finanziaria SpA)	7177
2004	RCN 公司(RCN Corp.)	1800
2005	卡尔平公司(Calpine Corp.)	9559
2006	绕指柔公司(Phiant Corp.)	1644
2007	电影画廊公司(Movie Gallery Inc.)	1225
2008	雷曼兄弟控股(Lehman Brothers Holdings Inc.)	144,426
2009	福特汽车公司(Ford Motor Co.)	70,989

续表

违约年份	发行人	金额(百万美元)
2010	未来能源控股公司(Energy Future Holdings Corp.)	47,648
2011	得克萨斯电力集团(Texas Competitive Electric Holdings Co. LLC)	32,460
2012	图兰—阿列姆银行(BTA Bank J. S. C.) <sup>[15]</sup>	10,184
2013	得克萨斯电力集团(Texas Competitive Electric Holdings Co. LLC)	31,628

资料来源: Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard & Poor's CreditPro®。

可见,在成熟市场国家,债券违约是一种正常的现象,如在美国,“不像国债违约,公司债违约是定期发生的事(a regular basis)”<sup>[16]</sup>。越是成熟的市场,债券违约情况越普遍,政府和民众会越会以市场规律的视角来看待债券违约情形。

### 三、境外债券违约应对处理法律机制的经验列示

为了减少债券违约对债券持有人造成的损害,境外成熟市场建立了一整套应对处理机制,包括事前可尽可能减少违约风险的预防措施、出现违约风险时可以启动的应急力量,以及违约既成事实之后的事后处置机制。鉴于该套机制包含的内容非常庞杂和专业,且实践操作会因人而异、因事而异、非常灵活,笔者以一般的时间先后顺序为轴,梳理其中重要的法律机制,形成一个框架性的内容以供借鉴,主要内容包括如下:

#### (一) 事前预防措施

为了防止和减少发生债券违约情形,境外市场设置一系列的预防措

[15] BTA 银行全称为“图兰—阿列姆银行”(Turan Alem Bank),金融危机前曾是哈萨克排名第一的大银行,在独联体国家银行中排名第7位。由于盲目扩大银行规模,大量借贷外债,到金融危机爆发时,该行成为哈萨克最大的“问题银行”。2009年年初时,该行外债余额达到了166.5亿美元,占到哈外债总额的15.4%,濒临破产边缘。

[16] What Happens When a Corporate Bond Defaults? February 16, 2012 by David Waring Leave a Comment.

施,这些措施有的是监管规定,有的是个案约定,还有的是行业的普遍做法,下文列示一些重要的法制措施:

1. 债券分类管理。如在美国市场,根据风险程度把公司债券分为抵押债券、信用债券和收益债券等,<sup>[17]</sup>“公司债券类型的不同,违约的特点与管理的侧重点也有所区别”。<sup>[18]</sup>如美国高收益债券市场中的投资者以保险公司、高收益共同基金、养老基金和担保债务凭证(collateralized bond obligation, CBO)为主,95%以上的投资者为机构投资者,个人投资者通过投资购买高收益债券基金间接参与这个市场。<sup>[19]</sup>对不同债券实施不同的管理,使不同风险的债券匹配不同风险承受能力的投资者,增加市场理性、避免不当投资,也可减轻违约处置的复杂程度。

2. 信用评级。债券评级机构收集信息,利用专业知识和技能对债券进行分级,事先对债券的违约行为进行有效的评测和监管。信用评级对投资者很重要,不但改善了对小投资者的偿债保障机制,而且也强化了声誉机制,使声誉在债务市场中具有了前所未有的作用。<sup>[20]</sup>为了防范评级机构的利益冲突,监管部门对评级机构有专门的规范。<sup>[21]</sup>本轮金

[17] 即规定无论是利息的支付或是本金的偿还均只能自债券发行公司的所得或利润中拨出的公司债券。公司若无盈余则累积至有盈余年度始发放,这种债券大多于公司改组或重整时才发生,一般不公开发行。

[18] 范立夫、陈军晖、毛德一:“美国债券违约风险管理及其借鉴”,载《中国货币市场》2004年8月。

[19] 1989年秋季,美国国会颁布了法令《金融机构改、复兴和强化法案》,禁止储蓄与贷款机构买卖高收益债券,后者逐渐退出了高收益债券市场。贾昌杰:“美国高收益债券市场发展的经验及其启示”,载《金融论坛》2012年第11期(总第203期)。

[20] 张文魁:“企业负债的作用和偿债保障机制研究”,载《经济研究》2001年第7期。

[21] 例如,(1)信用评级机构不得向客户提供咨询业务服务;(2)没有令监管机构信服的信息和技术来源,信用评级机构不得对所发行债券进行评级并向公众公布评级结果;(3)在信用评级过程中,信用评级机构需要向公众披露所使用的信用评级方法、评级模型及关键推断说明;(4)信用评级机构必须向公众提供透明的年度评级报告备查阅;(5)信用评级机构必须向投资者公布对自己评级水准的评价;(6)信用评级机构董事会中必须有三个以上(其中一人是具有证券及金融相关知识专家)同时经济利益与信用评级机构完全无关的独立董事,任职期不得超过5年以上;(7)欧洲市场的信用评级机构每年必须要接受来自欧洲证券监管委员会的评估与监督,将从评级方式的透明度、评级过程中的时滞表现、评级过程中存在的欺诈问题等方面对信用评级机构进行综合评定,给予奖惩。参见 Dumoulin, Hubert Grignon, *The Regulatory and Supervisory Framework For Fixed Income Markets In Europe*, World Bank, Working Paper, 2004。

