

破除违约债券交易障碍 探索建立合理交易机制

建立违约债券交易机制应满足市场成员高效、安全、公平开展交易的现实需求。要在考虑到违约债券特殊性基础上建立完善的配套交易机制，重点解决交易平台功能定位、可交易违约债券品种、合格投资人准入、交易方式、交易场所、清算结算、登记托管、信息披露、投资人保护等实际问题。

中国政法大学破产法与企业重组研究中心课题组

近年来我国债券市场快速发展，公司信用类债券发行规模迅速扩大。但随着在经济下行压力的逐步增大，债券市场信用风险上扬，债券违约事件逐步显现。截至2018年第一季度末，我国公司信用类债券累计违约规模已达865.79亿元。健全违约债券处置机制是当前化解金融风险需要解决的重大课题之一，一方面要依靠法律的力量定纷止争,保护投资人的权益；另一方面要丰富市场化处置手段,提高风险处置效率。

债券市场建立初期，由于对债券违约现象预期不足，同时担心信用风险传导，监管政策限制了违约债券继续交易流通。但通过比较国际经验和银行不良贷款批量转让的实践就会发现，建立科学有效的违约债券交易机制违约债券交易转让有助于提高债券违约处置效率，从而实现化解和缓释金融风险的目标。

我国违约债券交易现状与问题

目前，我国公司信用类债券的交易市场分为银行间债券市场和交易所交易市场，其中银行间市场的交易平台为外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心提供的本币交易系统，交易所市场的交易平台为上交所和深交所的债券交易系统。从监管体制上看,银行间债券市场交易由中国人民银行监管,交易所债券市场由证监会监管。受制于当前的监管政策和市场环境,实

可能是良好的投资标的。因为交易机制缺失，无论是想通过抛售及时止损的违约债券持有人，还是想低价购买获得后期收益的“秃鹫”投资者，都无法通过正常交易实现投资策略。这必然加剧当前违约债券持有人的后期诉求寻求，甚至加深其刚兑要求,扭曲其行为模式,不利于违约债券的处置。

违约债券交易的制度障碍及完善建议

目前，违约债券交易涉及的法律规则体系主要由三个层次构成，一是《中国人民银行法》《证券法》《合同法》等高位阶的法律；二是中国人民银行、证监会等监管部门发布的部门规章及规范性文件；三是同时包含交易商协会、沪深交易所、外汇中心等自律管理机构发布的自律规则。在对相关法律法规则进行系统梳理并分析后会发现，违约债券交易问题在法律层面不存在禁止性规定，在此前提下监管部门应当对部门规章和规范性文件中的限制性规定进行修改完善,扫清制度障碍，同时在自律规则层面加强交易机制、交易环节投资者适当性安排、信息披露等配套的设计，以满足违约债券交易的制度需要。

（一）法律允许违约债券继续交易 《中国人民银行法》和《证券法》分别是银行间债券市场和交易所市场的最高法律渊源，两部法律授权中国人民银行和证监会分别监管两个市场。对银行间债券市场来说,《中国人民银行法》第四条、第三十二条规定了中国人民银行对银行间债券市场的监督管理职责，但对于违约债券交易这类具体问题并未涉及,也未做出任何禁止性规定。对交易所市场来说,《证券法》第六十条、第六十一条规定了公司债券上市交易后，在公司未按照公司债券募集办法履行义务时,由证券交易所决定暂停其公司债券上市交易,当发生严重后果、公司解散或被宣告破产时，证券交易所有权终止其公司债券上市交易。但应当注意的是,《证券法》规定的暂停或终止上市交易与禁止转让有本质区别。即便违约债券不满足上市交易的条件，其本身作为证券的可转让属性并没有被法律禁止。例如如不满足上市条件的股票，在退市后依然可以在全国中小企业股份转让系统的两网及退市板块进行交易流通。可见在《证券法》的框架下,违约债券的交易流通并未被禁止。

