违约常态化与系统性风险的控制

张英杰 李诗 余璐 郭静静[1]

当前，中国宏观经济面临投资驱动向需求拉动转换，在这一转轨时期，政府消费缺口将逐渐被居民消费替代。显然，中国债务的可持续性取决于经济结构调整，与之配套的还要加强信用体系建设、继续深化金融服务实体经济方面的改革。目前，中国资本市场建设中存在断层现象，不能满足多样化的融资需求：软约束企业金融占优，但效率不足，容易导致刚性兑付聚集等现象，需要逐步化解和调整，这将依赖于多层次资本市场建设。随着实质性违约出现之后，债券市场风险将出现分化，即刚性兑付与实际违约并存，逐渐实现风险的有效识别。违约事件的发生传递两方面的信息，一个是风险的累积和传导，另一个是政府监管底线，即需要通过市场化的途径来引导风险释放。市场化运作机制能够有效识别信用风险，市场的作用力导致的离散性违约事件的出现，有利于培育市场，有利于债市可持续发展。然而，实际违约事件发生之后，需要建立与完善违约退出机制，如相关金融中介的建立与准入，相关法律法规制度的建立健全等。

本文将从违约风险产生机理出发，具体分析了刚性兑付与实际违约两种状态并存下信用债违约风险及中国系统性风险的演化，基于此提出了违约常态化下应推进与之配套的法律法规和相关制度的建设。期间对比中美违约退出机制差异，以期为中国债市建立健全违约退出

[1] 中诚信国际信用评级有限责任公司研究部

机制寻求借鉴。

违约走向常态化

2014 年 3 月，中国债市的实际违约事件出现了，这一过程经历了 10 年。从福禧债、海龙债、新中基、江西赛维等信用事件的发生，一直到超日债信用事件才发生了实际违约，在此之前的信用事件都以刚性兑付而告终。超日债信用事件作为中国债市首个实际违约，具有深远影响，表明随着市场化进程的推进，中国债市违约将走向常态化。

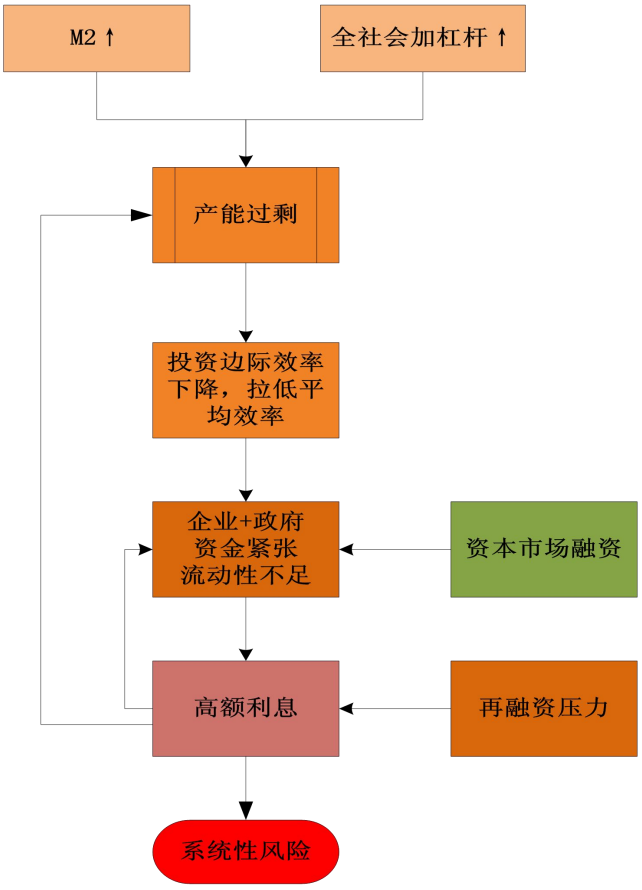

图 1 投资驱动模式下系统性风险产生机理

中国债市违约风险的积累，主要来自投资驱动经济增长模式下（如图 1），高企的 M2 及带动的社会融资杠杆效应使得投资边际效应持续下降，投资对单位产出的贡献持续减少，加之面临经济结构调整，

地方政府、融资平台、企业面临着结构性调整带来的流动性不足。为了解决这些问题，需要到资本市场进行再融资。2014 年 5 月全社会的平均加权融资成本高达 7.2%，高利率的情况下再融资受到一定的限制。此外，为了更好的引导经济结构调整，货币政策注重定向调控，改变了以往粗放型全面性的调控政策，导致了钱荒事件出现，这也进一步加剧了再融资压力，就可能成为引爆或者触发系统性风险的导火索。

债券市场中信用风险的积累在资本市场上有一些现实的表现：

1、再融资压力。如图 2 所示，随着偿债高峰期的到来，一直到 2020 年，都会有大规模的到期债务的偿还问题，特别是 2014 年是首个高峰期，总得来看将面临一定的再融资压力。

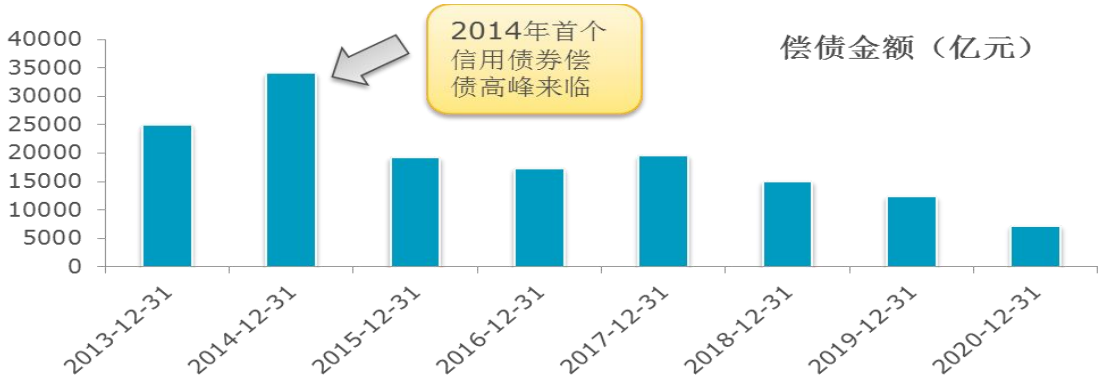

图 2 信用债到期偿还规模

2、融资成本压力。如 3 所示，从 2013 年初到 2014 年初，短期融资券的发行成本提高了 300 个基点。高企的融资成本进一步加剧了再融资压力。另外，资本市场中风险和收益没有实现有效识别与匹配，资金错配也加剧了风险积累。

