

我国公司债券违约处置:问题与对策

林 虎

(西安财经大学 法学院,陕西 西安 710061)

摘要:公司债券是公司从资本市场直接获取融资的重要工具。近年来,公司债券违约开始成为常态,但现行的债券违约处置方式不能满足当前需要,存在市场化处置较低、债券持有人保护机制不健全、偿债保障措施失灵和诉讼求偿不畅通等问题。通过分析我国公司债券违约处置的主要问题及成因,并在此基础上提出债券违约处置应以市场化和法治化相结合为主,同时完善公司偿债保障机制、债券持有人保护制度和司法救济路径等应对之策,以使我国公司债券市场健康发展。

关键词:公司债券违约;违约处置;债券持有人权益保护

中图分类号:D922.287 **文献标识码:**A **文章编号:**1008-7192(2020)05-0039-08

债券市场作为资本市场的重要组成部分,在公司融资渠道方面扮演着越来越重要的作用。相对于发达国家而言,我国公司债券在规模、运行机制方面还存在很大差距,但却发展迅速并在国民经济发展中有了不容忽视的地位和影响。截至 2019 年 8 月,我国市场债券存续余额达到 93.2 万亿元,是 2010 年的 4 倍多^[1]。近些年来,随着“11 超日债”^①等债券违约事件不断发生,我国刚性兑付的神话被打破,债券市场违约处置机制问题备受关注。因此,了解和掌握我国公司债券市场违约的特点,分析公司债券违约处置方式,继而建立我国市场化和法治化的公司债券违约处置机制,既有现实意义又有理论价值。

公司债券违约既是契约行为又是债券市场优胜劣汰的结果,它不仅有利于公司债券市场的健康发展,而且有利于债券持有人合法权益的保护。国内外学者对公司债券违约处置进行全方面且多视角的研究和分析。大部分学者认为债券发行主体出现信用违约主要受宏观经济的影响^[2]。同时,经济形势对公司债券违约的影响呈负相关,即经济上行时,公司债券违约风险较小;而经济下行时,公司债券违约风险增大,往往出现债券发行主体违约集聚现象^[3]。Chiara Pederzoli 等^[4]认为,造成此种现

象的原因是经济上行时风险积累的充分暴露。此外,Bhojraj 等^[5]认为,公司的治理水平跟较高的债券评级和较低的债券收益率之间存在关联。

由于我国市场经济起步较晚且债券市场发展历史较短,同时,长期以来,我国政府对公司债券违约采取政府兜底和刚性兑付的政策,因此,我国公司债券市场在较长时期内并未出现实质违约。2014 年“11 超日债”出现实质违约,打破刚性兑付的神话,引发市场参与者对公司债券违约的广泛关注和热议,相关研究成果不断涌现。王海全等^[6]认为,经济增速下滑、行业不景气和企业经营管理不善是造成我国公司债券违约的重要因素。刘再杰等^[7]认为,公司债券违约是债市市场化的必然结果,债券违约率上升是经济周期发展的必然反应。冯果等^[8]认为,公司债券违约常态化是债券市场发展的必经之路,需要科学运用多样化的处理规则和处置手段加以解决。蒋莎莎^[9]认为,我国债券受托管理人制度实际运行效果并不理想,需要重新定位公司债券受托管理人的角色,强化其在信托法构造下的信义义务和职责履行。宋亮^[10]认为,公司债券违约处置必须进行法治化改革,理清政府与债券市场的关系,完善债券规则和重塑商事信用。张艳丽等^[11]认为,在债券违约

收稿日期:2020-03-21

作者简介:林 虎(1992-),男,西安财经大学法学院硕士研究生,研究方向为经济法。E-mail:luckylinhu@126.com。

风险化解中,需要发挥监管机构、债券发行主体和评级机构等的合作协调作用,进而构建债券市场的良好信用生态。

那么,我国公司债券违约后采取何种处置方式,又遇到了哪些问题。为解决上述问题,本文从公司债券违约处置实践和法律规定着手,对公司债券违约处置存在的问题进行分析,继而找出公司债券违约处置面临问题的应对之法,以期促进我国公司债券市场的持续健康发展。

