

广东证券期货业协会 2021 年重点课题

债券违约处理机制研究及监管研究

课题主持人	<u>潘 科</u>
课题组成员	<u>邱桓沛、李育成</u>
研究 机 构	<u>广发证券股份有限公司</u>

2022 年 1 月

摘 要

中国债券市场目前正处于蓬勃发展阶段,但违约处理机制尚未健全。基于此,本课题拟重点研究:(1)中国债券市场违约的特点以及成因如何,存在何种重要影响因素;(2)违约事中应急机制和违约事后处理方式如何发挥作用,目前存在何种问题;(3)中国债券市场违约处理机制如何进一步健全完善。

本课题主要结论如下:

(1) 国内外对债券违约的定义尚未达成统一,本课题将债券违约定义为发行人未按照募集说明书等发行文件约定支付本息,但经持有人会议豁免违约除外。

(2) 中国债券市场当前的违约现象具有三大特征:信用风险在民营企业集聚;违约行业已呈现高度分散化;“类违约”形式日益多样化。宏观经济结构转型、供给侧结构性改革、企业经营不善与突发风险事件相叠加,是当前债券市场违约现象的重要成因。

(3) 中国债券持有人会议制度目前存在立法层次过低、对发行人的约束力不明确、缺乏救济机制等问题。而受托管理人制度的不足之处主要体现为法律关系不明确导致角色定位不清晰、利益冲突问题没有得到有效解决。

(4) 截至 2021 年 4 月 7 日,公募债券市场违约事后回收率约为 11.18%。随着法制环境不断优化,破产重整已成为违约处理中司法诉讼最常用的方式。但从全流程来看,违约发行人破产重整仍面临较高的不确定性,在任一环节均有可能失败进入破产清算。

本课题从事中应急机制和事后违约处理两个方面提出了相关政策建议,主要包括:完善债券持有人会议制度,增强债券持有人会议约束力,加强中小投资者权益保护,使债券持有人会议真正成为债券投资者集体决议的平台;健全受托管理人制度,支持受托管理人在违约后主动行使权利,履行职责;健全监管机构的行政指导机制,拓展纠纷解决的司法渠道,在破产程序中争取以破产和解处理债券违约;探索建立违约债券交易市场,支持在平等协商、自愿的基础上通过债券置换、展期等方式进行债务重组,拓展第三方支持化解处理渠道。

目录

摘 要	I
第一章 中国债券市场违约的特点与成因分析	4
1.1 违约的概念界定	4
1.1.1 国际对违约的界定	4
1.1.2 中国对于违约的界定	5
1.2 中国债券市场违约的特点	5
1.2.1 信用风险在民营企业集聚，但国有企业违约现象有明显抬头趋势	5
1.2.2 违约行业高度分散	7
1.2.3 “类违约”形式日益多样化	8
1.3 中国债券市场违约的成因分析	9
1.3.1 宏观经济结构转型	9
1.3.2 供给侧结构性改革	10
1.3.3 企业经营不善与突发风险事件相叠加	11
1.4 本章小结	11
第二章 违约事中应急机制：债券持有人会议与受托管理人制度的实践分析 ...	13
2.1 债券持有人会议制度在中国的实践	13
2.1.1 债券持有人会议制度的现状分析	13
2.2.2 债券持有人会议制度的困境	19
2.3 受托管理人制度在中国的实践	21
2.3.1 受托管理人制度的现状分析	21
2.3.2 受托管理人制度的不足之处	25
2.4 本章小结	26
第三章 违约事后处理的方式及回收率	28
3.1 无担保债券的违约处理	28
3.1.1 自主协商	29
3.1.2 司法诉讼	38

3.2 有担保债券的违约处理.....	47
3.2.1 处理抵（质）押物.....	47
3.2.2 担保方代偿.....	48
3.3 本章小结.....	49
第四章 总结与建议	51
4.1 基本结论.....	51
4.2 政策建议.....	52
4.2.1 事中应急机制.....	52
4.2.2 事后违约处理.....	54
参考文献	57

第一章 中国债券市场违约的特点与成因分析

1.1 违约的概念界定

1.1.1 国际对违约的界定

目前比较具有参考价值的是穆迪、标准普尔和惠誉三大评级机构对债券违约的界定，详细可见表 1-1。不难发现，三大评级机构的观点大致相同，其均认为发行人未按照合同规定支付或延期支付本息（宽限期内除外）属于违约行为。此外，发行人进入破产程序导致其丧失了债券偿还能力已被认为是当然性的违约行为。值得一提的是，三大评级机构对债券置换或展期亦持普遍的否定态度，这与中国债券市场中监管机构对债券置换或展期的态度有明显区别。

表 1-1 国际三大评级机构对违约的界定

穆迪	标准普尔	惠誉
1. 未能按照合约规定支付或延期支付利息或本金（不包括在宽限期内延期支付）。	1. 对任何一项或多项金融债务发生的支付违约（在标准普尔认定的宽限期内支付除外）。	1. 未能按照合同约定及时支付金融债务的本金或利息（不包括宽限期内纠正违约行为）。
2. 债券发行人申请破产保护、被行政或司法接管、被监管部门没收，导致其在未来的债务偿还中不能或延期履行支付义务。	2. 企业申请破产或类似的举动使得债务发生违约。	2. 债券发行人申请破产保护、被行政或司法接管、被监管部门没收，导致其在未来的债务偿还中不能或延期履行支付义务。
3. 发生以下不利于债权人的债务置换：（1）债券发行人提供给债权人新的或重组的债券，或新的证券组合、现金或资产，用于交换原有的具有较多金融义务的债券；（2）债务置换具有明显帮助债券发行人避免破产或违约的意图。	3. 债权人被迫以本金折让、票息降低、期限延长或其它条款减少的方式将债权替换成现金或其它工具。	3. 发生债务置换，债权人被提供结构条款或经济条款不如原债券的证券以避免即将发生的违约。
4. 主权政府修改信贷协议或契约的支付条款，导致金融债务缩减。	4. 选择性违约（SD）：有选择地对某些或某类债务违约，但仍能偿付其他的债务。	4. 限制性违约（RD）：债券发行人没有能够偿付债务，但尚未破产、被行政接管、进行清算或其它程序，并且没有停止运营。

穆迪	标准普尔	惠誉
	5. 违约（D）：发行人以基本无法在债务到期时偿付所有的债务。	5. 违约（D）：发行人已进入破产、被行政接管、进行清算或其他程序，或已经停止运营。

资料来源：穆迪、标准普尔和惠誉官方网站。

1.1.2 中国对于违约的界定

作为与中国债券市场密切相关的两个自律性组织，证券业协会和银行间交易商协会分别于 2017 年 3 月和 2019 年 12 月发布了《公司债券受托管理人处理公司债券违约风险指引》与《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处理指南》。前者定义了违约风险的两种情形：（1）预计违约，发行人偿还公司债券本息存在重大不确定性；（2）实质违约，发行人未能按期足额偿还公司债券本息。后者则在实质违约的基础上，强调了提前到期但发行人无力清偿的情况：发行人未能按约定足额偿付债务融资工具本金或利息，以及因破产等法定或约定原因，导致债务融资工具提前到期且发行人未能按期足额偿付本息的情形。由于这两份文件均属于组织的自律规则，且适用于不同的分割市场，因此权威性和普适性不足。由此可见，中国债券市场仍未有统一的法定违约界定^①。

鉴于上述情况，本课题将发行人的违约行为限定为实质违约：发行人未按照募集说明书等发行文件约定支付本息，但经持有人会议豁免违约除外。

1.2 中国债券市场违约的特点

1.2.1 信用风险在民营企业集聚，但国有企业违约现象有明显抬头趋势

随着刚性兑付的打破，企业部门的信用风险在债券市场逐步释放。图 3-1 和 3-2 分别给出了中国债券市场新增违约主体数量、违约债券数量和违约余额。从新增违约主体来看，债券违约首先出现在民营企业，并逐步扩散到国有企业，但

^① 银保监会（原银监会）制定的《商业银行资本管理办法（试行）》，以及银行间交易商协会制定的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（凭证特别版）》对违约亦有相关论述，详情请见附录 2。

总体上仍以民营企业为主。以 2019 年为例，新增违约发行人中民营企业占比高达 73%，详细可见图 2-1。

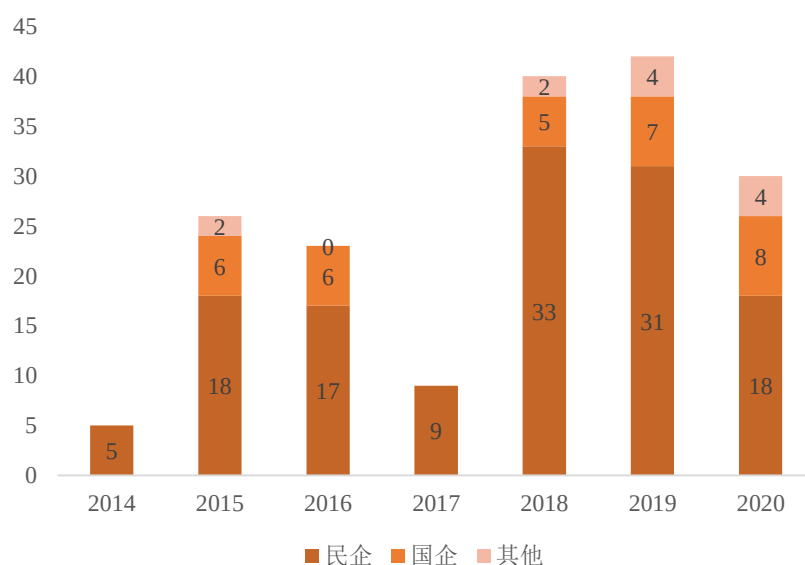


图 1-1 中国债券市场历年新增违约主体数量（单位：家）

数据来源：Wind 数据库。

从新增违约债券数量与余额来看，中国债券市场以 2017 年为临界点出现了结构性变化。2017 年以前，违约债券数量与余额相对较低，债券市场处于风险缓释阶段。在这一时期，虽然民营企业新增违约债券数量高于国有企业，但从违约余额来看，民营企业和国有企业差异并不显著。但在 2017 年以后，违约债券数量与余额显著增长，债券市场处于风险爆发阶段。此时，民营企业违约债券数量呈“井喷式”增长，违约余额也随之大幅增加。但需要注意的是，2020 年国有企业违约现象有明显的抬头趋势，无论是违约数量还是违约余额均大幅增加。

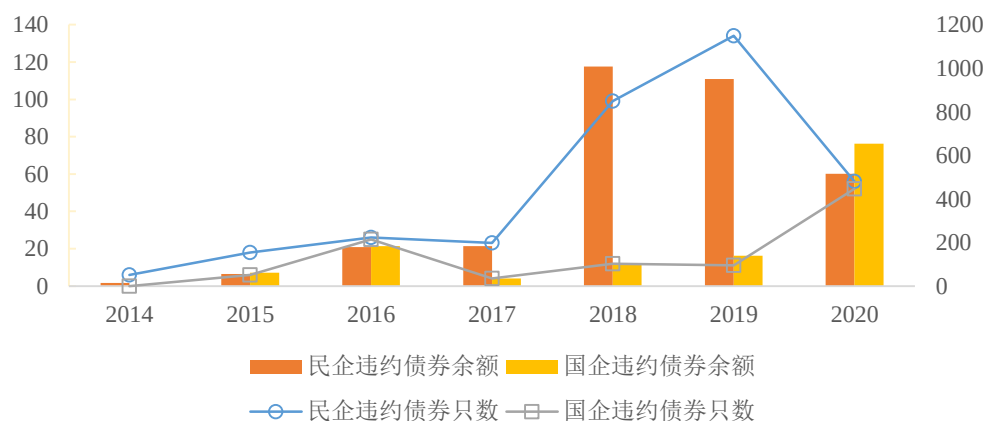


图 1-2 中国债券市场历年新增违约债券数量（左轴，只）与余额（右轴，亿元）

数据来源：Wind 数据库。

1.2.2 违约行业高度分散

从违约债券发行人的行业分布来看，目前已形成高度分散化的趋势。图 1-3 和 1-4 分别给出了中国债券市场发行人个数违约比率和余额违约率，以及违约债券只数、发行人个数和余额情况。不难发现，在刚性兑付打破之后，债券违约现象已经向全行业蔓延。

在相对意义上，发行人个数违约比率最高的为日常消费行业，余额违约率最高的为信息技术行业。而在绝对意义上，违约发行人个数、债券只数和余额最多的是工业行业。事实上，以债券只数作为统计指标，从近一年信用债行业分布来看，工业行业占比高达 45.48%，而信息技术和日常消费行业占比仅为 1.76%和 1.25%。这说明，不同行业信用风险存在较大差异。以工业和日常消费行业为例：工业企业违约率在全行业中相对较低，但由于信用债发行量较大，因此违约余额较高；日常消费行业企业信用债发行量较低，但其违约率显著高于其他行业，因此信用风险相对集中。

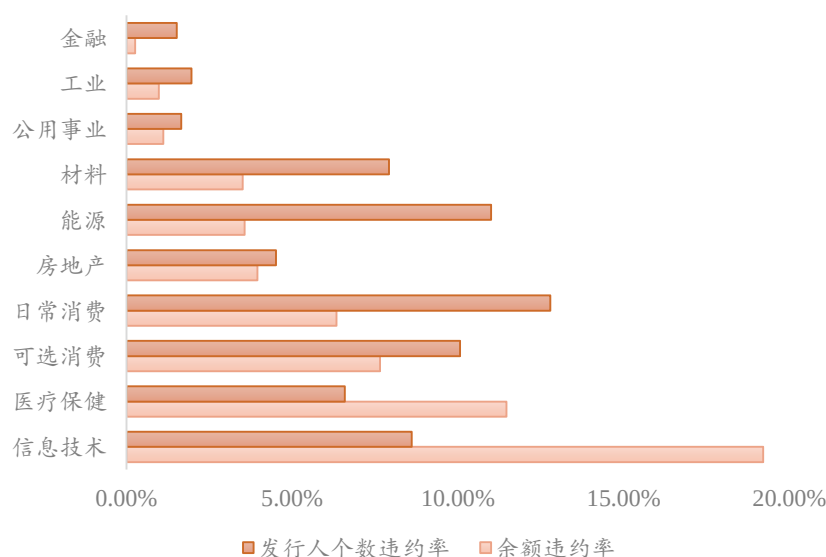


图 1-3 中国债券市场发行人个数违约比率和余额违约率

数据来源：Wind 数据库。

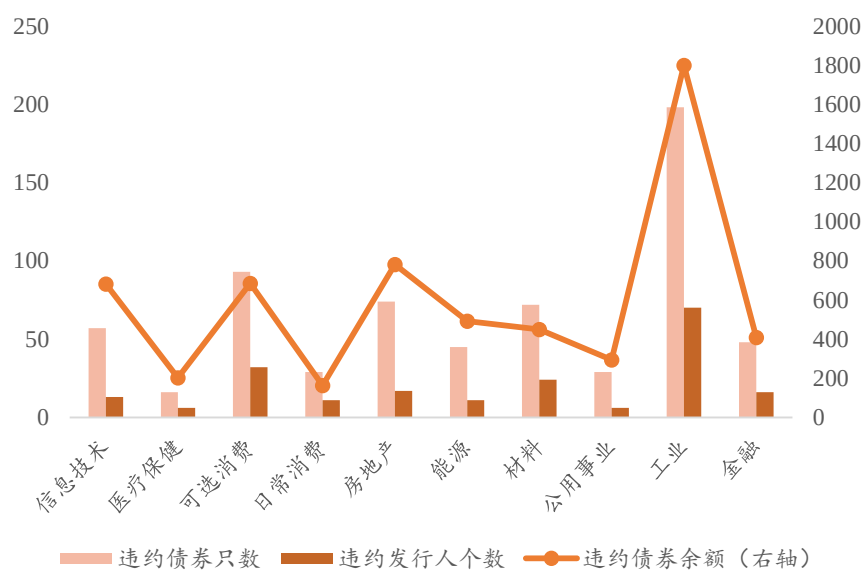


图 1-4 中国债券市场违约行业分布

数据来源：Wind 数据库。

1.2.3 “类违约”形式日益多样化

通过梳理国际和国内对违约的界定标准可以发现，不同法律或机构对债券违约的定义存在较大差异。对于中国债券市场而言，关于违约的定义仍未形成一致且严谨的认识。对于未按照合约足额兑付以外的情形是否认定为实质违约，仍存在较大的争议。这使得债券发行人在信用风险即将暴露时，仍有抑制或使缓释信用风险的手段，详见表 1-5。

