

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

中国违约债券处置运作现状及发展思考

摘要

近年以来，我国违约债券处置业务和制度建设呈现逐步发展局面，顺应了我国债券违约市场规模化、常态化的形势和债权人关于提高违约债券处置效率的需求。尤其2018年下半年以来，违约债券市场加快规模化、违约常态化变化，形成千亿元级的存量违约债券市场，对于违约债券处置业务发展和制度建设起到助推作用。

目前，我国信用债违约处置涵盖两大类型：司法处置包括违约求偿诉讼或仲裁、破产重整等，其中不少违约企业采取破产重整的做法。非司法处置包括发行人自筹资金偿还、担保人代偿、处置抵押物偿还、债券展期、违约债券转让等。其中，Wind资讯等显示我国违约债券担保人代偿现象稀少，违约债券转让业务逐步兴起，部分违约债券成功展期。从违约债券制度建设来看，2017年以来，人民银行、发改委、证监会、银行间同业拆借中心、最高法等多部门开展了相关制度建设，涉及受托管理人制度、违约债券转让、违约纠纷处理等关键词。总体上，中国违约债券制度初步发展，而以回收率偏低、部分违约券处置缓慢等表征的违约债券处置效率不高问题依然明显。

我国违约债券处置效率偏低究其原因，包括债市违约历史短暂、投资者结构有待丰富完善、违约债券处置制度建设亟需加强、违约企业自身发展矛盾、债券市场及其中介服务有待完善等方面。综上，本文提出了加强违约债券处置制度体系及其细化建设、加强违约债券投资端建设、加强债市中介服务能力建设等提高我国违约债券处置效率的对策建议。

相关研究报告：

- 1.《综合行业债券违约现象解析：来自微观的视角》，2020.11.19
- 2.《综合行业债券违约现象及外部成因探讨》，2020.11.5
- 3.《违约债券转让：业务要点、试水成效及发展前景》，2019.12.17

一、我国违约债券处置实践的背景——近年信用债违约趋于规模化、常态化

近年以来，我国违约债券处置业务和制度建设逐步得到发展，顺应了我国债券违约市场规模化、常态化的形势和投资者对于违约债券处置加快效率提升的需求。中国债券市场自2014年以来发生信用债违约事件，自2018年以来，违约债券规模及其占信用债存量比重同时呈现高位上涨态势，如图1所示。其中，2020年初截至12月20日（考察日）累计147只债券违约，债券金额1666.64亿元（年内反复违约的，按最近1次违约统计违约时余额）。截至考察日，信用债存量违约债券为164只，债券金额1656.3亿元，涵盖公司债/中票/企业债/定向工具/可转债等债券，发行企业67家，以民企为主，地方国企、公众企业等为辅，隶属于建筑装饰/商业贸易/综合/房地产/化工/公用事业等20余个申万行业。

从图1来看，尽管我国信用债券存量中的违约券金额占比偏低，但我国债券市场基数大，拥有全球第二大信用债市场，违约债券市场规模不容忽视。尤其由于2018年以来，受宏观经济形势变化和复杂疫情防控等影响，违约债券市场呈现加快规模化、违约常态化的变化，逐步形成了千亿元级的违约债券市场，相应地，我国信用债违约后处置问题牵涉着越来越多的债权人和投资者的经济利益并产生社会影响，这些无疑对于违约债券处置业务发展和制度建设起到助推作用。