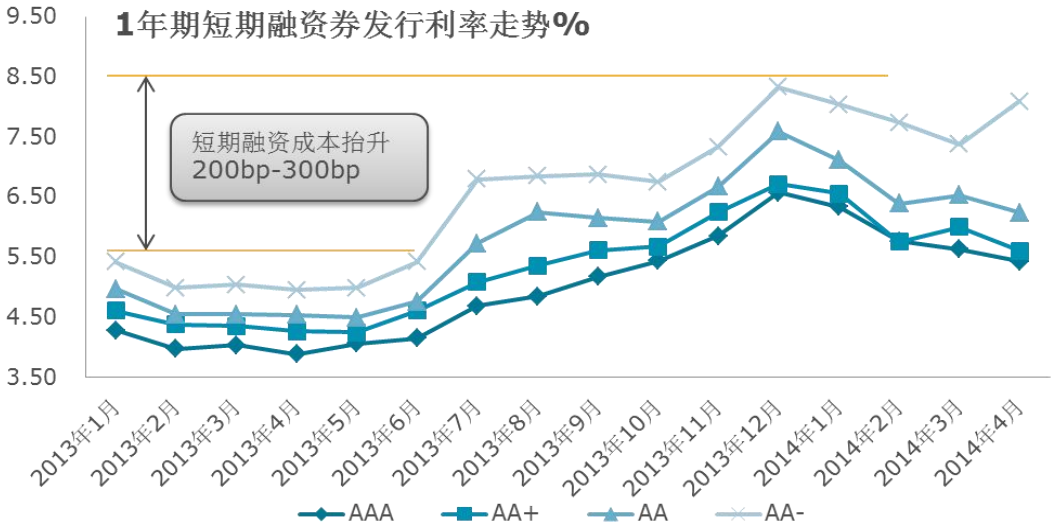

图 3 企业债发行利率走势

3、评级下调压力。如图 4 所示，从债项级别下调和主体级别下调的变化趋势来看，风险在不断的积累：2012 年到 2014 年 9 月，债项和主体级别下调的次数在增加。截止到 2014 年 9 月份，有 73 家主体级别下调，占整个调整次数的比重是 30.16%。

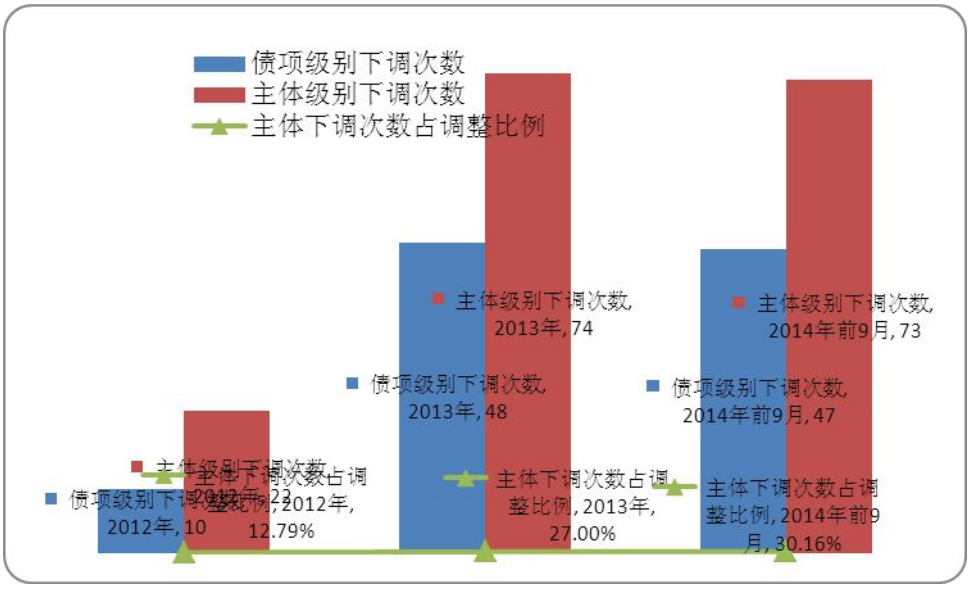

图 4 债项与主体评级调整变化

从级别被下调的行业来看（如图 5），主要集中在高污染、高能耗、产能过剩等行业。这与现实也是相符的，表明风险确实不断地在

累积。

2013 年		2014 年前 9 个月	
行业	**家数**	**行业**	**家数**
煤炭	8	机械设备	9
电力装备	7	有色金属	5
钢铁	7	光伏	5
光伏	5	钢铁	4
纺织业	4	煤炭	4
有色金属	4	电力装备	4
汽车相关	4	纺织业	3

图 5 级别被下调的行业分布

再融资、融资成本和评级调整都表明中国债市中积累了较高的信用风险，在多种因素的作用下超日债发生了实际违约，这仅是违约风险释放的一种形式，从中国信用债违约产生机理来看（如图 6），具有融资软约束的地方政府融资平台违约风险将表现为刚性兑付。显然，刚性兑付是非市场化运作机制，不能实现风险和收益有效匹配，而实际违约则是在市场化运作机制下的必然产物，是一种长效机制，更利于债市健康稳定发展。

对于融资平台或者刚性兑付这条线（如图 6）有两个黄色的区域，一个是隐性担保问题，一个是政府的扶持问题，这些使得在资本市场上传递的信号强化了投资者的这种单边的自我承诺，总认为会有担保的现象，或者兜底还会持续，释放的领域取决于各方的利益和平衡，

还有整个资本市场的完善。所以，当前刚性兑付和实际违约两条线是同时并存的，但从总体上看，确实可以说债券市场上违约现象确实发生了。希望通过建立一种机制，使得市场能最终走向上图中虚线走过的路径，由市场定价来释放风险，来推进债券市场的发展。最终实质性违约能够作为一种正常的或者为各方所接受的这样一个现象。

