

信用债违约风险及化解 处置机制研究^{*}

张小义 孙 磊 辛 欣 洪 娟 李 智
张 琳^{**}

摘要:我国信用债市场违约的演变进程,不同阶段的违约处置路径也反映出市场化、法治化的历史特征。债券违约有其契约性质,既是风险事件,也有其积极作用。一定程度上,债券市场的建立和运行,其内在逻辑是基于不同发行人具有不同的信用风险和违约概率,形成信用和风险市场,实现市场资源的有效配置。需要区分债券违约和信贷违约、正常违约和无序违约,构建有效的风险监测识别、市场化处置机制、司法救济机制和日常监管风险防控机制。

关键词:信用债 违约风险 化解处置机制
市场化 法治化

债券市场是我国资本市场的重要组成部分,在提高直接融资比重、支持实体经济发展方面发挥了

* 本文仅为作者学术见解,不代表所在单位意见。

** 本文作者单位分别为:上海证券交易所、中国证券监督管理委员会法律部、海南监管局、贵州监管局、江西监管局、辽宁监管局。

积极作用。近年来,信用债市场不断发展壮大,其违约风险也有所积聚,引起了市场广泛关注。2020年第四季度,“永煤”“华晨”等个案违约对市场运行造成一定冲击,国务院金融稳定发展委员会(以下简称“金融委”)就此专门召开会议,就加强债券市场法制建设提出了要求。2021年,证监会系统工作会议将稳妥化解债券违约风险作为打赢防范化解重大金融风险攻坚战、持久战的首要任务。为贯彻国务院金融委的要求,落实证监会工作部署,按照市场化、法治化原则处置好债券违约风险,需要找准问题,在具体路径、制度安排等方面予以深入研究。

关于债券违约的市场讨论和研究不少,但主要集中在市场形势分析、个案处置路径、违约救济安排、相关利益主体权利维护等方面。而对基础问题的研究和思考不多,在制度上提出的系统应对性安排方面也较少。本文旨在就债券违约这一市场普遍关心的现象,深入分析其现状、性质、影响、成因,找出债券违约及处置的规律性认识,为准确把握债券违约风险、形成债券市场违约处置市场化、法治化的制度路径提供参考。

通常市场所谓债券违约主要指信用债违约,本文即以此为研究范围。本文有时也使用公司债券一词,在非特别说明情况下,其含义与信用债基本一致,主要采用《公司法》第153条所定义之范畴,即公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券,涵盖交易所市场公司债券、银行间市场非金融企业债务融资工具和发改委批准发行的企业债券。

一、债券违约演变及现状

我国债券市场违约演变进程,与改革开放以来我国信用债市场发展历史相伴随行,大致上可以1997年和2014年为重要时间节点。1997年之前,我国信用债市场处于初步探索阶段,市场规模不大,其间也出现过市场普遍关注的大范围违约事件,后主要由政府介入得

以解决。^{〔1〕} 1997年,银行间债券市场建立,此后交易所债券市场也迅速发展起来,其间债券违约苗头时有显现,但直至2014年“11超日债”打破刚兑,债券市场违约处置的市场化、法治化进程进入新的阶段。2020年后,债券市场出现新的情况,债券违约表现出不同的特征,国企债、城投债的风险引发更多市场担心。总体上看,一方面,债券违约风险有所积聚,风险处置趋于复杂;另一方面,债券市场一些深层次问题暴露,市场共识在逐步形成,市场法制和机制建设也在此推动下更加深入。

(一) 1997年前的债券违约情况

20世纪80年代初期,我国企业债券市场开始萌芽。初期的企业债券发行以社会自发融资或者企业内部集资为主,至1986年年底总共发行规模约100亿元。1987年,国务院颁布《企业债券管理暂行条例》,企业债券发行由国家统一审批安排,每年发债规模由国家计委编制发行计划。企业债券发行规模快速扩张,1991年、1992年与1993年编制的发债计划达到了250亿元、350亿元和490亿元,远超同期股票发行量。与此同时,债券发行多级审批导致地方政府一定程度上掌握了审批权,加之债券发行的风险意识薄弱,为之后违约风险的出现埋下了伏笔。

1993年,我国经济进入过热状态,国家调控力度加强,全国范围内出现大面积债券不能按期兑付的情况。当年4月,国务院颁布《关于坚决制止乱集资和加强债券发行管理的通知》;8月,《企业债券管理条例》出台(后于2011年修订),债券管理得以进一步规范。至1997年年底,全国出现违约风险的企业债券达到了近30亿元,在风险严重的区域,债券未能兑付比例占到总额50%以上。较大面积的债券违约给以个人投资者为主的债券投资人造成了巨大损失。此后,在政府主导下,违约债券中,一部分由银行替企业偿付,企业欠银行的钱转为贷款,另一部分由承销商垫付,还有一部分通过财政拨款的形式偿还,最终避免了普通投资者受到损失。

〔1〕 参见乔国荣等:《中国信用违约的历史、现状和展望》,载《金融市场研究》2021年第5期。

总体上看,这一阶段的债券违约处置方式以政府干预为主。在债券发行、债券履约和债券风险处置方面的市场化、法治化机制明显不足。

(二)1997~2014年的债券违约情况

前述债券群体性违约事件后,政府严格把关企业债券发行,1998年之后,债券所募集的资金大多用于支持国家重点项目。2000年后,企业债券每年的额度一度由国务院特批,更是增加了发行难度。与此同时,市场建设方面也出现了重大变化。1997年6月,商业银行退出交易所债券市场,将其所持有的国债、融资券和政策性金融债统一托管于中央国债登记结算公司,并可进行债券回购和现券买卖。银行间债券市场开始形成。2005年,银行间市场开始发行面向企业的短期融资券,将企业债券纳入可交易品种。2007年,证监会发布《公司债券发行试点办法》,长江电力在上交所市场发行首单公司债。2008年,银行间市场中期票据发行。信用债市场进入快速发展时期,债券审核发行市场化程度加深。

这期间,债券市场基本处于“零违约”状态。但这并不意味着信用债发行人信用良好,更多是各方市场主体,甚至政府信用参与其中,为商业信用形成背书。债券出现违约风险后,一旦发行主体与投资者之间无法互相达成一致,往往政府这有形之手就会介入,对市场进行干预,或是斡旋调解,甚至直接以财政资金先行垫付。典型案例如2006年的“06福禧CP01”〔2〕“08鞍钢MTN1”“11海龙CP01”。之所以出现这种情况,一方面是监管层面有历史前车之鉴,担心债券违约带来系统风险,有消化风险于萌芽之际的考虑;另一方面,市场相关方如债券承销商、受托管理人及发行人顾虑个债违约带来的重大责任,在采取变通措施化解违约风险上采取了更加积极的措施。“零违约”在一定时期内,推动了债券市场的稳步发展。但长期来看,债券市场“风险分

〔2〕 福禧投资是国内第一家发行短期融资债券的非上市民营企业,2006年3月,面向投资者发行了10亿元为期1年的短期融资债券。在当年7月有关部门查出该公司存在违规拆借上海社保资金的现象,并将这些资金用于购买高速公路收费经营权,后该公司主要财产被法院冻结引发市场震动,06福禧CP01面临违约风险。在主承销商工商银行及有关部门协调下,本息最终按期兑付。