表 1-5 存在争议的抑制或缓释信用风险的手段汇总

类型	简述	按照严格定义是否属于违约
技术性违约	由于技术原因导致的暂时性违约，发行人通常具备还款意愿和能力，还款相对即使，一般在 1 到 3 个交易日内完成兑付，但仍有可能发展成实质性违约。	是
债券展期/置换	发行人在经营过程中发生财务困难时，经过债券持有人会议同意进行展期，或由发行人发起持有人同意进行债券置换，从而达到延期兑付的目的。	是
阻止回售	发行人利用债券持有人会议的契机使用各种方式劝退投资者的回售决定，在某些时期甚至得到了监管的默许和支持。	否
场外兑付	发行人处于对自身形象和后续再融资能力的考虑，不经过托管机构，自行划款对债券进行兑付。	较特殊存在争议

由此可知，由于债券违约定义界定不清晰，中国债券市场已经出现相当丰富

的违约规避手段。但必须指出的是，发行人在使用这些手段后并未实质性降低其财务状况恶化后的信用风险。事实上，已有相当多的案例表明，上述手段实施后相关债券仍然发展成为了实质性违约，如“16 东辰 03”和“17 金洲 01”等。

1.3 中国债券市场违约的成因分析

债券市场的违约行为，从本质上来讲是企业信用风险的暴露：发行人资产负债表不断恶化，引起资金链断裂，从而导致无法按照约定兑付本息，最终构成实质性违约。总体而言，导致企业资产负债表恶化的原因主要有以下几个方面。

1.3.1 宏观经济结构转型

债券市场的发展与宏观经济周期密切相关。一般而言，大部分企业在经济繁荣时期运行良好，财务状况比较稳定，企业对债务的履约能力较强。而当经济下行时，行业经营状况开始恶化，企业财务状况亦趋于紧张，信用风险开始逐步暴露。然而，由于中国债券市场长期存在的刚性兑付，其信用风险水平的逆周期特征并不明显。

2008 年金融危机后，中国出台了 4 万亿刺激计划使得宏观经济增速有了短期的回升，但仍然没有逆转经济增速结构性下行的根本趋势。当前，中国经济正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期“三期叠加”的新常态，债券市场外部环境变化提高了系统性风险水平，从而在总体上削弱了企业偿还债务的能力。尤其是刚性兑付被打破后，中国债券市场信用风险开始呈现出更明显的逆周期性。由图 3-5 可以发现，自 2014 年“11 超日债”违约后，债券市场违约事件开始成为常态化，历年债券违约余额不断上升，这与中国实际 GDP 增速形成明显的负相关关系。由此可见，宏观经济作为债券市场发展所依赖的外部环境，其面临的结构转型是债券市场违约现象的重要外部成因。

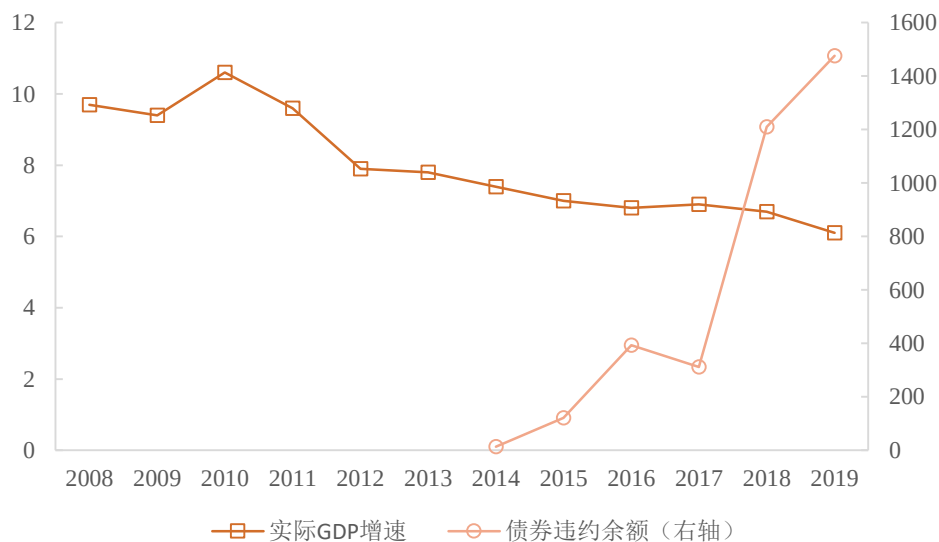


图 1-5 中国实际 GDP 增速与债券市场违约余额（单位：%、亿元）

数据来源：国家统计局、Wind 数据库。

1.3.2 供给侧结构性改革

为了推动宏观经济结构转型，中国于 2016 年开始全面推行供给侧结构性改革，并持续推进“三去一降一补”政策。在宏观经济增速放缓的背景下，产业链下游行业需求难以大幅度增长，处于产业链中上游的强周期行业产能过剩导致销量及价格持续下降，存货大幅度增加而盈利能力大幅度下降。而在“降杠杆”政策的作用下，落后产能集聚的周期性行业无法通过进一步融资来缓解其流动性压力。如图 3-6 所示，工业和能源行业的 ROE 水平自金融危机后呈现出持续下降趋势，而总体杠杆基本保持稳定，由此偿债能力不断下降。这说明在结构调整阵痛期中，供给侧结构性改革使得落后产能集聚的周期性行业盈利能力降低，进而导致了信用风险的加速暴露。

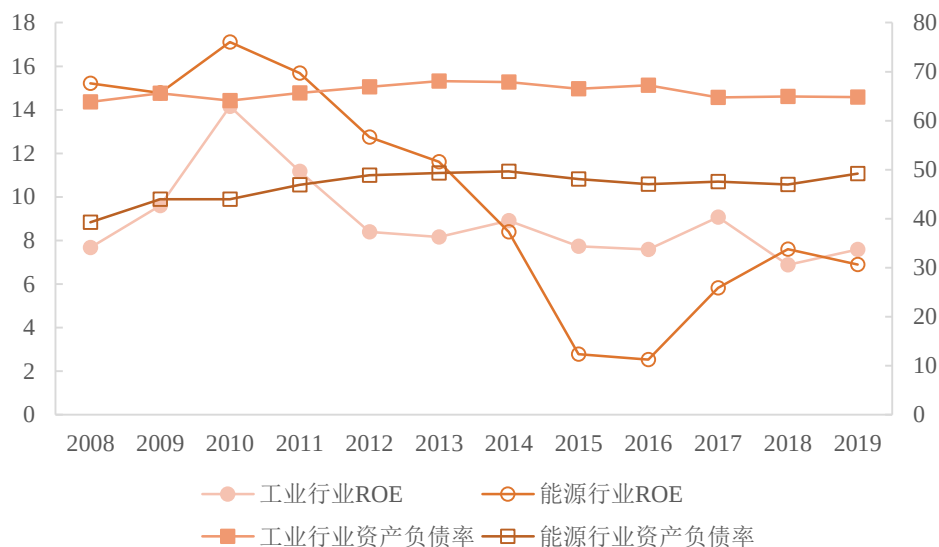


图 1-6 中国工业和能源行业历年 ROE 与资产负债率（单位：%）

数据来源：Wind 数据库。

1.3.3 企业经营不善与突发风险事件相叠加

部分企业所处行业虽然变化不大，但由于公司自身经营管理不善，盈利能力大幅度下降甚至亏损，由此导致偿债能力下滑。从目前的情况来看，债券发行人经营不善主要包括但不限于如下几种情形：激进扩张下的过度投资与负债；大额违规对外担保和资金拆借；上市公司或其母公司高比例质押股票，等等。在此情形下，企业一旦受到突发风险事件冲击，其经营状况可能会迅速恶化，从而导致银行抽贷和压贷，导致企业短期流动性枯竭。当上述两种因素相叠加时，企业信用风险水平将急剧扩大。

1.4 本章小结

本章首先梳理了国际三大评级机构、中国证券业协会以及交易商协会对违约的概述，发现：（1）穆迪、标准普尔和惠誉三大评级机构的观点大致相同，其均认为发行人未按照合同规定支付或延期支付本息（宽限期内除外）属于违约行为；（2）中国债券市场仍未有统一的法定违约界定。最终本章选定了发行人实质违约作为本课题的分析基准：发行人未按照募集说明书等发行文件约定支付本息，但经持有人会议豁免违约除外。

其次，对中国债券市场违约的特点进行总结，归纳了当前违约现象的三大特征：（1）信用风险在民营企业集聚，但国有企业违约现象有明显抬头趋势；（2）违约行业已呈现高度分散化，但不同行业信用风险水平有较大差异；（3）“类违约”形式日益多样化，市场已出现注入技术性违约、阻止回售和场外兑付等现象。基于这些典型特征，本章还对债券市场违约的成因进行了分析，并发现宏观经济结构转型、供给侧结构性改革、企业经营不善与突发风险事件相叠加，是当前债券市场违约现象的重要成因。

第二章 违约事中应急机制：债券持有人会议与受托管理人制度的实践分析

2019年12月24日，最高人民法院牵头中国人民银行和证监会，印发了《关于审理债券纠纷相关案件的座谈会纪要（征求意见稿）》。12月27日，中国人民银行、证监会、国家发改委联合发布了《关于公司信用类债券违约处理有关事宜的通知（征求意见稿）》；银行间交易商协会也同时公布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处理指南》。^①至此，中国债券市场违约处理形成了一个相对完整的框架，明确了债券持有人会议与受托管理人制度的在违约处理过程中的核心地位。本章将从两者的设计背景出发，分别对债券持有人会议和受托管理人制度的现状进行分析，归纳和梳理债券持有人会议制度当前的困境，以及现行受托管理人制度的不足之处。

2.1 债券持有人会议制度在中国的实践

债券持有人会议制度一般在大陆法系国家采用，主要是通过法律法规对其进行程序性规定，最终实现债券投资者的自治管理。债券持有人会议制度是债券投资人保护机制中的重要组成部分，在成熟债券市场中已趋于成熟。就中国债券市场而言，无论是交易所市场还是银行间市场，相关部门均已出台相应的法规或规范性文件，债券持有人会议制度已得到了初步的法制保障。本节将通过对其现状的梳理，总结当前其在债券市场中面临的困境。

2.1.1 债券持有人会议制度的现状分析

为了保护债券持有人的合法权益，中国债券市场已全面引入了债券持有人会议制度。近年来，随着中国金融体系的不断发展，债券持有人会议制度也在不断

^① 2020年7月15日，最高人民法院正式印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》；2020年7月1日，中国人民银行、发展改革委、证监会正式联合发布《关于公司信用类债券违约处理有关事宜的通知》。本章正文中的表述仍然使用了两份文件的征求意见稿，主要是因为征求意见稿已经充分反映了我国现阶段债券违约处理的立法层次。

完善。从现行债券持有人会议制度来看，由于不同分割市场对应着不同的监管主体，因此持有人会议规则存在一定的差异。

（一）中国债券市场持有人会议制度体系概述

（1）银行间债券市场非金融企业债务融资工具

银行间市场是中国债券市场的主要组成部分，其在 2010 年正式对非金融企业债务融资工具持有人会议（下简称持有人会议）制度进行了规定：2010 年 8 月 27 日中国银行间交易商协会（下简称交易商协会）第二次常务理事会第二次会议审议通过了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》。随着银行间市场的发展，交易商协会分别于 2013 年 6 月 27 日和 2019 年 11 月 22 日对《持有人会议规程》进行了两次修订，其中后者对应的修订稿将于 2020 年 7 月 1 日起正式实施。

（2）交易所公司债券

目前，交易所市场对债券持有人会议制度的规定分为两个层次。第一层次为中国证监会 2015 年 1 月 15 日发布的《公司债券发行与交易管理办法》；第二层次为沪深交易所于 2018 年 12 月 7 日发布的《上海证券交易所公司债券上市规则》与《深圳证券交易所公司债券上市规则》修订稿。前者对债券持有人会议制度作了一般性的基础规定，后者则在前者的基础上根据债券存续期风险的特点对规则进行了进一步的细化。

（3）企业债

企业债的监管机构是国家发展和改革委员会，其可以同时也在银行间市场和交易所市场上市交易。对于企业债持有人会议方面的规定，发改委于 2011 年 7 月 21 日和 2015 年 11 月 30 日分别发布了《关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》和《国家发展改革委办公厅关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监督方式的意见》，对持有人会议的决议事项进行了规定。

（二）不同分割市场债券持有人会议制度差异比较

由于中国债券市场存在明确的市场分割，加之不同分割市场的监管机构不同，导致其对持有人会议制度的具体规定有一定的差异。值得一提的是，虽然企业债可以同时也在银行间市场和交易所市场上市交易，但其募集说明书上关于持有人会

议规则基本照搬了沪深交易所对公司债券持有人会议的规定。究其原因，主要是由于国家发改委对企业债券持有人会议制度的规定过于简单，仅明确了如下三个方面：

(i) 重组方案必须经企业债券持有人会议同意；

(ii) 发行人拟变更债券募集说明书约定条款，拟变更债券受托管理人，担保人或担保物发生打变化，作出减资、合并、分离、解散及申请破产决定等对债券持有人权益有重大影响的事项，应当召开债券持有人会议丙决的债券持有人法定多数同意方可生效，并及时公告；

(iii) 确需改变募集资金用途的，应经债券持有人会议法定多数通过，头像符合国家产业政策，并经省级发展改革部门同意后方可实施，同时还要及时进行信息披露并报国家发改委备案。

由此可见，债券持有人会议制度细则的差异主要存在于银行间和交易所市场，下文将对两者对持有人会议的规定进行全面的比较。表 2-1 给出了银行间和交易所市场债券持有人会议的召集人以及召集情形。

表 2-1 银行间与交易所市场债券持有人会议的召集人与召集情形

	银行间市场	交易所市场
召集人	召集人原则上为本期债务融资工具的主承销商，发行文件另有约定的除外；召集人不能履行或者不履行召集职责的，单独或合计持有 30% 以上同期债务融资工具余额的持有人、发行人、提供信用增进服务的机构均可以自行召集持有人会议，履行召集人的职责。	受托管理人为召集人；在债券受托管理人应当召集而未召集债券持有人会议时，单独或合计持有本期债券总额 10% 以上的债券持有人有权自行召集债券持有人会议。
召集情形	(1) 发行人发行的债务融资工具或其他境内外债券的本金或利息未能按照约定按期足额兑付； (2) 发行人拟转移债务融资工具清偿义务； (3) 发行人拟变更债务融资工具信用增进安排，或信用增进安排、提供信用增进服务的机构偿付能力发生重大不利变化； (4) 发行人拟减资、合并、分立、解散，申请破产、被责令停产停业、被暂扣或者吊销许可证、暂扣或者吊销执照； (5) 发行人因拟进行的资产出售、转让、无偿划转、债务减免、会计差错更正、会计政策（因法律、行政法规或国家统一的会计制度等要求变更的除外）或会计估计变更等原因可能导致发行人净资产减少单次超过最近一期经审计净资产的10%或者24个月内累计超过净资产（以首次导致净资产减少行为发生时对应的	(1) 拟变更债券募集说明书的约定； (2) 拟修改债券持有人会议规则； (3) 拟变更债券受托管理人或受托管理协议的主要内容； (4) 发行人不能按期支付本息； (5) 发行人减资、合并、分立、解散或者申请破产； (6) 保证人、担保物或者其他偿债保障措施发生重大变化； (7) 发行人、单独或合计持有本期债券总额10%以上的债券持有人书面提议召开； (8) 发行人管理层不能正常

	银行间市场	交易所市场
	最近一期经审计净资产为准)的10%，或者虽未达到上述指标，但对发行人营业收入、净利润、现金流、持续稳健经营等方面产生重大不利影响； (6) 发行人发生可能导致其丧失对重要子公司实际控制权的情形； (7) 发行人拟进行重大资产重组； (8) 拟解聘、变更受托管理人或变更涉及持有人权利义务的受托管理协议条款； (9) 单独或合计持有30%以上同期债务融资工具余额的持有人书面提议召开； (10) 发行文件中约定的其他应当召开持有人会议的情形； (11) 法律、法规及相关自律规则规定的其他应由持有人会议做出决议的情形。	履行职责，导致发行人债务清偿能力面临严重不确定性，需要依法采取行动的； (9) 发行人提出债务重组方案的； (10) 债券募集说明书约定的其他应当召开债券持有人会议的情形^①； (11) 发生其他对债券持有人权益有重大影响的事项。