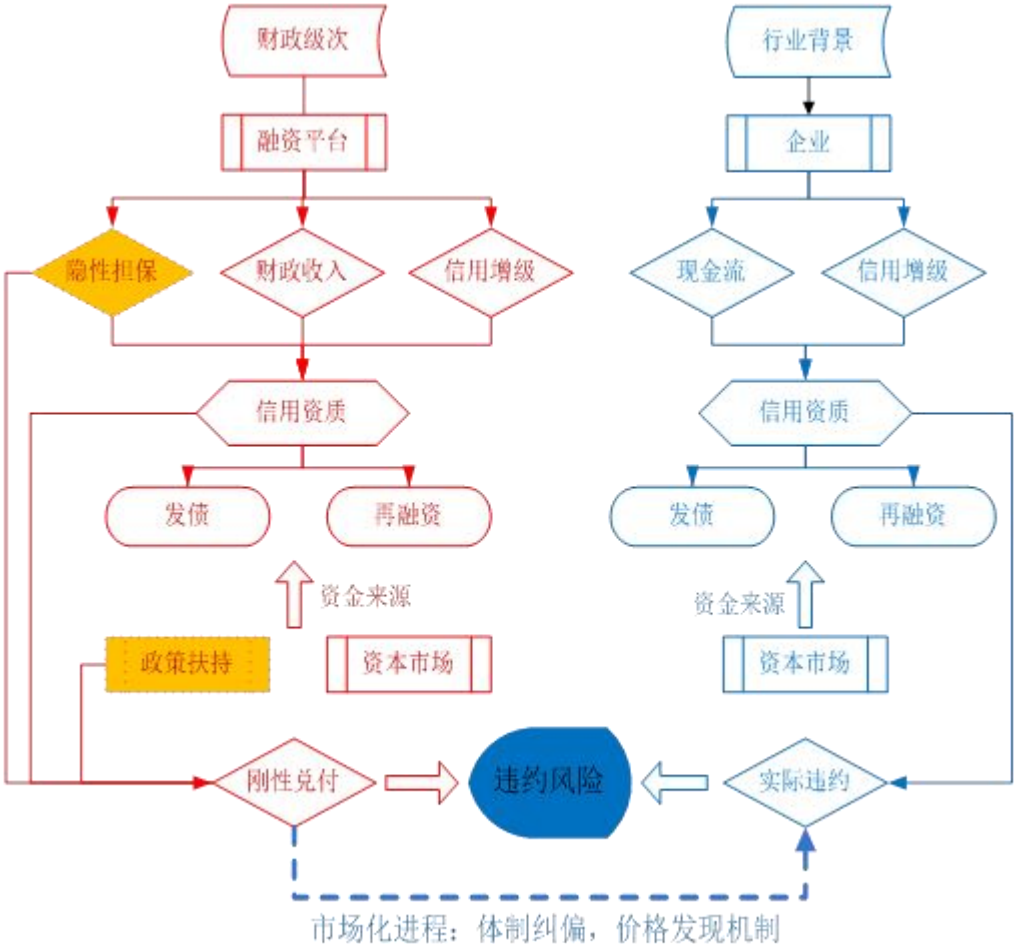

图 6 刚性兑付与实际违约产生机理

既然违约是不可避免的，或者说这种痛苦是必然要承担的，那么在风险不断累积或者通过个别事件的释放，应通过引导或者说让风险能够平稳的过渡，因为风险的累积意味着泡沫，这种风险积累的泡沫希望能够有一种途径让它逐渐的收缩，才能保证金融市场稳定。从政策层面上看，已经显现出这样的四种信号（如图 7）：其一，通过引

导市场化机制的途径使风险得到释放，打破刚性兑付；其二，鼓励实体经济方面兼并重组；其三，推动地方政府债券自发自还的试点；最后，继续推进利率市场化的进程。

图 7 缓解系统性风险的 4 种途径

这四个方面使得市场化机制能够引导风险的释放。目的是想在系统性金融风险出现之前建立一道防火墙，实际上就在争取这个时间窗口，使得风险通过一个有效的途径或者是说能够为各方所接受的途径得到一个缓释。

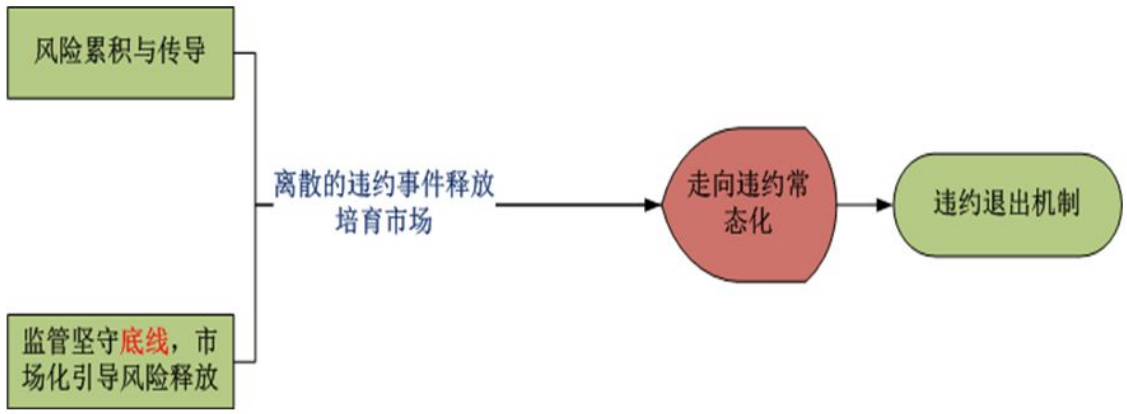

图 8 违约常态化与退出机制

概括来看，现在违约事件传递的信号有两方面的途径（如图 8），一个是风险的累积和传导，另一个是政府监管的底线，通过市场化的

途径来引导风险的释放。离散性的违约事件，有利于培育市场，超日债违约事件的出现意味着中国债市走向了违约的常态化。常态化之后需要进一步考虑的问题是如何建立违约退出机制。

中国的系统性风险

总体而言，中国系统性风险的表现可能不同于发达国家或者资本市场相对发达的经济体。美国的系统性风险或者金融系统性风险源于高度发达的资本市场，要求有一个高效的、能够与之相匹配的运转机构，使得参与各方都对风险高度敏感，这表明系统性风险的爆发不是规模问题，而是运转衔接问题，正如美国次贷危机是 1.2 万亿美元的刺激，从绝对量上绝对是一个小数目，为什么会迅速的传播开来呢？这是因为对所有的参与者而言，都认为自己是最聪明的，总是想率先抢市场，先一步做出动作，这样就会出现过度性的反应，进而导致债券危机到金融危机，最后信心危机传导到实体经济上了，最终出现了流动性枯竭，瞬间资产市场上就没有充分的流动性，使得循环突然间受到抑制，出现了这样一个传递的效应。

中国会是这样一种情况吗？这就需要对中国的系统性风险特征进行分析。

如图 9 所示，这是通过 IMF 的一些指标和数据来反映的，欧盟制定的红线是 60%，这都是经验性的数据，具体应用需要结合特定经济体的指标来看。因为某些国家超过了这个上限，比如日本和美国，问题不是特别的突出和明显，中国的情况还没有达到这样一个警戒线。