（二）银行间市场交易规则的限制及完善

在银行间债券市场，对于违约债券的交易限制性规则主要体现在《中国人民银行公告[2015]第9号公告》中。9号公告第15条列举了债券交易流通终止的情形,包括“（一）发行人提前全额赎回债券；（二）发行人依法解散、被责令关闭或者被宣布破产；（三）债券到期日前一个工作日；（四）其他导致债权债务关系灭失的情形”。据此,银行间债券违约后可能存在以下几种情形：若债券尚未到期仅因不能支付利息而违约，该违约债券仍可以继续交易的；若债券因到期不能支付本金(息)而违约,则不可再进行交易；若违约后发行人主体灭失或债权债务关系终止则不可再进行交易。

可见，银行间市场对于债券是否可以交易的判断标准在于债券是否“到期”或“主体及债权债务关系灭失”,而非是否发生“违约”。该条规则之所以在客观上限制了违约债券交易是因为在规则制定时对债券违约预期不足，主要考虑了债券到期后债权债务关系会因兑付而消灭，而未考虑到违约后债权债务关系继续存续的情况，这是典型的技术性失误。随着债券违约的常态化和转让处置客观需要，该条规则已经有充分的修订依据,应当适时修订完善。

（三）交易所市场交易规则的限制及完善

相比银行间市场，交易所市场债券违约后将会触发停牌条件，限制更为直接。以深交所为例,根据《深圳证券交易所公司债券上市规则(2015年修订)》之6.6条,“发行人出现不能按时还本付息等情形的，本所可以对其债券实施停牌等措施,相关情形消除后予以复牌。”上交所的债券交易规则中也有相同的规定。债券停牌后,所有交易渠道全部停止交易,包括竞价系统、综合协议平台和非交易过户,此后,交易所将在7个交易日决定是否暂停债券上市交易。

上述规则在赋予交易所实施的停牌措施时用的“可以”而非“应当”的表述，可见规则本身保留了交易所根据市场实际情况进行判断的可能性。此外，停牌措施依然是落实《证券法》规定的“暂停、终止上市交易”制度,目的本身不应是全面限制违约债券的流动性。交易所市场应当充分借鉴多层次股票市场的成功经验,在公司债券发生违约后,即便终止上市交易,依然可以通过“转板”方式满足投资人的流动性需求。

综上,从债券发达市场的经验看,债券违约作为高收益债券继续流通可以促使违约债券流转至合适的投资人手中,便于后续风险处置。我国在法律层面也不存在限制违约债券交易的禁止性规定，监管部门应当重新评估相关交易规则,恢复违约债券的正常交易秩序。

违约债券交易机制设计

建立违约债券交易机制应立足于债券违约风险处置的现实情况，并满足市场成员高效、安全、公平开展交易的现实需求。因此应当在考虑到违约债券特殊性的基础上建立完善的配套交易机制，重点解决交易平台功能定位、可交易违约债券品种、合格投资人准入、交易方式、交易场所、清算结算、登记托管、信息披露、投资人保护等实际问题,保证既有灵活高效的交易秩序，又不会发生风险传递或外溢。

一是探索构建多层次债券市场,建立跨市场统一的违约债券交易板块。从整体定位上看，债券市场与股票市场一样，应当是一个多层次的市场以满足不同风险特征的证券交易需求。违约债券在产品属性、风险特征上与正常流动性良好的债券有较大差异，可以探索建立一个单独的违约债券交易板块满足其交易需求。此外,从金融监管趋势来看,党中央国务院对于债券违约这类突出的金融风险问题要求加强监管协调,强化综合监管，并提出要加强金融基础设施的统筹监管和互联互通。这为搭建跨市场统一的违约债券交易平台提供了良好的政策环境。对于公司信用类债券来说,无论原债券品种、交易场所、交易机制、交易规则有何不同，在发生本金实质违约后法律性质、风险特征和处置进路都趋于统一，客观上形成了跨市场统一交易的条件。