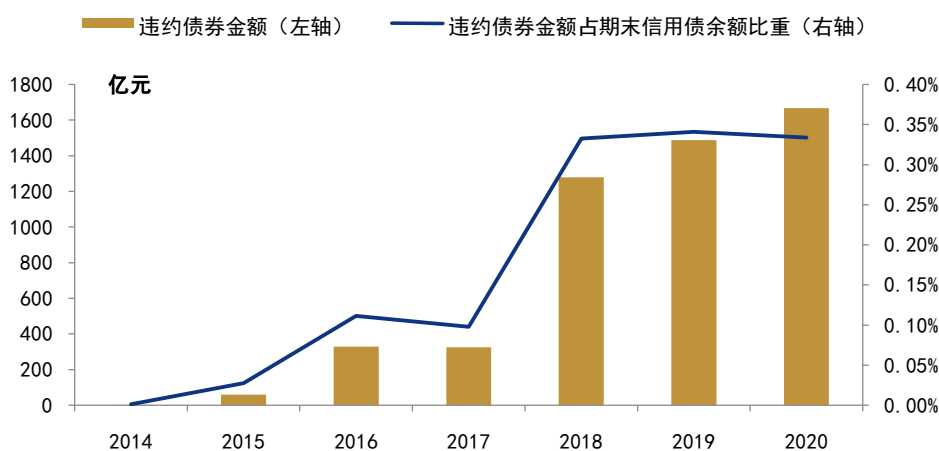


图1：近年中国信用债券违约形势变化（按年份统计）

注：违约债券在当年反复违约的，按该年内最近1次违约时余额统计；2020年统计截至12月20日，其余年份统计全年数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

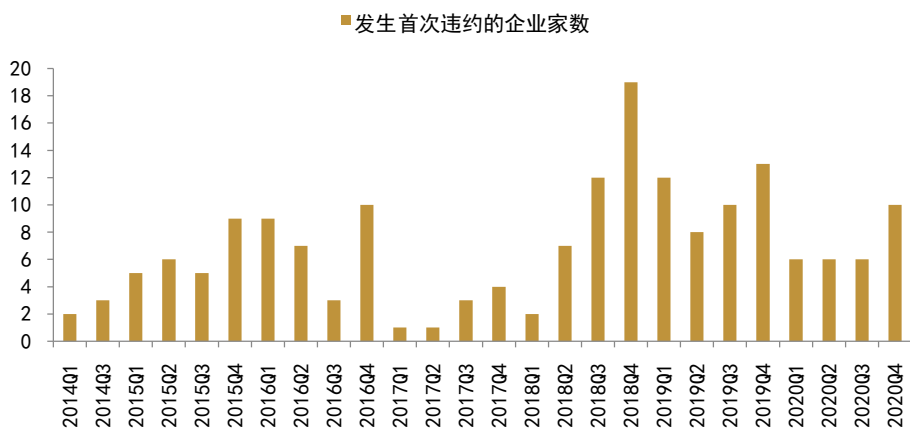


图 2：中国信用债违约趋于常态化——从首次违约企业数量变化角度（单位：家）

注：2020Q4 数据为预测值，按照 10 月 1 日至 12 月 20 日累计值（9 家）折算成季度数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

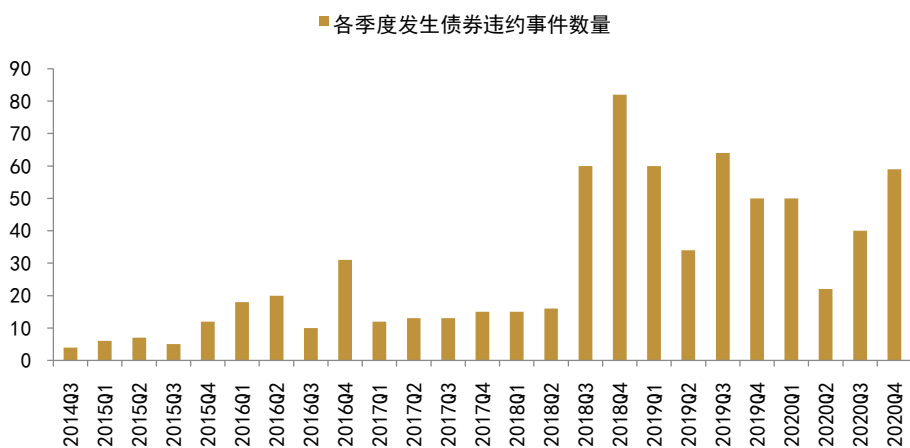


图 3：中国信用债违约趋于常态化——从违约事件发生次数变化角度（单位：件）

注：2020Q4 数据为预测值，按照 10 月 1 日至 12 月 20 日累计值（52 件）折算成季度数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、我国违约债券处置制度与实践现状及成因