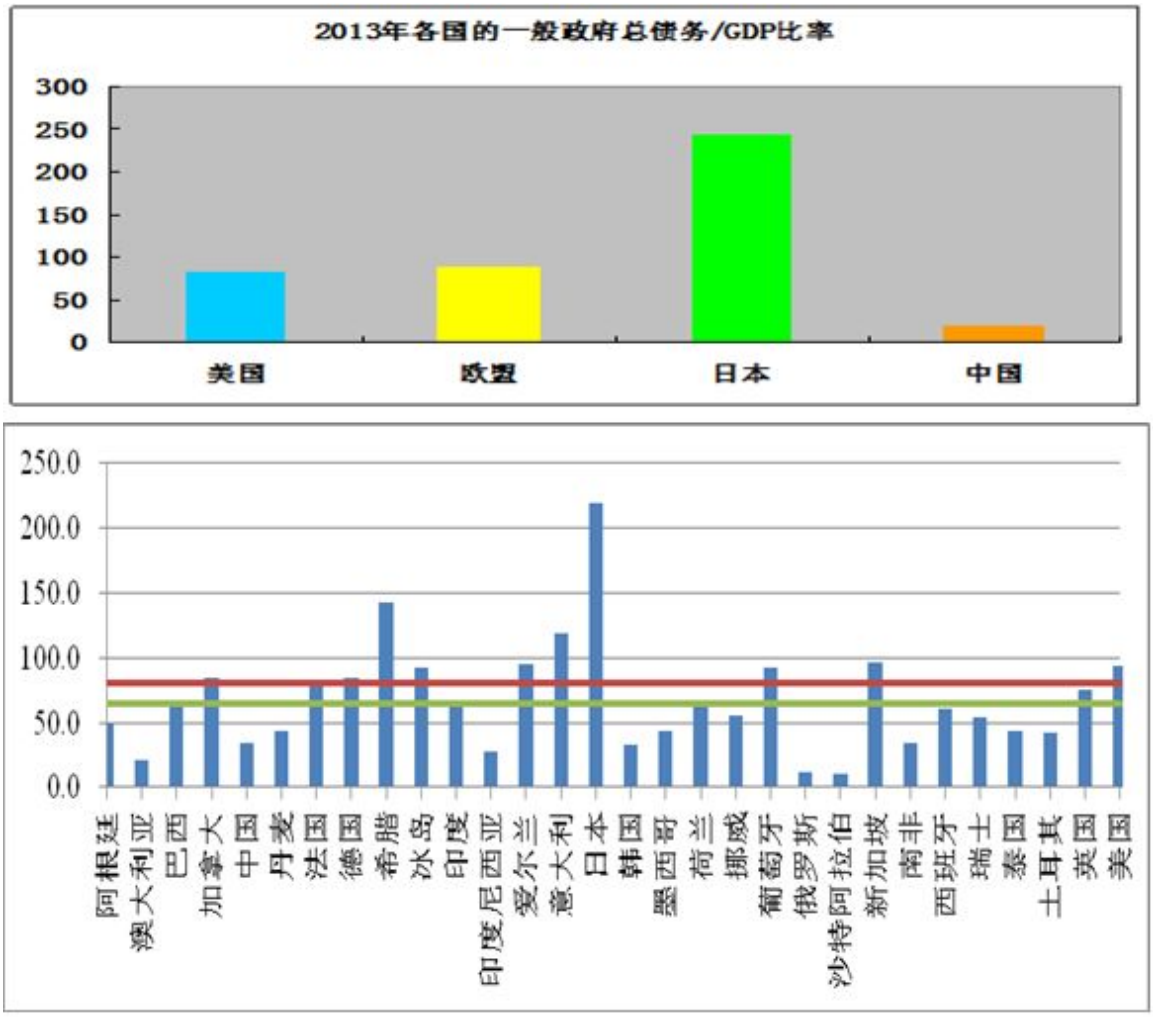

图 9 国际负债率比较

中国的系统性风险有其特殊性，显然仅从量上考虑是不够的，政府债务负担率有如下计算公式：

$$政府债务负担率=\frac{政府总债务余额\,t}{GDPt}\times 100\%$$

用 B_{t+1} 表示下一年的政府债务余额，Y_{t+1} 表示下一年的政府 GDP，它与上一年债务存量和实际的 GDP，即 R 有关，D_{t+1} 表示下一年的财政赤字，B 表示当年的债务总额，Y_t 表示当年的政府财政收入，R 表示年利率，G 表示 GDP 的增长率。则政府债务负担率可以由下面的公式来表示：

$$\frac{B_{t+1}}{Y_{t+1}} = \frac{B_t(1+R)+D_t}{Y_t(1+G)}$$

根据泰勒原理，公式简化为：

$$R = R' + \alpha\pi$$

$$r = R - \pi$$

$$G - R = (g+\pi) - (R' + \alpha\pi) = g + (1-\alpha)\pi - R'$$

如果$G >> R$，也就是 GDP 的增速高于利率水平的话，在理论上不会突破这样一个值，使得这样一个经济体具有长期的发债的条件，也就意味着发债能够给经济体带来一定的好处，而发行这种债务的好处就是，它不仅能够得到持续发行，而且它从理论上相当于铸币税。

政府通过发行债券可以进行融资，因此，G与R之间的比例关系也会产生不同的效果。如果G远远大于R，地区的空间会很大，在一定程度上促进赤字的产生，而弥补赤字的手段就是地方政府债，即只要保证 GDP 的增速高于利率，从理论上来说，政府就可以承受一定额度的债务。这对政府来说是有利的，对刺激经济增长也有好处。但是，债务应该有适度的规模以保证不会出现债务违约现象的发生，中国政府发展的实际情况是否能保证G大于实际的利率水平，笔者通过上面的等式说明了中国的实际情况：由于α的有关理论证明或者计量分析得出其小于 1，因此，$g+(1-\alpha)\pi$的值较大，进而使得利差较大。因此，从量的角度上来看，中国的政府债务规模并不是造成它的系统性风险加大的唯一因素，只是其中的一部分，因此，从某种程度来讲，中国政府还可以承受这样一个债务规模。

谈及中国的系统性风险，还要提到国家信用的概念。如何认识国

家的信用，系统性风险和债务规模的关系。为了说清楚这个问题，构造图10，国家信用曲线模型——MSCC(the model of sovereign credit curve)。横坐标说的是信用的使用效率，纵坐标说的是国家信用的使用程度，当然，还有另外一个指标就是风险，因为这里有三个指标要通过一个二维表刻画。所以，纵坐标上有两个量，一共有这样四条曲线，都呈现了二次抛物线的形式。这里面有一个最佳的信用的量Q*，从理论上存在一个国家信用的最优的使用规模，如果突破这个信用使用规模的话，伴随着信用使用效率的下降，信用使用效率能够通过什么衡量呢？假定存在这样一个函数，这个函数的量可能是GDP，也可是社会福利，这些还有待于进一步研究和分析。