资料来源：中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会。

由表 2-1 可知，银行间市场交易商协会与证监会（沪深交易所）对债券持有人会议的召集人与召集情形的规定存在较大的差异。交易所市场已明确受托管理人是持有人会议召集的第一责任人，而银行间市场在引入了受托管理人制度后，仍然沿用了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》2013 年修订稿中的规定，即非金融企业债务融资工具的主承销商为召集持有人会议的第一责任人。主承销商和受托管理人均均为债券存续期管理过程中的重要中介机构，但前者从事实利益关系上与发行人密切相关，而后者则从机制设计上代表投资者，银行间和交易所市场在召集人方面的差异性设定，说明了两市场对持有人会议制度的设计基础有所区别。

而在法定必须召开债券持有人会议的情形方面，除了发行人的实质违约行为，银行间和交易所市场所规定的主要是涉及发行人偿债能力发生重大变化的事项。从大体上看，两个分割市场所关注的重要事项大体相同，但仍有一定差异，具体如下：

①对于发行人的违约行为，银行间交易商协会不仅考虑了本期债券的实质违

^① 中国证监会 2015 年 1 月 15 日发布的《公司债券发行与交易管理办法》所规定的召集债券持有人会议的情形中，并未包含“募集说明书约定的其他应当召开债券持有人会议的情形”。但沪深交易所于 2018 年 12 月 7 日分别对交易所公司债券上市规则进行了修订，并在召集债券持有人会议的情形中补充了该条款。

约行为，还考虑了发行人其他境内外债券的违约行为，即交叉违约机制。

②银行间市场对发行文件的规定较为严格，而交易所市场则允许召开持有人会议修改债券募集说明书和持有人会议规则。

③银行间市场引入了具有类似限制性条款的事项，对发行人偿债能力和持有人权益产生重大影响的事项作了更为细致的说明，涉及到的事项包括资产出售、会计差错更正、会计估计变更等；而交易所市场对发行人管理层能否正常履职进行了重点关注。

④对于其他相关方提议召开持有人会议的情形，银行间市场规定了单独或合计持有 30%以上同期债务融资工具余额的持有人书面提议召开的情形，而交易所市场则规定了单独或合计持有本期债券总额 10%以上的债券持有人书面提议召开的情形，后者还赋予了发行人提议召开持有人会议的权利。

召开持有人会议的法定情形进一步体现了不同分割市场持有人会议规则设计的差异。对于银行间市场，投资者提议召开持有人会议的难度相对较大，因此需要发行人具有更优秀的契约精神与自律性；而在交易所市场中，投资者提议召开持有人会议的难度相对较低，有利于保护投资者合法权益的同时也要求受托管理人具有更高的素质以及执业能力。

表 2-2 进一步给出了银行间和交易所市场债券持有人会议的召集程序、表决权、决议生效条件和约束力。首先，从持有人召集程序来看，银行间和交易所市场的召集程序基本一致，但交易所市场允许召集人可以在有利于持有人权益保护的情况下，紧急召集持有人会议。其次，从持有人会议表决权来看，银行间和交易所市场的规定已达成高度一致，即发行人及其关联方不具有表决权。再次，在持有人会议决议生效条件方面，银行间和交易所市场均规定，持有人会议对表决事项作出决议须经过 50%以上具有表决权的持有人同意方可生效。但银行间市场对持有人会议本身能否生效亦作出了相关规定，并专门规定了部分事项必须作为特别议案进行表决，决议必须经 90%以上具有表决权的持有人同意方可生效^①。

^① 《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》2019 年修订稿规定，发行人应在发行文件中约定下列事项为**特别议案**：

(1) 变更债务融资工具发行文件中与本息偿付相关的发行条款，包括本金或利息金额、计算方式、支付时间、信用增进协议及安排；

最后，在持有人会议决议约束力方面，银行间市场仅规定发行人和相关机构必须对相应的持有人会议决议进行答复，而交易所市场则规定，债券持有人会议通过的决议对所有债券持有人均有同等约束力。

表 2-2 银行间与交易所市场债券持有人会议的召集程序、表决权、决议生效条件和约束力

	银行间市场	交易所市场
召集程序	召集人应当至少于持有人会议召开日前 10 个工作日在交易商协会认可的渠道披露召开持有人会议的公告；应当至少于持有人会议召开日前 7 个工作日将议案发送至持有人；召集人应当在不晚于会议召开前 3 个工作日将最终议案发送至持有人及相关机构，并披露最终议案概要。	召集人应当至少于持有人会议召开日前 10 个交易日发布召开持有人会议的公告， 召集人认为需要紧急召集持有人会议以有利于持有人权益保护的除外 。会议拟审议议案应当最晚于债权登记日前公告。
会议表决权	债务融资工具持有人及其授权代表行使表决权，所持每一债务融资工具最低面额为一表决权。未出席会议的持有人不参与表决，其所持有的表决权数额计入总表决权数额。发行人及其重要关联方持有债务融资工具的，应主动向召集人表明关联关系，并不得参与表决，其所持有的表决权数额不计入总表决权数额。	债券持有人进行表决时，每一张未偿还的债券享有一票表决权。债券持有人为发行人、发行人的关联方或债券清偿义务承继方的，应当回避表决。
决议生效条件	除法律法规另有规定或发行文件另有约定外，出席持有人会议的债务融资工具持有人所持有的表决权数额应超过本期债务融资工具总表决权数额的 50% ， 会议方可生效 ；持有人会议决议应当由持有本期债务融资工具表决权超过总表决权数额 50% 的持有人同意后方可生效； 针对特别议案的决议 ，应当由持有本期债务融资工具表决权超过总表决权数额 90% 的持有人同意后方可生效。	债券持有人会议对表决事项作出决议，经超过持有本期未偿还债券总额且有表决权的 50% 的债券持有人同意方可生效。债券持有人会议规则另有约定的，从其约定。
决议约束力	发行人应对持有人会议决议进行答复，决议涉及提供信用增进服务的机构、受托管理人或其他相关机构的，上述机构应进行答复。持有人会议所审议通过的决议对本期债务融资工具持有人，具有同等效力和约束力。	债券持有人会议通过的决议，对所有债券持有人均有同等约束力。

资料来源：中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会。

综合上述分析，结合表 2-1 与 2-2 可知，银行间和交易所市场的债券持有人

- (2) 新增或变更发行文件中的选择权条款、投资人保护机制或投资人保护条款；
- (3) 解聘、变更受托管理人或变更涉及持有人权利义务的受托管理协议条款；
- (4) 同意第三方承担债务融资工具清偿义务；
- (5) 授权他人代表全体持有人行使相关权利；
- (6) 其他变更发行文件中可能会严重影响持有人收取债务融资工具本息的约定。

会议的召开事项均以影响偿债能力的重大事项为主,但从规则设计上存在重大差异。银行间市场持有人会议制度的规则总体上更有利于发行人,其召集人为与发行人有直接利益关系的主承销商,书面要求召开持有人会议的最低持有人占比较高。与之相对,交易所市场持有人会议制度的规则总体上更有利于持有人,其召集人为直接代表投资者利益的受托管理人,允许有利于持有人权益保护的情况下紧急召开持有人会议。

2.2.2 债券持有人会议制度的困境

当发行人偿债能力发生不利变化时,债券持有人会议召开机制被触发,由此形成集体议事表达自身合理意愿的平台,持有人与发行人就重大事项进行协商,审议相关议案,以期对发行人形成约束,进而推动风险事件的化解和处理。然而,就债券持有人会议制度在中国的实践来讲,仍存在方方面面的问题,并没有从根本上形成有效保护投资者合法权益的作用。一言以蔽之,债券持有人会议制度目前正陷入了形式大于实质的困境之中。经过梳理,债券持有人会议制度的困境来源于以下三个方面:

(一) 有关债券持有人会议制度的立法层次过低

中国证监会于 2003 年 8 月发布的《证券公司债券管理暂行办法》首次将债券持有人会议制度引入中国债券市场。此后,持有人会议制度随着债券市场的发展不断完善。但是长期以来,债券持有人会议制度的立法层次一直停留在部门规章层面。直至 2019 年 12 月全国人大常委对《证券法》进行第二次修订后,债券持有人会议制度才在这一事关证券发行与交易的基本法中确定下来。至此,交易所公司债券持有人会议有了真正的上位法依据。然而,作为公司制度的基本法,《公司法》仍并没有对持有人会议制度作出规定。从法理角度上来讲,交易所公司债券持有人会议制度的上位法依据仍未得到充分完善。

对银行间市场而言,持有人会议制度立法层次过低问题仍没有根本进展。目前,持有人会议制度的细则由交易商协会制定,属于组织的自律规则,而其依据的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》亦属于中国人民银行的部门规章。因此,银行间市场的持有人会议制度还缺乏相关的上位法依据。

（二）持有人会议决议对发行人的约束力不明确

近年来，债券违约现象频发，债券市场中召开持有人会议亦开始变得频繁。然而，从持有人会议实践来讲，决议对发行人并没有形成真正的约束力。从内容上来讲，现实中持有人会议提案主要是要求发行人增加担保、不得逃废债以及加强信息披露等，这些提案基本上都可以得以通过，但其决议的有效性并没有在募集说明书中约定。由上一点可知，无论是银行间还是交易所市场，债券持有人会议的上位法依据均有所不足。这就导致了并没有实质性的法律法规条文约束发行人必须履行债券持有人会议的决议。而从现行的部门规章或组织自律规则来讲，其也仅仅要求发行人或担保机构等相关方必须对持有人会议决议进行回复，或是规定由受托管理人监督发行人履行持有人会议决议。由此可见，在法律法规缺位和募集说明书等发行文件缺乏前置约定的情况下，持有人会议制度决议难以形成有效约束，最终只能依赖发行人的契约精神与自律性。

（三）缺乏救济机制使得个体利益与集体利益失衡

债券持有人会议决议的约束力有两个方面，一个是对发行人的约束力，一个是对持有人的约束力。对于后者，银行间和交易所市场均规定持有人会议所审议通过的决议对本期所有持有人具有同等效力和约束力。这意味着，无论是未出席会议的持有人，还是无表决权的持有人，抑或是出席会议但反对议案和放弃投票权的持有人，均受到会议决议的约束。在明确集体决策程序的前提下，现行规定却缺乏了少数个体的利益救济制度，使得持决议反对意见的个体利益得不到保障。为了维护自身利益，少数个体只能诉诸法院以求得公平。尽管持有人个体，尤其是反对持有人的少数个体，是否有权依据中国民事诉讼法、仲裁法、破产法等规定单独申请司法程序，采取与集体决议不符甚至相反的行动，相关法律制度没有明确规定，但总体上来讲，个体申请司法程序乃基于法律规定，是持有人的法定权利，部门规章和行业自律规则对个体行为的限制，无法及于司法行为。当少数个体的诉讼行为出现时，债券持有人会议制度的功能则开始丧失。

2.3 受托管理人制度在中国的实践

2.3.1 受托管理人制度的现状分析

受托管理人制度源自英美法系国家，后经法律移植推广至全球，对于债券投资者保护产生深远影响。随着债券市场的不断发展，中国同样引入了受托管理人制度。与债券持有人会议制度类似，由于不同分割市场对应着不同的监管主体，因此受托管理人制度也存在一定的差异。

（一）受托管理人制度体系概述

2007年8月中国证监会发布了《公司债券发行试点办法》，正式在交易所公司债券市场中引入受托管理人制度，并明确了受托管理人维护债券持有人利益的基本责任。在刚性兑付打破之后，证监会于2015年先后发布了《公司债券发行与交易管理办法》和《公司债券受托管理人执业行为准则》，再次确认并强调了受托管理人制度的作用，并对受托管理人的权利义务进行了更细致的规定。随着债券违约现象逐渐常态化，为进一步加强受托管理人处理违约风险的核心地位，中国证券业协会于2017年3月出台了《公司债券受托管理人处理公司债券违约风险指引》，将发行人违约分为了预计违约和实质违约两个阶段，对不同阶段受托管理人的行动提供了指导^①。

而在银行间市场中，保护投资者合法权益的职责长期由持有人会议承担，而这显然难以满足完善债务融资工具存续期管理和违约处理相关制度的要求。因此，银行间市场交易商协会于2019年12月27日出台了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具受托管理人业务指引（试行）》，由此受托管理制度开始正式引入银行间市场。

（二）不同分割市场受托管理人制度差异比较

与债券持有人会议制度类似，不同分割市场环境下受托管理人制度存在较大的差异，机构在开展受托管理业务时，必须有所区分。下文将对银行间和交

^① 沪深交易所分别于2017年3月和2018年2月出台了《上海/深圳证券交易所公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》和《关于进一步加强债券存续期信用风险管理工作有关事项的通知》，进一步加强了对受托管理人的指导。

易所市场受托管理人制度的设计进行全面的比较。表 2-3 给出了不同市场环境下受托管理人的适当性要求与利益冲突防范机制。从受托管理人的适当性要求来看，银行间交易商协会和证监会（沪深交易所）普遍认可主承销商和金融资产管理公司担任受托管理人的资质，但对其他机构的规定上存在较大的差异。在银行间市场中，具备受托管理人适当性的还包括已取得债务融资工具承销商业业务资质的信托公司以及具备债务融资工具业务经验的律师事务所等机构。而反观交易所市场，符合受托管理人适当性要求的还有其他经中国证监会认可的机构，但必须是中国证券业协会会员，由此排除了信托公司和律师事务所。由此可见，交易商协会对受托管理人的适当性要求偏向于其在存续期内的两个方面能力：（i）通过类似信托的方式管理和处理债券的能力；（ii）依法依规履行受托管理义务，在发生实质违约后通过诉讼程序维护持有人合法权益的能力。相对而言，限于证监会（沪深交易所）对受托管理人的资质要求，交易所市场受托管理人的执业能力更多体现于主承销商所具备的持续督导能力。事实上，交易所市场公司债券的受托管理人基本由主承销商兼任。

表 2-3 银行间和交易所市场受托管理人的适当性要求与利益冲突防范机制

	银行间市场	交易所市场
适当性要求	1. 以下机构可以向交易商协会备案成为受托管理人： （1）债务融资工具的主承销商； （2）持有金融许可证的金融资产管理公司； （3）已取得债务融资工具承销商业业务资质的信托公司； （4）具备债务融资工具业务经验的律师事务所及其他专业机构。 2. 为本期债务融资工具提供担保的机构以及为发行人提供法律服务的律师事务所，不得担任本期债务融资工具的受托管理人。	1. 受托管理人应当为中国证券业协会会员。以下机构可以担任受托管理人： （1）本次发行公司债券的承销机构； （2）其他经中国证监会认可的机构。 2. 为本次发行提供担保的机构不得担任本次债券发行的受托管理人。自行销售的发行人不得担任本次债券发行的受托管理人。
利益冲突防范机制	1. 机构开展受托管理业务应当由专门团队和人员负责，并在受托管理业务与其他业务之间建立利益冲突管理机制： （1）机构应当对其他各项业务活动中可能与受托管理业务存在的利益冲突进行识别、评估，并通过完善内部控制、建立“防火墙”等措施进行管理和防范； （2）机构的受托管理业务应当与债券承销、债券交易、投资、贷款业务之间，在组	1. 对于债券受托管理人在履行受托管理职责时可能存在的利益冲突情形及相关风险防范、解决机制，发行人应当在债券募集说明书及债券存续期间的信息披露文件中予以充分披露，并同时在债券受托管理协议中载明。

	银行间市场	交易所市场
	组织架构、人员设置、业务操作流程等方面进行有效隔离。 2. 机构已经采取相关措施，但仍难以避免利益冲突的，相关方应当在受托协议中载明受托管理人的利益冲突情形、利益冲突风险防范和解决机制，并在发行文件和存续期信息披露文件中予以披露。	

资料来源：中国证监会、中国银行间市场交易商协会。

对于银行间市场，尽管《银行间债券市场非金融企业债务融资工具受托管理人业务指引（试行）》于 2020 年 7 月 1 日开始正式实施，但从交易商协会公布的首批受托管理人名单可知，符合资质要求的四大类机构均榜上有名。由此可以预见的是，在现行规则体系下，银行间和交易所市场受托管理人的执业能力建设可能会存在方向性的分化。

在利益冲突防范机制方面，交易商协会作了更为细致的规定，主要体现在其设置了内部控制和“防火墙”隔离的实质性要求，并重点规定了对债券承销和受托管理业务在组织架构、人员设置、业务操作流程等方面必须进行有效隔离。而在交易所市场中，利益冲突防范机制仅仅体现在募集说明书和存续期信息披露文件的相关披露，事实上仅为名义性要求。

