

新常态下我国公司债券违约问题 及其解决的法治逻辑*

窦鹏娟**

内容摘要:债券违约是债券市场化运作的必然结果,但在我国却难以被容忍和接受,依赖政府之手确保刚性兑付似乎成为我国处理债券违约问题的一贯路径。然而随着我国经济社会进入新常态,公司债券违约问题愈发突出,以往这种债券违约解决思路无论在逻辑上还是在现实中都将难以为继。自主协商、诉讼求偿机制和破产偿债程序等法治机制是域外解决债券违约问题的主要途径。债券违约解决的法治机制是法治化债券市场建设的重要内容,这一机制并非只是简单的事后了结。解决公司债券违约问题不能只围绕违约本身进行规则变革,关键还在于肃清债券市场中的非市场化因素,剥离非常态的政府信用,彻底切断政府兜底债券违约的基础与可能,使法治思维深植于解决公司债券违约问题的逻辑之中。

关键词:公司债券 违约风险 隐性担保 债券规则 经济新常态

DOI:10.13415/j.cnki.fxpl.2016.02.015

近年来,在国家一系列新政和利好政策的持续刺激下,我国债券市场一改以往清冷的局面焕发出勃勃生机,其中尤以公司信用债的发展尤为引人瞩目。据国际清算银行(BIS)统计,在债券市场规模国际排名中,中国目前位列第三,公司信用债更是名列全球第二。然而在行情看涨、持续牛市的同时,我国公司债券市场也深受偿付危机与违约事件的困扰。债券违约本是债券市场化运作的必然结果之一,^①但在我国却成为难以被容忍和接受的现象。人们习惯并依赖于政府对债券违约伸出援助之手,政府斡旋与刚性兑付甚至被视为我国处理债券违约问题的“常规”做法。十八届三中全会提出“发展并规范债券市场,提高直接融资比重”,这意味着未来债券市场必须打破刚性兑付的惯例以及违约处理的行政化思维。随着我国经济社会进入新常态,公司债券违约问题愈发突出,在此情形下思考如何以法治逻辑来应对和解决债券偿付危机与违约事件遂显得尤为必要。

一、违约频现:我国公司债券市场“新常态”

违约虽是一个法律上的概念,但其含义却十分广泛,概指“不履行法律责任或未能履行某项法定或合同义务,尤指不能履行到期债务。”^②可以说,“任何与法律、合同规定的义务不相符合的行为,均可以被认为是违约。”^③发行人须按照约定条件还本付息被认为是债券区别于股票等其他直接融资工具的根本特征,然而任何债券都存在着发行人违约的可能性。广义上的债券违约是指发行人对债券发行契约即发行人、债券持有人及托管人之间的正式合约中任何条款的违背,既包括发行人未能如约履行本息兑付义务,还可能包括发行人增加对外担保、转让重大资产以及整体负债规模超限等其他违反合同约定的情况。^④ 本文主要讨论狭

* 本文系2014年教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”(项目批准号:14JZD008)的阶段性成果之一。

** 华东政法大学师资博士后、助理研究员。

① 参见吴伟央:《债券违约应对处理法律机制探析》,载《证券法苑》(第13卷),法律出版社2014年版。

② Bryan A. Garner: Black's Law Dictionary(Tenth Edition), Thomson Reuters, 2014, P507.

③ 王利明:《论根本违约与合同关系的解除》,载《中国法学》1995年第3期。

④ 参见中债资信政策研究团队:《债券违约!投资者应了解的四件事》,http://chuansong.me/n/1625584,访问时间:2015年10月11日。

义上的债券违约现象,即实践中最常见的债券发行人不能如约支付本息的情况。

尽管我国企业在海外发行债券发生违约的情况并不罕见,但在国内市场上债券发行人的违约现象却一直不能被容忍和接受。早在我国债券市场发展初期就曾大规模地出现过债券不能到期兑付的现象。上世纪90年代初,源于我国经济的快速发展,企业资金需求加剧,因1987年《企业债券管理暂行条例》的颁布而渐入正轨的企业债券市场为企业融资开辟了新渠道,由此引发了一轮企业发债高潮。然而从1993年起便陆续发生债券不能如期兑付的情况,至1997年末全国约有30亿元的企业债券逾期未能兑付。大面积的债券违约给投资者(大多为居民个人)带来了不小的损失,因而造成一系列社会事件,甚至出现投资者冲击政府和代销银行的行为。最终,为避免债券违约引发更激烈的社会冲击,由政府出面在银行、债券承销商以及财政部门之间进行协调,协调的结果是违约债券中的一部分由银行代为偿付,一部分由承销商垫付,另外的部分以财政拨款的方式进行偿还。^⑤通过这种政府兜底式的解决办法,终于平息了这起发生在我国债券市场发展早期的违约事件。