单纯的看每一条线，比如A这个点的线，A对应的经济形势是以自由贸易阶段为拉动GDP的核心因素，相当于国家在改革开放后这三十年的初期。后来就转向投资驱动模式，也就相当于B点这条线对应的形式，C这一点是以内需来拉动，这正是本届政府要完成的任务，也就是要实现经济结构的转型，由投资信贷拉动GDP的模式向内需拉动模式转变，也就是到C点，中国现在处在两条实线之间的过渡阶段，这是对本届政府的一个考验。

这四条线之间是什么关系呢？是一个动态的形式，最终会达到D点，即全要素贡献的形式，能否到D，取决于ABCD这四个点的过度和跃迁，如果存在一条最优线就可以划一条扩展路径，伴随经济结构的转化，就是这种扩展路径的延伸，使得一个国家的信用水平达到了最优的利用程度。如果突破了这样的一个最优的使用规模以后，伴随

着使用效率的下降，就意味着可能触发一些风险。

现实选择就是使得这些触发点能够后移，到了 D 点以后，所有的手段都用尽了还不能化解风险的话，也可能就真正体现了经济规律，因为经济周期从一定时间窗口来看肯定是难免的，无论市场化进程如何发展，长期趋势上来看这也是个必然的规律。当然，更长期的角度上讲，无论经济怎样波动，经济总是增长的，社会总是向前发展的。所以，中国现在面临的问题就是说要在国家信用的使用程度上，以及控制风险规模上，以及信用使用效率方等面，需要结合经济转型和调整方面谋求一个平衡点，这就是所说的第三个问题，它是个跃迁还是一个平移，还是一个缓坡式的向上移动，显然最后一种是最理想的，因为跃迁意味着政府主导性的色彩会更浓烈，它会有一种刚性的效果，当然风险也会大。通过市场化的途径进行调节会更富有弹性，政府在这个过程中真正起到应该起到的作用，这样就使得市场机制伴随着经济结构的转型，伴随着政府职能在市场中逐渐弱化，看得见的手是政府的手来引导市场看不见的手发挥作用，而不是跃位、过度干预。

静态的看（如图 10）存在一个最优的使用规模问题，动态的看应该有一个过渡的路径，关于这个点是否存在，是否就是真正风险的触发点，还需要更深入、更系统的研究。

总结上面的问题，现在对风险的认识可以转换为对国家信用和系统性风险之间关系的认识，在市场化理念下，希望能够略去通过国家信用而形成的绿色通道（如图 11）。为什么希望走绿色通道呢？因为作为债券市场主要的发行方，企业，尤其是国有企业、地方政府、金

融机构，他们能够直接面对着资本市场，既然这些机构能够享受高杠杆带来的高收益溢价，应该去承担相应的溢价风险，而不应该有一个中间的过渡性国家信用。国家信用既是非常宝贵的资源，也非常稀缺的，当前对国家信用的过度依赖和过度使用导致了参与主体的风险和收益不对等，就会存在着错误性信号的传递和对国家信用的过度依赖。

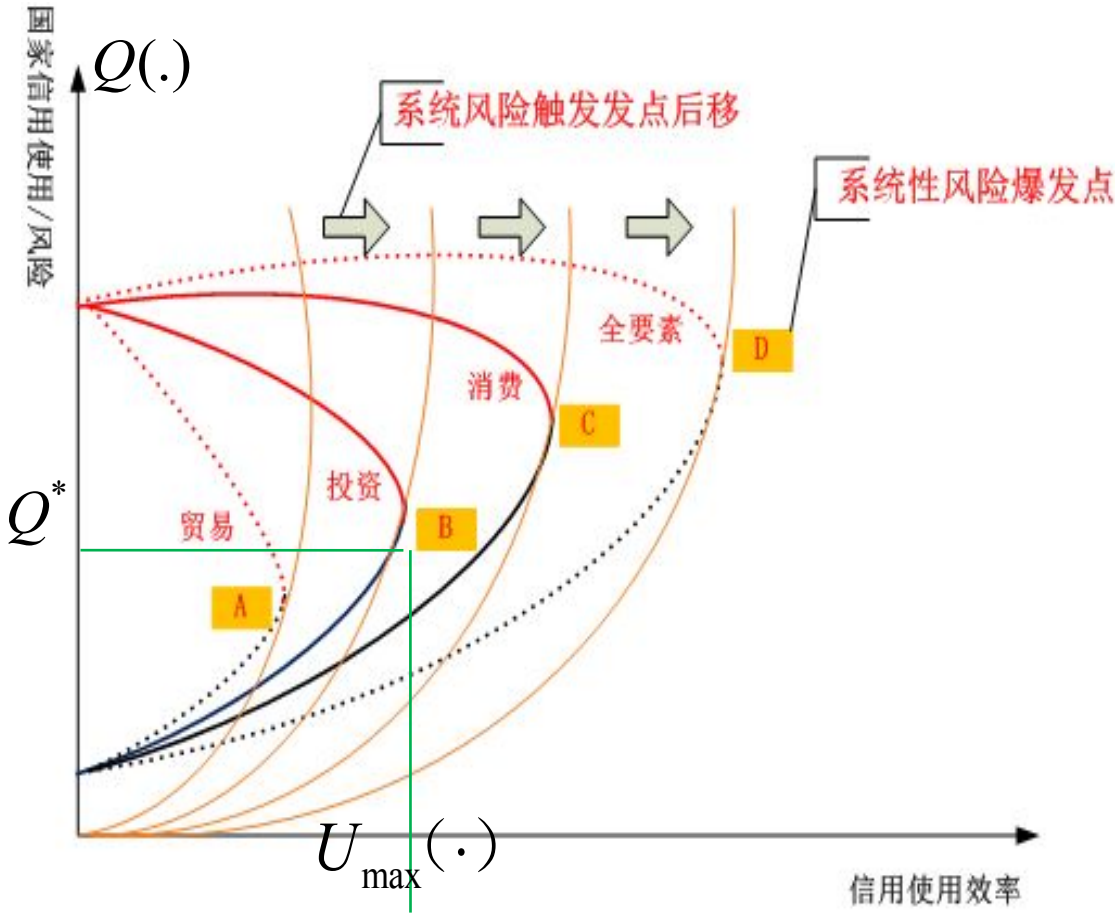

图 10 国家信用使用程度与信用使用效率间的关系

下面的这条路径是民营企业是市场化运作机理的作用结果。民营完全是个体信用，风险收益也能够实现匹配，然而民营企业融资会面临一些其它方面的问题。

概括来看，最理想的方式是通过市场化运作机理实现风险和收益匹配，最终形成了一条绿色通道，而不是过分依赖国家信用，这也是资本市场化改革的难点所在，因为当前经济构成中，无论是国家还是地方政府，国有性质企业的占比还是占据主导地位的。