担、利益共享”的市场约束机制难以形成,“隐形刚兑”阻碍了债券利率市场化进程,债券市场的优胜劣汰机制难以有效形成。

(三)2014~2019年的债券违约情况

这一阶段,债券市场违约以打破“刚兑”起始,演进到违约逐步常态化,违约主体以民营企业为主。这段时期,信用债市场发展迅猛。2015年1月,证监会发布《公司债发行与交易管理办法》,交易所公司债发行主体由上市公司扩大至所有公司制法人。一定程度上,银行间市场和交易所市场的信用债形成竞争关系,整个信用债市场规模得以扩大。

2014年,交易所市场“11超日”“11锐电”两只公司债违约,打破长期市场惯性预期,引发了市场的广泛关注。虽然后续处置中“11超日”债在破产重整中实现全额清偿,“11锐电”债通过新增股东投资实现全额清偿,但债券“刚兑信仰”由此开始发生动摇。此后2015年、2016年、2017年三年,债券违约只数逐步增加,市场化趋势已有所体现,违约主体主要集中在一些供给侧结构性改革背景下的产能过剩企业。

2017年,中国人民银行、银监会先后出台多项政策,金融去杠杆进程加速,2018年资金流动性明显趋紧。Wind数据显示,在债券市场上,2018年违约事件大幅增长,全年新增40家违约发行人,共有156只债券发生违约,涉及债券余额1479.06亿元,而2017年全年仅有40只债券发生违约,涉及债券余额353.44亿元。2019年,中美贸易摩擦背景下经济形势更趋复杂,金融去杠杆压力有所缓和,债券市场违约规模相较2018年继续小幅上升,全年新增43家违约发行人,违约债券共204只,违约金额合计约1580.40亿元。在此期间,债券违约基本成为市场认知和接受的常态现象。违约企业大部分为民营企业,行业分布比较分散,这与金融去杠杆下民营企业融资环境相对承压更重相关。

(四)2020年以来债券违约情况

2020年,在党中央坚强领导下,抗击新型冠状病毒肺炎疫情取得阶段性胜利,全年经济运行平稳。从债券违约情况来看,Wind数据显示:一方面,整体市场资金相对宽松,全年债券违约形势有所缓和,新增违约主体30家,较2019年减少13家,但债券违约金额达1994亿元,违约规模大幅增加;另一方面,第四季度永煤、华晨债券违约事件导致

“国企信仰”打破,深层次上也引发对占比较高的城投债信用风险的担忧。在此背景下,加强债券市场法制建设、消除债券市场分割、防范债券市场风险在不同场合被多次提及。2021年证监会系统工作会议上,稳妥化解债券市场风险成为防范化解金融风险的首要任务。

2021年,Wind数据显示,全市场信用债(扣除短期融资券)到期回售规模约5.1万亿元,较去年增长30%,其中交易所市场公司债(不含金融债)全年到期回售规模合计2.5万亿元,较去年1.8万亿元增加38%。一季度以来,一些大体量企业如华夏幸福、海航集团、苏宁电器的债务风险凸显,“大而不能倒”的惯性认知受到挑战。2021年上半年,债券市场共有36家发行人的90只债券发生违约,涉及金额916.42亿元,较上年同期分别增长20%、20%和6%。全年债券市场违约风险防范任务较之往年,更趋复杂。

(五)2020年以来债券违约的主要特征

与国际市场违约率相比,近年来我国信用债的违约率处于相对低位,从边际违约率来看,有向上提升的趋势。^[3]2020年债券违约出现了与此前明显不同的特征,也因此使市场和监管层对违约风险的担心大大增加,开始警惕个案风险溢出可能引发系统性风险,主要有三个方面:

一是国有企业违约占比提升。从边际违约率^[4]数据看,按全产业债口径,2020年违约率为2.96%,低于2019年;但按国企产业债口径,2020年违约率为1.73%,高于2019年的1.7%,其中AAA国企产业债2020年违约率为1.21%,明显高于2019年的0.72%。^[5]高评级国企信用债风险苗头隐现。

二是房地产、公用事业行业违约趋于集中。2020年以来,债市新

[3] 2016年、2017年、2018年和2019年全球企业的边际违约率分别为1.49%、0.78%、0.61%和1.01%,而同期的中国信用债违约率分别为0.58%、0.25%、1.04%和1.08%,17年之前中国信用债违约率明显低于全球平均水平,18年以来逐渐向全球平均水平看齐。参见《中国债券违约率趋势如何?——信用违约潮梳理及违约率测算》,载新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/money/bond/market/2020-11-24/doc-iiznctke2946834.shtml>。

[4] 边际违约率=当年违约主体存量债/年初健康主体存量债。

[5] 参见前注[3]网站链接。

增违约主体共 41 家,其中 7 家房地产企业,8 家公用事业类企业。受“三条红线”政策影响,不少房地产企业融资能力受限,流动性紧张,行业风险显现,如重庆协信、福晟集团均因偿债能力陷入困境。一些公用事业领域企业受政府款项回收放缓影响,出现流动性紧张,导致违约主体增加。

三是部分省、市、区域债务风险暴露。永煤违约后,河南省、山西省、天津市、贵州省、云南省等省市的债券发行遇到困难,反映出市场对区域性债务风险的担忧。总体上看,部分中西部地区债券发行规模,尤其是城投类债券规模与其 GDP 规模、资产现金流创造能力等不相匹配,债务偿还存在较大困难。^[6]

二、当前债券违约的原因及影响分析

对债券违约的风险处置,需要考虑两方面因素:一是找到违约原因,既要考虑个债违约的原因,也要考虑市场整体结构性原因,以对症下药,从根本上提出应对之策。二是要评估违约影响,统筹考量微观、宏观上可能对企业、市场、区域带来的影响,把握应对措施的分寸和力度。2014 年以来,债券违约从早期零星状态,到目前债券违约相对常态化,再到永煤、华晨违约引发的市场波动,其影响不仅波及微观层面的利益相关方,也需要密切观察风险溢出可能对市场产生的冲击,守住不发生系统性风险的底线。从境外实践看,不少重大金融危机即从债

[6] 例如,2020 年天津、贵州的城投债券规模与 GDP 比分别为 29.82%、15.21%,远高于全国平均 10.49%;云南的财政自给率为 0.304,远低于全国平均 0.85。

券市场肇始。^{〔7〕}因此,也需要从宏观层面,对债券违约的风险传播路径和可能影响予以讨论分析。

(一) 债券违约的企业个体原因

发行人债券违约后,最基础的原因往往在其自身,典型情况如经营恶化、过度扩张、治理缺陷。“风起于青萍之末。”不少违约发行人在债券融资之初,就可能抱着盲目、侥幸心理,不充分考虑其债务结构合理性,风险内积其中。防范债券违约风险,就需要在发行端即充分揭示其风险基本面和偿债能力,并通过持续信息披露督促其持续改善经营,维护企业信用。

一是自身经营基本面弱化。从违约案例来看,违约主体自身竞争力羸弱、“造血”功能不足主要有三种表现形式:其一,主营业务突出,但主业竞争力明显弱化、无法对企业信用形成支撑。其二,业务板块较为多元,但均无明显竞争优势。其三,本身竞争力羸弱,叠加行业景气度弱化或疫情冲击等外部因素影响。典型案例如顺风光电、保利协鑫均受光伏行业景气度下滑导致基本面大幅弱化。