融危机中暴露出信用评级机构存在的诸多问题,美国和欧盟等境外成熟市场对信用评级制度进行了反思和强化。

3. 信息披露。信息披露强调的是债券发行人应当及时、准确、完整地地向投资者介绍情况,以供投资者作出科学决策。如2008年12月在美国SEC通过的加强企业债券发行评级监管的一系列措施中明确提道:投资者理应对市场中存在的风险、投资品种的真实信息和市场交易有知情权。要注重投资者的权利保护,加强对有次级债务背景的垃圾债券产品的信用评级标准的规范性、信息披露的透明度和程序进行监督。国内审计机构及信用评级机构必须定期将它关于债券发行主体财务、信用状况等审核与评价结果通过公开方式向社会披露,接受来自社会各界的监督和评议。<sup>[22]</sup>

4. 抵押、担保及金融工具等债券增信措施。抵押和担保是最原始的偿债保障机制,如在日本,根据1993年的一项数据统计,日本银行对外提供的债券担保中,有60%以上是主银行为其主客户所作担保;而企业发债时的第三方担保人,70%以上都由其主银行担任。<sup>[23]</sup>韩国早期债券市场上,近九成的债券都由金融机构提供了担保。韩国财阀体制下政企之间合作亲密,债券市场上大部分债券背后隐含着政府的信用担保。在1997年以前债市上担保债券的比例高达85.1%,其中,银行作为资本市场的强势主体成为早期债市上的主要担保人,1972年韩国投资公司(KTC)、1978年韩国担保保险公司等也在政府的鼓励下相继为债券提供担保。<sup>[24]</sup>

当然,现代债券增信措施除了第三方担保、抵质押担保、提供流动性等传统做法之外,还适用其他金融工具的手段,主要有:<sup>[25]</sup>(1)购买保

---

[22] 张自力:“美国垃圾债券市场违约风险监管的实践与政策改进”,载《金融理论与实践》2009年第7期(总第360期)。

[23] 1945年到1990年期间日本债市共发生11例违约事件,其中9例债券设有抵押物或银行担保,最后均由受托银行购回。Campbell, John Y., & Yasushi Hamao (1994), *Changing Patterns of Corporate Financing and the Main Bank System in Japan*.

[24] Sang - Koo Nam, Kyung Suh Park and Yu Kyung Kim, *Korean SecuritiesMarket in transition*. 陶丽博:“韩国债市零违约的突破”,载 <http://finance.sina.com.cn/money/bond/20140404/135318715141.shtml>。

[25] 贾昌杰:“美国高收益债券市场发展的经验及其启示”,载《金融论坛》2012年第11期(总第203期)。

险,寻找保险公司等第三方机构为交易对手,通过购买 CDS (credit default swap) 等为债券违约购买保险,在债券违约的情形下,债券持有者可以免遭贬值损失和违约风险;(2) 出售风险源,在期权交易市场上购买标的债券的“卖权”,也可以起到保护作用,避免债券的违约损失;(3) 分散风险以重新分配风险,当由于规模、成本等因素限制,难以在市场中寻找大多数债券的交易对手和风险对冲工具时,“一揽子”高收益债券投资和指数化的投资方案具有较强的可操作性。

5. 债券合同中的保护性条款。为了限制公司股东或管理层行为损害债券持有人利益,境外在债券合同中特殊约定了一些保护性条款 (covenant), 通常主要内容包括:(1) 抵押和担保限制,即企业不得以其资产为其他负债作抵押和担保;(2) 对营运资本的要求,即企业营运资本必须要占全部资产的一定比例,以保持企业资产具有一定的流动性;(3) 对股利政策的限制,如限制现金股利的金额和比例,限制企业以现金和债券进行普通股回购,以控制负债企业的非经营性现金流出;(4) 对资本支出的限制,如规定固定资产投资的支出不能超过折旧费的一定比例,这样也是使企业资产保持一定的流动性;(5) 其他负债限制,即企业不得发生其他长期负债,特别是不得发行级别较高的债券,以防止其他可能的债权人享有更优先的索取权;(6) 特殊限制,如严格限制贷款的具体用途和企业经理的收入等。<sup>[26]</sup> 另外,还有加速到期 (acceleration) 条款、偿债基金条款 (sinking fund clause)、提前赎条款和卖回权条款、废止条款 (defeasance clause) 等。<sup>[27]</sup> 美国高收益债还有专门的限制性条款,<sup>[28]</sup> 欧盟高收益债券中也有“同等优先清偿权

[26] 张文魁:“企业负债的作用和偿债保障机制研究”,载《经济研究》2001年第7期。

[27] 刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第79~81页。

[28] 通常包括:(1) 限制债务人的额外负债与现金支付,包括新增各类负债,维持净资产、保持财务比率在一定水平,禁止违反规定对外提供担保或担保承诺等;(2) 约束债务人的重大资产重组行为,包括转移核心资产、合并分立、资产证券化、融资租赁行为等;(3) 约束债务人的股权投资、分红等行为,包括收购子公司股份、支付股息、回购股份等;(4) 约束债务人的重大投资、资本性支出等行为,如超过净资产10%以上的重大投资、进入未经同意的业务领域等;(5) 限制关联交易,包括公司实际控制人及下属子公司的交易价格、资金用途、现金支付等行为的约束。参见贾昌杰:“美国高收益债券市场发展的经验及其启示”,载《金融论坛》2012年第11期(总第203期)。