（一）违约债券处置实践和制度建设概况

1. 实践概况

我国信用债违约处置可以划分为非司法处置、司法处置两大类型。

一是司法处置方式，包括违约求偿诉讼或仲裁、破产重整等。（1）违约求偿诉讼一般出现在债务人还有一定的偿付能力，不满足资不抵债等破产申请条件的情形下，由债权人可对债务人提起违约求偿诉讼，以敦促债务人偿付本息以及承担违约金、损失赔偿额、逾期利息等。但违约求偿诉讼虽容易发起，但进展缓慢、执行不易。相关案例：发行额3亿元的“12圣达债”于2015年12月发生本息违约，2016年4月，该债券持有人会议审议通过《关于同意采取司法手段主张债券兑付清偿的议案》，截至2018年11月，该券质押物——长城国际动漫游戏公司100万股竞拍成交，金额4268万元。（2）破产重整需满足的条件如《破产法》所述，企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的，依照《破产法》规定清理债务。例如根据精功集团公告，2019年初开始，公司资产流动性不畅，各类债权逾期，债权人纷纷向各级法院提起诉讼，上市公司股权、公司银行账户等均被人民法院查封、冻结，公司已经无法清偿到期债务，靠公司自身无法完成自我重组。2019年9月，精功集团被法院裁定受理破产重整申请进入重整程序。

表 1：违约企业破产重整示例

违约企业名称	企业首次违约的债券及违约时间	首次违约年份资产负债率	破产重整情况
保定天威集团有限公司	11天威MTN2, 2015-04-21	2015年底为394.74%	由于公司2015年持续亏损，资金枯竭，主要资产被轮候查封，并已于2015年09月18日向保定市中级人民法院提交破产重整申请。
北大方正集团有限公司	19方正SCP002, 2019-12-02	未披露，2018年底为81.84%	2020年2月19日，北京一中院认为，债权人北京银行申请对方正集团进行重整符合法律规定，法院裁定受理北京银行对北大方正集团的重整申请。
东辰控股集团有限公司	16东辰03, 2018-11-23	未披露	2019年3月16日，东营市垦利区人民政府发布公告称，东营市中级人民法院根据债务人申请，依法裁定受理东辰控股集团破产重整申请。
亿阳集团股份有限公司	16亿阳03, 2017-11-10	未披露	黑龙江省哈尔滨市中级人民法院已于2019年3月21日出具民事裁定书，受理亿阳集团提出的破产重整申请。
铁牛集团有限公司	16铁牛01, 2020-08-24	未披露，2019年底为87.84%	2020年8月31日，浙江省永康市人民法院出具民事裁定书，认为铁牛集团具备破产原因，同时具有重整价值，已裁定受理其重整申请。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二是非司法处置方式，包括债务人自筹资金偿还、担保人代偿、处置抵押物偿还、违约债券展期、违约债券转让等。其中：（1）债券展期。债券展期一般由债务人提出展期方案并寻求在债券持有人大会通过以便生效，债券展期具有延缓偿债压力效果，但债务人并不能转嫁信用风险。根据Wind资讯统计，2014年截至考察日，587只债券的767项违约案例中，78只违约债券采取本息展期。其中，近期备受关注的永煤集团，其两只违约超短融券“20永煤SCP004”“20永煤SCP007”的持有人大会通过了债券展期方案，同意发行人先行兑付50%本金，剩余本金展期，展期期限与债券原期限一致，展期期间利率保持不变，到期一次性还本付息，并豁免本期债券违约。

（2）违约债券转让。该业务的兴起，顺应了中国信用债违约常态化以及违约债券流通受阻的现实背景，该业务增强了违约债券交易市场活跃度，但债券的信用风险只是从原有投资人转移给新的投资人，对于整个债券市场并未转移信用风险。2018年下半年以来，外汇交易中心、北金所、沪深交易所相继推出“债券匿名拍卖”“违约债

券动态报价转让”“特定债券转让结算”“债券回购违约转让”等业务。其中，近年外汇交易中心组织的关于组织回购违约匿名拍卖，促成“15宏图 MTN001”等违约券达成交易。