表 2-4 给出了银行间和交易所市场受托管理人的职责和权利。从受托管理人的权利来看，两个分割市场均规定了受托管理协议中必须保证为履行受托管理义务而必需的知情权、持有人名册和登记信息查询权。除此之外，银行间和交易所市场均允许受托管理人接受全部或部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼、参与重组或者破产的法律程序。由此可见，银行间和交易所市场对受托管理人依法律法规和受托管理协议享有的权利事项已基本达成一致。

表 2-4 银行间和交易所市场受托管理人的职责与权利

	银行间市场	交易所市场
职责	1. 受托管理人应当按照规定及受托协议的约定履行受托管理职责，包括但不限于： （1）管理及处理担保物； （2）代表持有人参与债务重组； （3）代表持有人申请财产保全、提起诉讼或仲裁；	1. 持续关注发行人的资信状况，监测发行人是否出现证监会认定的重大事项。 2. 持续关注公司债券增信机构的资信状况、担保物价值和权属情况以及内外部增信机制、偿债保障措施的实施

	银行间市场	交易所市场
	(4) 代表持有人参与破产程序； (5) 受托协议中约定的其他职责。 2. 针对交易商协会认定的重要事项披露受托管理实务报告。 3. 受托管理人应当参加本期债务融资工具持有人会议，及时了解持有人会议召开情况。	情况，并按照受托协议的约定对上述情况进行核查。 3. 持续督促发行人履行信息披露义务。 4. 至少提前二十个工作日掌握公司债券还本付息、赎回、回售、分期偿还等的资金安排，督促发行人按时履约。 5. 针对证监会认定的重要事项披露临时受托管理实务报告，发生触发债券持有人会议情形的，召集债券持有人会议，并监督相关各方严格执行债券持有人会议决议，监督债券持有人会议决议的实施。 6. 建立对发行人的定期跟踪机制，监督发行人对公司债券募集说明书所约定义务的执行情况，并在每年6月30日前向市场公告上一年度的受托管理事务报告。
权利	1. 可以接受全部或部分债务融资工具持有人的委托，代表持有人参与债务重组，督促发行人、主承销商及相关机构开展债务重组工作，或以自己名义代表债务融资工具持有人申请财产保全措施、提起诉讼或仲裁、参与破产等司法程序。 2. 对履行受托管理职责所需的信息享有知情权。发行人、主承销商及其他中介机构应按照受托管理人的要求及时提供其履行受托管理职责所必需的信息和材料。 3. 为履行受托管理职责，代表债务融资工具持有人查询持有人名册和相关登记信息。 4. 按照受托协议的约定收取受托管理报酬以及因履行受托管理职责而产生的费用。	1. 可以接受全部或部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼、参与重组或者破产的法律程序。 2. 受托管理人对于为履行受托管理职责所需的相关信息享有知情权，但应当依法保守所知悉的发行人商业秘密等非公开信息。 3. 受托管理人为履行受托管理职责，有权代表债券持有人查询债券持有人名册及相关登记信息，专项账户中募集资金的存储与划转情况。 4. 有权按照受托协议的约定，收取公司债券受托管理费用及受托协议约定的其他费用。

资料来源：中国证监会、中国银行间市场交易商协会。

而在受托管理人的职责方面，银行间和交易所市场的规定有显著的差异。具体来看，两者均认为在发行人偿债能力出现重大变化或发生实质违约时，受托管理人应负有信息披露和代表持有人参与违约处理的义务。但银行间市场受托管理人的角色定位与主承销商已进行了明确的区分，在受托管理人负有的法定义务中并没有强调对发行人的持续督导。结合受托管理人的适当性管理可以发现，主承

销商与受托管理人可以不必是同一机构，甚至不必是同一类型的机构。角色定位上的区分有助于银行间市场中介机构的各司其职，避免利益冲突，从而更充分地发挥受托管理人在处理违约风险过程中的核心作用。而对于交易所市场，受托管理人的部分义务与主承销商高度重合，如持续关注发行人的资信状况和持续督促发行人履行信息披露义务等。这一规定使得公司债券由主承销商兼任受托管理人才能符合成本最小化原则，这也和交易所市场实际情况相符。

2.3.2 受托管理人制度的不足之处

受托管理人制度旨在借助专业化、独立性的第三方力量对公开发行债券的公司进行监督，以解决分散化的债券持有人采取集体维权行动而产生的高额成本和低效率问题。从作用来讲，受托管理人制度与持有人会议制度相辅相成，并逐渐成为债券违约处理的核心。鉴于上一节所总结归纳的持有人会议困境，债券市场的投资者乃至监管机构都对受托管理人存在厚望。然而，就中国债券市场而言，受托管理人制度仍存在诸多不足之处，主要体现为以下两点：

（一）法律关系不明确导致角色定位不清晰

中国关于受托管理人制度始于证监会于 2003 年 8 月公布的《证券公司债券管理暂行办法》所规定的债券代理人制度。从性质上看，债权代理人与债券持有人之间是委托代理关系，没有体现出主动管理的思维。2007 年 8 月，证监会出台《公司债券发行试点办法》，首次正式提出债券受托管理人制度，使制度正式从“代理”向“受托”的方向转变，即从思路上开始向信托法模式靠近。近年来，受托管理人制度不断完善，受托管理人的权利也开始逐步明确。事实上，无论是银行间还是交易所市场，受托管理人均可以接受全部或部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼、参与重组或者破产的法律程序，这一规定也得到了《关于审理债券纠纷相关案件的座谈会纪要（征求意见稿）》的确认。由此，受托管理人的这一关键权利有了司法保护。然而，至此为止法律法规仍然没有对受托管理协议的法律关系进行清晰的界定，现行规定既没有将其认定为信托关系，也不视为一般意义上的委托代理关系，而是处于两者间的模糊地带。这一“举棋不定”的监管心态使得受托管理人与债券持有人之间法律关系不明确，

由此导致了受托管理人角色定位的不清晰,这使得受托管理人制度的实际效果与监管机构、市场的预期相差甚远。实务中,债券受托管理人的很多行为都必须基于持有人的委托和授权,特别是在债券违约后,诸多应急事项,比如申请保全和诉讼,都必须基于债券持有人的委托。而受制于持有人会议规则,这就导致实务中很多受托管理人难以及时启动相关维权措施,最终导致持有人的利益无法得到及时有效的保护。

(二) 利益冲突问题没有得到有效解决

除了法律关系不明确之外,利益冲突是受托管理人制度的又一根本问题。从债券发行的实务来讲,受托管理人一般由发行人聘任,双方签订受托管理协议,投资者认购或持有债券则视作同意受托管理协议。由于持有人并没有选择受托管理人的权利,因此对受托管理人的客观中立性有极高的要求。而在现行规定中,受托管理人的适当性要求主要体现在其专业性,而非客观中立性,这就导致中国债券市场的受托管理人制度存在潜在的利益冲突问题,而这一点在交易所市场中尤为明显。事实上,具备特定专业知识和商业技能的金融机构或律师事务所本应有公平竞争的机会成为交易所市场的受托管理人,但信托公司、商业银行及其他金融机构因不是证券业协会会员,则被现行监管政策排除在外。交易所市场对受托管理人的资质要求,再加上受托管理人与主承销商的职责高度重合,导致现行规定事实上鼓励主承销商兼任受托管理人。潜在的利益冲突,使得受托管理人履职时存在行为失当的可能性,这与受托管理人的设计初衷明显不符。

2.4 本章小结

本章首先从利益冲突的视角,在理论上重新审视了债券持有人会议和受托管理人制度的设计背景,主要分为两个方面:一是债券持有人作为债权人,其与发行人股东之间本身存在的利益冲突难以避免;二是债券持有人相对于其他类型债权人存在更严重的信息不对称、契约不完备和投资者高度分散性。由此,本章认为,债券持有人会议和受托管理人制度的存在是必要的。

进一步,本章对债券持有人会议和受托管理人制度的现状进行了分析。由于中国债券市场存在明显的分割,本章重点对银行间和交易所市场的相关规则和设

定进行了比较，并试图总结不同分割市场监管机构的监管态度，由此得到两点核心结论：（1）从规则设计的角度来讲，银行间和交易所市场的持有人会议制度存在较大的差异，银行间市场相关规则总体上更有利于发行人，而交易所市场相关规则更有利于持有人；（2）银行间和交易所市场对受托管理人的角色定位和能力要求存在显著差异，前者更加重视受托管理人进行债券资产管理和实质违约阶段法律诉讼的专业化能力，并对利益冲突防范机制作出了实质性要求。

通过对两种制度现状的梳理，本章还分别总结了持有人会议制度的困境与受托管理人制度的不足之处。对于持有人会议制度，债券持有人会议制度的困境来源于以下三个方面：（1）有关债券持有人会议制度的立法层次过低；（2）持有人会议决议对发行人的约束力不明确；（3）缺乏救济机制使得个体利益与集体利益失衡。而对于受托管理人制度，其不足之处主要体现为两点：（1）法律关系不明确导致角色定位不清晰；（2）利益冲突问题没有得到有效解决。

第三章 违约事后处理的方式及回收率

随着债券市场违约现象的常态化，违约处理的机制建设已经迫在眉睫。《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》指出，中国须进一步强化国家经济安全保障，实施金融安全战略，完善债务风险识别、评估预警和有效防控机制，健全债券市场违约处理机制，推动债券市场统一执法，严惩逃废债行为。^①从作用机理来看，债券违约事后处理机制的畅通，有助于加快债券市场出清，防止由于单个企业违约导致的区域或板块系统性风险，同时也为未来探索中国式高收益债券市场提供更强的可行性。

在归纳总结债券违约事后处理方式之后，可进一步考察影响违约公募债券回收率的因素。根据统计结果，截至 2021 年 4 月 7 日，公募债券市场违约事后回收率约为 11.18%。从违约处理方式的分类来看，可具体分为场外处理和场内处理两种模式，下文将针对这两种模式进行具体分析。需要说明的是，鉴于私募信用债（包括交易所私募债和银行间市场非金融企业定向工具）的信息披露要求较低，因此本章将针对公募债券进行分析，从而保证数据及相关资料统计的准确性和一致性。

3.1 无担保债券的违约处理

对于无担保债券的违约处理，其具体方法可主要分为自主协商、第三方代偿和债务重组。^②在一般情况下，当发行人偿债意愿和偿债能力比较高时，发行人和债券持有人可以在政府和中介机构的协调下达成有限度的一致意见；而当发行人偿债能力已基本丧失时，债券持有人可采用司法诉讼或仲裁方式对债券本息进行强制回收。下面将分别对自主协商和司法诉讼两种方式进行分析。

^① 详见《国民经济和社会发展第十四个五年规划》第 15 篇 53 章。

^② 此处所指的债务重组不包括进入破产程序后的债务重整。

3.1.1 自主协商

2021年4月13日，国务院印发了《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，其中强调要健全市场化、法治化的债务违约处理机制，鼓励债务人、债权人协商处理存量债务。尽管《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》主要针对的是国有企业，但是相关表述已经明确了政府和监管部门对建设市场化和法治化违约处理机制的决心。而从债券的内涵属性来看，其“债”性本质上仍然属于商事契约的范畴，因此这也使得多元化的自主协商成为违约事后处理的重要方式。事实上，债券违约处理是一种典型的契约化处理，债券持有人的诉求主要在于债券本息的最终兑付，强调发行人与持有人沟通违约救济的可行性。根据《公司信用类债券信息披露管理办法》的规定，债券募集说明书中应当披露投资者保护机制，明确披露债券违约事件的定义、触发条件、违约责任、应急事件及债券违约的救济机制和处理程序、不可抗力、弃权、争议解决机制等。前文已分析债券契约存在不完备性，其在订立过程中更多是偏向于发行人的立场，合格投资者在收到要约后并不具备实质性的商讨权，因此具备极强的“单向性”特征。因此，一旦债券发生违约，必须从机制设计上允许发行人和持有人自行协商，行使持有人的商讨权利。自主协商的方式和结果主要依赖于发行人和持有人的不断博弈，根据债券市场违约处理的经验，主要可以分为发行人自筹、第三方代偿和债务重组三种方式。

（一）发行人自筹

发行人自筹是指企业通过自身信用、抵押自有资产或当地政府协调从商业银行及其他金融机构等多种渠道再融资，如珠海中富实业股份有限公司、亚邦投资控股集团有限公司、南京雨润食品有限公司等；抑或是处理自有资产、向下游企业追索应收账款及其他债权等方式回笼资金，如珠海中富实业股份有限公司、内蒙古奈伦集团股份有限公司等。截至2021年4月7日，在已确定处理方式的违约债券样本中，公募债券市场共有39期违约债券合计19个发行人选择了自筹资金进行处理，平均本金回收率为50.82%。其中，涉及到11个发行人的18期债

券通过发行人自筹的方式实现了本息的全额回收。^①详情如下表：

表 3-1 使用发行人自筹方式进行违约处理的统计（截至 2021 年 4 月 7 日）

违约发行人	涉及债券	首次违约时间	回收期限（天）	违约本金规模（亿元）	本金回收率	违约处理方式	是否完成处理
珠海中富实业股份有限公司	12 中富 01	2015/05/25	155	5.9	100.00%	自筹-抵押 自有资产筹资	是
	12 珠中富 MTN1	2017/03/28	65	5.9	100.00%	自筹-转让 子公司股权	是
中国中钢股份有限公司	10 中钢债	2015/10/19	732	20	100.00%	自筹-股票 质押	是
亚邦投资控股集团有限公司	15 亚邦 CP001	2016/02/14	25	2	100.00%	自筹-江苏 信托支持	是
	15 亚邦 CP004	2016/09/29	176	2	100.00%	自筹-江苏 信托支持	是
淄博宏达矿业有限公司	15 宏达 CP001	2016/03/08	3	4	100.00%	自筹	是
南京雨润食品有限公司	15 雨润 CP001	2016/03/17	14	5	100.00%	自筹-联主 民生银行提供流动性	是
	13 雨润 MTN1	2016/05/13	3	10	100.00%	自筹-抵押 土地贷款	是
中煤集团山西华昱能源有限公司	15 华昱 CP001	2016/04/06	7	6	100.00%	自筹-中煤 集团内部借款	是
内蒙古奈伦集团股份有限公司	11 蒙奈伦债	2016/05/04	733	8	100.00%	自筹-资产 转让	是
四川省煤炭产业集团有限责任公司	15 川煤炭 CP001	2016/06/15	42	10	100.00%	自筹-兄弟 国企委贷	是
	10 川煤债	2018/10/15	7	3.5	100.00%	自筹-兄弟 国企委贷	是
中国城市建设控股集团有限公司	12 中城建 MTN1	2016/11/28	2	10	0.00%	自筹	否
	11 中城建 MTN1	2016/12/09	--	15.5	0.00%	自筹	否
	12 中城建 MTN2	2016/12/19	--	10	0.00%	自筹	否
	16 中城建 MTN001	2017/03/01	--	18	0.00%	自筹	否
	15 中城建 MTN001	2017/07/14	--	18	0.00%	自筹	否
内蒙古博源控股集团有限公司	16 博源 SCP002	2017/02/03	161	8	100.00%	自筹	是
信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司	13 弘昌燃气债	2017/06/19		7	--	自筹	否
金鸿控股集团股份有限公司	15 金鸿债	2018/08/23	473	8	35.00%	自筹	否
	16 中油金鸿 MTN001	2019/01/15	639	8	52.50%	自筹	否
	18 民生投资 SCP004	2019/04/22	2	15	100.00%	自筹	是

^① 需要注意的是，本节所统计的样本是指已经实际开展工作或至少明确了以自筹资金方式进行兑付的违约债券。

违约发行人	涉及债券	首次违约时间	回收期限(天)	违约本金规模(亿元)	本金回收率	违约处理方式	是否完成处理
中国民生投资股份有限公司	18 民生投资 SCP005	2019/05/28	2	15	100.00%	自筹	是
	18 民生投资 SCP006	2019/08/26	3	8	100.00%	自筹	是
	18 民生投资 SCP007	2019/07/18	5	14.6	100.00%	自筹	是
广东东方锆业科技股份有限公司	12 东锆债	2019/10/08	3	1.16	10.00%	自筹	否
天广中茂股份有限公司	16 天广 01	2019/10/28	35	12	0.00%	自筹	否
三胞集团有限公司	12 三胞债	2019/03/19	2	5.5	31.27%	自筹	否
	16 三胞 02	2019/07/01	--	7.3	0.00%	自筹	否
	16 三胞 05	2019/11/18	--	7.7	0.00%	自筹	否
新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司	17 兵团六师 SCP001	2018/08/13	2	5	100.00%	自筹	是
康美药业股份有限公司	15 康美债	2020/02/03	30	24	大于 25.666%	自筹、折价兑付	是
	18 康美 MTN001	2021/03/22	--	10	0.00%	自筹	否
	18 康美 MTN002	2021/03/29	--	10	0.00%	自筹	否
北京桑德环境工程有限公司	17 桑德工程 MTN001	2020/03/06	188	1	2.00%	自筹、展期	否
	20 桑德工程 EN001	2020/06/08	--	4	0.00%	自筹	否
	18 桑德工程 MTN001	2020/6/30	--	5	0.00%	自筹	否
	19 桑德工程 SCP001	2020/11/20	--	5	0.00%	自筹	否