条款”<sup>[29]</sup>和“限制抵押条款”等附加性权利保护措施。<sup>[30]</sup>在发债人违反这些保护性条款时,债券持有人有权要求发债主体采取补救措施,或召开债券持有人大会,严重时可能引发债券立即进入清偿程序。

除上述这些主要的事先防范法律机制之外,境外还有其他一些措施,如偿债担保追索制度、初期利息支付保证制度<sup>[31]</sup>和专项补偿计划<sup>[32]</sup>等,确保债券持有人(尤其是在出现违约时)的合法权益。

## (二) 事中应急力量

在出现违约风险的时候,应当有人及时站出来维护债券持有人的利益,鉴于债券持有人往往比较分散,意志不易统一。从各国立法实际来看,保障债券持有人采取集体行动的法律机制包括两种,在大多数大陆法系国家,通常采取公司债券持有人会议的方式;在大多数英美法系国家则采取公司债券信托制度;有部分国家和地区则同时采取两种方式。<sup>[33]</sup>

### 1. 债券持有人会议

债券持有人会议是为了债券持有人共同利益而设立的、通过会议方式行使权力的一种法律机制。与公司股东大会有所不同,公司债券持有

---

[29] 同等优先清偿权条款要求债务人不得签署比该项债券债务更优先清偿的其他债务,其要旨是债券和息票产生了发行人直接的和无担保的义务,该义务在任何时候对诸债务人都是同等的,没有任何优先权,即根据债券和息票所要求的发行人的清偿义务在任何时候对其现在和将来的无担保和无附属义务都是同等的。

[30] 张自力:“欧洲高收益债券市场违约风险监管研究”,载《证券市场导报》2012年4月版。

[31] 要求债券的发行人必须要做到债券(尤其是高收益债)出售后1年至2年内,企业的收益必须保证按照契约预定的时间和金额支付利息以维护投资者的权益。

[32] 欧盟相关指令规定,当违约事实超过了规定的宽限期后(通常是从发债企业向投资者发出无力按时履约通知算起的179天之后),即开始进入清算补偿程序,同时还要求欧盟各成员国需要建立专项补偿计划,以应对一旦高收益债券的发行者无力偿还本息时保障投资人的利益,其中规定对单个高收益债券投资人相应数量的最低补偿标准,除非明确规定有免责条款,否则所有高收益债券发行主体必须受到该补偿条款的约束,返还属于债券投资者的投资权利。该指令所覆盖的范围适用于投资者的总索赔金额,如果是在联合多个投资者的情况下,则债权将在高收益债券投资者之间平分且不论投资账户的具体数量、所代表币种及所在的投资国家。参见张自力:“欧洲高收益债券市场违约风险监管研究”,载《证券市场导报》2012年4月版。

[33] 王伟伟:“债权人参与公司治理研究”,中国政法大学2011年博士学位论文。

人会议不是常设机构。法国、比利时、意大利、联邦德国、西班牙、瑞士、卢森堡、巴西等国都授予债券持有人团体以这种法定的权力。相关法规会就债券持有人会议的性质、法律地位、会议组成、召集权限、职权、决议效力及费用承担等作出明确规定。主要内容如下：〔34〕

因不同债券的持有人利益可能存在冲突,不同类型的债券持有人应分别召开持有人会议,分别对该类债券持有人的权利行使事项作出决议。例如,《法国商事公司法》第 293 条规定:“同一次发行的公司债券持有人,为维护其共同利益依法自动组成享有民事法律人格的集团。”《日本公司法》第 338 条规定:“发行数种公司债の場合,公司债债权人集会,须按各个种类公司债分别召集。”

关于会议召集权,有的国家或地区规定持有公司债券达到一定比例(如日本是代表公司总额 1/10 以上或意大利是占有有效债券总数 1/20 以上)的持有人有召集提议权;有的国家或地区规定持有公司债券达到一定比例(如我国台湾地区是有同次公司债总额 5% 以上)的持有人享有直接召集权。

债券持有人会议可以对以下事项作出决议:(1)推迟、减少或者抵消债券本金、溢价或者利息;(2)解除或者设立债券的保证或者担保;(3)发行公司的重组;(4)与兼并或者破产和解有关的将债券持有转换为公司股份、与其他种类的证券相兑换;(5)债券币种的变动;(6)弃权或者发生违约事件;(7)免除债券受托人的责任使其能够代表债券持有人提起诉讼;(8)指定代表债券持有人的委员会成员,特别是在发行公司清算和重组程序中;(9)撤销债券受托人或者债券持有人代表。〔35〕

另外,关于决议效力,有的国家或地区要求会议决议必须经过法院的认可,才具有法律效力。〔36〕会议的费用一般由公司债券发行公司负担。

〔34〕 参引时建中:《可转换公司法论》,法律出版社 2000 年版,第 236~248 页。

〔35〕 赵旭东主编:《公司法学》,高等教育出版社 2003 年版,第 387 页。

〔36〕 日本及我国台湾地区的“公司法”规定,会议有下列情形之一的,则法院不予认可:(1)召集公司债券持有人会议之手续或其决议方法,违反法令或应募书之记载者;(2)决议不以正当方法达成者;(3)决议显失公正者;(4)决议违反债权人一般利益者。