进入新世纪以来,我国债券市场开始驶入发展的快车道,^⑥改革与创新成为这一时期我国债券市场的重要特征。^⑦然而创新即意味着新能量与新变量的引入,因此带来市场的扰动,^⑧表现之一就是债券兑付危机频繁发生。自2006年以来,我国公司债市场曾数度出现债券违约的端倪,最为典型的是2012年的一系列偿债危机事件。^⑨在市场各方对于债市违约终于“狼来了”的恐慌与希冀等诸种情绪的复杂交错中,甚至已经技术破产的山东海龙等一系列濒临违约的企业债券却最终在地方政府、银行以及监管部门的通力合作下成功解除了违约警报。但事实证明,企图以外力改变市场规律的做法终究不可持续,我国债券市场最终还是在2014年迎来了它的首单违约,这就是广为关注的“11超日债”事件。^⑩尽管构成实质违约的“11超日债”被主张实现债券市场化、法治化的各界人士寄予厚望,然而从这一事件的后续发展与处理来看,债市零违约的记录虽被打破但对于违约的处理并没有突破以往的模式,“11超日债”最终还是延续了我国债券市场刚性兑付的一贯传统。^⑪“11超日债”事件的处理,表面来看虽然采取的是发行公司申请破产重组还债的方式,但是层层剥开重组*ST超日的这些公司的股权结构则不难发现,这些帮助*ST超日脱困的公司都有着共同的“国有”背景。“11超日债”所谓的完美兑付实际上还是源于政府所扮演的“救火队”角色。^⑫

债券违约从无到有,是国际上债券市场发展的一般规律,被认为能够促使一国债券市场走向成熟。“11

^⑤ 参见陶丽博:《我国债市违约事件透析》,http://finance.sina.com.cn/money/bond/20140404/135818715164.shtml,访问时间:2015年10月12日。

^⑥ 在2003—2014年的11年间,我国债券市场的发行量从1.5万亿元人民币左右上升至12.28万亿元;托管量从约3.76亿元上升为35.64亿元;交易量从银行间市场和交易所市场交易量总和不足5万亿元提高到仅银行间债券市场的交易量就达302.4万亿元人民币。目前我国已经形成了以银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场组成的统一分层的债券市场体系,市场规模不断扩大,债券类别不断丰富、品种推陈出新,交易模式渐趋多元,投资者日益多元且结构趋向科学和合理,市场逐渐走向开放,国际化程度明显增强。以上数据来自中央国债登记结算有限责任公司的相关统计。

^⑦ 参见沈炳熙、曹媛媛:《中国债券市场:30年改革与发展》,北京大学出版社2014年版,第8页。

^⑧ 参见戴文华:《证券市场创新与系统风险的若干问题》,载《证券市场导报》2013年第3期。

^⑨ 引发系列偿债危机的债券包括山东海龙“11海龙CP01”、地杰通信“10中关村债”事件、江西赛维“11江西赛维CP001”、新中基“11新中基CP001”、康特荣宝“10京经开SMECN1”、惠佳贝“10黑龙江SMECN1”和高丽彩钢“11常州SMECN II 001”等。

^⑩ 2014年3月4日,深圳证券交易所对外披露了《上海超日太阳能科技股份有限公司2011年公司债券第二期利息无法按期全额支付的公告》,公告称由于各种不可控的因素,上海超日太阳能科技股份有限公司于2011年3月7日发行的上海超日太阳能科技股份有限公司2011年公司债券将无法于原定付息日按期全额支付共计8,980万元人民币利息,仅能够按期支付400万元人民币的利息。2014年3月7日,这一公告所披露的事实最终兑现,“11超日债”正式违约,成为中国资本市场上首只实质违约的债券。

^⑪ 2014年10月23日,由江苏协鑫能源有限公司等9家公司联合拟定的*ST超日的重组方案获得高票通过。根据重组方案,“11超日债”的普通债权人最终都获得了偿付。*ST超日以2014年12月22日作为还本付息日,对每手面值1000元人民币的“11超日债”派发本息共计1116.4元人民币,其中甚至包含欠息所引起的复利和罚息,在扣除个人所得税之后,债券个人持有人的实际每手面值1000元人民币获得派发本息共计1093.12元人民币。