一、我国公司债券违约处置现状

1. 公司债券违约处置的实践

(1)行政力量干预兜底。当出现公司债券违约时,地方政府积极出面干预,努力化解风险,降低债券违约造成的影响,这也是目前我国针对债券违约采取的主要方式。在当前经济形势下,能够采取发行公司债券融资的企业一般是当地纳税大户,为此,地方政府才有更大的动力为债券违约兜底。地方政府担心一旦发生债券违约会对当地其他企业债券发行造成融资成本提高和债券发行总量降低等不利影响。同时,公司债券违约会引起债券持有人的恐慌,抛售手中的公司债券,造成公司经营资金无法回笼,进而加速企业破产,影响当地就业和社会稳定。因此,我国公司债券违约处置较多采用行政力量干预兜底,例如,2018年川煤集团出现债券违约,在四川国资委的干预下,平稳度过。

(2)增信或担保机构代偿。在公司债券发行环节,债券发行主体会引入增信机制和偿债保障措施,以增强债券发行的信用水平。同时,这也是债券发行主体给予债券持有人的偿债保障。如公司债券出现违约,对于有增信或担保机构代偿的债券,债券持有人可直接要求担保机构承担连带保证责任或者处置抵、质押物以获得赔偿,以上行为要受到《物权法》和《担保法》的约束。此外,债券持有人要注意抵、质押物的生效是以登记和占有为条件,尚未办理登记的不具备相应权利,且房地一体抵押还涉及分割问题。例如,“12圣达债”就设有股票和股权抵、质押。

(3)破产重整。债券发生实质违约,公司出现资不抵债或明显缺乏清偿能力,债券发行人或债券

持有人可以通过法院诉讼,使该公司进入破产程序。在其中债券发行人或债券持有人可以申请破产重整,使抵、质押权暂停行使,并解除一切保全措施,使公司资金归拢,从而制定偿债方案,恢复该公司的正常经营。债券发行人和债券持有人想通过申请破产重整,使公司经营状况好转,提高债券的清偿比例。例如,“11天威MTN2”发生债券违约,债券发行人自行发起破产重整申请,以使公司债券持有人获得清偿。

(4)破产清算与和解。破产清算是债券发行人资产状况发生不可逆转的恶化,导致公司财产资不抵债,如不立即申请破产清算,公司偿债能力将会继续下降。执行破产清算,公司经营业务将会停止,并且所有资产将会出售,清算所得款项将根据相关法律进行清偿。其中,债券发行人可能同债券持有人达成和解,以挽救公司。例如,“11超日债”发生债券违约,债券持有人(投资者)向法院申请超日公司破产清算,以使债权获得清偿。而“*ST印纪”则收到中国民生银行的和解意向函,同意破产和解。

2. 公司债券违约处置的法律规定

我国现行法律框架内,关于公司债券违约处置的规定主要体现在以下三个方面:国家法律及政策层面,《公司法》及《证券法》对公司债券发行、交易等基本问题进行了原则性和框架性的规定,但对公司债券违约处置却没有提及。《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中明确提出“完善债券违约处置机制”。部门规章层面,人民银行、证监会和发改委的部门规章及规范性文件对公司债券作出较为细节性的规定,其中证监会的《公司债券发行与交易管理办法》稍微涉及债券发行主体违约情形及处置方案^②,但对公司债券违约责任的承担主体、责任划分以及承担何种责任却没有作出明确规定。行业自律规范层面,中国证券业协会、深交所和上交所等行业自律组织、证券交易机构制定的行业自律规范以及资质规则对公司债券违约处置、违约后承担的义务和享有的权利作出了较为细致的规定^③。但该规则属于行业自律规范,不具有强制性且法律效力不高,不能很好地规制公司债券违约处置。总体而言,我国法律关于公司债券违约处置的规定较少且分散,甚