数据来源：Wind，联合资信专题报告，根据公开资料自行整理。

注：12 中城建 MTN1 于 2016 年 11 月 30 日兑付了逾期利息，但违约本金偿还尚无进展；13 弘昌燃气债个人投资者部分获得兑付；15 康美债采取了自筹与折价兑付的方式相结合进行违约处理，但本金回收率无法通过兑付方案准确计算；12 川煤炭 MTN1 发行人已进入破产重整程序。

从违约发行人的企业类型来看，大部分采取自筹资金方式的为非国有企业，其中以民营企业为主，占比约为 63%。从必要性来看，相对国有企业，民营企业的融资门槛和成本均较高，正常经营时期的融资渠道已经很狭窄，债务危机一旦爆发只会加速外部融资路径的断绝。而民营企业除非规模特别大、业绩非常突出、直接影响当地就业和经济，否则很难像国有企业一样获得来自政府或者国有资金的直接援助。此外，民营企业往往是实际控制人长期辛苦经营的成果，实际控制

人一般倾向于保留对企业的控制权，尤其是未来仍有增长潜力的企业仍需在债券市场上保持较为良好的形象，因此恶意逃废债的动机较低，多数企业违约之后仍然具有较强的偿还意愿。综合上述因素，民营企业在债券违约后往往选择自筹资金进行偿还。

而对于可行性，从过往经验来看，民营企业债券违约的原因通常包括两个方面：（1）管理层盲目自信进行过度扩张，投资风格过于激进，导致经营业绩恶化；（2）现金流管理粗放，未预期到的突发事件导致融资渠道受阻。从这两方面来看，民营企业信用风险具有一定的突发性，诸多民企在违约时的经营状况并未到山穷水尽的地步，只是由于无法像国企一样拥有便利的融资渠道和来自政府的信誉背书，更容易发生现金流断裂爆发债务危机。违约后的民企如能适当调整经营策略、合理处理资产、解决公司治理问题，若再遇上行情回暖等契机，依然具备依靠自身经营扭转局势的可能。事实上，部分民营企业仍拥有一部分优质资产可供抵押、变现或者用于恢复盈利能力，因此具有自筹资金的客观条件。从统计来看，选择自筹资金进行违约处理的发行人中，最终实现全额兑付的主要也为民营企业，占比约为 64%。但必须注意到的是，采用发行人自筹方式进行违约处理且有实质进展的民营企业占全部违约民营发行人的比例较低，约为 3%。由此可见，民营企业在违约后仍有筹集资金能力的比例非常低。

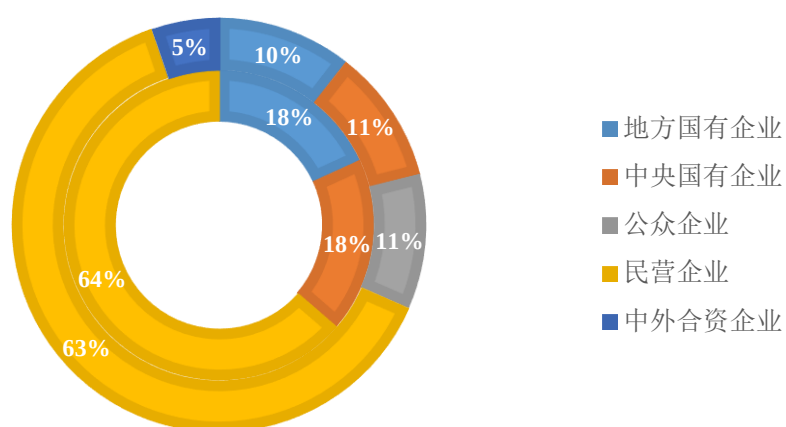


图 3-1 公募债券市场中选择自筹方式处理违约债券的发行人公司属性

注：外圈为通过发行人自筹方式处理的情况统计，内圈为通过发行人自筹方式处理成功的情况统计。

而反观国有企业，其在违约后采取自筹资金并有实质进展的代表性发行人仅有四川省煤炭产业集团有限责任公司、中煤集团山西华昱能源有限公司、新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司以及中国中钢股份有限公司。究其原因，主要是近年来违约的国企发行人经营和盈利状况较差，资产的价值往往估值较低。此外，国有企业处理资产还可能涉及到国有资产流失的问题，相关处理工作难以实现完全的市场化。同时，在刚性兑付打破后，银行风控日趋严格，政府对国企融资的协调难度越来越大。因此，国企违约发行人选择自筹资金偿付并有实质进展的情况较少。

（二）第三方代偿

债券发生违约后，若发行人已无法通过自行筹集资金进行偿付，则可考虑由第三方代偿。特别说明的是，本节所指的第三方代偿并不是有担保情形下的担保代偿，代偿方为债券发行文件中并未约定的第三方。从理论上讲，可对违约进行代偿的对象涵盖了发行人的母公司、控股股东、实际控制人、其他关联方等，同时也包括了发行人所在地政府控股的其他国有企业。目前，债券违约发生后利用第三方代偿的方式进行兑付的案例较少，共涉及到 4 期债券合计 4 个发行人，代偿人分别为发行人的母公司、控股股东和实际控制人。列示如下表。

表 3-2 使用第三方代偿方式进行违约处理的统计（截至 2021 年 4 月 7 日）

违约发行人	涉及债券	首次 违约时间	回收期限 (天)	违约规模 (亿元)	本金回收率	违约处理方式	是否完 成处理
中科云网科技集团股份有限公司	12 湘鄂债	2015/04/07	336	4.02	100.00%	第三方代偿、资产重组、自筹	是
中国第二重型机械集团有限公司	12 二重集 MTN1	2015/09/15	101	10	100.00%	股东代偿代偿	是
国机重型装备集团股份有限公司	08 二重债	2015/10/14	72	3.1	100.00%	母公司股东代偿	是
华盛江泉集团有限公司	12 江泉债	2017/03/13	729	1.77	100.00%	地方政府垫支	否

数据来源：Wind，联合资信专题报告，根据公开资料自行整理。

注：国机重型装备集团股份有限公司即原二重集团（德阳）重型装备股份有限公司；另外，山东山水水泥集团有限公司曾由股东代偿 15 山水 SCP001、15 山水 SCP002 的利息，但由于不涉及本金偿付，所以并未统计到上表中。

在上表案例中，国机重型装备集团股份有限公司（简称“二重重装”）发行的企业债“08 二重债”和中国第二重型机械集团有限公司（简称“二重集团”）

发行的中期票据“12 二重集 MTN1”均由实际控制人中国机械工业集团有限公司（简称“国机集团”）代偿。但具体来看，国机集团为两者代偿的背景是二重重装和二重集团已经过预重整，^①为避免二重集团、二重重装进入正式重整程序后导致企业债和中期票据被动纳入重整程序的重组范围，经银行间市场交易商协会、中国人民银行与国机集团充分协商，在确保二重集团、二重重装不涉及个别清偿的前提下，由国机集团单方采取“先收购后代偿”的方式化解企业债和中期票据的违约危机。通过上述方式，在重整程序初期，国机财务公司、国机集团先后成为了企业债和中期票据的持有人和代偿人，最终由国机集团以代偿人的身份向二重集团、二重重装管理人依法申报了债权，实现了将企业债和中期票据的妥善处理与重整程序充分协调的目标。需要注意的是，尽管二重集团、二重重装进入了重整程序以处理债务，但是上述分析表明“08 二重债”和“12 二重集 MTN1”并不属于重整范围，因此本节将其处理方式认定为“第三方代偿”。

对于地方政府作为代偿人而言，其是否应该或以何种方式安排资金来兑付违约债券仍存在争议。^②2017 年 3 月 13 日，华盛江泉集团有限公司（简称“华盛江泉”）发行的企业债“12 江泉债/江泉暂停”未能按时兑付回售本金，构成实质违约。据报道，华盛江泉危机爆发后，临沂银监分局金融办和各家银行即派出代表和市政府进行了对接。最终，华盛江泉的危机由政府垫支暂时过渡。从动机来看，当地政府对华盛江泉债务危机的救助，可能是因为华盛江泉处于当地互保圈的核心，其违约会产生连锁反应。

然而，近年来债券市场违约的现象有明显的增加，涉及的规模也越来越大。在经济新常态下，部分地区财政收支增速处于不平衡状态，地方政府面对巨额的

^① 按照世界银行的标准，债务重整大约有以下几种模式，一个是庭外重组，没有司法干预的，例如中钢集团；第二是纯司法重整，例如无锡尚德和海鑫钢铁。两种模式各自具备优缺点。目前市场已探索出一种将庭外重组和庭内重整相结合的模式，即庭外重组向庭内重整转换，程序前后可做到顺利衔接。在该案例中，二重集团、二重重装与金融机构进行了庭外重组谈判，并达成了框架性金融债务重组方案。进入重整后，法院在司法框架范围内，尽可能推动维持了重组方案确定的原则，依法合规纳入重整计划，得到了金融债权人的认可。

^② 《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》强调：“强化国有企事业单位监管，依法健全地方政府及其部门向企事业单位拨款机制”。这说明，即使是国有企业，政府对其的资金支持在未来可能会受到更严格的限制。

违约债务亦有心无力。另外，从示范效应的角度来讲，地方政府对国有企业违约债券进行代偿将向债券市场输送错误的信号，引发一系列不良反应，这也与打破刚性兑付和建立市场化和法治化债券违约处理机制的原则相悖。事实上，临沂政府为华盛江泉垫支回售款后并未彻底化解其债务危机，华盛江泉于 2019 年 3 月 12 日仍无法足额兑付剩余本金，违约部分已与银行间投资者协商，采取分三次延期支付的方式进行处理。华盛江泉案例的后续情况说明，政府直接救助并非长久之计，违约处理最终仍要走向市场化和法治化。

（三）债务重组

债务重组在法律上并不是一个严格的概念，其是发行人与持有人博弈得到的一种结果。根据《企业会计准则第 12 号——债务重组》的规定，债务重组是指当债务人发生财务困难，无法按原定条件偿还债务时，债权人按照其与债务人达成的协议或者法院的裁定做出让步的事项。从目的来看，发行人为了避免进入正式的破产程序，通常会在债券违约后与持有人进行协商，调整债券契约中的一些基本条款。债务重组常见的方式包括以资产清偿债务、债务转为资本以及修改债务条件，其中修改债务条件主要有豁免债务（减少债务本金、降低利率、免去应付未付利息）、延长兑付期限、追加担保等形式。从市场上的相关案例来看，债务重组主要通过修改债务条件来实施，主要为豁免债务和延长兑付期限。需要特别说明的是，本节所称的债务重组不包含进入司法程序后的破产重整。经整理，可得到截至 2021 年 4 月 7 日前采用债务重组方式进行违约处理的案例如下表：

表 3-3 使用债务重组方式进行违约处理的统计（截至 2021 年 4 月 7 日）

违约发行人	涉及债券	首次违约时间	回收期限（天）	违约规模（亿元）	本金回收率	违约处理方式	是否完成处理
山东山水水泥集团有限公司	15 山水 SCP001	2015/11/12	1674	20	100.00%	延长兑付期限、分期偿付；股东代偿利息	是
	13 山水 MTN1	2016/01/21	1531	18	58.06%	延长兑付期限、分期偿付	否
	15 山水 SCP002	2016/02/14	1507	8	63.50%	延长兑付期限、分期偿付、股东代偿利息	否
	14 山水 MTN001	2017/02/27	1128	10	53.20%	延长兑付期限、分期偿付	否
	14 山水 MTN002	2017/05/12	1054	12	93.83%	延长兑付期限、分期偿付	否
中国中钢股份有限公司	10 中钢债	2015/10/19	732	20	100.00%	延长兑付期限、自筹	是
	16 博源 SCP001	2016/12/05	750	11	100.00%	债务重组-信达资产收购	是

违约发行人	涉及债券	首次违约时间	回收期限(天)	违约规模(亿元)	本金回收率	违约处理方式	是否完成处理
内蒙古博源控股集团有限公司	12 博源 MTN1	2017/11/21	398	11	100.00%	债务重组-信达资产收购	是
	13 博源 MTN001	2018/07/18	160	8	100.00%	债务重组-信达资产收购	是
雏鹰农牧集团股份有限公司	18 雏鹰农牧 SCP001	2018/11/05	--	5	--	拟延长兑付期限、利息以实物支付	否
	18 雏鹰农牧 SCP002	2018/12/21	--	10	--	拟延长兑付期限、利息以实物支付	
	14 雏鹰债	2019/06/26	--	7.98	--	拟延长兑付期限	
中安科股份有限公司	16 中安消	2019/11/11	--	11	大于 60%	延长兑付期限、折价兑付和债务豁免	否
康美药业股份有限公司	15 康美债	2020/02/03	30	24	大于 25.666%	自筹、折价兑付	是
上海巴安水务股份有限公司	17 巴安债	2020/10/19	164	4	67.50%	延长兑付期限、场外兑付	否

数据来源：Wind，联合资信专题报告，根据公开资料自行整理。

在债务重组下，持有人通过作出一定程度的让步使得发行人的资金负担降低，有助于其走出财务困境。在上述案例中：

山东山水水泥集团有限公司（简称“山水水泥”）共有 5 期债券发生实质违约。但自 2016 年起，在市场协同、新旧动能转换的影响下，水泥市场形势好转，山水水泥通过自有的生产经营资金已于 2018 年 8 月 31 日与债券持有人达成和解，分期偿还违约债务。其中，首只违约债券“15 山水 SCP001”得以全额偿付，14 山水 MTN002 本金回收率已接近 94%，其余 3 只债券兑付比例均已超过 50%。

康美药业股份有限公司（简称“康美药业”）发行的“15 康美债”于 2020 年 2 月发生实质违约，后经持有人会议通过《关于向本期债券持有人全额支付利息，面额 50 万（含）以内部分的本金全额兑付、面额 50 万以上部分的本金按比例支付的议案》等 13 项议案，“15 康美债”得以折价兑付。从康美药业于 2020 年 3 月 2 日发布的《康美药业股份有限公司关于“15 康美债”资金发放等有关事项的公告》来看，折价兑付的最终结果为：利息全额支付、面额 50 万（含）以内部分的本金全额兑付、面额 50 万以上部分的本金按 25.666%的比例支付。

中安科股份有限公司（以下简称“中安科”）发行的“16 中安消”违约后，为维持正常经营、恢复盈利，中安科与债券持有人达成《关于债券和解方案的议案》并提出了两种和解方案：方案一为债券本金在到期兑付日后展期三

年；方案二为债券本金在到期兑付日后展期至 2021 年 1 月 10 日同时本金按六折兑付。在两种方案下，债券持有人均自动放弃债务和解协议签署前的未付债券利息及罚息，展期期间终止计算罚息。此外，中安科公告称债券持有人上海睿银盛嘉资产管理有限公司同意豁免“16 中安消”项下的债务本金 82,541,600 元。截至 2020 年 12 月 29 日，中安消与债券持有人签署债务和解协议的债券本金合计 867,510,000 元，其中方案一为 311,168,000 元，方案二为 556,342,000 元。至此，签署和解协议和债务豁免的本金达到 950,051,600 元，占发行总额约 86.37%。

上表列示了债券发生实质违约后发行人进行债务重组的案例。但随着近年来债券违约现象的常态化，发行人、持有人和中介机构的风险意识均在不断增强，因此在大部分即将违约的债券可做到风险提前预警。部分预计违约的发行人会配合主承销商和受托管理人等中介机构在到期前（行权前）提前与债券持有人沟通，试图进行债务重组。从现有市场案例情况来看，上述情形主要以展期为主，详细见下表。