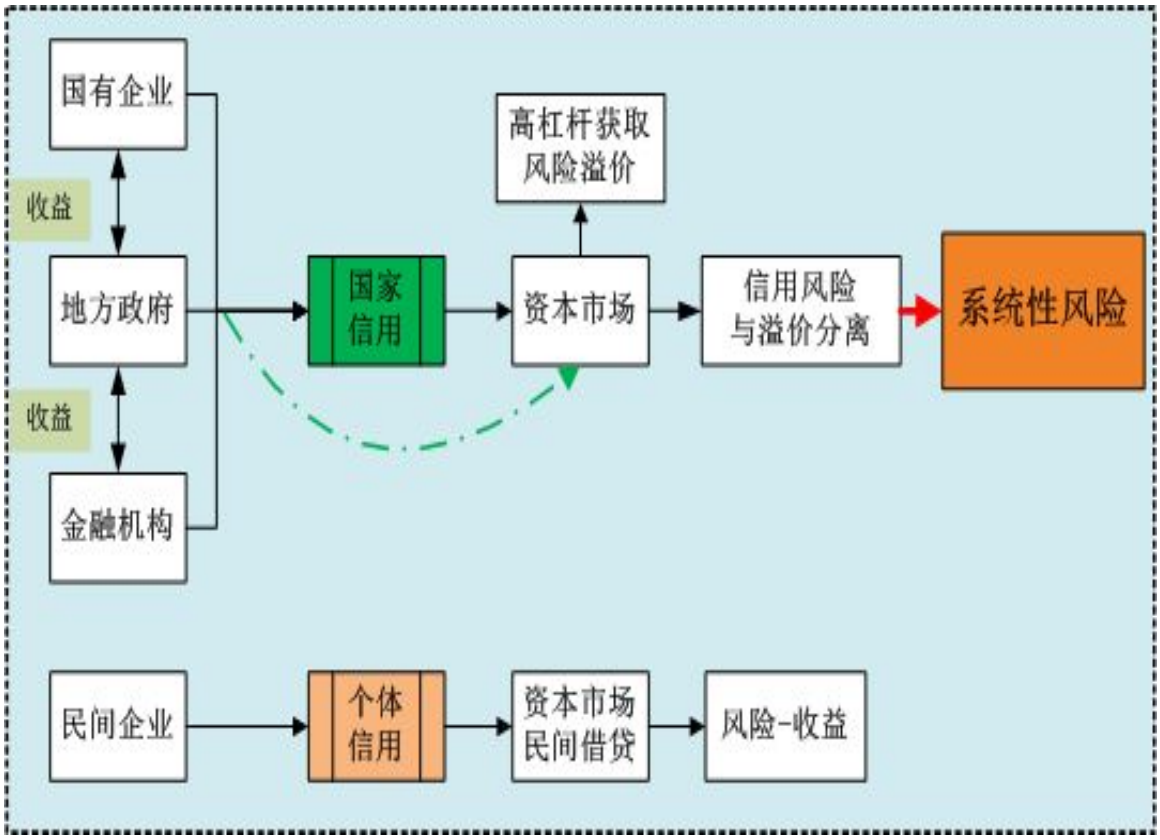

图 11 系统性风险演化机理

在市场化运作机理约束下，实现违约风险变化，也就是通过完善资本市场定价机制，打破刚性兑付，实现市场作用力下的实际违约，同时应加强信息披露，建立与市场发展相适应的违约退出机制。有效定价机制能够实现风险和收益有效匹配，就能改变当前风险和收益不匹配的现状（如图 12）。

当然，转变成图 12 中右侧的形式并不意味着整个资本市场是完美的，随之而来的问题可能是成熟资本市场所暴露和潜在的问题，比

如金融机构周期性危机，可能会走向另外的一种危机的爆发形式。基于此，发达资本主义国家走过百年金融史，爆发十几次金融危机及对抗危机举措，是值得中国资本市场去借鉴和学习的。

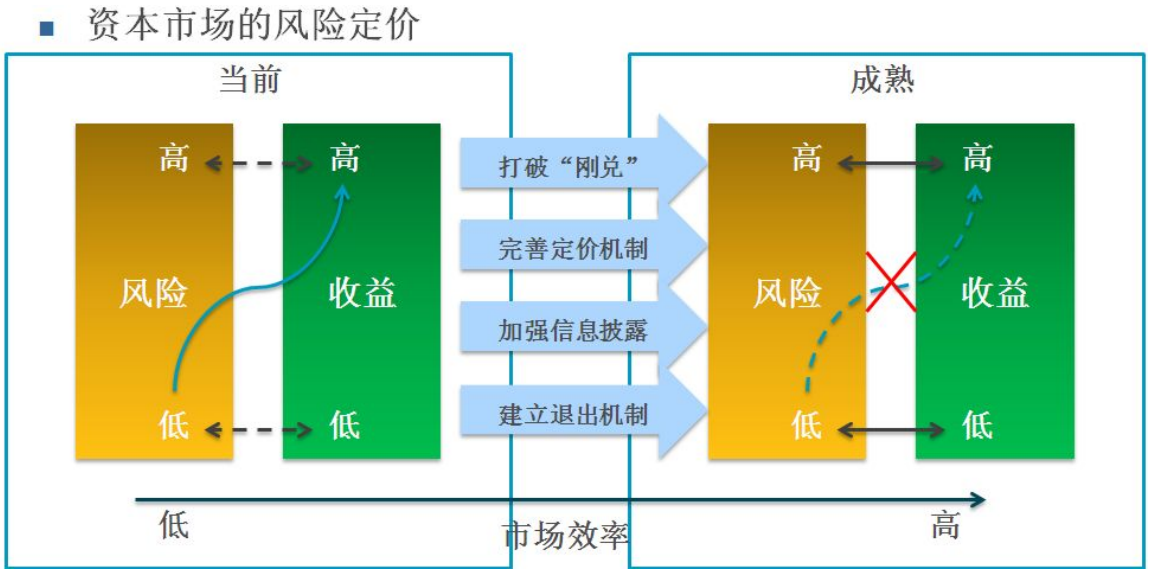

图 12 风险与收益有匹配转化路径

总而言之，风险是客观存在的，并不能因为扭曲或干预就能消除风险，恰恰使它得到了不恰当的聚集。相反，应该通过市场的力量加之适度的政策引导是的风险逐渐释放，这也是逐渐提高市场资源配置效率的一个过程。