二是要充分考虑违约债券产品特性,健全交易平台的功能定位。应当注意违约债券与正常债券有所不同，具有不良债权的属性。违约债券的期限、利率等核心交易要素不明，同时具有交易频率较低、交易本身可能附加个性化条款,公允价值较难确定等特征，难以向正常债券一样进行标准化交易,具有一定的“非标准化”产品属性，因此为了保障违约债券的交易秩序和交易安全，交易平台在功能定位上除了应当提供一般交易流通服务外,还应该提供交易信息发布、交易撮合、违约债券标准化重组、线下交易协

议订立等功能，由此满足违约债券的交易特性,提高交易效率。

三是规范可交易违约债券品种,并设置合理的投资者适当性标准。鉴于债券违约存在不同的界定和类型，如利息违约、本金违约、回售违约、条款违约等，需要明确可以进入违约债券交易市场的债券品种。同时,考虑到违约债券属于高收益、高风险类债券,客观上要求交易主体的风险识别能力和风险承受能力更强，因此可尝试进一步提高投资者适当性标准，限定为具有较强风险识别能力和风险承受能力的合格机构投资者。对于从事不良资产处置的专门机构，可给予特殊的准入便利。同时可以合理扩大开放程度,引入专业境外投资人,参与违约债券交易。

四是设置以询价为主，以点击成交、匿名点击为辅的交易方式。违约债券交易具有交易频率较低、单笔交易金额较大、交易定价灵活性强等特点,客观上要求交易平台采用以询价为主的交易方式。点击成交、匿名点击等其他辅助交易方式在银行间货币市场和债券市场也已经较为成熟的运行经验,将其引入违约债券交易市场,有助于促进违约债券交易的对手方发现 and 价格发现,将显著提升交易效率。

五是完善登记托管清算机制，提高灵活性,降低操作风险。良好的交易托管平台、科学的清算结算机制以及高效的清算结算系统可以提高违约债券交易的效率和安全性，降低交易的道德风险和操作风险。同时,在违约债券交易的过程中,必然伴随着债务重组、诉讼仲裁甚至破产重整等处置程序，客观上加大了登记托管和清算结算的难度，需要基础设施平台增强应对能力,提高灵活性,以满足交易需求。

六是完善配套制度体系，提高投资人保护力度。违约债券的投资人对于信息的敏感性更强,对于债券交易价格具有重大影响的事项,如发行人偿债资金落实情况、资产受限及处置情况、债务重组及诉讼破产情况等,发行人需要真实、准确、完整、及时地向投资者披露,以此保证投资人作出正确的交易决策,保证违约债券交易的公平性。因此,违约债券市场应建立完善的信息披露、债券持有人会议、债券受托管理人等制度体系,逐步构建和完善市场风险监测与防范机制,切实保证违约债券投资人的合法权益。

（中国政法大学教授李曙光任该课题组组长）

我国杠杆率的结构性与化解思路

娄飞鹏

4月2日召开的中央财经委员会第一次会议指出,“打好防范化解金融风险攻坚战,要坚持底线思维,坚持稳中求进,抓住主要矛盾。要以结构性去杠杆为基本思路,分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来,努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。”防范化解金融风险是打好防范化解重大风险攻坚战的重点，结构性去杠杆是防范化解金融风险的重点，采用结构性去杠杆的思路也是由杠杆率的结构特点所决定。

我国的杠杆率具有结构性特点。2008年国际金融危机之后,在发达国家纷纷进入去杠杆的大背景下，我国的杠杆率快速提高，金融领域和非金融领域杠杆率都快速增长。在杠杆率普遍快速提高的同时，加杠杆也呈现明显的结构性特点。

从非金融部门看，与发达国家相比，我国非金融部门杠杆率整体不算高,政府部门、家庭部门杠杆率较低，但非金融企业杠杆率较高。2017年6月底，我国政府部门的杠杆率为45.7%，不到发达国家总体水平108.6%的一半，家庭部门的杠杆率为46.8%，也属于全球范围内的较低水平，但非金融企业的杠杆率为163.4%，是同美国73.3%、英国81.8%的两倍多。