## 2. 债券托管人

债券托管人制度起源于美国,1939年美国颁布《信托契约法》规定公司以任何方式跨州向公众发行公司债券必须为持有人指定债券受托人。尽管债券受托管理人制度植根于英美法系的信托法理念和相关制度,但随后日本、我国台湾地区都引入了债券托管人制度。<sup>[37]</sup> 法规需要对信托法律关系定位、受托人的资格、产生程序、权利义务及利益冲突处理等作出规定,主要的内容有:

债券托管人作为债券持有人的受托人,应当以债券持有人的利益最大化为原则行事。从信托关系的角度来看,公司债券的债权和物上担保权构成信托财产,债券持有人是委托人和受益人,托管人是受托人,发行公司是以潜在债券持有人的代理人的身份签订信托契约。<sup>[38]</sup> 相关法律后果包括:(1)受托人是信托财产在普通法上的所有权人,因此,他就无须取得债券持有人的同意,即可处理这些财产;(2)既然受益人是信托财产在衡平法上的所有权人,因此,当受托人破产时,受托人的债权人不能要求分配信托财产,因为信托财产并不属于受托人;(3)如受托人违反信托处分信托财产时,受益人有权追溯至任何人直至重新获得该信托财产,因为它是受益人的财产。<sup>[39]</sup>

托管人一般是发行公司指定的,并由发行公司承担费用。英国的证券交易所规章指定的受托人必须是信托公司。美国和加拿大的法律要求指定当地公司为受托人。法国一般要求债券持有人代表必须是本国公司。日本公司债受托人是专门经营附担保公司债券的信托事业的公司,而且不同于一般意义上的信托公司。台湾公司债受托人以金融或信托事业为限。<sup>[40]</sup> 受托人要保持独立性,与债券持有人有利益冲突的人,一般不能担任债券托管人。

托管人负有以下义务:(1)忠实义务。即受托人处理信托事务时,须以受益人的利益为唯一要旨,而不得为自己或他人利益管理处分信托

---

[37] 王伟炜:“债权人参与公司治理研究”,中国政法大学2011年博士学位论文。

[38] 刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第71页。

[39] Philip Wood, *Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell 1988, p. 216. 转引自时建中:《可转换公司债法论》,法律出版社2000年版,第250页。

[40] 时建中:《可转换公司债法论》,法律出版社2000年版,第252~253页。

财产。(2)注意义务。受托人对于信托事务的管理应尽到与一般人处理自己事务时的同一注意义务,但受托人因表示其具备较高的能力而取得受托人的地位时,应付其所称的注意义务及管理能力。债券受托人的主要权利义务可以概括为调查的义务、通知发生违约事件的义务(notification of defaults)、决定加速到期的权力(acceleration)、代表债券持有人提起强制执行的诉讼、债权保全和变更担保物等职责。<sup>[41]</sup>

### (三) 事后处置机制

当债券违约风险确切发生时,往往是发行人已经财务状况严重恶化。此时,首先启动的是前述方案中的有力措施,如行使抵押权、财产保全、追加担保、启动保护性条款、受托人履行职责、召开债权人会议等,如果在这些措施还是明显不能满足债券兑付的情况下,就要考虑启动最后的了结处置机制。主要包括以下方面的内容:

#### 1. 自主和解结算

这是一个非强制性的程序,由债券持有人与发行人及相关方协商出一个方案来解决问题,是一种在无法院参与的情况下债务人与债权人之间的私人合约安排。不到万不得已,当事人一般不愿意直接进入破产程序。当企业出现偿债危机时,债券持有人可以同发行人达成和解协议,这实质上是一种“私了”。这是内容最丰富也最有灵活性的一种,很容易将清算与重组有机地结合起来,如折价和以多种形式偿还债务、对部分债务进行延期处理或对部分债务本息进行豁免、变更证券种类和条款等,而且可以免去冗长的法律程序和不菲的法律费用,当事人很容易选择这种方式来解决问题。<sup>[42]</sup> 各方均明白选择这种方案的后果可以比破产程序后果更有利。

境外发展出一种专门的法庭外债务重组制度。<sup>[43]</sup> 如在英国,发展出来的伦敦方案(London approach),该方案最早是为有多家债权银行的有困难大型企业发展出来的共同一致挽救(consensual rescues)原则,在20世纪90年代初期成功地挽救了不少大型企业,现已成为英国的挽救

[41] 参见赵旭东主编:《公司法学》,高等教育出版社2003年版,第389页;刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第185页。

[42] 张文魁:“企业负债的作用和偿债保障机制研究”,载《经济研究》2001年第7期。

[43] 参见郭志楠:“破产程序前的债务重组的理论与实践”,载《诉讼法论丛》2001年第6卷。

企业文化(rescue culture)的基本途径。<sup>[44]</sup> 该方案基本原则包括:(1)同意暂停(standstill);(2)债权银行按比例提供紧急信贷额度;(3)在债务重启期间,所有债权银行获得同样的对待;(4)牵头银行对所有债权银行提供足够信息;(5)如果可能使其他债权人或股东参与债务重组;(6)如果需要可由英伦银行作为中间人。在香港,也发展出了香港方案(Hong Kong approach),1998年4月3日,香港银行公会制定出《企业财政困难指引》(Guidelines on Corporate Difficulties)。1999年11月经修订,由香港金融管理局和香港银行公会共同颁布改称为《香港企业财务困难处理守则》(Hong Kong Approach to Corporate Difficulties),就债权银行监督委员会、债权银行不得获取优先地位、对债务人提供新资金的安排、财务及法律顾问、债务重组的费用、债务重组的计划、债务交易与债务重组、香港金融管理局在债务重组过程中的角色和实施债务重组方案的其他事项等内容进行了规定。英伦银行和香港金融管理局主持及推广此种债务重组方案,有效地协助有财务困难债务人的重生。