通过以上分析可以得到如下几点结论：中国债务的可持续性取决于经济结构的调整，信用体系的建设和金融能够很好的服务于实体经济。当前，中国资本市场存在断层，不能满足多样化的融资需求，软约束企业金融占优，效率不足，刚性兑付风险在聚集，需要加强多层次资本市场建设来解决上述问题。宏观经济面临由投资驱动向需求拉动模式转换，在这一转轨时期，政府消费缺口随着居民收入的提高逐渐由居民消费来替代。随着市场化进程的深入，信用风险的差异化会

越来越明显，风险将被有效识别，进而实现风险和收益有效匹配。在经济结构的背景下，对投资依赖的增长模式提出了挑战，需要切实处理好结构转化过程中暴露的区域性风险。特别关注的是，随着利率市场化全面推进，一定要在市场机制下形成合理的预期风险与预期收益适当的调低投资的预期收益。利率决定着资本价格，在开放经济趋势下还要考虑国际相对利率变化产生的影响，正如欧洲近来执行的负利率政策，都将对宏观经济形势产生重要影响。经济结构调整、资本市场多层次建设、利率市场化改革，这些都是影响信用风险的主要因素，但其核心还是信用的合理定价，特别是对国家信用合理使用，如何避免国家信用的被过度使用，这需要建立健全金融体系，包括中介结构的建立、法律法规制度的完善，信用风险识别机制等方面。在市场化运作机制下，信用债违约将是一种常态化，这是资本市场成熟发展的一种表现。既然违约是一种常态，就应该有相应的违约退出机制，来处理违约问题。这就需要法律法规和相关制度的建立健全。

推进法律法规和制度的建设，完善违约退出机制

推进法律法规和相关制度的建设，完善违约退出机制，从宏观层面来看，其核心是建立健全风险定价机制，这需要处理好政府与市场、金融与经济实体间的关系。相关参与方的改革都应向着有效率的方向进行，即在市场化运作机制的约束下进行如政策制定、制度建设等方面的改革。宏观层面理顺之后，就为风险微观定价奠定了宏观基础。

显然，要实现风险微观定价，市场体系的建立是根本，在完善的市场体系基础之上，金融工具、金融创新是风险定价与风险转移的重

要手段。为实现金融市场、金融工具、金融主体有效、合规运转，需要建立健全与之相匹配的法律法规和相关制度。如图 13 所示，很好的反应了风险定价内在机理，与发达国家相比，在金融市场体系建设、法律法规完善和相关制度建立方面仍有很大差距。毋庸置疑，有效的金融市场能够实现风险合理定价，所谓风险合理定价就是风险交易双方都能在自身约束条件下实现预期收益和预期风险的匹配。风险定价能够对风险进行有效识别，实现风险识别相应的参与主体根据自身约束条件可以采取风险留存、风险转移和风险对冲，这依赖于金融工具来实现，相比而言中国金融市场中处置风险的金融工具尚不丰富。

图 13 风险定价机理

中国公司债违约处置机制现状

上世纪 90 年代初期中国经济快速发展，企业资金需求大增，引发一轮企业发债高潮。企业之间、企业和银行之间形成了巨额三角债问题，困扰着中国经济。采取的相关机制包括：清欠机制，主要是资产剥离、打包处理；合同法合同转让制度以及合同保全制度；全民所有制工业企业破产法（试行）规定了清算、和解与整顿程序但并未普

遍实施。整体看，政府救济为主，高效但也埋下隐患。尤其是由于政府倾力相救，实质违约并未出现，事实上鼓励了市场失败者继续赖债逃债的行为，市场“信用垃圾”未及时清理，使得投资人也难以作出相对理性的判断，加剧了市场乱象。

进入2006年以来，伴随着债券市场的发展，也陆陆续续出现了一些债券市场违约现象，无锡尚德和上海超日即为著例。这一时期可以概括为公司债违约处置机制过渡期，即从政府大包大揽到政府逐渐退出，市场渐趋主导时期。所谓市场主导，简单说就是有市场选择公司的生死。当然，根据利益相关者理论，现代公司在生死存亡之际，往往需要尽力救济。依据2006年通过的统一的《企业破产法》，三种破产程序——重整、和解与清算的顺序安排依次为重整——和解——清算。这反映了拯救优先的理念，中国破产制度基本上完成了从“死亡” 到“拯救”的现代破产理念的转变。对于前两者，理论上统称为“预防性破产程序”。受制于制度设计先天不足，和解制度实践中较少使用，美国已经删去了该制度。清算作为公司死亡的序曲，固然符合法人基本原理，但对于利益相关者利益最大化的价值目标而言，却绝非首选。因此重整就当仁不让地扛起了破产程序的第一面旗帜。

无锡尚德的重整方案从一开始就引起关注，部分学者此前担心政府又要“胡来”，一味进行“公共救助”，最终将尚德变为“政府公司。”但从事实来看，根据重整方案，尚德普通债权的偿付比例为仅31.55%，这意味着尽管有政府介入，但实质债券违约已然不可避免。并且顺风光电通过收购，得到无锡尚德的全部股权和所有资产，无锡国联开始

着手退出，由此看这明显区别与传统的政府兜底救济模式。而 2014 年 10 月，上海超日重整计划草案获得通过，以协鑫集团为首的投资人接手了上海超日，也获得了其作为上市公司的重要资源。依据草案大额普通债权人的 20 万以上债权仅能按照 20%比例受偿，但 11 超日债的本息可以获得全额偿付。虽然协鑫集团的入主是在上海市政府的牵线下实现，但上海超日最终仍是通过较为市场化的方式避免了破产清算的命运，为今后的违约事件提供了重要的参考。

尽管重整理论上已成为最为重要的公司债违约处置机制，现实中也越来越发挥着无可替代的作用，但由于政府强势的惯性、专门法院和法官以及管理机构等法律共同体的缺失、制度设计的疏漏，重整制度想要发挥其应有功能还有待时日。

美国公司债违约处置机制借鉴

美国是公司债市场化运作比较成熟的国家，这集中体现在其破产重组的立法和实践中。他山之石，可以攻玉。中国的破产重整程序就借鉴了美国的破产重整制度。因此面对现实，也应自觉地反观美国的实践，以回应中国问题。

从美国的典型案例来看，贝尔斯登，美国国际集团和通用，这三个都有政府处置或者救助的过程，但在雷曼兄弟破产案中，政府就没有救助。这引起一个值得思考的问题，即政府在什么情况下应该救助，什么情况下该放手。当然，这是一个很复杂的问题，即便在美国，对于政府的救助也有不同声音。