二是企业对外投资和债务结构不合理。有些发行人热衷于以钱生钱,形成投资激进、投资盈利不达预期、自身盈利弱化、投融资期限错配等负向循环,企业基本面弱化。激进投资不断推高企业债务,增加刚性利息支出。有些发行人过度依赖债务支撑经营,债务结构中资产负债比、长短期匹配不合理,一旦长期无有效现金流回报或者融资渠道受限,企业信用急剧下降,风险快速爆发。典型案例有:银亿集团战略过度激进,缺少主业聚焦;永泰能源在主业盈利能力较差的情况下仍多渠

〔7〕 例如,1997年亚洲金融危机的根源之一是金融过度自由化下催生资本市场泡沫;泰国1994年实现国内股票和债券市场对外全面开放,允许企业自由对外借债,高外债环境下引发货币和金融危机;20世纪90年代初,日本资产价格泡沫破灭前证券市场管制放松吸引大企业通过股权和债券进行融资,商业银行大量投放贷款,居民及企业部门债务与杠杆高增,推动股市楼市价格快速上涨;2007年美国次贷危机和2008年国际金融危机起源之一就是购房刺激政策和金融市场创新创造穷人购房需求,次级贷款大量发放后资产证券化将风险隐藏并转移至二级市场;2020年美国流动性危机起源之一就是长期货币超发下上市公司大量发债进行股票回购和分红,共同推高股市泡沫,同时,企业部门杠杆率快速上升,偿债能力持续下降,高风险企业债占比扩大,进而酝酿风险。

道融资、对外激进扩张。

三是公司内部治理存在重大缺陷。公司治理有效性对公司生产经营有关键影响,其中实际控制人和关键少数的作用尤其突出。发行人债券违约,大都暴露出其在公司治理和内部控制上积弊已久。外在表现如实控人负面事件、母子公司关系复杂、关联交易频繁、管理层频繁变动、资金往来和资产交易存疑、财务信息披露质量下降、重大诉讼纠纷等。这些情形的出现,意味着公司内部治理出现重大问题,需要高度警惕公司信用的恶化。典型案例有:亿阳集团实控人涉嫌行贿引发债务风险;中弘控股实控人违规收购涉嫌侵占公司利益;盛运环保违规担保和关联方占款等。

(二)2020 年以来债券违约的市场结构性原因

2020 年我国信用债违约出现的不同特征,也有其市场结构性原因,主要表现在信用债产品以国有为主、城投债占比偏高及周期性行业、资金密集行业发行人集中等方面。

一是国有企业债券融资占比较高。据统计,截至 2021 年一季度末,地方国企存量债券规模达 16.16 万亿元,接近全部信用债规模的 70%。与此同时,自 2017 年起每年新增违约国企数量一直在增加。2020 年,全年新增违约国企数量达 17 家(其中地方国企 15 家),创近几年新高。

二是城投债占比较高。全市场数据来看,城投债存量规模 12.03 万亿元,占全市场信用债规模比重近一半,这类债券因其有潜在政府信用支持,规模迅速扩张,但随着国家严肃财经纪律、严控地方债务,其续作出现困难,兑付风险显现。

三是周期性行业、资金密集型行业发行人集中。房地产、煤炭、钢铁等行业企业前期发债规模较高。这些企业高度依赖外部融资,其债务结构合理性值得关注。行业环境发生重大变化后,因其企业体量和债务规模通常比较大,往往牵一发而动全身,债务风险易集中爆发。

(三)微观影响:对债券行为相关主体的影响

1. 发行人

债务违约对发行人的影响如下:

一是削弱外部融资功能。企业一旦发生债务违约,投资者对其偿

付能力、经营状况丧失信心,再融资难度加大。尤其是公开市场的债券违约,负面舆论影响较大,投资者产生规避情绪,削弱了企业的外部融资功能。主要表现为市场规避风险,二级市场上的关联企业的债券收益率迅速走高,并且增加了后续的融资难度。

二是特殊条款引发偿债压力急升。发行人债券违约后,可能触发其所发行的其他债券交叉违约和加强到期。如果相关条款中约定的其他债务构成实质性违约,触发债券提前到期条约,投资者提前求偿,发行人需要集中应对高于原计划到期的债务,发行人偿付压力提前。

三是影响发行人正常生产经营。发行人违约将面临诉讼、仲裁、银行账户被冻结、资产被冻结、供应商账期收短等状况,还需要面对支付违约金、违约引起的惩罚性利息等。这些情况还会影响到公司下游客户的信心,可能进一步加剧公司生产经营困难。

四是影响内部管理的稳定。债券违约后,发行人需要应对债务追偿、资产处置、维持生产经营等问题。非常时期,公司内部治理也可能受到调整,内部治理矛盾如进一步激化,还可能引起内部管理层的动荡。

2. 债券持有人

对于债券持有人而言,债券违约的直接影响就是发生直接投资损失。债券一旦违约,债券持有人将面临本金损失。如债券持有人为机构投资者,将面临委托人集中赎回带来的压力。一旦某一只债券违约,该主体发行的其余债券便基本丧失了流动性,持仓基金很难将其变现,并面临中债估值收益率瞬间飙升带来的净值下降压力。如果投资者大规模赎回该只基金,那持仓基金就可能无法备足流动性应付赎回。另外,先赎回的投资者得到流动性好的资产所变现的现金,而后赎回的投资者可能会承担低流动性资产带来的损失,这一预期也可能加剧集中赎回的情况。

从实际情况看,债券违约后,债券持有人获得兑付清偿的比例不高。Wind 数据显示,截至 2021 年一季度末,债券违约后足额兑付的只数占比为 7.16%,金额占比为 5.98%;部分兑付只数占比约为 4.97%,金额占比仅为 0.89%。累计违约债券兑付金额占累计违约金额的比例(平均兑付比例)由 2014 年年末的 79.37% 降至 2021 一季度的

6.87% ; 全额兑付债券只数占违约债券只数比例由 20% 降至 7.16% 。部分发行人违约后的兑付进度较慢,这对投资者而言,除了本金的损失,违约后的时间投入通常是一项较大的成本。发行人出现债券违约,绝大多数是较长时间内已经存在资金紧张、负债规模较大的问题,因此,违约债券的兑付进度必然缓慢,且若走诉讼执行程序则需要更多的时间。

另外,债券市场一些非市场化的隐形安排也可能会给投资者带来损失,如结构化发行。当结构化发行采用“发行人购买债券并质押融资”模式,资金提供方对风险的认知度存在偏差,可能引发交易纠纷:资金提供方可能认为其进行的是低风险的资金交易,但这个交易模式的本质是债券发行人使用债券质押融资代替债券发行融资。在这个模式下,一旦债券发行人的资金链断裂,其可能在债券兑付上违约,同时在回购融资中违约,此时资金供给方既无法收回通过回购融出的资金,又无法依靠处置质押品获得足够的补偿。

(四) 整体影响:对市场或区域信用造成的冲击

债券集中违约或者有重大指标意义的债券违约,除对利益相关方产生微观层面的影响外,还会对债券一、二级市场带来冲击,特定区域融资也可能出现阶段性困难,需要谨防出现连锁性的负反馈。