表 3-4 展期样本统计（截至 2021 年 4 月 7 日）

发行人	涉及债券	展期日债券余额（亿）	展期方式
渤海租赁股份有限公司	19 渤海租赁 SCP002	5	未到期前持有人会议通过展期
广东太安堂药业股份有限公司	16 太安债	9	未到期前持有人会议通过展期
河南能源化工集团有限公司	20 豫能化 CP001	5	到期日后持有人会议豁免违约并展期；分期兑付
康美药业股份有限公司	18 康美 01	15	未到期前持有人会议通过部分兑付和展期
河南盛润控股集团有限公司	16 盛润债	6.36345	付息日前与持有人沟通签订展期协议，场外兑付
华晨电力股份公司	16 华晨 01	20	到期日公告展期
华闻传媒投资集团股份有限公司	17 华闻传媒 MTN001	7	未到期前持有人会议通过展期
	18 华闻传媒 MTN001	9.1	未到期前持有人会议通过展期
新华联控股有限公司	18 新华联控 MTN001	5	未到期前持有人会议通过展期
永城煤电控股集团有限公司	18 永煤 MTN001	10	到期日后持有人会议豁免违约并展期；分期兑付
	19 永煤 CP003	5	
	20 永煤 CP001	5	
	20 永煤 SCP003	5	
	20 永煤 SCP004	5	
	20 永煤 SCP005	5	
	20 永煤 SCP006	5	
	20 永煤 SCP007	5	
永泰能源股份有限公司	16 永泰 01	7.6	未到期前持有人会议通过展期
	16 永泰 02	13.9	
	16 永泰 03	18.5	

数据来源：Wind，联合资信专题报告，根据公开资料自行整理。

上述案例中需要特别注意的是，永城煤电控股集团有限公司（简称“永煤集团”）及其控股股东河南能源化工集团有限公司（简称“豫能化”），两者发行的9期非金融企业债务融资工具均为到期日发生实质违约。经过发行人和持有人的沟通，持有人会议通过了债务重组议案，即现行兑付50%本金，剩余本金展期，展期期限与债券原期限相同。除了债务重组之外，持有人会议还豁免了债券违约。因此，根据本课题所限定的债券违约定义范围，在上述持有人会议决议项下，永煤集团与豫能化的相关债券在当前时点暂未构成实质违约。

除了展期之外，部分发行人在到期日前通过与持有人会议沟通最终确定了折价兑付的债务重组方式，典型案例为新疆金特钢铁股份有限公司（简称“新疆金特”）。新疆金特发行的一般企业债“金特暂停/13金特债”到期日为2020年5月23日，回售行权日为5月23日。2018年，由于生产经营情况存在严重的不确定性，新疆金特与持有人沟通后提出了于回售日提前到期，并全额兑付个人投资者本息、按60%兑付机构投资者本金和全额兑付机构投资者利息的方案。从新疆金特后续经营情况来看，其经营一直处于恶化状态，在折价兑付债券的7个月后又向巴州中院申请了破产重整，并于2019年4月被裁定受理。然而，新疆金特重整计划一直未能通过。2020年7月，巴州中院裁定终止重整程序，宣告新疆金特破产清算。复盘来看，新疆金特折价兑付“金特暂停/13金特债”在最大程度上保障了持有人的合法权益。

3.1.2 司法诉讼

根据《中华人民共和国企业破产法》（简称“《破产法》”），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，可由债务人或债权人向人民法院提出进入破产程序的申请。从分类来看，中国破产制度分为重整、清算与和解。在企业进入破产程序后，所有债务全部到期，破产前设置的财产保全全部解除。自“刚性兑付”打破后，违约债券发行人进入破产程序的情况日渐增多，重整、清算与和解三种类型的破产程序均有案例，其中以重整为主。下面将根据破产程序的三种类型进行详细阐述。

（一）破产重整

破产重整可由债务人或债权人向法院提出，其目的是使企业摆脱经营困境，从根本上恢复企业的生产经营和盈利能力，维持企业正常的生产经营秩序。从措施来看，破产重整可以借鉴非司法诉讼下的债务重组，手段比较丰富，遵循“法无禁止即为自由”原则。从适用情况来看，破产重整程序主要针对的是未来仍有持续经营和盈利潜力的企业。破产重整在程序上需经过相关主体申请、法院受理和裁定等环节，主要流程可见下图。从全流程来看，违约发行人破产重整仍面临较高的不确定性，在任一环节均有可能失败进入破产清算。究其原因，主要在于债权人和出资人利益难以平衡。破产重整方案一般须经过债权人会议和出资人会议表决通过，前者重点关注债务清偿方案，后者则重点关注权益调整方案。另外，债权人会议一般可分为有财产担保组和普通债权组，不同组别各自利益诉求有较大差异。

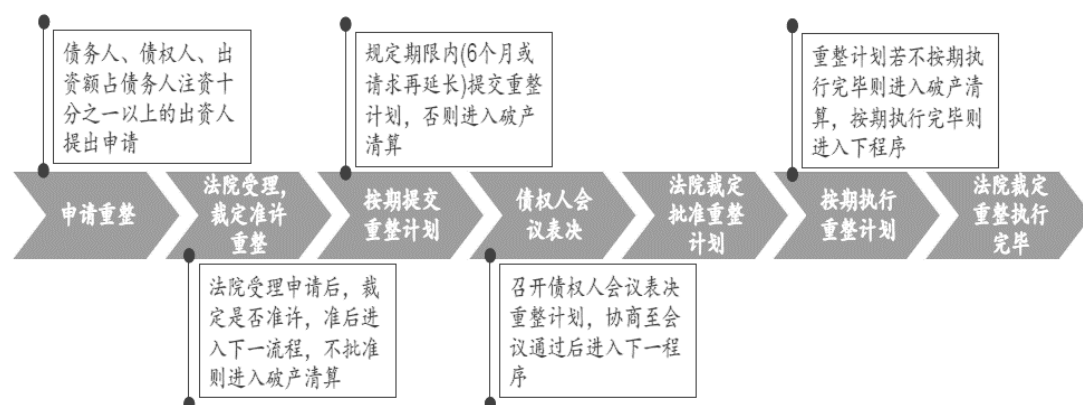


图 3-2 破产重整一般流程

从公募债券市场来看，共有 37 家违约发行人利用破产重整程序进行处理，包括已裁定受理、裁定批准重整计划以及重整计划完毕三种情形，具体可见下表。从已裁定的重整计划来看（包括正在执行和执行完毕，部分重整计划未公开披露），破产重整下的回收率不确定性较高，均值为 30.46%。但考虑到样本中包含了“11 超日债”这一特殊案例，在样本量较小的情况下容易产生较大偏差。因此，将“11 超日债”案例剔除后，破产重整回收率约为 24.66%。

表 3-5 破产重整样本统计（截至 2021 年 4 月 7 日）

第三章 违约事后处理的方式及回收率

违约发行人	首次违约时间	涉及债券	违约规模 (亿元)	受理时间	计划批准 时间	回收期限 (天)	本金回 收率	是否 完成 处理
协鑫集成科技股份有限公司	2014/03/05	11 超日债	10.00	2014/06/26	2014/10/28	292	100.00%	是
保定天威集团有限公司	2015/04/21	11 天威 MTN2	15.00	2016/01/08	2020/04/10	--	预估 15.02%	否
	2016/02/24	11 天威 MTN1	10.00					
保定天威英利新能源有限公司	2015/10/13	10 英利 MTN1	3.57	2020/07/09	2020/11/13	--	--	否
	2016/05/12	11 威利 MTN1	14.00					
东北特殊钢集团股份有限公司	2016/03/28	15 东特钢 CP001	8.00	2016/10/10	2017/08/21	533	大于 22.09%	是
	2016/04/05	15 东特钢 SCP001	10.00			525		
	2016/04/12	13 东特钢 MTN2	8.00			518		
	2016/05/05	15 东特钢 CP002	7.00			495		
	2016/09/26	15 东特钢 CP003	7.00			351		
	2016/10/10	13 东特钢 MTN1	14.00			337		
四川省煤炭产业集团有限责任公司	2017/05/15	12 川煤炭 MTN1	5.00	2020/06/11	2020/12/23	--	预计大于 35%	否
大连机床集团有限责任公司	2016/12/12	16 大机床 SCP001	5.00	2017/11/10	2019/04/19	--	大于 2.67%	否
	2016/12/29	15 机床 CP004	5.00					
	2017/01/16	16 大机床 MTN001	4.00					
	2017/02/07	16 大机床 SCP003	5.00					
	2017/02/13	16 大机床 SCP002	5.00					
	2017/07/31	15 机床 MTN001	4.00					
五洋建设集团股份有限公司	2017/08/14	15 五洋债	8.00	2018/12/03	--	--	0.00%	否
	2017/08/14	15 五洋 02	5.60					
丹东港集团有限公司	2017/10/30	14 丹东港 MTN001	10.00	2019/04/04	2019/12/31	1158	大于 10%	是
	2018/01/29	16 丹港 01	20.00			1067		
	2018/01/30	16 丹港 02	5.50			1066		
	2018/03/12	15 丹东港 MTN001	10.00			1025		
	2018/03/13	13 丹东港 MTN1	9.00			1024		
亿阳集团股份有限公司	2018/01/27	16 亿阳 01	2.09	2019/03/21	2020/05/29	--	--	否
	2018/02/28	16 亿阳 03	7.55					
	2018/04/17	16 亿阳 04	12.10					
	2018/07/03	16 亿阳 05	3.26					
凯迪生态环境科技股份有限公司	2018/05/07	11 凯迪 MTN1	6.57	2021/03/15	--	--	0.00%	否
	2018/09/05	H6 凯迪 01	8.00					
	2018/09/05	H6 凯迪 02	2.00					
	2018/11/19	H1 凯迪债	11.80					
	2018/12/13	H6 凯迪 03	6.00					
中融双创(北京)科技集团有限公司	2018/06/13	16 长城 01	6.00	2018/11/09	2019/12/24	--	大于 20%	否
	2018/09/11	16 长城 02	5.97					
永泰能源股份有限公司	2018/07/05	17 永泰能源 CP004	15.00	2020/09/25	2020/12/26	--	大于 20.78%	是
	2018/08/01	18 永泰能源 CP003	10.00					
	2018/08/03	17 永泰能源 MTN001	10.00					
	2018/08/03	17 永泰能源 MTN002	10.00					
	2018/08/03	13 永泰债	35.90					
	2018/08/07	18 永泰能源 CP002	10.00					

第三章 违约事后处理的方式及回收率

违约发行人	首次违约时间	涉及债券	违约规模(亿元)	受理时间	计划批准时间	回收期限(天)	本金回收率	是否完成处理
	2018/08/07	17 永泰能源 CP006	8.00					
	2018/08/07	17 永泰能源 CP005	10.00					
	2018/08/07	17 永泰能源 CP007	10.00					
	2018/10/22	15 永泰能源 MTN001	14.00					
	2018/11/27	15 永泰能源 MTN002	14.00					
	2019/01/22	18 永泰能源 CP001	10.00					
	2019/04/04	18 永泰能源 MTN001	5.00					
	2020/09/25	16 永泰 01	7.60					
	2020/09/25	16 永泰 03	18.50					
	2020/09/25	16 永泰 02	13.90					
吉林利源精制股份有限公司	2018/09/25	H4 利源债	7.40	2020/11/05	2020/12/11	--	--	否
新光控股集团 有限公司	2018/09/25	15 新光 01	20.00	2019/04/25	--	--	0.00%	否
	2018/09/25	17 新光控股 CP001	10.00					
	2018/10/22	15 新光 02	20.00					
	2018/10/29	17 新光控股 CP002	10.00					
	2018/11/21	18 新光控股 CP001	7.10					
	2018/11/23	11 新光债	16.00					
安徽盛运环保 (集团)股份有限 公司	2018/10/09	18 盛运环保 SCP001	2.00	2021/01/05	--	--	0.00%	否
	2018/11/27	H7 盛运 01	4.55					
宁夏上陵实业 (集团)有限公司	2018/10/15	12 宁夏上陵债	5.00	2018/12/19	--	--	0.00%	否
山东大海集团 有限公司	2018/11/26	17 大海 01	5.00	2018/11/26	2019/12/04	--	--	否
山东金茂纺织 化工集团有限 公司	2018/11/26	14 鲁金茂 MTN001	10.00	2018/11/26	2019/12/04	--	--	否
	2018/11/26	16 金茂 01	3.15					
	2018/11/26	15 金茂债	1.25					
洛娃科技实业 集团有限公司	2018/12/06	17 洛娃科技 CP001	3.00	2019/05/13	--	--	0.00%	否
	2018/12/24	18 洛娃科技 MTN001	3.00					
	2018/12/25	15 洛娃 01	10.00					
	2018/12/25	16 洛娃 01	10.00					
	2018/12/25	17 洛娃 01	12.00					
	2019/05/13	16 洛娃科技 MTN001	4.50					
银亿股份有限 公司	2018/12/24	H5 银亿 01	3.00	2020/06/23	2020/12/15	--	--	否
	2019/06/21	H6 银亿 04	7.00					
	2019/07/11	H6 银亿 05	4.00					
	2019/08/19	H6 银亿 07	4.00					
河南众品食品 股份有限公司	2019/01/07	H16 众品 2	0.16	2020/06/12	--	--	0.00%	否
	2019/04/11	H16 众品 1	5.00					
河南众品食品 有限公司	2019/01/18	17 众品 MTN001	5.00	2020/06/12	--	--	0.00%	否
国购投资有限 公司	2019/02/01	16 国购 01	5.00	2020/06/12	--	--	0.00%	否
	2019/03/18	16 国购 02	6.60					
	2019/03/26	18 国购 04	1.00					
	2019/03/26	18 国购 01	5.00					
	2019/03/26	18 国购 03	1.12					

第三章 违约事后处理的方式及回收率

违约发行人	首次违约时间	涉及债券	违约规模(亿元)	受理时间	计划批准时间	回收期限(天)	本金回收率	是否完成处理
	2019/03/26	18 国购 02	4.78					
	2019/07/25	16 国购 03	8.40					
山东胜通集团股份有限公司	2019/03/15	16 胜通 01	11.70	2019/03/15	2020/05/31	--	--	否
	2019/03/15	16 胜通 03	9.60					
	2019/03/15	17 胜通 01	8.70					
	2019/03/15	16 胜通 MTN001	4.50					
	2019/03/15	17 胜通 MTN002	5.00					
	2019/03/15	17 胜通 MTN001	5.00					
东辰控股集团有限公司	2019/03/15	16 东辰 01	6.77	2019/03/15	2020/06/09	--	预计 4.29%	否
	2019/03/15	18 东辰 01	3.00					
	2019/03/15	17 东辰 01	2.00					
精功集团有限公司	2019/07/15	18 精功 SCP003	10.00	2019/09/17	--	--	0.00%	否
	2019/08/16	18 精功 SCP004	3.00					
	2019/09/17	17 精功 MTN001	10.00					
安徽省华安外经建设(集团)有限公司	2019/07/15	16 皖经 02	73.74	2020/12/25	--	--	0.00%	否
	2019/09/09	16 皖经 03	30.00					
	2019/09/23	16 皖经建 MTN001	15.00					
	2019/12/24	18 皖经建 MTN003	10.00					
	2020/01/16	18 皖经建 MTN001	3.80					
	2020/03/30	16 皖经 01	5.00					
	2020/03/30	18 皖经建 MTN002	4.94					
沈阳机床(集团)有限责任公司	2019/07/17	15 沈机床 MTN001	5.00	2019/07/17	2019/11/16	502	30.00%	是
沈阳机床股份有限公司	2019/08/16	15 沈机床股 MTN001	5.00	2019/07/17	2019/11/16	472	30.00%	是
青海盐湖工业股份有限公司	2019/09/30	H2 盐湖 01	26.74	2019/09/30	2020/01/20	203	大于 60%	是
	2019/09/30	15 盐湖 MTN001	20.00			203		
	2019/09/30	16 青海盐湖 MTN001	15.00			203		
郴州市金贵银业股份有限公司	2019/11/03	14 金贵债	6.85	2020/11/05	2020/12/16	424	46.09%	是
贵人鸟股份有限公司	2019/12/03	14 贵人鸟	6.47	2020/12/08	2021/04/27	--	--	否
北大方正集团有限公司	2019/12/02	19 方正 SCP002	365.40	2020/02/19	--	--	0.00%	否
	2020/02/19	19 方正 CP001	20.00					
	2020/02/19	18 方正 12	30.00					
	2020/02/19	18 方正 MTN001	12.00					
	2020/02/19	18 方正 13	12.00					
	2020/02/19	19 方正 MTN001	20.00					
	2020/02/19	19 方正 MTN002	14.00					
	2020/02/19	18 方正 MTN002	15.50					
	2020/02/19	18 方正 09	14.00					
重庆力帆控股有限公司	2020/01/15	18 力控 01	20.00	2020/08/11	2020/11/30	--	0.00%	否
力帆科技(集团)股份有限公司	2020/03/16	16 力帆 02	5.30	2020/08/21	2020/12/01	329	--	是