另外,境外市场上也发展出了一种“折价交易”(distressed exchanges)的方式,指的是债务人向债权人发行一笔或一组新的债券,以替换原有的债券的安排。折价交易通常是公司在绝望的情况下,为了避免债务违约而正式破产所采取的自救措施。该方式有点类似于我国银行业经常发生的“借新还旧”,只是这种方式是在二级市场上完成的,发行新债券替换旧债券,其有两个基本特征:(1)发行人提供给债权人一种新的承担较少金融义务的金融证券或打包证券(如优先股或普通股,或具有较低票息或票面价值的债券),用以交换原始的具有较大金融义务的债券;(2)这种交换有明显的帮助债务人避免违约的意图。由于2008年美国金融市场流动性枯竭,重整融资(DIP financing)和退出融资(exit financing)的获得非常困难,发行人根据《破产法》第11章进行重组获得成功的不确定性很大,所以折价交易在2008~2009年的高收益债券市场比较常见。如果公司没有和债务人在法庭外协议和解或者达成折价交易,公司可以进入破产程序。<sup>[45]</sup>

[44] Colin Bird, *The London Approach*, *Insolvency Law & Practice*, Vol. 13, No. 1, 1997, p. 9.

[45] 陈顺股:“全球企业债券违约知多少?”,载 <http://www.cnfinance.cn/blog/article.php?uid=36&id=1069>。

穆迪 2014 年报告中显示,在 2013 年 66 例穆迪评级的公司债券违约中,有 21 例(占 32%)进行了折价交易。<sup>[46]</sup> 可见折价交易是境外市场,在发行人面临违约之后广泛采用的避免进入破产程序的一个市场化的解决方法。

## 2. 破产清算和破产重整

在美国,债券发行人违约后,债券持有人怎么办呢? 一般情况下,债券违约之前公司会申请破产保护。如果违约时没有宣告破产,债权人可能逼着公司破产。美国公司可以根据《破产法》第 7 章或者第 11 章进行破产。<sup>[47]</sup> 第 7 章是破产清算,第 11 章是破产重整。<sup>[48]</sup> 境外很多国家和地区均是按照这两种方案来最终了结公司债务危机。

(1) 破产清算。是指对债务人宣告破产、清算还债的法律制度。当公司根据第 7 章的规定申请清算时,法庭将会任命一个破产财产管理人 (trustee),此人将企业关闭,出售企业的财产,将出售所得收益分配给债权人,最后解散公司。清算财产在债权人之间的分配遵循“绝对优先权原则”(absolute priority rule, APR),次序分别是:①破产程序的管理费用(包括申请费、律师费和破产财产管理人费用);②具有法定优先权 (statutory priority) 的索取权,包括税金、租金、未付的工资和受益索取权 (benefits claims);③无担保债权人(包括贸易债权人、债券持有者、侵权行为的受害人)的索取权;④股东。有担保的债权人不在此序列中,他们将基于特定的资产受偿。<sup>[49]</sup> 清算后公司法人资格终止,债券持有人按次序分得相应清算财产后,不得对公司继续追索。通过这种极端方式了

[46] 在 2013 年的 66 家中,另有 26 例(占 39%)无法兑付(payment defaults),19 家(占 29%)走向了破产。Moody's investors service, Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2013, February 28, 2014.

[47] What Happens When a Corporate Bond Defaults? February 16, 2012 by David Waring Leave a Comment.

[48] 美国《破产法》第 1 章,一般条款、结构的定义和规则;第 3 章,破产案件管理;第 5 章,债权人、破产债务人和破产财团;第 7 章,清算;第 9 章,市政当局债务的调整;第 11 章,重组;第 12 章,有固定收入的家庭农场主的债务调整;第 13 章,有固定收入的个人的债务调整。

[49] “美国破产法基本内容”,载 [http://wenku.baidu.com/link?url=I9FFUjhe92JtvUVr1V85BDUyJ0FhbTpAY6chSbXuffnU6HZJuRGsCiTHiMiDInZlI8xvCoxouuFTIU9DhA\\_hlSWXILorOGzcJ\\_dAu8MG2O](http://wenku.baidu.com/link?url=I9FFUjhe92JtvUVr1V85BDUyJ0FhbTpAY6chSbXuffnU6HZJuRGsCiTHiMiDInZlI8xvCoxouuFTIU9DhA_hlSWXILorOGzcJ_dAu8MG2O)。