^⑫ 参见覃荪:《“11超日债”兑付 债民相约抢食垃圾债》,载《第一财经日报》2014年12月18日A10版。

超日债”仿佛打开了我国债市违约的潘多拉魔盒，此后偿债危机一波未平一波又起：“13中森债”、“12华特斯”、“12金泰债”、“ST湘鄂债”……^⑬截至2015年10月底，我国信用债市场违约已扩展至所有债券类型，无论发行方式是公募还是私募，无论流通场所为交易所还是银行间市场，无论发行人属于国企、央企还是民企，均已发生多起违约案例。^⑭未来随着经济下行压力的增强以及债券市场化运作的不断深化，违约将不可避免成为我国公司债市场的“常态化”现象。^⑮从经济学角度来看，债券违约风险(risk of default)是公司债券定价的关键因素，投资者可以通过违约分析从债券损失分布中获得风险补偿。^⑯缺少违约的债券市场不仅无法进行有效的风险区分和确定合理的风险溢价，而且会使无风险收益率水平被错误地抬高，反而导致风险的累积。可见，债券违约实际是债券市场发展的一种必然反应，本不应该引起市场各方的恐惧和排斥。然而在我国，人们不仅不能接受债券违约的发生，更习惯于看到每一起偿债危机或违约事件中政府的身影，通过政府斡旋实现刚性兑付已经被认为是我国处理债券违约问题的常规做法，这种期待政府兜底的投资心理与行政化的债券违约处理模式实在令人担忧。随着经济新常态的到来以及债市违约的常态化，债券刚性兑付的压力越来越大，在此情形下，依靠政府干预来处理债券违约问题显然难以为继。

二、政府兜底债券违约：逻辑悖论与现实困境

有观点认为，我国债券持有人对债务人的干预能力低，致使进入破产程序的公司资产质量往往大幅恶化，若以市场化的方式解决债券违约问题，则投资者的投资回收率恐难以理想。^⑰从保护中小投资者的角度来看，这一观点似乎有些道理，然而仔细分析却是站不住脚的。的确，在美国，债权人对于发行人偿债能力的变化十分敏感且会积极干预，因此违约债券的清偿率一般可以达到45%左右。而我国债券持有人对于评级机构关于发行人及其所发行债券信用等级的调整则不太敏感。基于“政府兜底债券违约”的心理预期，有些投资者为了赚取高收益往往对评级连续下调的风险提示置若罔闻，甚至逆市而为进行投资。^⑱

保护投资者固然是债券市场发展不可忽视的内容，但这种保护绝不是不讲原则，不能只看过度保护所带来的短期效应。一个合格的债券投资者，应该是具备风险意识和自我保护能力的投资者。违约风险是到期日(maturity)以外影响债券收益的另一重要风险因素，^⑲也是债券投资者必须接受的客观事实。根据费雪(Irving Fisher, 1867—1947)的理论，违约风险的总量以及公司履约的可靠性等是构成公司债券预期收益率的重要因素。^⑳评估发行人的违约风险本就是债券投资者的一项基本义务，投资者正是基于其对违约风险的判断决定是否投资以及投资的额度。债券违约风险可以通过信用评级信息进行测量。在美国等成熟债券市场上，债券有投资型和投机型之分。前者一般为标准普尔BBB及以上信用等级债券，后者一般评级为BB⁺或更低等级。^㉑相对而言，投资型债券的违约风险较低，例如评级为AAA的债券表示发行人几乎不可

^⑬ 2015年4月7日，中科云网科技集团股份有限公司发布第13次风险提示公告，声称其发行的“ST湘鄂债”因公司未能及时筹集到足额偿债资金用以支付第三期利息及回售款项，因而发生实质违约。参见邓圩：《“ST湘鄂债”成首单本金违约公募债》，<http://finance.people.com.cn/stock/n/2015/0410/c67815-26823935.html>，访问时间：2015年12月11日。

^⑭ 参见李宇飞、吴志武：《2015债券市场与评级发展现状与未来展望》：<http://www.aiweibang.com/yuedu/70403689.html>，访问时间：2015年12月21日。

^⑮ 关于我国债券违约常态化的分析与预测参见匡荣彪、何可、朱仲华：《债券违约常态化或将成为一种趋势》，载《上海证券报》2014年8月29日A04版；余璐：《债券违约“新常态”》，载《中国投资》2014年第10期。

^⑯ 参见朱峰、张建伟：《债券违约风险的或有要求权分析》，载《福州大学学报(哲学社会科学版)》2004年第2期。

^⑰ 参见刘子安：《11超日债危机变局启示》，载《新金融观察》2014年10月13日042版。

^⑱ 例如“11超日债”事件中，部分投资者就是在该债券信用等级已降低至CCC、价格大幅下跌的情况下接手的。“11超日债”获得全部兑付后，债券投资者受此“鼓舞”，甚至相约投资那些高风险的垃圾债。关于投资者投资高收益债券的详细内容见前注^⑫，覃莉文。

^⑲ See Eugene F. Fama, Kenneth R. French: Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 1993(33), P3.