1. 冲击区域及行业发行人一级市场正常融资

债券集中违约会引起债券发行市场大幅降温,一级市场发行难度增加,部分投资者区域性暂停债券投资,再融资渠道受限,公司违约风险加剧,市场出现连锁反应。例如,2016 年 3 ~ 4 月,连续出现周期行业的企业债券首次违约,如淄博宏达矿业有限公司、广西有色金属集团有限公司、东北特钢集团股份有限公司、中煤集团山西华昱能源有限公司等,均在此期间债券首次违约。东北特钢于 2016 年 3 月 28 日首次债券违约,在违约之前,信用债取消发行或推迟发行的周度规模大约在 70 亿元;在违约之后,取消发行的规模开始上升,最高在 2016 年 6 月 11 日当周,发行失败规模为 491 亿元。受东北特钢等周期行业债券违约影响,周期行业出现较多企业取消债券发行,如本钢集团有限公司、广铝集团有限公司、攀钢集团有限公司等。

再如,2020 年年底永煤债违约后,投资者情绪悲观,债券价格剧烈

波动,引发融资端连锁反应,不少债券取消发行。市场情绪趋于谨慎,甚至对部分区域或行业“一刀切”,2020年年末后很长时间内河南省信用债券发行受阻即为直接反映。^[8]弱资质主体、部分区域或行业的公开市场融资受到明显冲击,煤炭企业一级市场债券融资难以有效恢复。据统计,2020年11月取消发行金额在800亿元左右,全月发行和净增分别为9200亿元和负60亿元,截至2020年12月23日统计,12月发行和净增量分别为6604亿元和负303亿元。区域发行困难明显。河南省2020年11月信用债发行仅40亿元,而10月及之前月度发行规模在200亿~300亿元。辽宁省2020年10月以来月度发行量仅50亿元左右,而在9月及之前月份发行大多超过100亿元。进入2021年一季度,信用风险事件相关地区的融资功能尚未恢复,河南省、河北省、辽宁省的债券发行金额分别较2020年同期下滑了66%、74%、77%。

2. 二级市场形成流动性负反馈

公司债违约事件发生之后,市场舆情集中爆发,债券市场投资者对相关企业信用信心动摇,债券价格大幅下跌,相关行业、相关企业的公司债可能遭到集体抛售。例如,在2020年四季度国企违约风波下,投资者产生避险情绪,大量债券遭遇抛售。因永煤超短融到期违约超出市场预期并挑战市场择券逻辑,同时引发了投资者对政府支持意愿变化的担忧。投资者对债券契约保护条款和机制的信心不足,其风险偏好受到较大冲击,信用恐慌情绪弥漫。债市整体走弱,二级市场收益率大幅抬升,从而引发“债券抛售—债券估值下行—基金、资管产品净值下降—被动赎回—债券进一步抛售—债券估值继续下行”的恶性循环,形成流动性的负反馈。

投资者可能“用脚投票”后,还可能加快信用收缩的速度。总体上看,信用违约对市场的冲击,主要是可能形成负反馈:“信用违约—债券产品赎回—机构率先抛售流动性好的资产(利率债及高等级信用债)、信用利差走阔—引发局部或全局的流动性危机、机构解杠杆—加剧信用违约”。当债券信用质量恶化时,投资者倾向于抛弃不安全债

[8] 参见中泰证券研究所:《信用债违约手册(2020年)》,载新浪财经, <https://finance.sina.com.cn/money/bond/market/2020-12-30/doc-iiznctke9210905.shtml>。

券而寻求信用质量好的债券,在此过程中增强了高信用质量债券的流动性,恶化了低信用质量债券的流动性,形成流动性分层效应。

三、债券违约的契约性质及其证券市场特性

近年来,在我国不断深化改革,加强多层次资本市场体系建设的背景下,债券市场得到了长足发展,公司债券发行规模不断扩大。自2014年“11超日债”事件爆发以来,公司债券违约呈现“常态化”趋势。对债券违约性质的不同认识,会产生不同的监管判断,影响风险化解路径的选择。这其中,把握债券市场作为证券市场的内在特性和发展规律,对理解债券市场违约的性质、功能有基础性意义。

(一) 债券违约的契约性质

债券交易本质上为商事交易,其运行基础是依托于债券契约的商事信用,以契约双方意思自治运行。从债券发行到投资者购买债券所产生的主要法律关系是发行人与投资者之间的债权债务关系,债券发行是投资者与发行人之间直接建立契约关系,而债券交易则是债券不同投资者之间就已经成立的债券契约关系的承继。根据《民法典》第473条的规定,债券募集办法系以要约邀请为基础发展的契约文件,债券募集说明书作为“一纸契约”约束双方的债权债务行为,按照权利义务对等原则,双方均应有风险自担的意识。

而就债券违约的法律性质而言,违约的本质是违反了募集说明书的约定。无论违约的类型为兑付、回售、展期、加速到期抑或交叉违约,究其本质,均是对募集说明书(或嗣后变更的募集说明书)约定的违反。因此,发生债券违约时,发行人和投资者应充分尊重契约精神,平等理性地处理债权债务关系,争取处置效果最优化。

长期以来,当债券出现兑付危机时,地方政府以及监管机构都会扮演“救火队”的角色,通过行政干预、斡旋、组织当地国有企业参与重组等方式使企业摆脱兑付危机,甚至形成刚性兑付的惯性预期。但是,这样的做法使风险与收益相匹配的市场原则难以落实,往往带来饮鸩止渴的后果,与债券市场的发展规律背道而驰。从公司债券发行的法理

基础来看,公司债券发行以公司的商事信用为基础,发行人和投资者为契约合同中的双方当事人,当地政府及监管机构参与债权债务法律关系中改变了法律关系的商事基础,违背了契约建立的初衷。回归市场化、法治化的公司债券监管理念是大势所趋,既要让债券违约事件按照市场规律发生,又要用市场化、法治化的思维处置违约事件。

(二) 债券违约对债券利率市场化的基础意义

债券违约既是风险事件,也有其积极作用。在一定意义上,债券市场的建立和运行,其内在逻辑就是不同发行人具有不同的信用风险和违约概率,由此形成风险市场。在此市场中,债券作为证券品种,可以通过多方交易匹配,通过价格信号实现社会资本的有效集中和 risk 的有效分散,进而实现市场资源有效配置。

首先,债券违约有利于金融资源更有效配置。从债券定价机制上来看,债券收益率 = 无风险收益率 + 风险溢价(信用利差)。信用利差反映了企业的违约风险,如果投资者判断企业违约风险高,则会要求更高的信用利差。反之,债券的刚性兑付,将使投资者相信政府会为企业提供“隐性担保”,投资者则不会担心债券可能存在的信用风险。这种状况下,投资者会无视弱资质债券的潜在风险,只去追逐那些高收益的资产。由此,不同资质发行人债券的信用利差会趋于收窄,市场无法有效发挥配置资源的作用。反过来,伴随债券违约的出现以及刚性兑付被逐步打破,债券市场的定价体系得以矫正,可以形成真正反映企业信用风险的价格。

其次,债券违约有利于实现债券市场投融资平衡。一方面,债券违约,将有利于债券市场风险定价,提升债券市场运行的质量和效率,推进“僵尸企业”出清及去杠杆等宏观目标的实现;另一方面,违约风险事件的发生,将推动市场各方更加重视信息披露的真实性,市场也将更注重对投资人利益的保护,从而吸引更多的长期资金入市,实现投融资平衡发展。