至有些重要部分未作出规定,相关部门规章及行业自律规范层级较低,各监管机构权力交叉、争权诿责,不能很好地应对公司债券违约处置。

二、我国公司债券违约处置规制的必要性

1. 公司债券市场良性发展的要求

公司债券因其特有的金融投资属性,使得债券发行主体和债券持有人之间的债权债务关系具有更强的市场性和开放性,债券违约处置不仅关涉债券市场交易各方,更将影响到已有或将有的债券市场交易主体,甚至可能威胁到债券市场的稳定。由于公司债券违约处置规制的不完善,债券发行主体和担保机构往往心存侥幸,转移偿债资产或者担而不保,致使债券持有人通过上访或者其他非法手段迫使地方政府出面加以解决。同时,我国目前没有专门关于债券的法律,有关债券制度的规定见诸《证券法》中,然而《证券法》主要是规定股票融资活动,针对债券活动规定较少,遑论债券违约处置。现阶段我国公司债券市场不断发展,其中牵涉到的关系内容更加复杂,原有的监管体制和债券违约处置方式无法应对债券市场井喷的违约事件,因此需要市场化和法治化的债券违约处置方式,以保证公司债券市场良性发展。

2. 债券持有人合法权益保障的要求

公司债券市场奉行买者自负的原则,因市场因素导致债券违约,债券持有人的损失不能向债券发行主体追偿,但现实中,债券发行主体同债券持有人签订合同时,债券发行主体对有关其公司违约情况、违约责任划分和债券违约处置方式采用较为模糊的表达,以避免对自身的生产经营活动做出过多限制^[12]。因此,债券发行主体的此种做法则不能归为债券持有人责任自负的框架内。此外,由于债券发行主体和债券持有人之间地位不平等,且债券发行主体信息披露不真实,造成债券持有人不能准确识别风险,影响其作出准确判断,致使其权益受损。同时,债券持有人的分散性导致其集体行动困难,不能对公司债券违约处置施加影响,造成其合法权益的损害。因此,对公司债券违约处置进行规制能够更好地保障债券持有

人的合法权益。

3. 公司债券违约法律责任细化的要求

公司债券违约法律责任的细化能够使债券发行主体积极配合地方政府或者监管部门进行债券违约处置,以使债券违约处置圆满得以解决。由于公司债券具有契约属性和公司治理属性,这会使公司债券违约产生两种法律后果,即债券发行主体需承担违约责任和侵权责任。就违约责任而言,公司债券涉众性投资导致的契约集群性使得债券契约具有广泛的市场和经济影响性^[8],一旦出现公司债券违约,地方政府出于社会稳定和经济发展的考虑,会积极介入公司债券违约处置。因此,公司债券违约责任是对债券发行主体商事恶意的惩罚,是一种经济和商事责任。就侵权责任而言,公司债券是一种相对权,本来不会产生侵权责任,但由于公司债券交易往往采用标准化模式,权利义务关系封闭且稳定,在债券交易商事化演绎下,债券发行主体和债券持有人之间可能形成类似于公司股东的身份关系,使得债券持有人有限地参与公司治理。因此,公司债券债权中出现超越合同债权的侵权责任^[10]。

三、我国公司债券违约处置存在的主要问题

在国外债券市场上,公司债券违约是较为正常现象,由于我国债券市场长期存在政府隐性担保和刚性兑付,导致我国债券违约处置较为落后,其中公司债券违约处置市场化程度较低、债券持有人保护机制不健全、偿债保障措施失灵和诉讼求偿机制不畅通等问题较为突出。

1. 公司债券违约处置市场化程度低

当前,我国公司债券违约处置都由政府相应机构承担,刚性兑付仍未打破,市场化处置程度较低,行政干预色彩较浓。地方政府此种做法不利于公司债券市场健康稳定发展,且违约债券信用风险未得到释放和分散,只是相对延缓、转移和积累信用风险,其中还存在引发系统性金融风险的隐患。与此相反,国外政府很少对公司债券违约进行政府兜底,抑或是保障其刚性兑付。反观我国公司债券违约处置,政府兜底却成了“行业潜规

则”。地方政府“父爱式”的保护性兜底,实际上是将政府信用与债券发行主体的商事信用进行混同,这样会造成政府形象的损害,以及不利于债券发行主体商事信用的树立,更有甚者将破坏公司债券发行市场的运行秩序。此外,地方政府对公司债券违约进行兜底,也不利于债券持有人理性投资能力的养成。