^⑳ See Raymond Chiang: Some Results on Bond Yield and Default Probability, *Southern Economic Journal*, 1987(53), P1037.

^㉑ See Michael Hartzmark, Cindy A. Schipani, H. Nejat Seyhun: Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market, *Columbia Business Law Review*, 2011, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1904390>.

能违约。这一点在穆迪投资者服务公司(Moody's Investors Service)的相关统计数据中已得到验证。根据其关于公司债券违约与评级的分析数据,在1920年到2014年的95年间,被评级的全部公司债券的平均违约率为1.195%,其中投资型的公司债券平均违约率为0.149%,投机型的为2.833%。而评级为AAA的公司债券发行人在这95年间从未发生违约。^②2014年美国共发生公司债券违约53起,其中2起为投资型公司债券,其余皆为投机型债券。按照信用等级进行债券分级实际上也是对投资者的一种引导,投资者可以根据自己的风险承担能力选择债券类型,如果选择投机型债券,则意味着将承担较高的债券违约风险。

同为资本市场直接融资工具,但债券与股票的根本区别在于前者价格较少依赖于发行人未来盈余的增长。“偿还性”是债券的根本特征之一,按照约定条件偿还本金并支付利息是债券发行人的基本义务。因此不同于股东,债券持有人在公司即使没有盈余的情况下也享有要求债务人偿还利息与本金的权利。^③法律对于债券持有人这一权利的保护自有设计,即当公司破产时债券持有人相比股东享有优先受偿权,在同等条件下,债券持有人预期的补偿将多于一股股东。债券违约与处理的逻辑链条可以表述为:法律设计债券交易规则与投资者保护条款→投资者认可并接受债券违约现象→根据债券评级信息进行风险判断并投资→自行承担债券违约的后果→依据法律规定解决债券违约问题。然而在我国,政府过度干预债券市场和兜底债券违约的做法却在某种程度上扭曲了债券违约解决的本来逻辑。

在我国债券市场上,每当出现风险苗头、可能发生违约或无法达到预期收益时,总能看到债券发行方或渠道方背后所属地方政府的影子。地方政府为其辖区内的公司和企业所发行债券提供隐性担保几乎成为我国公司信用债市场的一种潜规则。追根溯源,这与我国当初建立债券市场的初衷不无关系。在某种程度上,我国债券市场一开始就是为了国企融资而建立的一个市场,^④国企所拥有的政府背景使得其所发行债券的信用不容置疑。在我国债市发展的30年间,这一传统理念并没有随着市场化的推进而发生转变,这一点在信用债市场表现最为突出。尽管近十余年来,我国信用债规模不断扩张,本应以商事信用为基础的信用债却依然延续着政府信用。近年来,政府为信用债违约买单的情况时有发生。私募债券的发行企业虽然缺乏国有资产背景的大型企业作为保障,但在出了风险之后往往也能通过某级政府的牵头斡旋化解危机。政府之所以愿意为公司和企业债券提供隐性担保,其动机主要在于避免区域信用的下降,保护地方的金融生态环境,使政府在地方竞争中获得更多的金融资源。近年来,地方政府隐性担保的对象除了主要涉及城投公司和国有企业的债务以外,还扩展至一些被视为地方龙头企业的民营企业。然而必须承认,这种由政府提供隐性担保所形成的债券刚性兑付惯例违背了市场经济的要求,偏离了债券发行应遵守的商事信用基础,不仅助长了市场参与者的逆向选择和道德风险,久而久之使其形成“债市无风险”“风险有兜底”的认识误区,^⑤而且也为整个金融体系埋下了系统性风险和财政风险。^⑥