(3) 担保人代偿。据 Wind 资讯显示，2014 年以来截至考察日，542 只违约债券仅 14.21% (77 只) 有担保人、26.2% (142 只) 的债券获得不可撤销连带责任担保、质押担保、抵押担保等方式担保。另据 Wind 资讯显示，2014 年以来截至考察日，违约债券自偿/担保人代偿进展统计中，历年来只有“13 中森债”“13 云中小债”“17 沈公用 PPN001”等极少量债券获得担保人代偿。综上所述，我国历年违约债券有担保的债券比重不高，而获得担保人代偿的案例更显稀少，表明违约债券担保处置成效偏弱，“担而不保”问题仍然突出。

2. 制度建设概览

在违约形势趋于常态化的推动下，近年以来，监管部门加快了违约债券处置相关制度建设的步伐，现将近年有关部门及其领导在重要会议发布内容和正式出台的违约债券处置相关制度梳理如下。

2017 年 3 月，证监会表示同意证券业协会发布实施《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》，该《处置指引》规定了受托管理人开展公司债券违约风险处置工作的总体要求，明确了受托管理人应当制定公司债券违约风险处置应急管理制度，并且规定了发行人发生预计违约情形和实际违约时受托管理人应当开展的工作等内容。

2018 年 5 月，《全国银行间同业拆借中心债券匿名拍卖实施细则(试行)》等文件发布，该《实施细则》包括总则、交易前准备、拍卖申报、报价与交易、监测与违规违约处理等内容，对于违约债券处置业务发展发挥指导、规范作用。在市场开展违约债券转让实践基础上，2019 年 12 月，为健全债券违约处置机制，保护投资人合法权益，人民银行正式发布关于开展到期违约债券转让业务有关事宜公告，明确了到期违约债券，应当通过银行间债券市场的交易平台和债券托管结算机构予以转让，并采用券款对付结算方式办理债券结算和资金结算等规则。

2020 年 7 月，最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(下称《纪要》)，提出了“关于案件审理的基本原则”等七个方面的内容，这是我国债券市场审理债券纠纷案件的首个系统性司法文件。其中，“关于案件审理的基本原则”明确了坚持保障国家金融安全、坚持“卖者尽责、买者自负”等原则，“关于诉讼主体资格的认定”明确了债券受托管理人的诉讼主体资格，以及关于债券持有人自行或者共同提起诉讼等规定。“关于债券持有人权利保护的特别规定”强调了要充分发挥债券持有人会议的议事平台作用。

2020 年 7 月，人民银行、发改委、证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》(下称《通知》)，围绕构建统一的债券违约制度框架，对债券违约处置应遵循的基本原则，受托管理人制度和债券持有人会议的功能作用，发行人、债券持有人及各类中介机构的职责义务和权利进行规范，同时针对发行人恶意逃废债、债券募集文件薄弱、市场化违约处置机制不健全等若干问题统一解决方向，推动债券市场违约处置向市场化、法治化迈进。

(二) 违约债券处置出现“低效”局面

整体上而言，我国违约债券处置效率不高，不仅违约回收率偏低，而且违约处置进程缓慢。

1. 违约债券回收情况欠佳

图4显示，考察期内，767次债券违约案例中，85.79%的案例处于实质违约/触发交叉条款状态，7.3%的案例处于展期状态，只有6.91%的案例已兑付。即便已经兑付的违约债券，其中不少债券也还存在违约回收率偏低的不足。其中，富贵鸟股份、大连机床集团、三胞集团、华盛江泉、川煤集团、山水水泥等一批企业本金兑付比例1%至76%不等，大部分企业违约本金兑付比例低于30%。

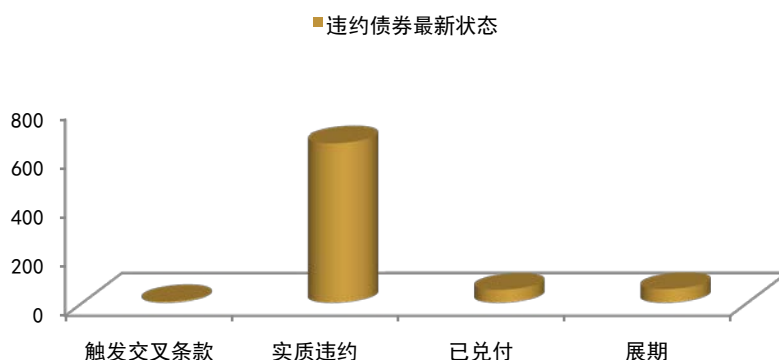


图4：考察期我国违约债券进展分类（单位：次）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 违约债券处置效率缓慢