违约发行人	首次违约时间	涉及债券	违约规模(亿元)	受理时间	计划批准时间	回收期限(天)	本金回收率	是否完成处理
中国吉林森林工业集团有限责任公司	2020/05/18	15 森工集 MTN001	10.00	2020/05/18	2020/12/31	--	0.00%	否
华晨汽车集团控股有限公司	2020/11/20	H18 华汽 2	5.00	2020/11/20	--	--	0.00%	否
	2020/11/20	H18 华汽 3	20.00					
	2020/11/20	H18 华汽 1	15.00					
	2020/11/20	H19 华集 1	10.00					
	2020/11/20	H19 华汽 2	10.00					
	2020/11/20	H19 华汽 1	11.00					
	2020/11/20	H17 华汽 1	20.00					
	2020/11/20	H20 华集 1	7.00					

注：由于海航集团有限公司合并破产重整一案涉及多个发债企业，目前仍处于受理阶段，未有实质进展，此处暂不列示。

从破产重整的具体计划来看，普通债权受偿方案一般可分为两个部分：（1）小额债权，一般以现金清偿部分；（2）大额债权，以多样化方式清偿。

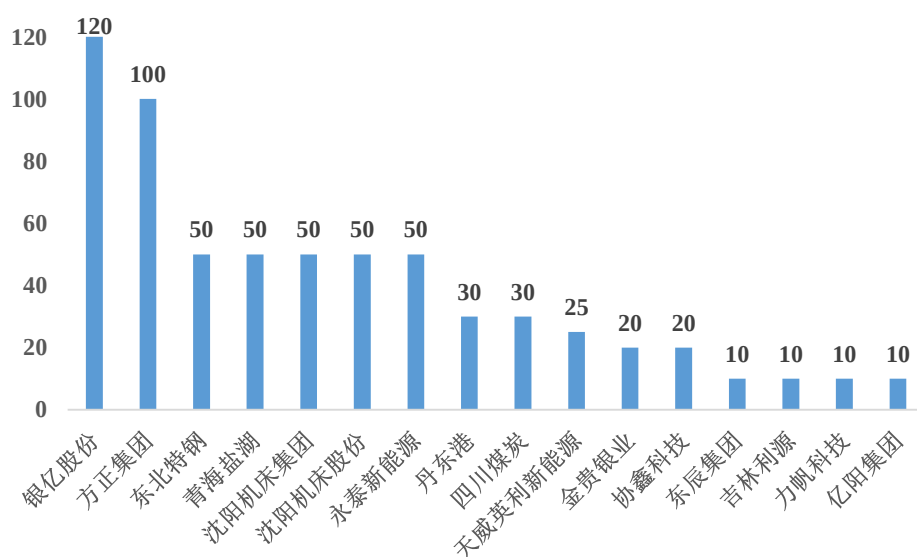


图 3-3 破产重整计划小额债权分界线 (单位: 万元)

小额债权的设置主要是为了保护中小投资者，而分界线的具体设置则是结合了违约发行人的偿债能力、重整投资者的支持力度等多个方面因素。通过对公开资料的整理，可得到上图 16 家违约发行人破产重整计划中小额债权的分界线，最小值为 10 万元，共有东辰控股集团有限公司、吉林利源精制股份有限公司、力帆科技（集团）股份有限公司、亿阳集团股份有限公司 4 家；最大值为 120 万元，共有银亿股份有限公司 1 家。

对于大额债权组而言，其受偿方式则较为灵活和多样化，较为常见的为留债展期、以股抵债、债务豁免以及设置信托计划等，偿付时间包括一次性清偿和分期清偿，多种方式相互结合，从而满足不同风险偏好、流动性偏好的投资者实际需求。从实操来看，违约发行人重整计划可能将为大额债权组提供多个受偿方案。例如，四川省煤炭产业集团有限责任公司为大额债权人提供的清偿方案为 30 万元以下（含）全部现金清偿，30 万元以上部分可选择：（1）按 20.139%比例 10 年内分 7 期清偿，剩余部分债转股；（2）按 35%比例在 12 个月内现金清偿，其余豁免。此外，部分重整计划还进一步将大额债权组细分，实现差异化受偿。例如，青海盐湖工业股份有限公司对大额债权组受偿方案为 50 万元以下（含）全额现金清偿，50 万元以上区分银行和非银行债权人：（1）非银行类普通债权可选择留债或以股抵债方式进行清偿；（2）银行类普通债权留债额度视非银类债权的选择情况而定，剩余部分以股抵债；沈阳机床（集团）有限责任公司和沈阳机床股份有限公司对大额债权组受偿方案为 50 万元以下（含）全额现金清偿，50 万元以上区分金融债权和非金融债权：（1）金融债权以 5%比例留债，剩余部分每 100 元普通债权预计可分得约 2.91 股沈机股份的股票；（2）非金融债权部分可按 15%清偿比例一次性现金清偿，或者按 30%比例在三年内清偿。此外，对于违约发行人有权属瑕疵或诉争未决的资产，可设置信托计划进行后续处理。例如，北大方正集团有限公司在重整草案中还设置了以债权人作为受益人的信托计划，以处理有权属瑕疵或诉争未决的资产，从而实现对债权人的补充分配。

（二）破产和解

破产和解由债务人提出，其目的是为了消极地避免债务人受破产宣告或受破产分配的结果，主要通过债权人和面临被宣告破产的债务人之间就减免债务数额及延缓债务履行期限达成和解协议的方式实现。与破产重整侧重于积极拯救不同，破产和解可采取措施比较单一，主要依靠债权人的让步来达成一致。另外，《破产法》规定经法院裁定认可的和解协议，对债务人和全体和解债权人均有约束力。从定义来看，和解债权人是指法院受理破产申请时对债务人享有无财产担保债权的人。因此，在无担保的信用债发生违约后，若企业进入破产程序，则债券持有人自动涵盖在和解债权人范围之内。但目前来讲，采用破产和解进行违约处理的

案例较少。^①

西王集团有限公司（简称“西王集团”）是中国公募债券市场依托破产和解的方式大规模、集中化解决违约债券的首个案例，和解方案涉及现金清偿、分期偿付、债转股等多样化方式。西王集团受行业景气度下行及所担保公司山东齐星集团债务危机影响，2017 年以来已逐渐融资困难，流动性紧张。2019 年 10 月后，西王集团发行的非金融企业债务融资工具、一般公司债和私募债共 8 期（18 西王 CP001、16 西王 07、15 西王 01、18 西王 CP002、19 西王 SCP001、19 西王 SCP002、16 西王 01、19 西王 SCP003）发生实质违约。债券违约发生后，西王集团组建了债券和解领导小组，拟定债务和解方案并积极与各主要债权人协商沟通。在基本取得主要债权人的支持后，西王集团正式向山东省邹平法院提交债务和解方案，申请破产和解。邹平法院于 2020 年 2 月裁定受理西王集团的和解申请，并于 4 月裁定认可西王集团《西王集团有限公司和解协议》（简称“《和解协议》”）。根据《和解协议》，普通债权经法院裁定确认后，每家债权人在 20 万元以下（含）的债权部分，按照 100%的比例一次性全额现金清偿；20 万元以上的债权部分，可在两种方案中选择一种按照相应的期限和方式获得清偿。其中，方案一为 20 万元以上的债权部分 50%在六年内分四次以现金清偿，剩余 50%进行债转股；方案二为 20 万元以上的债权部分 100%在十年内分八次以现金清偿。截至 2020 年末，西王集团完成了 20 万元以下的债权人债券的全额现金清偿工作，方案一涉及的债权人已根据和解协议完成了方案项下涉及的债券转为股权相关程序。

除了西王集团的案例之外，北京华业资本控股股份有限公司亦打算通过破产和解的方式来处理债券违约，但其于 2019 年 9 月 5 日向北京中院提交的破产和解申请并未被受理。

（三）破产清算

破产清算可由债务人或债权人向法院提出，通过法院宣告债务人破产后，由破产管理人对破产财产进行清算、评估和处理，并按照《破产法》规定的程序和

^① 需要注意的是，前述案例中山东山水亦与债券持有人签订了和解协议，但该项和解协议并非破产程序下法院认可的和解协议，其仅为发行人和持有人债务重组的一种方式。

分配规则对破产财产进行分配，最终债务人不复存在。由于直接对破产财产进行清算将使得债权人受偿率较低，因此企业一般不会直接进入破产清算程序。从实践来看，大部分资不抵债的企业将首先进入重整程序，只有重整计划未获批准，法院裁定终止重整程序并宣告债务人破产时，企业才最终进入破产清算程序。由此可见，破产清算的适用范围主要是经营已出现不可逆转的恶化，已完全失去通过重整或和解而继续生存可能性的企业。目前，市场违约案例中明确进行破产清算的违约发行人为富贵鸟股份有限公司（简称“富贵鸟”）、上海华信国际集团有限公司（简称“沪华信”）和铁牛集团有限公司（简称“铁牛集团”）。

表 3-6 进入破产清算程序的违约发行人及涉及债券统计

违约发行人	涉及债券	首次违约时间	违约规模 (亿元)	本金回收率	是否完成处理
富贵鸟股份有限公司	14 富贵鸟	2018/04/23	21	2.1385%	是
上海华信国际集团有限公司	17 沪华信 SCP002	2018/05/21	20	0	否
	17 沪华信 MTN001	2018/06/21	25	-	
	17 沪华信 SCP003	2018/06/25	20		
	17 沪华信 SCP004	2018/07/30	20		
	17 沪华信 SCP005	2018/08/20	21		
	17 华信 Y1	2018/09/03	10		
	16 申信 01	2018/09/10	0		
	17 沪华信 MTN002	2018/09/25	25		
	15 沪华信 MTN001	2018/11/05	20		
	17 华信 Y2	2018/11/19	30		
	15 华信债	2018/12/05	30		
	18 沪信 01	2019/01/22	10		
	18 沪信 02	2019/02/12	5		
铁牛集团有限公司	18 铁牛 01	2020/08/31	2	-	否
	18 铁牛 02	2020/08/31	17.2		

受服装行业持续低迷影响，富贵鸟业绩亏损且存在大额违规担保和资金拆借等情况，偿债能力恶化。2018 年 4 月，由于富贵鸟未能按期兑付“14 富贵鸟”回售本息构成实质违约，债券受托管理人国泰君安证券以富贵鸟不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力，但仍有重整价值为由提出重整申请。2018 年 7 月 26 日，泉州中院裁定受理重整申请。由于富贵鸟破产重组计划（草案）对普通债权人的现金清偿比例较低，导致两次重整计划草案均未获得债权人通过。破产管理人随后向法院申请强制批准富贵鸟重整计划（草案），但由于富贵鸟存在恶意减少债务人财产以及其他显著不利于债权人的行为，并且重整价值及挽救可能性较低，泉州中院于 2019 年 8 月 23 日驳回申请，富贵鸟重整失

败，进入破产清算程序。此后，富贵鸟债权人会议先后通过了两次财产分配方案并得到了泉州中院的裁定认可，“14 富贵鸟”作为普通债权获得的清偿比例分别为 1.8096%和 0.3289%，合计 2.1385%。其中，第二次暨最后分配已于 2020 年 9 月 25 日完成。

富贵鸟系中国公募债券市场中首个破产重整失败后进行破产清算的违约发行人，对债券违约处理具有典型的示范作用。除了富贵鸟之外，沪华信和铁牛集团亦是近年来新增的破产清算案例。其中，铁牛集团情况与富贵鸟较为相似，均为破产重整失败后进入破产清算程序。受汽车行业持续低迷，行业内部竞争激烈，自身品牌竞争力不足等因素影响，2019 年铁牛集团业绩巨幅亏损，偿债能力恶化，且公司存在债务负担较重、债务期限结构不合理等现象，2020 年 8 月法院裁定受理了铁牛集团的破产重整申请，铁牛集团的两期一般公司债“18 铁牛 01”、“18 铁牛 02”提前到期未兑付，构成实质违约。2020 年 12 月 18 日，法院认为铁牛集团已经严重资不抵债，且无继续经营的能力，缺乏挽救可能性，终止铁牛集团重整程序并宣告铁牛集团破产。

而对于沪华信而言，其并没有经过破产重整程序，而是直接进入了破产清算程序。2018 年，受控股股东高管不能正常履职、媒体新闻负面报道等不利因素冲击，沪华信的正常生产经营受到重大影响，且频繁遭受诉讼、执行、仲裁，严重缺乏清偿能力，无力清偿对外所欠债务，导致包括超短期融资券、一般中期票据、一般公司债等多期债券陆续违约，规模合计 236 亿元。法院已于 2019 年 11 月 15 日裁定受理东莞证券股份有限公司对其破产清算申请。2021 年 4 月 7 日，法院裁定沪华信等 50 家公司进行实质合并破产清算。

3.2 有担保债券的违约处理

3.2.1 处理抵（质）押物

根据《民法典》第二编第四分编《担保物权》第三百八十六条：“担保物权人在债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现担保物权的情形，依法享有就担保财产优先受偿的权利”。截至目前，中国公募债券市场共出现了两个通过处理抵押物来偿还违约债券本息的案例，发行人分别为四川圣达集团有限公司

和银亿股份有限公司。

四川圣达集团有限公司（简称“圣达集团”）发行的“12 圣达债”于 2015 年 12 月因未按时兑付回售款和利息发生实质违约。由于其在发行条款中设置了圣达集团持有的多家公司股权为质押担保，因此拟通过处理该抵（质）押物来清偿债券本息。据 2016 年 10 月圣达集团披露的情况，预计质押物处理后回收率约为 73.00%。但截至 2019 年末，该质押处理得到的回收率仅为 13.04%。

银亿股份有限公司（简称“银亿股份”）部分债券采用处理质押物的方式进行违约处理。银亿股份由于盈利能力下滑，关联方资金占用较大，加之短期负债高企，深陷资金链危机，导致 2018 年以来多期债券违约，公司已于 2019 年被债权人申请破产重整。其中，“H6 银亿 05”、“H6 银亿 07”设置质押担保增信方式，部分质押物分别为沈阳银亿房地产开发有限公司五期北至十期 11.11%的股权、22.22%的债权，账面金额各为 1.08 亿元。银亿股份通过处理以上质押物获得沈阳项目合作公司转让股权对价款，债权人有权以该财产折价或者以拍卖、变卖价款优先受偿。截至 2019 年 12 月 20 日，银亿股份用处理款项对“H6 银亿 05”、“H6 银亿 07”分别偿付 0.41 亿元和 0.36 亿元。通过处理质押物可以在不占用自有资金的情况下补偿发行人流动性，盘活公司资产，提高违约债务偿付能力。

3.2.2 担保方代偿

根据《民法典》第二编第四分编《担保物权》第六百八十七条：“当事人在保证合同中约定，债务人不能履行债务时，由保证人承担保证责任的，为一般保证。一般保证的保证人在主合同纠纷未经审判或者仲裁，并就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务前，有权拒绝向债权人承担保证责任，但是有下列情形之一的除外：（一）债务人下落不明，且无财产可供执行；（二）人民法院已经受理债务人破产案件；（三）债权人有证据证明债务人的财产不足以履行全部债务或者丧失履行债务能力；（四）保证人书面表示放弃前款规定的权利。”

由此可见，一般保证对债权人的保护相对较弱，仅作为一种“补充责任”，只有在对债务人财产强制执行后仍不能履行债务时，才能要求一般保证人承担保

证责任。相对地，在连带担保责任保证下，只要债务人不能按时足额清偿债务，债权人既可以要求债务人履行债务，也可以要求保证人承担保证责任，对债权人保护力度相对较高。

目前，中国债券市场上主流的保证方式是连带责任担保，从理论上可以为债权人提供更强有力的保障。然而从实际情况来看，有担保的债券违约后，部分发行人依靠自筹资金方式进行处理，如前文所列举的“10 中钢债”和“12 珠中富 MTN1”；部分发行人为了避免进入破产程序由第三方代偿，如前文所列举的“08 二重债”；部分发行人的担保方自身也陷入债务危机出现债券违约无法履行担保责任，最终发行人自身进入破产重整程序，如前文所列举的“15 永泰能源 MTN001”等。因此，对于担保债券，担保方能否切实履行代偿责任实际上存在较大的不确定性，“担而不保”的风险将一直存在。

3.3 本章小结

本章首先梳理了债券违约事后处理方式，具体分为了无担保债券的违约处理和有担保债券的违约处理。对于无担保债券违约处理，进一步分为了自主协商和司法诉讼两大类，重点剖析了发行人自筹、第三方代偿、债务重组、破产重整、破产和解与破产清算等六种典型处理方式，详细分析了企业在不同情况下采取不同处理方式的动因，并对公募债券市场的案例进行了简要分析。