政府出于保护中小投资者的目的干预债券兑付危机,但其效应只是暂时保护了个别投资者的回报率,非但这些投资者不会因为这种“父爱”式的保护增加应有的风险意识,债券市场上的其他投资者还可能因为这种非市场化的违约处理方式形成错误认识。一旦这种政府兜底的债券违约处理机制失去了得以维持的基础,那么那些认为债券总会刚性兑付的投资者就会处于极大的风险之中。2001年,日本零售业巨头Mycal

^② 数据来自穆迪投资者服务公司2015年3月21日公布的《违约年度报告:公司违约及回报率1920—2014》(Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920—2014), https://www.moody.com/research/Annual-Default-Study-Corporate-Default-and-Recovery-Rates-1920-2014-PBC_180036, 访问时间:2015年11月16日。

^③ See James J. Park, Bondholders and Securities Class Actions, *Minnesota Law Review*, 2014(99), P590.

^④ 参见黄文涛:《中国债券市场新格局 新挑战》,中国金融出版社2014年版,第45页。

^⑤ 参见周梅、刘传哲:《信用类债券的政府信用及违约承担机制研究》,载《经济问题》2013年第12期。

^⑥ 参见洪艳蓉:《公司债券违约零容忍的法律救赎》,载《法学》2013年第12期。

的破产被公众认为损害了其对于公司债券市场的信任。^⑦ 其时,日本的债券市场也相对年轻,投资者亦缺乏风险评估的能力。不少老年投资者将其退休金倾囊而尽用于投资 Mycal 债券,正是基于这一债券是安全无违约风险的错误认识。^⑧ Mycal 事件与我们的“11 超日债”多少有相似之处,然而日本并没有基于保护弱势投资者的考虑而采用政府干预的方式平息纠纷,该事件最终仍然是以常规性的法律手段得到解决。

时至今日,政府兜底、刚性兑付的债券违约处理方式所隐藏的弊端已经越来越理性地为人们所认识。而且,从我国当下所处的宏观形势来看,政府兜底违约债券的压力将逐渐加大,转变债券违约处理的思路也已经是大势所趋。当前,我国经济呈现出新常态,从高速增长转变为中高速增长已经成为经济发展新阶段的基本特征。^⑨ 新常态是对于中国经济增长阶段性特征的新判断,也是对新时期我国经济形势的准确描述,为我国经济发展定下了基调。^⑩ 通常来看,企业违约的概率与经济增速具有较强的负相关关系。世界各国的经验表明,在经济下行阶段债券市场违约率上升是一种正常现象。^⑪ 在我国经济增速不断下移的过程中,部分企业的盈利与现金流显著恶化甚至丧失偿债能力。经济增速回落所引起的债券违约风险上升现象已经在我国债券市场上得到应验。尤其 2014 年以来,债券市场信用风险事件频繁发生,信托、私募债、中小集合债、短融等几乎无一幸免,维持债券刚性兑付的压力将会越来越大。^⑫ 实际上,新常态下经济增速的下调只是一种表象,其实质是经济发展质量提升的一个必经阶段,同时也是市场参与者之间通过公平竞争实现优胜劣汰的过程。债券违约作为债券发行企业现金流和盈利能力恶化一种直接反应,意味着企业可能将在未来面临市场淘汰的风险。这本是市场经济尤其是经济新常态下企业退出市场的一种方式,但由于政府的兜底作用使得企业所面临的债务困境暂时缓解,这在短期内改变了企业的市场命运,但毕竟不是长久之计。如果没有一种可持续的“造血”机制来彻底改善企业的盈利能力和现金流状况,那么债券违约问题就不能从根本上得到解决。

在政府的兜底下,公司债券违约处理的逻辑被扭曲为:法律设计债券交易规则与投资者保护条款→债券兑付危机或违约事件发生→投资者拒绝接受债券违约→政府介入并干预或兜底→投资者不承担违约损失→债券信用评级制度/风险预警机制/违约解决法治机制失效→债市维持无风险假象→投资者投资高风险债券→债券兑付危机或违约事件发生→投资者拒绝接受债券违约……如此循环往复,政府将永远走不出为债市托底的阴影。在新常态下,政府兜底债券违约的处理方式不仅已经难以为继,而且不能从根本上改变债券发行人的市场命运。建立市场化、法治化的债券市场,不仅要让违约事件按照市场力量自然发生,^⑬更要按照法治机制得到解决和处理。

三、宜疏勿堵:债券违约解决的法治机制与域外经验

国外债券市场发展的普遍规律显示,违约是债券市场化运作的必然结果,境外成熟债券市场上发行人违约的现象其实并不鲜见。根据标准普尔的统计,在 2007 年至 2011 年的 5 年间,美国债券市场共发生 400 余