2. 公司债券持有人保护机制不健全

在自主协商债券违约处置中,债券持有人集体行动比较困难,为解决这个难题,我国借鉴国外经验,建立债券持有人会议和债券受托管理人并行的债券持有人保障机制。但在现实中,这种保障机制并没有如预想的那样高效运转,也未达到相应的效果。具体体现在:(1)债券持有人会议的决定或议案对债券发行主体约束力不强。当公司债券违约发生后,债券发行主体往往通过设置较高的议案表决条件而予以限制。此外,债券持有人会议制度法律规定不完善,不能很好地满足债券持有人维护自身合法权益的需要。因此,诸多现实因素导致债券持有人会议制度在彼时形同虚设。(2)在债券市场中,证券公司既扮演着承销商角色又扮演着债券受托管理人角色,使其在公司债券违约处置中定位不清,继而产生利益冲突。此外,债券受托管理人受雇于债券发行主体,使其在债券违约处置中难以保持中立,很难做到不损害债券持有人的利益。再加上监管机构对债券受托管理人监管不足,都将导致债券持有人利益的损害,也就无法实现违约偿付资产的利益最大化。(3)作为自主协商债券违约处置中的两大制度,二者主次地位不清,分工配合不协调^[13],导致实践中出现问题,损害债券持有人的利益。例如,在《公司债券发行与交易管理办法》中只是粗略规定债券持有人会议应该召开的情形,却对债券受托管理人的履职和监督问题未作规定。这些法律空白使得债券持有人会议制度与债券受托管理人制度衔接出现僵局。

3. 公司债券违约后偿债保障措施失灵

外部和内部增信措施可以有效提升公司债券的信用水平,也是债券发行主体给予债券持有人额外的偿债保障。当公司债券出现实质违约后,债券发行主体提供的偿债保障措施却失灵。具体体现在:(1)作为公司债券外部增信的担保权行使困难。

债券发行主体为有效提升公司债券信用水平,往往将担保物进行重复抵押,以换取外部机构的支持,但却使抵押物存在权利瑕疵。同时,由于我国担保机构市场化程度低且规模较小,一旦公司债券发生违约,担保机构出于个人目的和利益考量,通常会选择拒绝偿付债券持有人本息。此外,现实中也存在债券发行主体和担保机构内外勾结,损害债券持有人利益。(2)作为公司债券内部增信的限制性条款适用困难。限制性条款的内部增信基础在于防范股东有效责任的机会主义行为,侧重于债券发行主体的自我规范^[12]。但公司债券出现实质违约后,限制性条款会束缚公司的自主经营和业务展开以及股东的利益分配,这将激化债券发行主体和债券持有人的矛盾,因此,此条款将会被债券发行主体予以否决。

4. 公司债券违约后求偿诉讼机制不畅通

在我国现行法律框架下,司法诉讼债券违约处置分为求偿诉讼和破产诉讼两种。当公司债券出现实质违约后,债券持有人花费高昂的人力和时间成本,其合法权益却未得到保障。在求偿诉讼中,债券持有人因人数众多、分布较广且利益诉求不统一,容易出现集体行动困境^{[14]28}。此外,法院对“集团诉讼”不好把控,将会增加引起群体事件的概率,因此,法院往往要求债券持有人采取共同诉讼或者单独诉讼。同时,由于债券发行主体信息披露不真实或信息不对称,容易导致债券持有人举证困难。

在破产诉讼中,由于未能达到申请破产的条件,法院会对债券持有人提出的破产申请不予受理。一般而言,只要债券持有人向法院提交债券发行主体届期未兑付债券本息的证据,法院就可以启动破产诉讼程序。然而实践中,法院以债券违约和资不抵债作为申请破产诉讼的判定标准,以致债券持有人无法申请破产诉讼。此外,由于债券持有人选择破产程序不当,致使其债券本息受偿比例较低^[15]。