结债务,债权人受偿比率往往较低,无担保的债务(如信用债)的受偿比率就更低了。

(2)破产重整。是指在法院的主持和利害关系人的参与下,进行业务上的重组和债务调整,帮助债务人摆脱财务困境、恢复营业能力的法律制度。第11章规定了一系列支持破产公司的条款,以增加其持续经营的可能性。具体程序中,破产申请后的前4个月中,经理提出重组计划,债权人对重组计划进行投票。重组计划的实施,应当得到每类债权人按债权价值计算的2/3多数和按人数计算的简单多数的赞成,以及2/3多数股权的赞成。重组计划得到投票赞成后,还要得到法官的批准(confirm)。在决定是否批准计划时,法官必须判断该计划是否通过了“债权人的最佳利益”测试,也就是要求每一类债权人得到至少相当于若企业按照第7章清算则他们本来可以得到的数额。如果重组计划被一类或几类债权人否决,法官还可以“强制破产”;或者法官可以允许债权人提出他们自己的重组计划,或者替换经理,或者按照第11章的规定将企业作为一个整体(going concern)出售或者清算。<sup>[50]</sup>在美国学者关于债券违约与破产制度关系的研究中发现,通过绝大多数早期案例统计研究,重整(或资产重组)在债券违约中比破产清算要多。<sup>[51]</sup>如果发行人重整成功,企业重新恢复经营,具有持续经营能力,那债券持有人的利益一定程度上能够得到满足,即债券本息应该更能够得到兑付,或者二级市场债券的价格能够有一个健康的回升,这也是债券持有人经历债券违约后一个相当不错的结果。

### 3. 过错追责

如果前面所有处置措施都还不能满足债券持有人利益的情况下,在法律策略上,债券持有人可以寻找各方参与人在债券发行上市、销售等环节中的过错,通过主张过错赔偿的方式减少损失。主要努力的方向

---

[50] “美国破产法基本内容”,载 [http://wenku.baidu.com/link?url=l9FFUj\\_he92JtvUVr1V85BDUyJ0FHbTpAY6chSbXufInU6HZJuRGsCiTHtiMiDInZiI8xvCoxouu\\_FTIU9DhA\\_hISWXILorOGzcJ\\_dAu8MG2O](http://wenku.baidu.com/link?url=l9FFUj_he92JtvUVr1V85BDUyJ0FHbTpAY6chSbXufInU6HZJuRGsCiTHtiMiDInZiI8xvCoxouu_FTIU9DhA_hISWXILorOGzcJ_dAu8MG2O)。

[51] Kay Giesecke, Francis A. Longstaff, Stephen Schaefer, and Ilya Strebulaev, CORPORATE BOND DEFAULT RISK: A 150 - YEAR PERSPECTIVE, NBER Working Paper No. 15848, March 2010, JEL No. G12, G33.

有:(1)如果存在控股股东滥用公司独立人格、恶意逃避债务的情形,可以主张“戳穿公司面纱”否定公司人格,追究股东的连带责任;(2)如果存在欺诈发行的情形,可以主张控股股东、实际控制人、保荐人等连带责任;(3)如果债券托管人存在过错,严重违反勤勉注意义务,造成损失,可以向债券托管人追责;(4)如果存在销售机构不当销售的情形,则可以向销售机构主张赔偿。本轮金融危机中,暴露出很多债券销售机构不遵循客户适当性管理的要求,向投资者推荐不适当的金融产品,投资者可以主张损害赔偿。典型的例子如香港的雷曼迷你债事件,由于一些银行在销售雷曼迷你债的过程中违反了相关法规,<sup>[52]</sup>“受影响的投资者可通过法庭(包括若涉及的金钱申索为50,000元或以下,则可通过小额钱债审裁处)对出售有关投资产品的注册机构进行民事诉讼,以寻求撤销有关购买合约或向该机构索偿,其中提出的理据可能是该机构在销售过程中不当陈述有关产品。此外,投资者亦可要求该机构参与和解协商、调解或仲裁程序,从而就其索偿达成和解或作出裁定。”经过金管局调解和仲裁等方式等,<sup>[53]</sup>最终银行以其销售迷你债券所得的佣金收入为受托人寻求取回抵押品的行动提供资金,令大部分散户投资者所取回的额外款项总额相当于其最初投资额的85%至96.5%。<sup>[54]</sup>

---

[52] 证监会关于向较容易受损的客户(如长者)推广投资产品的内容中(参见《对获得证监会注册的认可机构进行的受规管活动的监管》第4.6.5条),规定注册机构采取更严谨及审慎的措施并列明:“注册机构应为前线人员制定适当的程序及提供有关培训,以向这类客户进行投资产品的市场推广。这些程序应充分注意以下各项:在客户达成投资产品的任何交易前向他们说明该产品的性质、费用(如属适用,应包括提早赎回的惩罚收费)及相关风险(如市场风险、流动资产风险及外汇风险);及提醒客户注意不宜仓促作出投资决定,如有需要,更应就其本身不熟悉的产品及市场寻求独立意见。”

[53] 自2008年9月15日LBHI申请破产保护令起至2008年12月24日止,为尽快处理有关雷曼相关投资产品的投诉,金管局调派203名人员,其中包括98名现有职员及105名从两间外聘核数公司借调的人员。