^⑦ Mycal 曾是日本主要的连锁超市和第四大零售商。上世纪 80 年代末期正值日本经济泡沫时期 Mycal 大肆扩张其业务并进行多元化经营。90 年代初期经济泡沫破灭后,其庞大的设施和巨额债务使得 Mycal 不堪重负。随着 2001 年公司债券利率的下跌,Mycal 无法通过银行或其他渠道获得足够融资,以致不能偿还其总额约为 400 亿日元(按照当时 \$1 = ¥120JPY 的汇率,约折合 33,300 万美元)的债务,因而成为日本历史上最大的零售商破产案件之一。具体参见 Samuel L. Bulford, Kazuhiro Yanagida, Japan's Revised Laws on Business Reorganization: An Analysis, 39 Cornell International Law Journal 1.

^⑧ See Eric Grouse, Banks, Bonds and Risk: The MYCAL Bankruptcy and Its Repercussions for the Japanese Bond Market, Duke Journal of Comparative & International Law, 2002(12), 571.

^⑨ 参见张占斌、周跃辉:《关于中国经济新常态若干问题的解析与思考》,载《经济体制改革》2015 年第 1 期。

^⑩ 参见任保平、宋文月:《新常态下中国经济增长潜力开发的制约因素》,载《学术月刊》2015 年第 2 期。

^⑪ 参见张骏超:《冷观债券零违约》,http://finance.sina.com.cn/stock/t/20120816/022912862062.shtml,访问时间:2015 年 11 月 24 日。

^⑫ 参见杨虹:《“11 超日债”拟重整 各方力保其刚兑》,载《中国经济导报》2014 年 10 月 14 日 B07 版。

^⑬ 在 11 超日债违约事件发生后,中国人民银行副行长潘功胜曾在出席一次论坛时表示,“要强化金融市场纪律和金融市场的自我约束,在防范系统性风险的前提下,让一些违约事件顺应市场的力量而‘自然发生’,这有利于强化市场纪律的约束,端正产品发行者和投资者的行为,同时有利于财富管理市场的健康发展。”参见王媛:《央行副行长:让违约事件顺应市场力量“自然发生”》,载《上海证券报》2014 年 3 月 24 日 007 版。

起违约事件,日本发生8起。在美国,债券市场的违约率与贷款违约率是基本相当的,除了2008年全球金融危机期间以及之后的一两年内债券违约率上升至8%左右并呈现出一定的系统性信用风险特征以外,每年的债券违约率基本都会控制在1%—3%之间。^④日本在1993年出现首例债券违约后又陆续发生数起违约事件,但并未引起大规模的风险爆发,更没有导致经济波动和社会不稳,相反却引起了投资者对于风险的重视和理性投资,开始注意利用评级机构弥补信息劣势,从而使其债券市场走向市场化的良性发展轨道。^⑤治理债券违约的思路不在于抑制违约的发生,而在于如何以恰当的方式处理好违约问题,简言之就是宜疏不宜堵。我国利用行政力量采取非常规方式处理债券违约问题其实与一味堵住债市违约闸门是一样的逻辑,疏通债市违约的理智思维应该是运用法治机制解决好债券违约事件。

债券违约是一个从违约风险暴露到违约事件实际发生的动态过程,在发展为最后的违约事件之前,债券发行人的财务经济状况往往已经出现严重问题甚至恶化。从域外经验来看,为维护自身权益,债券持有人通常依托债权人会议或债券信托制度,采取行使抵押权、财产保全、要求发行人追加担保等措施积极干预事件的发展,最大限度地促使债务人兑付债券本息。如果这些措施未能奏效,则往往会启动债券违约处理机制,^⑥即违约事件发生后的了结处置机制。例如,美国对于违约行为的处理一般采取两种方式:如对协议条款的违背不算严重,则双方可就合约问题重新协商;如发行人严重违背协议,则债权人可迫使发行人破产。破产又分为清算和重组两种解决办法。通过破产程序,由专门的破产法庭保护公司资产和保障债权人权利。^⑦