四、我国公司债券违约处置存在问题的原因

目前,我国公司债券违约处置暴露出一些问题,这给公司债券违约处置带来消极影响,限制了

公司债券市场的健康发展。这就需要我们从根本上理清其出现问题的原因,追根溯源,才能找到妥善的应对方案。通过梳理和归纳,致使我国公司债券违约处置出现问题的主要原因在于制度和市场的限制,阐释如下。

1. 行政力量干预且市场化处置渠道不畅通

受到行政力量干预以及公司债券违约处置市场化渠道不够通畅,致使公司债券违约市场化处置整体偏低。同时,由于公司债券违约处置牵连众多且缺少专业化债券违约处置机构,致使公司债券违约处置难度较大。在地方政府行政力量干预下,公司债券违约处置往往会采用延期、变更担保等非市场化的手段,强化其刚性预期,使得市场化处置大打折扣。此外,我国目前尚缺公司债券违约处置专业化机构,基本上仍由地方政府或者债券发行主体进行处置,这就使得公司债券违约处置对政府依赖性较高,主动性却不足^[16]。总而言之,地方政府的行政干预,导致刚性兑付的局面仍未打破,同时,公司债券违约市场化处置渠道不畅通,都造成我国公司债券违约处置市场化程度偏低。

2. 债券持有人保护配套立法缺失

《证券法》明确规定债券持有人保护条款,但由于配套法律的缺失以及债券合同条款设计不完善,缺乏可操作性,致使债券持有人保护机制不健全,使得债券持有人合法利益受损。同时,债券持有人和债券受托管理人在现行公司债券违约处置法律及规则下存在利益冲突。由于二者存在利益冲突,在债券违约处置中,债券受托管理人无法也不会真诚地履行其职责,以维护债券持有人的利益。此外,债券发行主体的信息披露不完善,以及法律法规对其缺乏有效的规制和惩罚机制,都使得对债券持有人保护未落到实处。

3. 对债券发行主体缺乏激励和惩罚机制

债券违约发生后,债券发行主体提供的偿债保障措施时常失灵,这是由于相关法律对债券发行主体的行为缺乏有效的规制,以及违法成本较低,使得债券发行主体有恃无恐、铤而走险,恶意损害债券持有人合法权益。同时,债券发行主体为规避相关责任,对内部增信的限制性条款予以删除,并对担保财产予以重复抵押,由于激励和惩罚机制的缺

失,都使得债券发行主体的偿债保障措施失灵。此外,债券发行主体的偿债意愿、公司治理水平和担保人的偿债能力及意愿也将影响偿债保障措施是否失灵。

由于地方政府的干预,致使债券持有人通过诉讼途径维护自身合法权益变得十分困难。同时,法院对破产诉讼的申请条件不统一且债券发行主体很难为了债券持有人的利益向法院提供相应证据,都造成债券持有人诉求赔偿变得很困难。

综上所述,我国公司债券违约处置暴露的相关问题,有其深层次的法律、制度供给和市场原因,明晰相关原因,才能更好地解决出现的问题。

五、我国公司债券违约处置的可能出路对策

纵观我国债券违约处置全过程,行政力量的干预扮演着重要的角色。政府不仅是债券市场运行规则的制定者,肩负着维护金融市场稳定的重任,而且还是债券市场的参与者,从债券市场获取巨额的收益回报,这就使政府在债券违约处置中很难做到不偏不倚、价值中立。同时,在债券违约处置领域,政府刚性兑付或隐性担保的问题仍然还很严重。这就需要对现有的公司债券违约处置机制进行改革,打破政府对债券违约处置的行政不当干预,坚持在市场化 and 法治化的基础上,构建创新型的债券违约处置机制。

1. 公司债券处置以偏行政化向市场化过渡

对于公司债券违约事件,政府应转变理念,正视公司债券违约的出现,并放弃兜底思维,运用市场化和法治化的手段予以处理和应对,这是我国公司债券市场健康稳定发展的内在要求。首先,明确政府在公司债券违约处置中的角色与定位。在公司债券违约出现后,政府不应充当救火员角色,对其进行刚性兑付,而是需担负起事前规则的制定及完善和事中的监督及管理责任。一旦出现公司债券违约,政府应密切关注事态的发展,不宜主动或以其他方式对债券发行主体提供政府救助^[17]。如债券发行主体确需政府帮扶,这时政府才出面协调与化解该事件,而非直接参与到公司债券违约处置中。这是转变政府职能的应有题中之义。其次,明