在政府部门内部，地方政府杠杆率较高而中央政府杠杆率较低。根据审计署对全国地方政府债务的审计数

据,2013年6月底，地方政府负有偿还责任的债务10.89万亿元，负有担保责任的债务2.67万亿元,可能承担一定救助责任的债务4.34万亿元,同期中央政府对应的债务规模依次为9.81万亿元、0.26万亿元、2.31万亿元。可见,与中央政府相比,地方政府的或有债务规模更高。2016年底,我国地方政府的杠杆率为30%，中央政府的杠杆率为16%，前者接近为后者的两倍。

在非金融企业内部，杠杆率高低分化明显。第一,国有企业杠杆率较高而民营企业杠杆率较低。根据中国社会科学院的测算，国有企业债务在非金融企业债务中的占比约为65%，产能过剩行业问题更突出。这一点也可以从不同所有制类型工业企业的资产负债率方面得到印证。工业企业资产负债率中,国有企业、集体企业显著高于股份制企业、外商及港澳台商投资企业、私营企业,尤其以国有企业为最高。第二,国有企业内部杠杆率分化也很明显。东中西部地区国有企业杠杆率变化趋势不同，大中型国有企业资产负债率显著高于小型国有企业。第三,非金融企业杠杆率与企业规模、效率、所处行业等也有关。具体表现在：非上市的大中型企业杠杆率仍在上升,中小企业杠杆率下降较快;高效率、高科技企业杠杆率下降,终端制造类企业杠杆率稳定，资源型企业杠杆率快速上升;周期性企业、房地产行业的企业杠杆率较高。

在家庭部门内部，杠杆率结构性

特点也很突出。从城乡分布看,农村地区家庭部门杠杆率低，城市地区的家庭部门杠杆率高。从城市内部看，一线城市家庭部门杠杆率高，二线城市次高，三四线城市低。从地区分布看,不同地区家庭部门杠杆率差异较大。上海财经大学高等研究院的调研显示,2017年9月，家庭部门杠杆率最低的山西省仅为20%，最高的福建省则高达105%，两个省份家庭部门杠杆率数据相差悬殊。从家庭生命周期分看，城市家庭部门杠杆率较高主要是贷款买房的中青年家庭，这些家庭处于生命周期的形成期或成长期，收入相对较低。

从金融部门看，与银行业相比，非银行金融机构杠杆率更高；在银行业内部，中小型商业银行相对大型商业银行杠杆率更高。2008—2016年，我国GDP年均增长率为8.42%，而同期银行业、保险业、证券业、基金业总资产年均增长率依次为17.52%、21.11%、20.19%、16.25%，信托业2011—2016年总资产年均增长率为36.69%，金融业总资产增长率远超GDP增长率，非银行金融机构增长更快。在银行业内部,受中小型商业银行风险偏好较高,加杠杆更快等因素影响，其总资产在银行业总资产中的占比快速提高，而大型商业银行业务占比则快速降低。根据银监会的统计数据,2008—2016年，大型商业银行总资产占银行业总资产的比例从51.03%下降至37.29%，股份制商业银行、城市商业银行总资产所占比例则分别从14.13%、6.62%上升至18.72%、12.16%。

杠杆率的结构性特点要求要结构性去杠杆。高杠杆率在不同领域有不同的

表现,去杠杆在不同领域的紧迫程度、实施难度也不一样，不同债务类型所形成的杠杆率风险也不一样，因而去杠杆需要突出重点,首先抓住最关键的部分,后续再统筹推进。

一是在杠杆的绝对水平和边际杠杆增速方面，去杠杆的重点是先控制边际杠杆增速，并根据进展情况压降杠杆绝对水平。也就是说,去杠杆的重点不仅是压降高杠杆率，还要控制金融部门和非金融部门杠杆率的快速提高，相比之下后者更需要及时解决，也更容易及时解决，因而要先控制杠杆的增量再逐步疏解存量高杠杆率。边际杠杆增速要与经济发展需要相适应，既要防止其增速过低引起“债务—通货紧缩”风险,也要防止增速过高引发资产泡沫。从债务的角度看,就是处理好增量和存量的关系,先要控制好增量债务，之后再逐步调整存量债务。