最后,违约损失的市场化吸收是利率市场化的应有之义,投资者通过构建的投资组合吸收单个债券可能造成的违约损失。根据诺贝尔经济学奖获得者马科维茨(Markowitz)提出的投资组合理论,投资组合可有效地分散投资风险。在投资者构建了投资组合的情况下,即使部分

债券发生了违约,其损失也可通过投资组合中其他债券的收益予以弥补。换言之,债券违约产生的损失可通过投资者市场化资源配置予以内部吸收。

(三) 债券违约与信贷违约的区别

债券违约和信贷违约虽都属于债务违约,但因其涉众性、透明度、可预期性、市场化程度的不同,有着本质的区别。债券是一对多的债权债务关系,发行人和投资者之间建立直接融资关系,利率的形成是市场询价发行的结果,债券市场有强制的信息披露要求,违约的损失由投资者承担后可通过违约债券交易在投资者间分担风险。^[9]而信贷与债券不同,信贷是一对一的债权债务关系,相应的信贷风险集中于信贷机构内部,利率的确定主要依靠放贷机构内部决策。信贷市场没有信息披露要求,在发生不良时也可以通过展期、债务重组等方式灵活消化,相关信息无须公开,违约信贷资产的流动性相对较差,^[10]违约损失相对较难通过交易机制进行转嫁。

债券违约是债券市场市场化、法治化的必然结果。因为信息披露的存在,发行人需主动披露影响与违约风险相关的重大事项,信息披露对发行人起到激励和约束作用,且投资机构可以根据发行人的信息披露内容判断企业信用风险,其跟踪成本较低。^[11]在银行信贷中,因为没有强制信息披露制度,也没有比较有效的二级市场交易制度,信贷机构对债务人的跟踪成本较大。从规律上看,信用贷款更强调的是完全的兑付,但债券发行可以由投资者根据其风险偏好去容忍一定程度的违约概率。

[9] 交易所市场的规则包括:《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事项的通知》等,银行间市场的规则包括《关于开展债券匿名拍卖业务的通知》《全国银行间同业拆借中心债券匿名拍卖实施细则(试行)》《北京金融资产交易所银行间市场到期违约债券转让业务操作指南》等。

[10] 包括对受让机构牌照限制、转让户数的限制、不良资产成因限制、受让的不良资产交易流通不便等。

[11] 强制信息披露并不会单纯增加发行人的成本,有研究显示,“公司信息披露质量越高,其所发行债券的信用利差越低”,参见刘镜秀、何亮:《信息披露质量与公司债信用利差——来自深交所的经验证据》,载《现代管理科学》2019年第4期。

债券违约和信贷违约的一个很大的不同,还在于债券违约的损失可以通过市场机制得以系统性地分散吸收,信贷违约则只能由借款人承担。“哪怕只出来很小额度的卖量无人接盘,价格信号会通过市场迅速传递,可能刺激越来越多的抛盘”,^[12]并通过交易机制由投资者进行分担,“交易机制的构建也是存有将风险转移到有能力承担风险、处置风险的投资者手中,实现高效率处理的想法”。^[13]而对于信贷违约而言,因为相对缺乏便利的交易机制,信贷违约较难转嫁成本,相应风险集中于信贷机构内部,无法实现风险共担、利益共享。

(四) 区分正常违约与无序违约

公司债券违约的原因多种多样,对此需要一分为二地看待。从市场规律来看,没有债券违约的市场不称其为市场,需要防范的是可能造成系统性风险或者存在严重违法违规的违约事件。可以基于发生原因和实际影响的不同,对将违约分为正常违约和无序违约:一方面,常态有序的违约有助于市场成长以及信用定价的合理化;但另一方面,无序的违约则有可能挫伤市场信心,增加债券市场整体的融资成本和难度。

公司债券正常违约,可以理解为发行人主要因经营原因导致无法按照募集说明书约定履行偿付义务导致的违约。这其中违约的原因既有行业不景气等外部诱因,也有企业自身经营不善等内生因素。比如,有些企业投资失误,缺乏长期规划,财务杠杆过高,资金链紧绷,在投资项目收益不及预期、回款不及时或外部流动性支持减弱时兑付风险随之而来。还有些企业属于强周期性行业,所在行业严重产能过剩,产品价格深度下跌,导致出现行业性亏损,企业现金流恶化,逐步陷入流动性困境。比如,金属、煤炭、化工、船舶、光伏等行业,风险具有较强的传导性,易导致行业内企业集中违约。

在市场经济条件下,债券市场发生适度的正常违约,通过市场机制的“大浪淘沙”将一些行业产能过剩、自身经营不善企业的风险暴露出来,有助于行业产能的出清和市场机制下的优胜劣汰,有助于打破刚性

[12] 石磊:《债券违约潮真相解析》,载网易,<https://www.163.com/dy/article/DNJFJLQ205198NMR.html>,2018年7月25日。

[13] 阮昊:《论违约债券交易风险防范》,华东政法大学2020年博士学位论文,第21页。

兑付,实现价格合理化,资源配置优化。从市场基础原理来看,有债券市场就有债券违约,一定程度上的债券违约是市场的客观现象,也是市场形成信用利差的基础。没有债券违约,债券品种就都趋同于利率债,市场也就无从谈起。在此意义上,常态的债券违约能够促进激励约束机制的形成,发挥证券市场特有的风险共担、利益共享机制。

另外也要看到,当前国内国际经济金融环境较为复杂,如果债券违约集中无序爆发,会严重影响金融市场信心,导致风险传染扩散,最终影响实体经济。尤其是部分发行人在债券违约前,在信息披露、风险管理等方面存在较大瑕疵,甚至出现财务造假、恶意逃废债等违规行为,这类违约常被市场称为“无序违约”,对投资者信心挫伤比较大。例如,永煤在上一轮新债发行20日后且账面资金充足情形之下毫无预警而直接公告债券违约,市场普遍质疑其存在包括逃废债、结构化发行、欺诈发行、虚假评级、信息披露不真实和不及时等违规行为。对于这种无序违约行为,需要严格执法,强化市场纪律,维护市场信心,让债券市场更为持续健康发展。

从监管角度来看,需要准确认识债券违约性质,区分正常违约和无序违约,对应实施不同的监管策略,以市场化方式化解纠纷。信用风险的存在是市场经济发展的客观规律,债券市场正常有序的违约是风险定价的重要基础,相关风险也可以在较广的范围内得到吸收缓释,可以有效发挥优胜劣汰市场机制,对于消除债券市场定价扭曲、完善市场风险分散分担机制具有积极意义。要加快完善市场化违约处置和责任机制,明确违约中各方的责任和义务边界,引导政府信用逐步从商事信用市场退出,为市场化违约、打破刚性兑付提供保障。同时,要严厉打击发行人欺诈发行、虚假信息披露、恶意逃废债行为。对于可能引起系统风险的无序违约,由各方形成合力,提早监测预警,稳妥处置。

四、债券违约市场化法治化处置的机制建设

债券违约的化解处置,要遵循市场化、法治化原则,已成为市场共识。但在市场化、法治化的路径、方法选择上,还缺乏整体性、系统性的

研究讨论。总体上看,可以按照风险监测识别、市场化处置机制、司法救济机制、日常监管机制等方面展开讨论。实践中,这些机制或多或少都还不尽如人意,突出表现在机制本身的系统化不够,机制之间的协同不足。