确和细化政府及其各部门在公司债券违约处置中的权限范围。在公司债券违约处置中,政府需遵循市场化和法治化处置规则,尊重并鼓励债券发行主体和债券持有人采用自主协商方式解决纠纷,政府从旁提供相应服务。此外,政府需客观中立看待各类主体,依法依规对违约行为进行处置。同时,政府需遵守“谦抑原则”,重点着眼于系统性风险的防范和化解,对市场主体运用市场化和法治化解决一般违约行为应持尊重态度。

2. 健全债券持有人保护措施

虽然我国已建立债券持有人会议制度和债券受托管理人制度,但实际运行效果却不尽人意。因此,我国需要对二者进行改进,以便更好地维护债券持有人权益。

(1)改进债券持有人会议制度。在债券持有人会议召集程序方面,可以参照《破产法》中关于“债券会议召集人”的规定^[18]。同时要求债券发行主体在债券募集说明书中明确债券持有人会议召集程序及召集人。针对债券发行主体怠于召开债券持有人会议,监管机构要严厉问责,既要债券发行主体承担行政责任,又要债券发行主体承担民事侵权责任。在债券持有人会议形成的议案效力方面,我国可以借鉴日韩经验,由法院确认债券持有人会议议案的效力,未经法院确认,该议案不发生法律效力。这样可以规避因债券持有人会议召开程序瑕疵而导致议案被撤销的结果。

(2)改良债券受托管理人制度。我国应明确债券受托管理人在债券违约处置中的角色和定位,借鉴美国经验,对其在债券违约处置中可能存在的利益冲突予以细致性列举。一旦发生债券违约,债券受托管理人需承担起职责,督促债券发行主体兑付债券本息。若债券受托管理人怠于履职,债券持有人会议可决定更换之,或者通过诉讼,让债券受托管理人承担赔偿责任,以弥补其怠于履职造成的损失。同时,我国《证券法》需明确债券受托管理人的义务和怠于履职的责任追究,细化债券受托管理人费用收取的规定,以便债券受托管理人正确履职,维护债券持有人的合法权益。

(3)加强债券持有人会议制度同债券受托管理人制度的有机衔接。在对两种制度进行改良和完善的基础上,加强二者的有机衔接。在自主协

商债券违约处置中,坚持“债券受托管理人为主、债券持有人会议为辅”的债券处置模式。具体而言,债券受托管理人作为“谈判官”同债券发行主体进行谈判,以其专业的知识和能力,最大限度地实现债券持有人债券本息的兑付。同时,债券持有人会议可以授权债券受托管理人对涉及债券违约处置的一般或者重大事项进行处分。此外,我国可以借鉴美国的债券持有人特别代理制度,通过选择勤勉尽责且有专业知识的债券持有人,经过债券持有人会议的特别授权,监督债券受托管理人的履职情况,提高自主协商债券违约处置的效率,实现债券持有人会议和债券受托管理人的互动联系。

3. 完善偿债保障措施

在公司债券违约处置过程中,债券发行主体一般通过设立担保以获取债券持有人的信任,缓解与其因债券未能兑付的紧张关系。由于担保机构失信和担保物瑕疵等因素,外部增信措施不能取信于债券持有人,因此需建立内外结合的债券增信模式,以期保护债券持有人的合法权益。

(1)外部增信措施——债券违约保险求偿。我国应加快公司债券违约保险的发展,积极推动现有保险机构或者设立专门债券违约保险机构开展公司债券违约保险业务。债券发行主体应为债券发行购买债券违约保险,一旦出现公司债券违约,债券发行主体将其债券违约保险求偿权转于债券持有人,债券持有人则向保险公司主张保险权利。公司债券违约保险的发展,可以有效转移、分散和化解债券违约风险,提升债券发行的信用水平,从而促进公司债券市场的健康发展。同时,公司债券保险机构在债券保险业务展开中,需积极承担起调查、分析和评估债券发行主体的财务及信用状况,实时监测和评价债券发行主体的流动资金及业务经营情况,强化对债券发行主体信息披露的监督和约束,降低公司债券违约风险^[19]。

