



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

彭兴韵

国家金融与发展实验室副
主任

彭兴韵：2018 年债券违约大幅上升 债权人缺乏有效保护

各位来宾下午好！我们这个环节讨论的是防范金融风险，所以主要给大家介绍一下从2014年以来中国债券市场的违约以及违约之后的一些处置机制问题。报告很长，我把核心要点简单的介绍一下，根据报告选取了三个部分：

债券市场违约的发展

根据近几年债券市场违约的发展，我们看到，2018 年债券市场的违约金额相对前几年大幅度上升，规模超过了 1000 亿。尽管规模很大，并且在不断增长，但是相对银行的不良贷款而言，债券市场的违约率还是比较低的，2018 年违约发生率只有 0.55%左右，而统计的银行不良率基本上在 1.7%左右。

从违约的结构来讲，可以看到债券融资工具多元化，并且违约的行业集中度也比较高，民营企业的违约在2018年大幅度上升。违约从非上市公司向上市公司蔓延的现象，导致了债券市场的信用风险向股票市场的价格风险蔓延，所以形成了金融风险共振，债券市场跟股票市场风险的共振。从违约的担保和无担保的比重来看，无担保的违约占比大幅度上升。从违约

的地区来讲，“无问西东”，全国各个省市基本上都有违约的发生。从各个省的违约率来讲，违约率与经济发展程度密切相关，辽宁违约发生率 4%点多，黑龙江 3%点多，北京、江苏等地都是比较低的。这是违约大致的情況，工具多样化，行业集中度较高，民企的违约占比大幅上升，从非上市公司向上市公司蔓延，无担保债券占比上升，违约遍布各个地区。

债券违约后的处置路径

违约处置机制大致可分为协商、担保与抵押物、司法诉讼三大类。一般违约之后采取协商解决的办法，具体包括自筹、第三方代偿、债务重组的方式进行违约处置。如果有担保和抵质押物的债券发生违约，可以通过处置抵质押物或通过担保方进行偿付。最后一类是司法诉讼，包括求偿和破产诉讼。按照《破产法》，破产诉讼有三种，破产和解、重组、破产清算。我们普通人一般讲的破产指的是后最后一种情况，破产清算。

自筹，违约之后发债主体通过各种方式筹集资金来偿还债券，实际上有一些企业是在违约之后想方设法来履行还本付息的义务。第三方代偿，将债务由母公司或者控股股东代为偿付，或者将债务转移给第三方。债务重组，我们知道的就昰债务展期、债务转移、削减本金和（或）利息、债转股等方式。我们现在有很多债务的重组，第三方的担保也有一些，但是规模相对来讲比较小。有担保的债券很多，但出现违约之后真正由担保方偿付的很少，就说明违约之后实际上担保方并没有真正履行所承担的担保义务和责任。求偿诉讼，是指债权人通过司法诉讼以达到维护债权权益目的的违约处置措施。破产是违约债券处置的法律保障机制。但是我们发现，通过破产和求偿诉讼方式处置的效率非常低，久拖不决的现象非常严重。

我们发现违约处置中有几个特点：第一，违约后的兑付金额较低。从 2015 年到 2018 年，违约后完成兑付的金额逐年下降，2018 年只有 1.35%，表

明我们对违约债券的债权人缺乏有效的保护。**第二，不同所有制企业兑付率存在差异。**违约之后，尤其在 2018 年以前，不同所有制企业兑付率存在明显的差异，民营企业的兑付率最高，很多民营企业违约后还是在想方设法来完成兑付。但是在 2018 年出现了一些新的变化，就是在结构性去杠杆的过程中，民营企业的融资环境出现了明显恶化，导致去年民营企业的兑付率明显下降。**第三，不同处置方式的效果存在明显差异。**就民营企业和国企而言，民营企业通过自筹的方式完成偿付的意愿相对比较强烈，而国有企业都是等着政府来救助。另外从回收率来讲，违约后通过自筹完成兑付的基本上是 100%，进入求偿和破产诉讼的回收率只有 7%点多、9%左右，这个比例非常低。

违约后的处置主要存在四个方面的问题：**债权保护力度不够；不同主体缺乏约束；地方政府干预违约债务，想方设法让违约企业拖欠债务或者千方百计的实施债转股，逃避还本付息的责任；市场化、法制化处置违约债券的经验不足。**

建设更健康的债券市场新生态

第一，稳健的宏观经济政策，尤其是货币政策，对于债券市场的生态和违约的发展至关重要。我们上个星期五刚开了《中国债券论坛》的季度会议，李扬老师讲了，经审计署审计，我国地方政府债务的 40%左右是为了承担或者完成政府宏观调控的目标而举债的。在去年下半年以来，企业借贷市场的环境发生了很大的变化，这与我国宏观经济政策取向的变化有很大关系。比如地方债，去年 9、10 月份之后，财政部拼命地要求各个地方政府发行债券，担心你不发债。所以宏观经济政策的方向导致了阶段性的企业和政府举债，尤其是企业大规模的举债，实际为后来经济下行阶段的违约埋下了隐患。

第二，改革债券市场的多头监管。我们现在有证监会、交易商协会、发改委三个债券发行的监管方。我昨天仔细的研究了一下不同部门发布的关于

企业债券发行的一些规范性的文件，发现他们的标准是非常不统一的。比如说证监会、发改委和交易商协会发布的银行间非金融企业债务融资工具的管理条例，他们的标准、管理机制都存在非常严重的不协调。所以这种多头监管导致“监管的竞争”，这是我们曾经的一个说法，后来我们提了一个说法叫“监管者套利”。不仅仅是金融机构的监管套利，实际监管者也有套利的行为，为了寻求自己监管权力的最大化，拼命的要放松一些监管来做大市场。这个是我们过去讲的，注重规模的扩张，而忽视了信用体系的建设。

第三，企业应当把“信用”当作“信仰”。这是我跟学生上课时候经常讲的故事，《三国演义》中蜀国为什么是最早灭亡的？这跟刘备借荆州之后没有遵守信用有很多关系，没有偿还荆州，加速了蜀国的灭亡。对于企业也是这样，如果有严重的债务长期拖欠不还，应该让企业看到这样的后果，而不是说违约之后可以不承担责任。

第四，完善债权人司法救济制度。特别要强调的是我们的《破产法》里面关于破产制度的实施，对于债权人的保护是非常不利的，《破产法》现在两个基本条件，第一个条件需要出现事实上的违约，已经到期的债务不能够按时还本付息；第二个条件是通常讲的，要资不抵债或者资产负债率超过 100% 的。而实际债券违约的企业资产负债率真正超过 100% 的很少，很多企业 50%、60% 的资产负债率也可能出现违约，所以这种情况下现在的《破产法》制度对债权人的保护是非常不利的，需要有一些法律条文上的修改。

第五，加强预期管理，防止违约的外溢和传染。

谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。