[54] 香港证监会:《雷曼兄弟迷你债券及结构性金融产品的小组委员会报告》。

#### 四、我国市场的借鉴

我国债券市场启动市场化改革以来,短期融资券、公司债、中期票据、超短融、定向工具、中小企业私募债和资产支持票据的相继涌现,信用债迅速扩容,我国债券市场初成体系。<sup>[55]</sup> 证券市场上,2004年至2013年,公司债余额年复合增长率达到57%;公司信用类债券筹资在社会融资规模中的比重,由2004年的1.6%提升至2013年的10.4%。截至2014年6月底,我国公司信用类债券余额达10.5万亿元,规模已跃居世界前列。<sup>[56]</sup> 如此体量的债券市场,“违约零记录”在2014年才被技术性打破,除了经济方面持续较好、债市本身较为优质以及长期的银行担保常态化<sup>[57]</sup>等客观因素之外,一个重要的原因就是长期弥漫在市场上的政府兜底思维。有很多人认为,债券违约后必会引起投资者闹事,政府就会在维稳压力下协调各方力量以非常规的方法如期兑付本息,超日债之前的债券违约风险事件几乎都是在政府的兜底思维下转危为安,<sup>[58]</sup>甚至有些投资者还因此大赚一笔。

零违约或少违约在很大程度上是以政府看得见的手干预兜底起主要作用,是以市场的不健康发展为代价的。从上述境外市场的违约情况统计可以看出,违约在成熟市场是一个市场常态,如最为成熟的美国市场并没有因债券违约而垮塌、社会也没有因债券违约而混乱。对应着境外债券违约的事实以及一整套违约应对处理机制,我们应该反思自身问题、借鉴境外经验,以市场化和法治化的思维来面对和处理债券违约事件。

---

[55] 中债资信:“从日韩看我国债市当前‘零违约’现象”,载《中债资信评估有限责任公司专题报告》2013年第28期(总第50期)。

[56] 田运昌:“利润小违约风险高 中小企业私募债券承销不积极”,载《证券日报》2014年9月3日版。

[57] 从1998年到2004年之间,商业银行为企业债提供担保成为常态,无一例外。

[58] 甚至在超日债的破产重整中,外界也认为是政府主导下的兜底解决。如“超日债获国家队兜底”,载《新京报》2014年10月10日版。

1. 敢于放下政府维稳兜底的行政思维,坚决用市场化、法治化方法处理债券违约事件。“在美国,当一个公司违约之后,政府没有义务、也不喜欢去救这家公司。”<sup>[59]</sup>自党的十八大以来,处理好政府与市场的关系是一大改革主题,尊重市场规律,“让市场的回归市场”已形成一定的共识。但实际执行中,“地方政府和地方监管机构不愿意第一单违约事件出现在自己的辖区;承销商和评级机构也不愿意自己的项目成为第一单违约的项目。大家都还沉浸在‘债券市场大发展’的祥和气氛中,谁也不愿意直视危机。”<sup>[60]</sup>万事开头难,第一个吃螃蟹人的勇气尤为珍贵。“事实上,地方政府救助能力的可持续性在宏观经济形势变化的背景下会受到影响,救助意愿在不同的政治敏感期也会不同。近来无论是国务院还是地方政府,监管部门或是证券交易所,都释放出‘让违约事件按照市场力量发生’的信号,明确表示个别公司、债券出现违约在市场周期中有其合理性。”<sup>[61]</sup>如超日债事件中,上海市和奉贤区政府就坚决没有采取直接的兜底行动,而是让其采取协商自救、托管人召集债权人会议讨论,最后采取破产重整的方式进行处置。<sup>[62]</sup>目前来看,我国市场的债券违约,尤其是公司债违约,可以基本上认为属于市场行为,应当适用市场化、法治化的方法予以处理。在市场化成分相对较高的公司债或中小企业私募债违约事件中,政府不出手兜底,转变惧怕风险的思想观念,改革绩效考核体制,一定程度上是执政能力的一大提升,也是市场化改革的一大成果,应当予以摸索和坚持。

2. 正确认识违约对债券市场持续健康发展的重要意义。债券的合理定价最终要依赖对于信用风险的准确计量。在没有真实违约案例的情况下,企业信用级别的评估、债券价格的确定、违约率和违约损失率的测算等都会受到比较大的限制。<sup>[63]</sup>“尽管说债券违约事件的出现,短期

---

[59] *What Happens When a Corporate Bond Defaults?* February 16, 2012 by David Waring Leave a Comment.

[60] 邱晨:“债券零违约假象背后:投行艰难定价 呼唤善后机制”,载《21世纪经济报道》2013年1月30日版。

[61] 陶丽博:“债券违约,真的如此可怕?”,载《财富管理》2014年6月4日版。

[62] “\*ST超日重整计划通过我国首例企业债违约终获化解”,载《证券日报》2014年10月24日版。

[63] 张骏超:“冷观债券零违约”,载《上海证券报》2012年8月16日版。

肯定会对市场参与者造成一定影响,但从长远来讲,债券违约的发生对于建立市场化的定价估值体系、完善市场风险的分散分担机制、充实评级违约率数据库均有积极意义,也是对现有机构、制度规范和市场参与者行为的自我校验,有利于市场长远健康发展。”〔64〕刻意阻止正常的债券违约,会扭曲定价机制,对市场形成不好预期,培育不健康的投资理念。债券违约虽然会有短期阵痛,但其有利于形成市场化的风险定价体系,提高债券市场的风险定价和资源配置的效率,对整个市场健康持续发展是有益处的,我们应当勇敢地去面对和迎接它。