(2)内部增信措施——债券限制性条款。通过强制性契约条款约束债券发行主体的行为,提高其违约及损害债券持有人利益的成本,以期实现债券发行主体和债券持有人之间的利益平衡。债券持有人或者债券受托管理人应督促债券发行主体将债券限制性条款纳入募集说明书中,以约束债券发

行主体的行为。同时,我国应借鉴国际经验,要求债券发行主体严格遵守公司债券的偿债比率,执行保守且稳定的投资策略,在募集说明书中设置提前赎回条款。具体到公司债券违约处置方面,募集说明书中还应明确债券违约处置方式的选择和责任的承担。

4. 完善司法救济路径

在自主协商债券违约处置未果的情况下,债券持有人只得寻求司法协助。然而,司法诉讼需要高昂的时间和人力成本,且债券违约受偿存在顺序限制,都使债券持有人不敢轻易启动司法诉讼程序,以维护其合法权益。

(1) 债券违约处置中破产程序的选择性适用。在我国现行法律框架下,破产程序分为重组、和解和清算。当公司债券出现实质违约后,债券持有人的最终目的是追求债券本息的足额兑付,在此种情况下,启动不同的破产程序,债券本息回收率高低却大相径庭。就无担保的债券持有人而言,可以在破产重整及和解程序中占据主动,获得较高的债券本息兑付。若进入破产清算程序,无担保的债券持有人将处于不利地位,获得较低的债券本息兑付。对大多数公司债券违约企业来说,在启动破产清算程序以前,都会选择破产重整,提出破产重整方案和债务安排计划,债券持有人需慎重考虑是否接受。在破产重整过程中,一旦发生侵害债券持有人利益的行为或者该企业债务状况继续恶化,债券持有人应申请法院裁定中止破产重整程序,让该企业进入破产清算阶段。

(2) 在破产程序前设置庭外和解制度。我国应借鉴美国经验在破产程序启动前设置庭外和解制度。债券发行主体可事先游说债券持有人同意其重整方案,包括延期偿付和债务调整。这样既可以使债券持有人获得较高债券本息兑付,又可以使债券发行主体获得重整生机。国外债券市场中,庭外和解是一种很好的债券违约处置方法。具体来说,当公司债券出现实质违约后,债券发行主体需在一定期限内拿出重整方案,由证监机构或行业组织负责审核债券发行主体的重整方案,经审核后提交债券持有人会议审议,一旦重整方案审议通过,则进入破产重整程序,如若审议未通过,则进入破产清算程序。因此,我国需设置庭外和解制度,由行政

机关分担部分司法压力。此外,我国需鼓励并支持债券发行主体和债券持有人达成庭外和解,节省司法资源。

六、结 语

近年来,我国公司债券违约趋于普遍化,债券违约处置作为债券交易中的最后一环,明显带有强烈的行政干预色彩,再加之法律规定不完善的现状,都不利于我国公司债券市场的持续健康发展。为应对债券本息兑付低、事态恶化等状况,债券市场各参与主体需齐心协力以解决债券违约后的处置问题。于政府而言,应该转变服务理念,放弃刚性兑付的兜底思维,让债券发行主体运用市场化和法治化的手段解决债券违约问题;于债券持有人而言,需遵循“风险自担、买者自负”的原则,打破债券违约政府兜底的心理预期,综合运用债券持有人会议制度、债券受托管理人制度和司法诉讼等手段维护自身合法权益,以期提高债券违约处置效率。总而言之,我国应该确立市场化和法治化相结合的债券违约处置模式,以便推动我国公司债券市场又好又快发展。