事实上,债券违约解决的法治机制通常包括三种模式。一是自主协商机制,即债券持有人与发行人及担保机构等相关方以自主协商的方式就违约债券的本息偿付问题达成令各方都能接受的解决方案的一种机制。^⑧在这种机制下,债券持有人一般会通过给予债务人一定的宽限期来争取偿付目的的最终实现,债务人亦可就后续的偿债安排与债券持有人进行磋商谈判,以避免债权人提起求偿诉讼或启动破产处置程序。就债券持有人而言,在自主协商机制下实现债券兑付目的的具体方式包括行使担保权、利用偿债保障条款和进行债务重组等。如违约的债券已经设定了担保(包括抵押与质押),则债券持有人可通过行使抵押权或质押权实现债券的优先偿付。偿债保障条款是债券发行人在债券募集说明书中就发行债券日后可能出现的违约问题赋予债券持有人的相关权利以及提出的解决措施。通常,债券持有人可以要求发行人提前兑付债券或要求行使回售权。另外,债券持有人也可以以债权人的角色参与债券发行人的公司治理,通过干预公司运营治理的重大决策,间接实现债权保障的目的。在自主协商机制下,债务重组是促使违约债券得以兑付的一种最为核心的方式。自主协商机制下的债务重组不同于破产程序,它是一种庭外债务重组模式。在英国和我国香港地区,这种模式被用来挽救陷入财政困难的企业得以重生。债务重组实质就是债权人与债务人建立起新的债权、债务关系的过程,这一过程主要涉及债务人如何筹措偿债资金以及双方就债务偿还的延展期、利率与本金的削减或采取其他多样化的偿债方式达成协议两个方面。

与债券求偿诉讼或破产偿债程序相比,债券违约处理自主协商机制的优势主要体现在节约时间成本以及形式灵活便利方面。一般是债权人预测债务人财务经济状况上的困难只是暂时性的、债券最终获得兑付的可能性较高的情况下所采取的一种途径。2015年4月,佳兆业集团(Kaisa Group Holdings)在香港交易所发布公告称未能对公司发行的2.5亿美元境外债券支付预定利息,也未能在付息日之后的30日内作出有

^④ 参见严弘:《违约将成中国债市新常态》,http://www.ftchinese.com/story/001061889,访问时间:2015年11月25日。

^⑤ 参见佚名:《中债资信:违约事件不可惧 完善应对机制促债市发展》,http://finance.ifeng.com/a/20140409/12081420_0.shtml,访问时间:2015年11月25日。

^⑥ 参见前注①,吴伟央文。

^⑦ 参见佚名:《境外债券违约处理方式》,http://bond.cnfol.com/130117/106,1306,14209798,00.shtml,访问时间:2015年11月26日。

^⑧ 自主协商与我国破产程序下的和解在目的上并无二致,区别在于前者没有法院的主持或参与。但之所以将自主协商作为一种债券违约处理的法治机制,原因在于各方仍然是按照相关法律规定以及债券合约等依法处理违约债券的本息偿付问题。

关利息付款，因此构成所发行海外债券的实际违约。违约事件发生后，佳兆业首先采取了自主协商的处理方式，致力于就未偿债务与债权人进行债务重组的谈判，债务人提出的具体方案包括在保护本金的前提下给予其 5 年的债务展期，同时削减 28.9%—66.3% 的利率。尽管这一方案并没有顺利使债券持有人接受，公司债券评级的下调曾导致债权人要求立即偿还债务，但无论如何自主协商机制使债券持有人和债务人在诉讼求偿与破产偿债之外多了一种债券违约处理途径，如能以此解决违约债券的兑付问题，则双方均可能获得更为有利的处理结果。

二是诉讼求偿机制。作为债权人，债券持有人如预期发行债券的公司经营状况严重恶化并将长期持续，但在债务到期时债券发行人又具有一定的债务偿付能力，尚未达到资不抵债需要启动破产程序的地步，债券持有人也可以通过诉讼机制来处理债券违约问题。债券违约诉讼与一般的诉讼案件在程序上并无实质区别，只是提起诉讼的主体有所差异。面向公众投资者发行的债券由于持有人一般比较分散，正如美国 1939 年《信托契约法》(Trust Indenture Act of 1939)所言，“债券投资者分散在很多州，当投资者想选出代表维护自己利益时，往往很难知道彼此的姓名和地址。”^③因此，分散的债券持有人通常会陷入集体行动(collective-action)困境，即单个的债券持有人由于投资额相对较小难以有如凝聚力的集体那样行动，故其采取行动或合作的经济动机遂被最小化。^④对分散的债券持有人统一意志进行集体行动以维护其权益故而成为必要，而这一般依托于债券受托管理人或类似制度。实践中，债券受托管理人一般由债券发行公司指定，拥有签订、修改和补充债券信托合同乃至提起诉讼等权利，其主要作用在于强制债务人履行债务以保护债券持有人利益。^⑤当发生债券违约事件时，债券持有人如欲通过诉讼机制解决违约问题，往往需通过债券受托管理人而不是自己直接对发行人提起诉讼。鉴于债券持有人的分散性，有这样一个能“积极参与诉讼标的之权利关系的发生以及管理”的主体可进行授权并代替其进行诉讼担当，无论对于债券持有人还是法院都具有提高诉讼效益的积极作用。^⑥由于债券违约求偿诉讼一般适用于债务人还具有一定偿还能力的情况，因此债券持有人通过此种渠道获得偿付的概率还是比较高的，但是不足之处在于需要承担相应的诉讼成本，包括时间成本以及经济成本等。