(一) 债券违约风险的监测识别

风险监测识别是风险管理的第一步,也是后续风险处置的基础。只有准确识别所面临的关键风险点,才有可能选择合理有效的方法进行处置。在我国债券市场的监管实践中,违约后的化解处置措施比较常见,但对风险的监测预警不够。“上工治未病”,预研预判、抓早抓小,对于及时发现潜在隐患、提高债券风险防范化解有效性、降低风险处置成本,其意义不可低估。

在讨论违约风险的具体识别方式前,有必要先对需要识别的风险类型加以区分。尽管风险分类的维度有很多,但对债券市场组织者而言,核心关注要点无疑是风险是否可能扩散外溢并评估其具体影响。据此,可以将违约风险进一步分为系统性风险和非系统性风险。

非系统性风险,又可将其称为个债风险,指单一债券发行人因资信水平恶化导致不能按约定偿还债券本息的风险。从当前违约案例的成因角度分析,企业自身经营管理问题仍是导致违约的主因,表现为财经纪律缺失、财务管理能力薄弱、经营获现及可持续经营能力不足、盲目多元化投资等。此外,宏观经济发展的周期性、结构性因素加重了企业的经营风险,而债券市场投资者乃至国内整个金融体系的风险偏好趋同则导致问题企业的风险加速暴露。从实践角度来看,对于单一发行人个债违约风险的识别,可以从发行人日常经营风险、财务舞弊风险、公司治理风险、行业周期性风险、个债交易价格异动与负面舆情等外部性影响这5个角度展开。

系统性风险是债券违约风险溢出的结果,任何一家债券发行人的违约风险只有具备关联性、传染性才可能引发系统性风险。就证券市场而言,多市场主体以及关联效应的存在,使证券市场系统性风险具

有较强的外部性和溢出效应。^[14] 具体监测维度方面,陶玲、朱迎(2016年)^[15]提出,从宏观经济数据、金融机构风险水平以及股票、债券、货币、外汇等金融子市场风险水平维度入手,选取基础指标构建指标池,形成系统性风险综合指数,其中债券市场维度主要以AAA企业债与央票的信用利差、长短期国债到期收益率利差以及中债综合指数(总值)财富指数同比这三个指标为主。庞加兰等(2021年)^[16]则提出,除了利率变动引起债券市场价格波动外,还需进一步关注个债违约事件对投资者情绪、企业股价、市场流动性等的影响,而突发的外部冲击也会通过利率变动渠道影响债券收益。因此,债券市场系统性违约风险的识别,需要加强对宏观经济、货币政策、市场利率、二级市场波动、投资者风险偏好变化、个债风险外部性影响等因素的监测及整体评估。

区分个债风险和系统性债券风险的意义不仅在于更为精准有效地识别相应风险,还能为后续风险处置提供方向。从市场原理看,单个主体的债券违约风险通常可以通过资本市场“多对多交易”而降低甚至消除。但换个角度看,也是由于资本市场的存在,加强了不同主体间的关联,为风险的转移和扩散提供了便利。因此,对于个债风险的处置,应当充分利用资本市场风险共担的优势,引导相关主体积极运用市场化方式缓释、出清风险,同时畅通违约司法救济渠道,强化投资者权益的司法保障。对于系统性风险,因其风险成因和传导机制的复杂性,处置时也并非单一监管机构力所能及之事,需要站在整个金融体系监管的高度予以考虑。对于作为市场组织者和自律监管机构的证券交易场所,更多侧重于相关风险因素的有效识别和防控,避免单个风险因素扩散外溢为系统性风险,方为务实之举。从实践角度来看,当前需要重点防范的系统性风险因素有市场流动性情况、城投债违约情况、大体量发

[14] 参见孙国茂、张辉、张运才:《宏观审慎监管与证券市场系统性风险测度研究》,载《济南大学学报》(社会科学版)2020年第6期。

[15] 参见陶玲、朱迎:《系统性金融风险的监测和度量——基于中国金融体系的研究》,载《金融研究》2016年第6期。

[16] 参见庞加兰、王倩倩、吴露露:《金融开放背景下系统性金融风险测度与方法》,载《征信》2021年第5期。

行人违约情况等。

(二) 债券违约风险的市场化处置机制

准确识别个债违约风险后,以市场化手段及时加以缓释、出清是效率较高但成本较低的处置方式,也是债券市场投资者合理的选择。建立债券违约风险市场化处置机制,需要构建一套符合市场需求的市场化风险分配工具和体系,引导市场各方按照资本市场规律办事,充分发挥债券市场“风险分担、利益共享”的功能,促进我国债券市场走向真正的市场化。

一是创新信用风险缓释工具。鼓励产品创新,借鉴境外成熟债券市场经验,积极研究引入各类债务管理工具,引导发行人根据自身资信状况主动科学管理负债规模与结构,便利投资者优化调整持仓结构以将风险敞口控制在合理水平内。近年来,交易所和银行间市场均推出了信用风险缓释工具,包括信用保护合约、信用风险缓释合约(CRMA)和信用风险缓释凭证(CRMW)、信用违约互换合约(CDS)、信用联结票据等(CLN)。信用风险缓释工具可以缓释信用风险,助力市场改进风险偏好,促进债券发行。不过从现阶段情况来看,我国信用风险缓释工具市场并不活跃,发展仍处于初级阶段,与企业扩张的债券需求之间失衡。

二是研究出台债务主动管理工具。借鉴境外成熟市场经验,继续完善交易所市场推出的优化债券回售业务、推出回售撤销与转售机制、试点债券购回等方式,为企业缓解集中兑付压力、主动优化债务结构、降低风险敞口提供便利。例如,据不完全统计,债券回售机制优化调整以来,仅上海证券交易所市场即已累计协助缓解近千只债券的回售压力,金额达2000余亿元。又如,山东宏桥在存量债券收益率高企、市场普遍回避民企债券的时点,以平价方式提前购回存量债券,待外部环境趋于缓和后又重新发行新债,不仅平抑了自身融资成本的波动,也赢得了投资者的一致好评。

三是丰富流动性风险处置工具。流动性风险在近两年的债券违约事件中比较突出,一定程度上放大了个债违约风险的影响。可继续用好债券停复牌、交易机制调整等方式,为债券发行人履行兑付义务留下空间,防范个债风险进一步扩散外溢。2020年7月,交易所市场推出

债券置换业务,允许发行人新发债券用于置换投资者所持有的存量债券,也为促进投融资双方就存量债券的兑付达成和解安排提供了便利。今后,还可考虑鼓励第三方主体发行债券或为风险发行人的新发债券提供增信等方式,推动提升债券置换在流动性风险处置中的实效。

四是完善违约债券定价机制。债券信用风险暴露后,其定价基础的缺失在一定程度上限制了违约风险的市场化释放。健全完善债券信息披露、提升资信评级和债券估值水平,有利于促进违约风险通过市场化方式有序释放。这其中,债券违约的信息披露对债券风险的揭示具有重要意义。要改变消除债券违约后,投资者无法通过信息披露得到有效决策信息的局面。这样,违约债券才能获得市场化估值,为其流通转让提供基础。