参 考 文 献

- [1] 李诗瑶,朱新华.我国债券违约处置机制分析[J].中国物价,2020(1):76-78.
- [2] FAMA E F, FRENCH K R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds[J]. Journal of Financial Economics, 1993, 33(1): 3-56.
- [3] LARS-ALEXANDER K, LUKAS S. Investment-Based corporate bond pricing[J]. Journal of Finance, 2014, 69(6):2741-2776.
- [4] CHIARA P, COSTANZA T. Capital requirements and business cycle regimes: forward-looking modelling of default probabilities[J]. Journal of Banking & Finance, 2005, 29(12): 3121-3140.
- [5] BHOJRAJ S, SENGUPTA P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors[J]. Journal of Business, 2003, 76(3):455-475.
- [6] 王海全,黄滨,姚林华.我国债券市场违约与债券投资者权益保护问题探析[J].新金融,2016(10):54-56.
- [7] 刘再杰,李艳.我国债券市场信用违约的特征、风险与

- 应对措施[J]. 新金融, 2016(10): 49-53.
- [8] 冯果, 段丙华. 债券违约处置的法治逻辑[J]. 法律适用, 2017(7): 70-77.
- [9] 蒋莎莎. 债券受托管理人的角色定位与功能发挥[J]. 西南金融, 2018(12): 69-76.
- [10] 宋亮. 我国公司债券违约的法治化治理[J]. 湖北社会科学, 2018(1): 162-166.
- [11] 张艳丽, 方兴劼. 我国信用债违约的市场分析及违约债券处置研究[J]. 新金融, 2019(5): 54-59.
- [12] 南玉梅. 公司债券内部增信的规则构建——以限制条款为核心[J]. 法商研究, 2017, 34(6): 137-146.
- [13] 王海全, 黄滨, 姚林华. 我国债券市场违约与债券投资者权益保护问题探析[J]. 新金融, 2016(10): 54-56.
- [14] 黄文涛. 中国债券市场新格局新挑战[M]. 北京: 中国金融出版社, 2014.
- [15] 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.
- [16] 赖小鹏, 曹东坡. 违约债券处置中存在的问题及改进途径[J]. 新金融, 2020(4): 38-43.
- [17] 窦鹏娟. 新常态下我国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑[J]. 法学评论, 2016, 34(2): 143-153.
- [18] 洪艳蓉. 《证券法》债券规则的批判与重构[J]. 中国政法大学学报, 2015(3): 60-74, 158.
- [19] 陆巍峰, 杜国庆, 陈楠希. 我国债券市场违约处置的现状与市场化处置方式探讨[J]. 金融市场研究, 2016(2): 51-61.

The Disposal Mechanism of Corporate Bond Default in China: Problems and Countermeasures

LIN Hu

(Law School, Xi'an University of Finance and Economics, Xi'an 710061, China)

Abstract: Corporate bond is an important channel for a company to obtain financing directly from the capital market. In recent years, corporate bond default has become normal, but the existing method of bond default disposal can not meet the current needs, which leads to such problems as lower market disposal, imperfect protection mechanism of bondholders, failure of debt repayment safeguard measures and blocked litigation claims. Based on the analysis of the main problems and causes of the disposal of corporate bond default in China, the paper puts forward that the bond defaults should be disposed in both the market-oriented and rule-based process. At the same time, it is important to improve the safeguard mechanism of corporate debt repayment, the protection system of bondholders and the path of judicial relief, so as to develop China's corporate bond market healthily.

Key words: corporate bond default; disposal of default; bondholder's interests protection

【编辑 高婉炯】

注释:

- ① 2014年3月4日,上海超日太阳能科技股份有限公司发布公告,宣布“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,本期应支付的8980万元的利息仅能按期支付400万元。“11超日债”的违约成为我国公司债券市场发展历史中首例公开发行的公司债券实质违约事件。
- ② 《公司债券发行与交易管理办法》第57条:“发行人应当在债券募集说明书中约定构成债券违约的情形、违约责任及其承担方式以及公司债券发生违约后的诉讼、仲裁或其他争议解决机制。”
- ③ 《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》第17条:“发行人实质违约的,受托管理人应当以书面形式督促发行人、增信机构和其他具有偿付义务的机构等落实公司债券募集说明书等文件约定的偿债措施。”