近年以来，我国违约债券不仅违约回收率偏低，而且很多违约债券后续处置进程缓慢，无论是破产重整还是协议处置，债权人持有的违约债券在违约后持续1年以上乃至数年内都得不到有效处置。在表1中，一些债券的债权人在债券到期后超过1年甚至多年没有获得有效兑付。

表2：首次违约债券处置情况示例

债券代码	到期日	违约进展	违约后处置进展详情
18 精功 SCP003	2019-07-15	实质违约	2020年8月，柯桥法院裁定对精功集团等公司合并重整事宜，根据2020年12月3日该券主承销商——光大银行公告，主承销商持续关注发行人破产重整进展、生产经营情况，关注该券未能足额兑付本息事宜。
17 洛娃科技 CP001	2018-12-06	实质违约	根据洛娃科技于2020年11月30日发布公告，公司重整工作仍在正常进行，其债权认定工作基本完成，其对外债权及财产追收工作仍在进行，表明该券仍有待兑付。
17 沪华信 SCP002	2018-05-21	实质违约	根据主承销商——中国建设银行于2020年11月30日发布公告，该券违约后续进展情况为，主承销商持续与破产管理人沟通，了解清产核资情况、财务数据情况、债权申报核查情况、资产追收及拍卖情况等破产清算相关工作进展。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）违约债券处置效率偏低的原因分析

从总体上，近期我国违约债券处置制度建设虽取得一定成效，但违约债券处置实践效率偏低状况没有显著变化，主要有以下几个方面原因。

一是债券市场违约历史因素。我国债券市场违约历史较为短暂，相对缺乏成熟的处置经验。违约债券市场变化发展为违约债券处置业务发展提供市场动力，相对于美国上百年债券违约历史而言，我国债券市场自2014年出现违约，自2018年开始进入常态化轨道，包括违约债券转让等违约债券处置业务在我国而言还是新兴业务，运作模式都还有待发展成熟。而美国债券市场拥有相对成熟的违约处置运作模式和制度，美国形成的债券契约规则和受托管理人制度为违约债券处置提供了重要制度基础。

二是债市投资者结构因素。我国债券市场投资者以稳健型投资者为主，近年以来高信用等级债券占比高居不下且呈现提升趋势，一定程度上反映了国内债市投资者以风险厌恶型偏好投资者占主体地位的特点。尤其占我国债券市场主体地位的银行间债券市场，商业银行等稳健审慎投资风格的机构型投资者占据绝对主体。而在美国为首的发达国家，投资者结构相对丰富多元。例如美国债券市场以机构投资者为主，包括退休基金、共同基金、银行、保险公司、中央银行、主权基金等，美国还有企业困境投资基金（俗称秃鹰基金，Vulture funds）等风险偏好型投资者专注于投资包括债市违约企业等高风险企业。

三是违约债券处置制度因素。我国违约债券处置制度还处于起步发展阶段，制度体系的建设及其细化等各方面均还有待完善。相对于美国出台的《破产法》《信托契约法》《证券投资者保护法》《统一商法典》《担保债券法案》等相对成体系的违约处置相关法律制度¹而言，我国针对违约债券处置的法律层面的制度还较为缺乏，违约债券处置相关制度的层次也还有待提升。

四是企业自身因素。不少违约企业面临公司治理机制失灵（包括战略决策混乱、高层人事问题等在内）、财务状况欠佳、司法诉讼纠缠、关联关系复杂等一系列问题，部分企业暴露出财务造假等严重诚信问题，扰乱了债券市场运作秩序，此类违约企业内部管理协调失序的同时、企业流动性不足，加之债务人与债权人利益协调困难等各方面矛盾汇聚，客观上给违约债券处置增添堵点。