五是优化违约债券转让市场。二级市场有效退出,是债券市场风险分散的重要保障。近年来,交易所和银行间市场先后试点推出了违约债券转让机制,包括特定债券转让与竞买、违约债券匿名拍卖、到期违约债券动态报价机制等。相关安排改变了过往债券违约后债券持有人无法交易、只能被动等待兑付或司法救济的局面,为部分违约债券的风险出清提供了制度便利。但客观看,现阶段的违约债券转让机制的效用仍然有限,其优化完善需从以下两方面着手:其一,在参与主体选择方面,考虑违约债券高收益、高风险特点,构建相适应的投资者适当性安排。其二,在交易机制的设计上,考虑违约债券非标准化、交易频率较低等特点,研究推出更为灵活高效的交易机制。

六是适时研究推出高收益债券市场。目前国内尚未推出专门的高收益债发行市场。市场对高收益债的认知不深,投资体系尚未搭建完全。投资机会主要来自折价抛售资质边际恶化债券的低风险偏好投资者和低价拿券赌刚性兑付的高风险偏好投资者的撮合,在这样的环境下,“违约”“爆雷”债券会迅速陷入流动性危机,即使大幅折价,也常“有价无市”。建立高收益债发行机制,有利于满足低评级债券、违约债券、结构化融资和杠杆融资中的劣后级等的交易需求,有助于发展培育高风险偏好的专业投资者,丰富债券市场投资者结构。

(三) 债券违约风险处置中的治理机制

债券违约事件发生后,基于其契约性质,利益相关方应当按照民

事争议解决方式来处理其利益冲突。但债券违约中投资者众多的特征,也就要求其在纠纷解决中需要有更有效的机制安排。借鉴成熟市场经验,^[17]我国债券市场的债券持有人会议和受托人管理制度是关键的两大安排,^[18]共同组成债券存续期内的治理约束机制。两大机制在实践中发挥了重要作用,但也存在一些需要解决的问题。

1. 受托管理人制度

公司债券受托管理人制度的良好运行,极大地依赖于规范的市场以及完备的法治环境。^[19]境外市场的债券受托管理人制度多是基于信托法律基础构建。与英国、美国等普通法系国家不同,我国不具备成熟的信托法体系和丰富的实践经验,因此,在相应的投资者认可度、专业机构培育、法律监督与保障等方面均存在欠缺,实务中则主要表现为债券持有人因缺乏信任而对受托管理人赋权不足,削弱了受托管理人在债券违约司法救济中的功能发挥。受托管理人履职不到位或未能妥善处理利益冲突问题(多为债券承销机构兼任所致),又缺乏对受托管理人履职行为的有效监督,从而加剧了投资者的不信任感。

解决以上问题,首先,需要在法律层面明确受托管理人的功能定位与法定职责,强化履职不到位的法律监督。其次,通过健全完善的契约安排,解决投资者对受托管理人多层次多维度的赋权与契约监督,在保留投资者重大事项决策权的同时,尽可能发挥受托管理人的主观能动性。

2. 债券持有人会议制度

债券持有人会议可以集合全体债券持有人之力,协助实现参与公司治理、平衡债权人与股东利益的目的,也能在一定程度上弥补受托管

[17] 为了应对债券市场投资者分散带来的一系列难题,成熟债券市场的处理方式主要有两种:一种是如英国、美国等普通法系国家采用的受托管理人制度,即通过信托安排聘请专业机构对债券进行管理;另一种是如瑞士、法国等大陆法系国家采用的集体自治方式,即通过债券持有人会议的方式形成决议,管理债券事务。

[18] 徐承志、于萍:《公司债券受托管理人制度的法理逻辑与完善——以债券投资者权益保护为视角》,载《上海政法学院学报》2016年第6期。

[19] 汪文渊:《公司债券持有人组织性保护制度的理念更新与法律变革——基于制度融合视角》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第17卷),法律出版社2018年版。

理制度的局限性,同时降低中小投资者维权成本。^[20] 但与此同时,在缺乏法律、行政法规的强制规范下,持有人会议的合议困境难以通过自律规则或契约约束有效解决,国内债券市场实践中关于债券持有人会议的权限范围、表决机制、决议效力等问题的争议不休即源于此,对于少数异议持有人的权利救济机制也暂未明确,导致持有人会议制度往往形同虚设。特别是在债券违约处置中难以促进形成有效的违约处置方案,反而导致债券持有人的维权效率低下,有悖于集约高效的制度设计初衷。

《证券法》已明确了债券持有人会议制度的法律地位,但相关内容仍偏原则。后续,仍需进一步在法律层面做出具体规定,明确持有人会议制度的职责边界、决议效力、异议持有人权利救济等事项,进一步发挥该项制度对债券投资者权益的保障力度。

(四) 债券违约的司法救济机制

如前所述,因法律供给与保障不足、市场规范度与成熟度不够等因素,制约了受托管理人制度和债券持有人会议制度的功能发挥,进而影响了债券持有人参与违约司法处置的效率。如要畅通债券违约司法救济渠道,提升处置实效,首先需要解决与现有司法救济机制的有效衔接问题。在当前债券市场缺乏统一且符合其特征的法律适用大背景下,投资者唯有依靠传统合同法、侵权法、破产法等规定,运用传统民事诉讼机制展开司法救济。在此过程中,受托管理人代表债券持有人参与诉讼的主体适格性长期存在争议,发行人与持有人、持有人与持有人间的利益博弈也进一步升级,加剧了形成统一意志的难度。

为了尽快解决上述问题,最高人民法院于2020年7月发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《纪要》),通过司法指引的方式,解决了当前债券违约司法救济中的诸多痛点和堵点,对健全债券市场法制具有深远影响。在债券受托管理人制度完善方面,《纪要》明确了受托管理人的诉讼主体资格,强调其必须忠实表达持有人意愿,并在行使担保物权、领受案件执行款项等持有人纯获利事项上

[20] 参见张媛:《论债券持有人弱势地位与持有人会议制度的完善》,载蒋铎、卢文道主编:《证券法苑》(第24卷),法律出版社2018年版。

赋予受托管理人履职便利。同时,也明确了受托管理人未能勤勉尽责时的赔偿责任。而在债券持有人会议制度方面,《纪要》就持有人会议可决议事项范围、重大事项决定权保留、表决与回避、会议决议效力等争议焦点给出明确的司法态度,相信能在一定程度上弥合不同债券持有人之间的利益冲突,促进持有人会议制度的广泛应用。^[21]

诚然,《纪要》为在司法层面解决债券违约司法救济中的实务问题开了好头,但债券市场基础法律适用不统一、法治化方式处置债券违约风险的投资者保护配套机制缺乏立法层面的系统规划、司法处置方式下受偿标准和最终受偿率的可预期尚待提高等问题仍待破题。

(五) 债券违约的风险防控机制

债券违约处置中,证券监管层面的风险防控机制在个案快速有效处置和系统性风险防范上有其特定的功能。债券违约处置是一项系统性工程,仅关注违约事后处置往往效果不彰。日常监管中,可以通过建立事前、事中、事后的违约风险链条,对风险处置实现早发现、早处置,保障债券市场的平稳运行有重要意义。实践证明,在应对诸如外部性较强的大体量主体违约风险,尤其是防范系统性风险发生的过程中,单一的风险处置手段效果相对有限。有必要运用系统思维,创新思路,形成积极有效的工作机制。