3. 着力培育理性科学的投资者理念。近年来,尽管我国债券市场上也发生过一些违约风险事件,如信用评级降至投资级别以下、转移资产、虚构财务信息等,但很少出现过到期不能偿付的违约事件。对信用债券的违约风险和违约损失,投资者没有足够的风险意识,缺少历史数据做参考,也缺乏成熟的风险管理和风险定价手段。〔65〕更极端的是,有些投资者自以为摸透政府和市场规律,在债券明显出现违约风险时积极买进,如“11 超日债”最后的 6400 多户债券持有人几乎都为个人投资者,很多是在最后时刻杀将进去的,“赚了归自己,亏了就要无赖,天天闹事”。〔66〕超日债目前的重整计划能够基本全部兑付公司债,有可能又会带出一批类似的投资者。〔67〕对于这些投资者的警示教育,一方面可能要等到市场血淋淋的直接教训才会形成切肤之痛,另一方面要在舆论宣传和实际的投教活动中,科学宣传、客观讲解、理性引导,根除在风险控制方面的“搭便车”动机及对监管机构中介机构的过度依赖,树立理性投资、风险自担的投资理念。

4. 努力建立与完善债券违约的一整套应对处理法律机制。正常债券违约频繁发生的市场,必然需要一套系统的违约事件处理流程和处理

---

〔64〕 陈冬梅:“信用债市场违约的红与黑——从 \*ST 超日信用债券违约说起”,载《国际金融》2014 年 5 月版。

〔65〕 贾昌杰:“美国高收益债券市场发展的经验及其启示”,载《金融论坛》2012 年第 11 期(总第 203 期)。

〔66〕 载 <http://guba.eastmoney.com/news,zq,123331988.html>。

〔67〕 投资者可能根本不管也不清楚破产重整跟以往政府兜底之间的关系,只要有机构出手能让他们的在市场上赚取利润,就以为又是一次与政府兜底博弈的胜利。

措施。对应于上述的境外经验,我们可以做好以下制度建设工作:

(1)从保护债券持有人合法利益的视角做好债券违约应对处置全流程的顶层设计。从事先预防、事中应对和事后处置追责等多个环节进行整体考虑,编制修立法规划,确保工作的整体性和有效性。(2)进一步做好债券分类和投资者适当性管理。随着我国信用债种类、规模和比例的不断增长,对债券市场的细化分类管理和对投资者风险承受能力匹配复杂度和精密度的要求会更高。(3)改善债券信用评级。加强对信用评级机构的监管,提高信用评级机构的专业水平和权威度,防范道德风险,明确机构责任,另要督促评级机构做到及时跟踪评级。<sup>[68]</sup>(4)提高诚信意识和信息披露质量。提高债券发行主体、承销商和托管人的责任意识和诚信意识,注重债券发行后融资主体的经营和资信情况的持续关注,促进债券发行主体重视信息披露,提高信息披露的内容和质量。<sup>[69]</sup>(5)推动增信行业规范创新发展。规范现有增信机构的运作,清理整顿一些不规范的担保机构。做实银行流动性支持的增信方式。推动增信产品创新,探索债券保险等增信金融工具。(6)推广有利于减少违约、保护债券持有人合法利益的债券合同及标准条款。深度研究保护性条款的适用性,推广高质量的债券募集说明书条款及合同文本。(7)着力完善债权人会议与债券托管人相结合的法律制度。利用自律组织出台债权人会议及债券托管人制度细则,<sup>[70]</sup>明确制度细节,提高制度的可操作性。推动托管人勤勉尽责,防范利益冲突,改善目前公司债以主承销商当然担任债券托管人的制度。<sup>[71]</sup>(8)推动破产前自主和解结算的制

[68] 跟踪评级未及及时也是造成“超日事件”突然恶化的原因之一。“11超日债”的评级公司从债券发行至2012年12月27日,一直将“11超日债”的债项评级维持在AA,期间从未变动,但实际上在此之前,超日太阳资金链已断裂。王媛:“完善违约处理机制比担心违约更重要——超日债2013年债券持有人大会侧记”,载《中国债券》2013年2月。

[69] 贾昌杰:“美国高收益债券市场发展的经验及其启示”,载《金融论坛》2012年第11期(总第203期)。

[70] 银行间市场交易商协会近年来出台了《非金融企业债务融资工具信息披露规则》、《非金融企业债务融资工具持有人会议规程》、《非金融企业债务融资工具市场自律处分规则》等一系列自律规则。

[71] 《公司债券发行试点办法》第24条规定:“债券受托管理人由本次发行的保荐人或者其他经中国证监会认可的机构担任。”

度化。充分利用从发现违约风险到正式进入破产程序之间的时间差,鼓励债券持有人与发行人协商解决债务危机,探索制定法庭外债务重组的制度规范。(9)推动司法机关和地方政府等有效落实破产重整和破产清算制度。我国《破产法》规定了详细的破产程序,但由于发债企业多为大型公众公司,进入破产程序后涉及面大、维稳压力大,根据中信建投对超日破产重整方案进行的法条推演,“从人民法院裁定受理重整申请至执行完毕重整计划,一般至少需要6个月左右的时间”,将近50多个具体步骤,程序非常繁杂,各个部门相互环扣,需要多部门积极配合,形成制度和行动默契,为实地实施提供制度便利和经验积累。(10)深度加强执法和责任追究以倒逼市场参与方归位尽责。通过个案行政执法或民事责任追究,不但可以使债券持有人获得应有的赔偿,而且还可以促使发行人及其关联人、发行人的董监高、保荐机构、承销机构、中介服务机构及一线从业人员等市场参与各方能够提高责任意识,以保护债券持有人合法利益的视角来更好地履行职责,净化市场环境、提高市场质量。