从自主协商的角度来看，本章阐明了债券发行过程中的“单向性”所导致的契约化处理是自主协商成为违约处理重要方式的原因。从市场案例来看，自主协商以发行人自筹和债务重组为主，前者主要包括从商业银行及其他金融机构等多种渠道再融资、处理自有资产或追索应收账款等，平均本金回收率约 50.82%；后者则主要包括资产清偿债务、债务转为资本以及修改债务条件等，平均本金回收率 81.32%。但需要注意的是，本章所指的自主协商是已经明确了处理方式下的自主协商，未明确处理方式的发行人及相关债券并未包含在统计样本之中。综合来看，采用自主协商进行处理的违约发行人尽管才发生财务危机，但是仍有较高的流动性回收能力，可以通过与持有人之间的充分沟通，避免进入破产的司法程序，相对而言本金回收率较高。

随着债券违约处理机制的健全,公募债券市场的违约处理方式开始呈现多元化的特征,尤其是在法制环境不断优化的情况下,采取司法诉讼的案例越来越多,并且近年来已相继出现违约发行人破产清算和破产和解的情况。就目前来讲,破产重整已成为司法诉讼中最重要也是最常用的处理方式,从适用情况来看,破产重整程序主要针对的是未来仍有持续经营和盈利潜力的企业。但从全流程来看,违约发行人破产重整仍面临较高的不确定性,在任一环节均有可能失败进入破产清算。在剔除特殊案例“11 超日债”后,破产重整回收率约为 24.66%。

第四章 总结与建议

4.1 基本结论

债券市场是企业直接融资的重要场所，其对实体经济的支持作用毋庸置疑。随着中国经济的持续高质量发展，债券市场也在不断完善，这不仅体现在募集资金规模的不断扩大，还体现在债券品种的创新。但从目前情况来讲，中国债券市场仍然面临着违约处理难的问题，换言之，债券违约处理机制尚未健全。基于该背景，本课题基本结论如下：

（1）对于违约的定义，巴塞尔协议对违约的界定更多偏向于商业银行贷款层面，借鉴意义有限。相对具有参考价值的是穆迪、标准普尔和惠誉三大评级机构对债券违约的界定，三大评级机构的观点大致相同，其均认为发行人未按照合同规定支付或延期支付本息属于违约行为。但从中国债券市场来看，目前监管机构、市场自律组织等参与方均未有统一的法定违约界定。本课题将发行人的违约行为限定为实质违约：发行人未按照募集说明书等发行文件约定支付本息，但经持有人会议豁免违约除外。

（2）中国债券市场当前的违约现象具有三大特征：信用风险在民营企业集聚，但国有企业违约现象有明显抬头趋势；违约行业已呈现高度分散化，但不同行业信用风险水平有较大差异；“类违约”形式日益多样化，市场已出现技术性违约、阻止回售和场外兑付等现象。基于这些典型特征，本课题发现宏观经济结构转型、供给侧结构性改革、企业经营不善与突发风险事件相叠加，是当前债券市场违约现象的重要成因。

（3）持有人会议和受托管理人制度存在的必要性主要在于：一是债券持有人作为债权人，其与发行人股东之间本身存在的利益冲突难以避免；二是债券持有人相对于其他类型债权人存在更严重的信息不对称、契约不完备和投资者高度分散性。

（4）从规则设计的角度来讲，银行间和交易所市场的持有人会议制度存在较大的差异，银行间市场相关规则总体上更有利于发行人，而交易所市场相关规

则更有利于持有人。银行间和交易所市场对受托管理人的角色定位和能力要求存在显著差异,前者更加重视受托管理人进行债券资产管理和实质违约阶段法律诉讼的专业化能力,并对利益冲突防范机制作出了实质性要求。

(5) 中国债券持有人会议制度的困境来源于以下三个方面:有关债券持有人会议制度的立法层次过低;持有人会议决议对发行人的约束力不明确;缺乏救济机制使得个体利益与集体利益失衡。而对于受托管理人制度,其不足之处主要体现在两点:法律关系不明确导致角色定位不清晰;利益冲突问题没有得到有效解决。

(6)从违约处理的市场案例来看,自主协商以发行人自筹和债务重组为主,前者主要包括从商业银行及其他金融机构等多种渠道再融资、处理自有资产或追索应收账款等,平均本金回收率约 50.82%;后者则主要包括资产清偿债务、债务转为资本以及修改债务条件等,平均本金回收率 81.32%。综合来看,采用自主协商进行处理的违约发行人尽管才发生财务危机,但是仍有较高的流动性回收能力,可以通过与持有人之间的充分沟通,避免进入破产的司法程序,相对而言本金回收率较高。

(7) 随着法制环境不断优化,采取司法诉讼的案例越来越多,破产重整已成为司法诉讼中最重要也是最常用的处理方式。从适用情况来看,破产重整程序主要针对的是未来仍有持续经营和盈利潜力的企业。但从全流程来看,违约发行人破产重整仍面临较高的不确定性,在任一环节均有可能失败进入破产清算。在剔除特殊案例“11 超日债”后,破产重整回收率约为 24.66%。

4.2 政策建议

基于本课题的研究内容和基本结论,可从三方面提出相应的政策建议,主要分为事中应急机制和事后违约处理。

4.2.1 事中应急机制

完善债券持有人会议制度,增强债券持有人会议约束力,加强中小投资者权益保护,使债券持有人会议真正成为债券投资者集体决议的平台。实践中,债券

持有人会议的运行问题主要体现在：决议对发行人约束不足并且往往服从贷款银行组成的债权人委员会的整体安排。在近期发生的、影响较为恶劣的案例中，“20永煤 SCP003”的发行人对主要贷款银行与其他债券持有人的区别对待引起广大投资者不满，放大了信任危机。“13海航债”的发行人“突击”召开债券持有人会议，债券持有人会议作用未得到有效发挥。针对这些问题，需要强调决议对发行人、破产管理人的约束力，推动发行人和主承销商主动完善持有人会议规则，并进一步规范债券持有人会议触发、召集和多层次表决等程序性机制。具体可分为以下方面：

（1）提高债券持有人会议决议的法律效力。以《公司法》和《证券法》、《破产法》等相关法律为基础，出台保护投资人通过持有人会议行使权力上的配套细则，以公司债券市场自行安排为前提，强化持有人会议触发条件、召集人、召开程序、表决比例、会议有效性以及信息披露等关键事项的底线性安排。

（2）引导债券承销机构与发行人主动在发行文件中完善债券持有人会议规则。在平衡投资人权益的保护与公司治理的独立性的前提下，紧密结合设计投资者保护条款，明确债券持有人会议的议事范围，避免投资人权利瑕疵。

（3）基于决议事项的重大性，建立分层次的持有人会议表决机制，在更大程度上体现全体投资人的共同意志，尽量避免少数人因简单“资本多数决”而在合法权益上遭受损害。

（4）研究引入异议债券持有人救济制度，与司法保持沟通，支持异议持有人针对持有人会议中程序、内容违法违规的情况提起诉讼。

健全受托管理人制度，明确受托管理人职责，支持受托管理人在违约后主动行使权利，履行职责。若受托管理人同时为债权人，可能面临较为显著的利益冲突。从现有违约案例来看，受托管理人在违约后主要履行“召集债券持有人会议”和“代表债权人提起诉讼”两种程序性措施，对发行人偿债能力的主动管理不及预期。《纪要》已经明确受托管理人具有诉讼主体资格，可对登记名下的担保物行使优先受偿权并允许证券公司以自身信用提供财产保全担保。在《纪要》的基础上，建议进一步明确受托管理人在风险排查环节的抓手作用，建立利益冲突防范机制，厘清角色定位，平衡义务与权利。具体可分为以下方面：

(1) 落实《纪要》的规定，与具有管辖权的人民法院及其他司法机关保持密切沟通，顺畅受托管理人代表投资人依法诉讼的路径，推动受托管理人代表维权的特殊机制与现行司法程序相衔接；

(2) 明确以受托管理人为抓手，定期开展存续债券全面风险排查，同时以问题、风险为导向不定期开展个券风险核查，督导发行人、受托管理人等提前做好违约风险应对；

(3) 建立利益冲突防范机制，督导受托管理人加强存续期管理过程中的利益冲突防范，以法律法规形式规定相应的防火墙机制、内部控制与业务流程等方面的具体要求；

(4) 厘清受托管理人的角色定位，适当扩大持有人会议赋予受托人处理债券违约的权限范围，支持受托管理人按照勤勉尽责的义务要求行使自由裁量权，帮助债券持有人选择较优的权利救济方式。

(5) 加强对受托管理人的资质和专业能力要求，适时扩大受托管理人的准入机构类型，鼓励持有金融许可证的金融资产管理公司、已取得债务融资工具承销业务资质的信托公司、具备公司债券业务经验的律师事务所及其他专业机构积极参与违约风险处理。

(6) 平衡受托管理人的责任与权利，一方面须进一步夯实受托管理人的责任与义务，另一方面要加强培育受托管理业务的市场化，鼓励“权责对等”、“成本与收益对等”，切实保障受托管理人的权利。

4.2.2 事后违约处理

以构建市场化、法治化的债券违约处理机制为目标，现有债券事后处理可重视以下几点：

健全监管机构的行政指导机制。监管机构以行政指导的形式引导解决债券违约，有助于防范违约个案演变成区域性、系统性的金融风险。监管机构在债券违约纠纷中主要承担沟通协商的促成者与监督者，而不进行实质性商事判断。可设置一定的“风险未决期”，双方可在合理期限达成自主和解，在自主和解不成功的情况下进入行政指导程序。行政指导机制需要逐步完善自下而上的报告审查与

指令回馈机制，即由发行人和受托管理人共同出具债券违约处理解决方案，经交易所等层级逐级上报至证监会，形成具体的回馈指导意见和措施，包括必要的担保物处理申请、各种保护性风险基金的申请（包括先行支付和直接支付程序的启动申请等）甚至破产程序申请。同时，加强证券监管机构调解机制的构建，引导更多的债券违约纠纷通过调解方式解决。

拓展纠纷解决的司法渠道，在破产程序中争取以破产和解处理债券违约。在2018年前，自主协商是债券违约处理的主要途径。近年来，司法介入债券违约处理的案例逐渐常态化，《纪要》公布后，债券违约司法程序更加明确。相关主体有必要充分重视与司法机关的沟通联系和信息共享，衔接协商流程与司法流程的关系，完善对司法流程的信息披露，并积极促成庭外调解。在多种诉讼类型中，尤为需要重视市场影响力较大的破产诉讼。若债券违约纠纷进入破产程序，破产清算使债务人遭到彻底清场，而偿债顺位不占优势的无担保债券得不到全面赔付。破产重组可以在较大程度上实现双方共赢，但成本较高。相较之下，破产和解程序在处理债券违约方面效率较高，相关主体应得到地方政府支持，积极沟通促成发行人破产和解。上市公司实施破产和解涉及到股票公开市场，需要监管机构予以高度关注。

探索建立违约债券交易市场，支持在平等协商、自愿的基础上通过债券置换、展期等方式进行债务重组，拓展第三方支持化解处理渠道。债券违约后持有人无法交易转让，只能被动等待兑付处理的局面往往使信用风险变为流动性风险。在交易所层面可探索特定债券转让机制和匿名拍卖机制，解决违约债券的流通问题，积极引导“秃鹫”基金等不良资产处理机构进入违约债券市场。2019年以来交易所债券购回、债券置换和债券回售转售等债务管理工具规则公布，为发行人与持有人双方在平等协商、自愿的基础上通过债券置换、展期等方式进行债务重组创造了条件，受托管理人及时做好对相关债券违约处理流程的信息披露。在拓展第三方支持化解处理渠道方面，建议预留时间窗口，积极与地方政府协调资金、地方纾困基金沟通。在推动“债转股”实施上，在非破产状态下，需要积极探索上市公司及关联公司债转股模式，提升转股效率。在破产状态下，结合司法程序轨道推动部分企业通过破产重整方式实现“债转股”。

明确中介机构责任承担范围，强化问责机制。主承销商、会计师事务所、信用评级公司等市场中介机构作为“看门人”角色的功能很多程度上决定着债券市场风险防范的基本格局。《纪要》等规则较为明确承销机构的法律责任与构成要件，但对其余中介机构责任的规定不够清晰。近期信用债违约风险集中于 AAA 级公司，违约主体多数属于评级虚高的情形，充分暴露出信用评级机构信息披露不及时、评级事后下调、评级机制不透明等问题，信用评级机制无法有效发挥提示风险的作用。在债券违约频发的背景下，有必要完善信用评级机构的追责制度，细化中介机构的责任范围，强化对责任主体的问责机制。

参考文献

- [1] Acharya, V. V., Bharath, S. T. and Srinivasan, A., Does industry-wide distress affect defaulted firms? Evidence from creditor recoveries[J], Journal of Financial Economics, 2007, 85(3): 787-821.
- [2] Altman, E., Fargher, N. and Kalotay, E., A simple empirical model of equity-implied probabilities of default[J], Journal of Fixed Income, 2011, 20(3): 71.
- [3] Bonfim, D., Credit risk drivers: Evaluating the contribution of firm level information and of macroeconomic dynamics[J], Journal of Banking & Finance, 2009, 33(2): 281-299.
- [4] Bruche, M. and Gonzalez-Aguado, C., Recovery rates, default probabilities, and the credit cycle[J], Journal of Banking & Finance, 2010, 34(4): 754-764.
- [5] Campbell, J. Y., Hilscher, J. and Szilagyi, J., In search of distress risk[J], The Journal of Finance, 2008, 63(6): 2899-2939.
- [6] Douglas, A. V., Huang, A. G. and Vetzel, K. R., Cash flow volatility and corporate bond yield spreads[J], Review of Quantitative Finance and Accounting, 2016, 46(2): 417-458.
- [7] Duffie, D., Saita, L. and Wang, K., Multi-period corporate default prediction with stochastic covariates[J], Journal of Financial Economics, 2007, 83(3): 635-665.
- [8] Giesecke, K., Longstaff, F. A., Schaefer, S. and Strebulaev, I., Corporate bond default risk: A 150-year perspective[J], Journal of Financial Economics, 2011, 102(2): 233-250.
- [9] Kuehn, L. A. and Schmid, L., Investment - based corporate bond pricing[J], The Journal of Finance, 2014, 69(6): 2741-2776.
- [10] Tang, D. Y. and Yan, H., Market conditions, default risk and credit spreads[J], Journal of Banking & Finance, 2010, 34(4): 743-753.
- [11] 陈迅、谢明希, Logistic 模型在钢铁行业上市公司信用风险识别中的应用

- [J], 统计与决策, 2009(19): 82-85。
- [12] 窦鹏娟, 新常态下中国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑[J], 法学评论, 2016(2): 143-153。
- [13] 韩鹏飞、胡奕明, 政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J], 金融研究, 2015(3): 116-130。
- [14] 贾昌杰, 美国高收益债券市场发展的经验及其启示[J], 金融论坛, 2012, 17(11): 64-71。
- [15] 林力、张自力, 美国市政债券市场违约风险监管研究[J], 亚太经济, 亚太经济, 2014(4): 28-33。
- [16] 陆巍峰、杜国庆、陈楠希, 中国债券市场违约处理的现状及市场化处理方式探讨[J], 金融市场研究, 2016(2): 51-61。
- [17] 汪莉、陈诗一, 政府隐性担保, 债务违约与利率决定[J], 金融研究, 2015(9): 66-81。
- [18] 王博森、吕元稹、叶永新, 政府隐性担保风险定价: 基于中国债券交易市场的探讨[J], 经济研究, 2016(10): 155-167。
- [19] 王瑞娟、姬江帆, 债券违约求偿途径及相关问题探讨[J], 债券, 2015(9): 56-63。
- [20] 魏明海、赖婧、张皓, 隐性担保, 金融中介治理与公司债券市场信息效率[J], 南开管理评论, 2017, 20(1): 30-42。
- [21] 徐红娟、姜子彧, 中国债券违约处理机制探讨——基于资产打包处理模型[J], 浙江金融, 2015(1): 49-52。
- [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[J], 金融理论与实践, 2009(7): 91-97。
- [23] 张自力, 欧洲高收益债券市场违约风险监管研究[J], 证券市场导报, 2012(4): 4-10。
- [24] 郑雪晴, 交易所债券市场违约后交易规则的思考与完善[J], 证券市场导报, 2017(3): 75-78。