但总体来看，美国公司债违约处置机制是市场主导型的，政府干

预有限。对应市场主导地位，美国公司重组中有专门破产法院和法官以及专业管理机构和人员作为制度依托。这个法律共同体既是市场化运作的产物，也是市场化运作的保障。现代重整实践中产生了转机管理团队，这种团队以执业共同体的形式发展成国际化的组织，即转机管理组织（Turnaround Management Association ，以下简称 TMA ）。转机管理组织在不同的国家和地区建立分支机构（Chapters），其分支机构遍布美洲、欧洲和亚洲。TMA 由律师、会计师、审计师等专业人士组成。其中最值得关注的是其中的一个重要角色，即首席重组官（Chief Restructuring Officer, CRO）。CRO 是当代发达市场经济体中《破产法》实践的产物。在发达的市场经济体，债权人控制困境企业重整。在 债务人自行管理不能胜任的情况下，债权人往往聘请 CRO 来替换重整中的企业当前的 CEO。当前世界著名的转机管理事务所，如 Alvarez & Marsal 或者 Alix Partners 都以提供 CRO 服务而闻名。从正义的最后屏障——法院设置来看，美国还有专门的破产法院。

启示

面对公司债的违约，进行市场化选择应是主导趋势。在市场化进程中，采取政府介入和依据市场规则处理相结合是合理的方式，但政府介入不能以纳税人的钱“兜底”，来帮助企业缓释市场风险。政府介入需要在理性经济人角色和公共利益代表的角色之间进行平衡。中国市场经济转型正处在行政力量和市场力量博弈时期，有行政力量推动破产案件顺利进行的案例，也有行政力量不适当干预破产程序的案例。当行政力量过度膨胀时，不仅《破产法》的实施效果被扭曲，而

且市场力量的空间也被挤压，破坏了市场经济健康发展的基础，需要平衡二者之间的力量。

在未来一段时间，市场量和政府力量将持续博弈，但市场力量最终成为主导力量应是大势所趋。就尚德重整的案例来看，政府虽第一时间介入，但随后着手退出，显示出尊重市场，谨慎使用公权力的自我约束。因此，关键是政府介入救助之后，企业进入正常的市场经营活动后，政府能够在资本市场上通过出售股权等方式实现退出。毕竟，救助是短时间的行为，而不是长期取代或者越位经营。也就是说政府参与救助的程度，以及政府救助以后如何退出是违约退出机制重要组成部分。政府的救助过程基本上是两条，一个是通过股权的形式，另一个通过注资或者债权的形式。当企业转入正常的生产经营活动以后，政府应该通过市场交易机制退出。也就是说国家的这种救助形式或者是国家最终的担保形式应该是解决一些长尾事件、突发性事件，除此之外，应由市场进行释放和解决。归根结底，政府救助以后的退出问题是一个深层次要思考的问题，这也牵扯到资本市场的发展。

当前，中国需要推进法律和制度建设，完善公司债违约退出机制，即兼顾保护债权人和债务人的利益，完善管理人制度，设立专门的破产审理机构，培育专业法官，形成高素质的破产重整共同体，确保重整民主决策方式高效有序地行使，最终保障重整制度的价值目标实现。可以肯定，“逐渐扩大市场力量的空间，行政力量退出市场，不仅是中国《破产法》良性成长的前提，也是中国市场经济转型成功的关键。”

附表

关于中美公司债违约处置机制的差异，请见下表。

表 1　中美公司债违约处置机制比较

	美　国	中　国
处置机制	重组-清算	重整-和解-清算（实践中，和解较少适用）
法律基础	《破产法》 第 7、11 章	2006 年修订《企业破产法》
提出申请人	债务人、债权人、出资人（股东）	
司法机构	专门的破产法院与法官	没有专门破产法院与法官
管理组织	转机管理组织（Turn around Management Association，TMA）：由律师、会计师、审计师等专业人士组成，首席重组官（CRO）。	管理人（可以是组织或者个人），但没有接轨的专门重整机构，难以应对复杂、专业的重整程序。
典型案例	• 贝尔斯登 • 美国国际集团（AIG） • 通用 • 雷曼兄弟	➢ 90 年代三角债 ➢ 尚德重整方案：普通债权的偿付比例为仅 31.55%，顺风光电收购全部股权和所有资产；无锡国联开始着手退出。 ➢ 超日：通过重组方案

表 2：

时点	涉及债券	事件主体	事件	解决方案
2014 年 8 月	13 华珠债	华珠泉州鞋业有限公司	未能于付息日兑付利息 800 万元	违约
2014 年 7 月	12 津天联	天津市天联滨海复合材料有限公司	董事长失联，5000 万债券未按期偿付	违约，海泰担保仅支付 225 万元的半年利息
2014 年 7 月	12 金泰债 01 12 金泰债 02	湖州金泰科技股份有限公司	本息 3300 万元在原定日期未偿付	违约
2014 年 7 月	11 江苏 SMECN1	江苏恒顺达生物能源有限公司	无法按照相关偿付安排计划，将到期应付本息足额提前划付至偿债专户	由江苏再担保代偿
2014 年 7 月	13 华通路桥 CP001	华通路桥集团	董事长于短融即将到期前协助相关部门调查，造成债券偿付存在不确定性	由政府协调偿付
2014 年 3 月	12 华特斯	浙江华特斯聚合物科技有限公司	华特斯申请破产重组	债券利息大概率由担保代偿
2014 年 3 月	13 中森债	中森通浩	发债主体无力偿息	中海信达担保代偿
2014 年 3 月	11 超日债	上海超日太阳能	“11 超日债”本期利息将无法于原定付息日按期全额支付	重组，同时长城资产与上海久阳对债券联合担保
2014 年 1 月	11 常州中小债	永泰丰化工	永泰丰化工破产重整	由为其提供反担保保证的常州清红化工有限公司先行代偿本息 3689 万元
2014 年 1 月	11 杨浦 SMECN1	上海同捷科技	上海同捷科技偿债困难	股东配股
2012 年 12 月	11 常州 SMECNⅡ001	高力彩钢	高力彩钢资产被查封	提前兑付本息

2012 年 12 月	10 黑龙江 SMECN1	惠佳贝	惠佳贝偿债困难	深圳担保代偿本息 708 万元
2012 年 10 月	10 京经开 SMECN1	康特荣宝	康特荣宝偿债困难	由担保方北京首创投资担保公司代偿本息 2053 万
2012 年 9 月-10 月	11 新中基 CP001	新中基	新中基降级	疑由新疆生产建设兵团救助进行兑付
2012 年 4 月-10 月	11 江西赛维 CP001	江西赛维	江西赛维连续降级	疑由地方政府救助或银行贷款兑付
2012 年 1 月	10 中关村债	地杰通信	地杰通信偿债困难	中关村担保提前代偿全部本息 4414 万元
2011 年 9 月-2013 年 4 月	11 海龙 CP01	山东海龙	山东海龙连续降级	疑由银行过桥贷款兑付