二是在金融部门和非金融部门方面,2016年下半年开始的金融部门去杠杆已经初步取得了较为明显的成效,但考虑到金融部门去杠杆是整个宏观经济去杠杆的基础，也是防范化解系统性金融风险的基础，金融部门去杠杆需要继续保持。考虑到非金融部门杠杆率增速逐步趋稳但非金融企业杠杆率依然较高,非金融部门去杠杆应该进一步强化。这一做法与美国等发达国家先开展金融部门去杠杆，再推动非金融部门去杠杆的做法相似。其原因在于，非金融部门如果可以方便且低价从金融部门获得加杠杆的资金,其就缺少足够的动力去杠杆，因而就需要在流动性比较紧张、资金价格较高的情况下增加非金融部门去杠杆

的压力。另外,国内去产能尚未完成,国有企业改革还有较多的工作要做，也决定了优先大力推进非金融部门去杠杆的风险较大。金融部门去杠杆也可以直接推动非金融部门去杠杆，如在非金融企业去杠杆过程中的重要举措债转股就需要商业银行在其中发挥积极作用，这也是金融服务业去杠杆的重要途径。在金融部门和非金融部门去杠杆都不是笼统的去,而是要重点针对高杠杆领域。

三是在非金融部门内部，重点是去非金融企业尤其是国有企业的杠杆。我国非金融部门的杠杆率总体水平并不算高,但非金融企业杠杆率高,因而需要把非金融企业作为去杠杆的重点。在非金融企业中国有企业杠杆率高，这决定了国有非金融企业是去杠杆的重中之重。家庭部门杠杆率快速上升也需要引起足够的关注。特别是家庭部门基于对房价上涨的预期，将资产大量配置在房地产领域，并且利用中长期贷款加杠杆进行房地产投资,存在较大的资产价格泡沫，而且家庭部门加杠杆配置房地产，也导致其对外部经济形势变化缺少足够的应对能力，一旦经济形势发生不利变化易于陷入剧烈冲击。国际经验也表明,避免形成“债务—通货紧缩”的恶性循环应加快居民部门去杠杆。这些都意味着,我国迫切需要按照“房子是用来住的,不是用来炒的”总体思路予以合理引导,解决家庭部门杠杆的结构问题。政府部门则要从科学界定中央政府和地方政府的财权事权，合理平衡中央政府和地方政府的杠杆率,建立地方财政收支激励相容机制,解决地方财政税约束问题从而弱化其扩大负债的动力。地方政府债务置换将短

期债务置换成长期债务，也是在积极稳妥降低政府部门的杠杆率。后续一方面需要规范地方政府融资,切实将发行地方政府债券作为唯一的融资方式，丰富地方政府债券品种,提高地方政府债券流动性；另一方面则需要对各类隐性地方政府债务加大打击力度,严格控制地方政府债务规模增长，提高资金使用效率。

四是在金融部门内部，去杠杆的重点是银行业的中小型商业银行和非银行金融机构。金融部门整体杠杆率较高,都面临较大的去杠杆压力，但相对而言银行业中的中小型商业银行和非银行金融机构是去杠杆的重点。在我国非金融部门加杠杆的过程中，其信贷资金来源正在发生较大变化，国内银行直接提供的信贷资金占比在降低，非银行金融机构等提供的信贷资金占比在提高，而且非银行金融机构杠杆提高速度整体高于银行业。同时,由于通过非银行金融机构流入非金融部门的信贷资金部分存在多层嵌套，并且违规流入两高一剩或者房地产领域的情况较多,风险更大,透明度更低。因而,需要重点规划借道非银行金融机构为非金融部门加杠杆提供信贷资金的做法，重点压降非银行金融机构的杠杆,以提高其去杠杆的针对性和成效。从银行业内部看，大型商业银行杠杆率较低，中小型商业银行通过同业存单扩表更明显,其杠杆率也高于大型商业银行，因而银行业内部去杠杆的重点是中小型商业银行。

（作者系武汉大学全日制经济学博士、财政部中国财政科学研究院博士后科研流动站博士后）