1. 全链条债券风险防控机制

构建全链条的风险防控机制,其目标是协同推入口端、持续监管端、处置端和责任端在违约风险上的作用,实现债券违约风险在结构上的有效收敛。入口端要以调结构为中心,推动优化债券产品结构,重点关注弱资质城投、大体量发行人的债券发行。发行承销端要加强对一级市场中利益交换行为和结构化发债行为的制度约束,提升发行定价市场化水平。持续监管端要强化压实发行人和受托管理人职责,突出债券信息披露核心作用,提升风险识别的有效性。违约处置端进一步健全债券市场化退出机制,促进形成债券市场良性循环、优胜劣汰的健康生态。责任端要加快完善市场化违约处置和责任机制,为投资者风

[21] 参见李曙光:《审理债券纠纷案件座谈会纪要的意义与突破》,载《人民法院报》2020年7月23日,第5版。

险退出和利益实现提供保障。

2. 区域违约风险系统解决方案

当前债券市场违约风险的共振效应明显,一些财政能力相对薄弱的省、市、区域债务风险集中,发新债、续旧债遇到困难,融资成本呈上行趋势。对此,除对个案严格依法依规处理外,还需积极作为,加强区域化风险识别和处置的系统谋划,以整体提升区域债券信用水平,提高风险防控能力。实施路径上,可把地方政府用好债券市场支持地方经济发展和维护金融生态做好风险防控作为结合点,推动地方政府担起风险化解属地责任、维护地方金融生态主体责任以及地方国有企业出资人责任。具体措施上,要建立健全与地方政府全链条、多维度的风险信息共享机制,准确把握区域风险底数和特征;因地施策,研究推动建立由地方政府牵头,协助区域内企业优化债务结构、盘活存量资产、提升资信水平,进而提振市场信心,改善企业乃至区域整体融资环境的违约风险处置长效机制。

3. 违约处置中的股债联动模式

与信贷市场不同,债券市场作为证券市场在资源配置方式上有其独特优势,股债联动就是通过资源的再整合,来达到违约风险化解的目的。化解债券违约风险中,很重要的一项任务是要多举措优化债券发行人的债务结构,逐步恢复其现金流造血能力。股债联动,狭义的解释是债转股,但在更宽泛意义上是借鉴股票市场上业务整合、资产重组、破产重整、引入战略第三方等方式,为债券发行人优化生产经营模式、调整债务结构、提升持续经营能力,进而恢复企业信用提供市场工具。这方面,要积极推动债券市场中介机构尤其是证券公司固收投行队伍业务转型,从简单的债务发行承销和债务兑付督导,转换为更加主动地为发行人信用的维护、巩固、修复、提升提供专业投行服务。

五、债券违约风险化解处置的基础制度支持

债券违约风险的化解,既需要从处置机制上研究办法,提出应对之策,也需要探究债券违约发生的深层次原因和影响其化解处置效果的

深层次障碍,从制度层面形成解决之道。从基础制度层面上看,债券发行审核、违约风险有效定价以及债券市场统一监管这几个方面尤为重要。

(一) 债券市场发行审核

《证券法》生效后,交易所债券市场发行审核正式施行注册制。在此之前,银行间市场和交易所市场实际上已经按照类似注册制的理念开展债券发行审核工作,其实质是以信息披露为中心,减少对发行人债券发行申请的实质把关,债券风险水平几何、能否发行成功,交由市场来决定。统计显示,交易所市场每年通过的债券发行申请,约有一半以上未能发行,市场选择功能初步显现。

但是,对于债券市场注册制实施取得的效果也不能过于理想化,要考虑债券市场实际问题,及时做出相应的制度调整。比较突出的问题表现在债券产品结构不合理、部分发行人信息披露重大缺陷,由此也导致特定行业、特定品种的债券违约风险比较集中,部分债券违约后投资者诟病发行人涉嫌财务造假。从入口端分析,主要有两个方面原因:一是债券市场的利率市场化进程尚未完成,债券兑付风险与利率价格并未真正匹配,一些风险较高但有“隐形刚兑”的债券产品得以大量发行;二是注册制的市场化还需要有强大的法治化保障,在违法违规成本相对较低的情况下,可能出现铤而走险、带病闯关的情况,其中隐含的风险不可小视。

基于此,防范化解债券违约风险,需要从入口端完善债券发行上市审核制度,其主要目标是推动债券产品结构优化。具体而言:一是针对当前城投企业债券占比相对较高的情况,疏堵结合,控增量、化存量,对弱资质区县级城投债予以适当限制,引导城投债信用水平逐步提升。二是积极推进债券市场实体企业产业债的发行,尤其是引导带动优质民营企业在债券市场发行债券,提高债券市场服务实体经济的能力,增强债券产品可选性。三是总结债券违约案例出现的问题,推进分类审核,对诸如大体量发行、债务结构不合理、母子结构公司以及特定行业的债券发行申请,制定更有针对性的审核标准,从源头减少风险隐患。

(二) 违约风险有效定价

债券市场本应通过有效的价格机制,实现对金融资源的市场化配置功能。但当前债券市场中仍然存在较多扭曲定价的行为,“高信用低息,低信用高息”的正常融资秩序没有形成。债券产品的风险定价机制受到干扰,风险与收益未实现有效匹配,阻碍了利率市场化进程,使市场优胜劣汰机制难以发挥作用。一级市场隐形利益交换、结构化发行及隐形刚兑等情况,造成了债券价格不能真正反映债券风险。对投资者而言,难以通过价格识别债券的违约风险,也就难以在投资之初即通过市场化的投资组合实现风险有效分散,后续违约风险处置困难重重。

就此,需要系统分析影响债券利率市场化的客观障碍,尽快围绕利率市场化推出相应制度机制安排。一是尽快推动制定统一的发行承销规则,完善对一级市场中利益交换行为和结构化发债行为的制度约束。二是加快完善市场化违约处置和责任机制,明确违约中各方的责任和义务边界,引导政府信用逐步从商事信用市场退出,为市场化违约、打破刚性兑付提供制度环境保障。三是加快完善做市商制度,提升债券市场价格发现功能,推动债券利率实现市场化。

(三) 债券市场统一监管

当前,我国债券市场仍处于三部门监管、双前台成交、三后台结算的模式,2019年修订后的《证券法》也没有改变这一格局。两个交易市场在基础法律适用以及债券发行条件、募集资金用途、信息披露要求、主承销商业资质、承销机制、托管体系等标准仍存在不一致,弊病不少。分割的市场造成不同市场的债券定价偏离,也难免出现“监管竞次”的问题,并最终影响违约风险防控机制作用的发挥。目前来看,对于要统一债券市场规则、加强监管执法协调,监管层和市场在目标上是一致的。但对于如何统一,认识上的分歧仍然比较大。

从市场运行规律考虑,为解决债券市场分割问题,首先需明确统一的债券市场监管机构,提高制度运行有效性。没有统一的监管机构,也很难有统一的立法和统一的市场。从境外来看,美国、英国等成熟债券市场普遍形成了集中统一的监管体系、适用统一的监管法规。当前,我国债券市场在各个层面的要素分割,其中的关节点之一就在于监管机

制的分割。事实上,各管一片甚至各管一段的客观难题仍然存在,单纯通过有机互补难以解决实际存在的问题。在此情况下,难以实现认识和制度的统一,降低基础制度的实施效果和市场运行效率。因此,统一认识,及早优先消除债券市场分割的局面,已是当务之急。在此基础上,由统一的主管机构,全面梳理影响债券市场违约风险及处置的掣肘因素,明确《证券法》作为规范债券市场的基础法律地位,并推动完善债券发行、交易等关键制度,可以取得事半功倍的效果。

(编辑:谢贵春)