五是债券市场整体（包括债券发行和交易本身及其相关中介机构）运行环境因素。成熟的违约债券处置制度与业务依赖于成熟的债券市场及其违约市场，我国债券市场近年以来加速规模化、创新性、国际化发展步伐，但是“大而不强”问题依然明显。债券市场（包括高收益债或者说违约债券）的估值和定价机制还有待大力完善，债券市场信用评级和风险预警水平也还有待提升，债市刚兑现象有待继续打破，提升市场运作的市场化水平。

三、提高我国违约债券处置效率的思考与建议

¹例如，美国《统一商法典》规定了担保交易违约之后相关主体的权利义务，制定了一整套担保交易违约处置体系；美国《证券投资者保护法》的规定，受托管理人对债务人和债务人的财产享有与破产法下破产管理人相同的权利。

违约债券处置制度建设和业务运作的发展完善，是我国债券市场的高质量发展的重要组成部分。在我国债券市场和信用债市场规模跃居全球第二的基础上，在我国债券市场加快市场化发展的环境下，随着债市“刚兑”信仰击破和国民经济换挡，不排除未来我国违约债券规模和结构进一步深刻变化，这需要我们进一步加快违约债券处置制度和业务建设。鉴于我国违约债券处置现状及其不足等因素，并且借鉴国际先进经验，我们认为，现阶段推动我国违约债券处置还需多措并举，围绕违约处置的方方面面开展建设，以便提速我国违约债券“清淤”步伐，提升违约债券市场运作矛盾化解效率，助推我国各类债券都能得到市场化、规范化、高效率发展。

一是建议加强违约债券处置制度体系及其细化建设，提升制度建设的重要性或地位。我国债券市场及信用债市场规模已经跃居全球第二，违约债券市场常态化格局逐步形成，作为债券市场高效运作和市场化运作的基础性环节，我国违约债券处置制度的发展与完善具有一定的紧迫性。违约债券的高效率处置不仅事关债券市场建设，也是社会和谐稳定的促进因素，建议监管部门研究提升违约债券处置制度层次的必要性和可行性，在合适条件下将违约债券处置制度建设问题的重要性提升到更高层面，例如国家层面或法律层面。在违约债券处置制度建设中，还需加强监管部门之间紧密合作，协调推进制度建设，制度建设应该有针对性地强调化解违约债券处置堵点或难点等矛盾，包括受托管理人制度、债券持有人会议制度如何优化等问题。

二是建议加强投资者结构多元化建设，改善违约债券投资环境，适当加大债券市场风险偏好型专业投资者建设、配置力度，强调风险偏好型机构投资者在我国信用债市场发展中的作用和地位。通过投资者多元化建设，为违约债券匹配风险偏好型专业投资者，有利于促进违约债券处置市场供需协调平衡，推动部分困境企业加快化解流动性危机，重新进入有序发展轨道，提升违约债券处置效率和质量。美国高风险债券的机构投资者运作经验或可提供参考。据有关报道，美国拥有大量企业困境投资基金（俗称秃鹰基金，Vulture funds）投资机构，其利用较低拆借利率与资金宽裕进行高杠杆融资，投向虽发生债务违约，但主营业务增长前景可观的企业，先以投资入股或债务承接等方式帮企业偿还违约债券本息（要求债券投资者做出适度债务减记），其次要求企业压缩经营开支、剥离闲置资产开展大量资产重组处置工作，帮助企业尽快回到业绩增长轨迹，最终通过出售或运作企业上市等方式实现投资回报最大化²。

三是加强信用评级、债券估值定价等债市中介服务能力建设。高质量的债市中介服务体系，是包括违约债券在内的国内债券市场的市场化运作效率提升的基础性支撑，有利于助推违约债券处置效率提升。其中，高质量的信用评级服务有利于为违约债券潜在投资者提供更具公信力的债务人信用信息服务，减缓债权人与债务人信息不对称矛盾，提升违约风险预警能力和企业价值判断能力，帮助投资者提高在违约债券市场中处置债券的决策效率。而高质量的债券估值定价第三方服务，有利于帮助违约债券潜在投资者为违约债券定价提供参考依据，提高违约债券定价效率，减少报价和定价不合理性。

²摘自：陈植，“美国市场如何处置违约债券？”，《21世纪经济报道》，2019年3月20日。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。