三是破产程序。通常，当债券违约发生后，当事人一般会先采取自主协商的方式解决，若协商解决无效而债务人资不抵债的情况又比较严重，则往往会导致启动破产程序。破产是在债务人丧失清偿能力时的一种债务特别清偿程序，既包括破产清算模式下的市场退出程序，也包括重整、和解模式下的企业挽救程序。^⑦债权人与债务人均可以提起破产申请，许多国家和地区皆是按照破产清算或重整来了结公司债务，在债券违约中破产程序的应用也十分广泛。

破产清算制度是按照法律程序对债务人财产进行清算，并将可分配财产在债权人之间进行公平清偿的一种法律制度。事实上，作为一项程序性极强的制度，在破产清算程序中并没有过多的措施可供采用。但是需要强调的是，在破产财产的分配顺序上，债券持有人相比于股东通常享有优先受偿权，这是破产制度对于债券持有人的一种特别保护。例如，《美国破产法》(American Bankruptcy Act)对于公司破产的清算程序就规定了清算财产在债权人之间分配必须遵循的“绝对优先权原则”(Absolute Priority Rule, APR)，即只有在债权人得到足额偿付后，股东才能得到偿付，高等级的债权人优先于低等级的债权人得到足额偿付。^⑧作为一种强制程序，破产清算通过逐一出售公司资产获得偿债能力，这种极端方式不仅意味着公司法人资格的终止，且从债务了解的结果来看债权人尤其是那些无担保债权的受偿率往往偏低。因此在更多的时候，了结公司债务采取的是重整而不是清算的方式。破产重整是在法院主持以及相关利害关系人参与的情形下，

^③ 转引自刘迎霜：《论公司债券投资者的利益保护》，载《社会科学研究》2010年第4期。

^④ See Steven L. Schwarcz, Gregory M. Sergi: Bond Default and the Dilemma of the Indenture Trustee. *Alabama Law Review*. 2008(59), PP1037-1038.

^⑤ 参见李莘：《美国公司债券受托人法律问题研究》，载《国际商法论丛》(第6卷)，法律出版社2004年版。

^⑥ 参见杨宏芹、王兆磊：《中小企业私募债券受托管理人诉讼地位研究》，载《证券法苑》(第14卷)，法律出版社2015年版。

^⑦ 参见王欣新：《破产程序与诉讼时效问题研究》，载《政治与法律》2015年第2期。

^⑧ 参见徐光东：《破产法：美国的经验与启示》，载《西南政法大学学报》2008年第5期。

对债务人公司进行业务重组与债务调整,以期帮助债务人走出债务困境、恢复营业能力的一种法律制度。^④由于破产重整公司在破产期间与之后都能保持持续经营,因此企业价值将大于资产清算的价值,债券持有人的利益将会因此得到更大保障。

在美国,处理破产案件的法律基础是《美国破产法》,属于美国联邦法律体系,由美国联邦法院执行。因此通常情况下,美国各州的法院并不审理破产案件,破产案件是由联邦法院专门设立的破产法庭进行审理。破产法庭将保护债务人的资产,指定专人来负责公司经营,以免公司资产的消失和债权人权益受到侵害。破产法庭的作用在于减轻因分散的债权人单个采取诉讼方式寻求法律救济而可能引起的“公共池塘问题”(common pool problem),^⑤由于能够协调处理债权人的偿付请求,破产法庭在一定程度上避免了债权人各自利益而侵害对方利益的现象。关于公司破产的规定主要体现在《美国破产法》第7章“清算”(Liquidation)和第11章“重组”(Reorganization)两个部分中,在破产程序中有由律师、会计师、审计师等专业人士组成的转机管理组织(Turn-around Management Association, TMA)作为破产财产的管理机构。近年来美国利用破产程序了结公司债务的经典案例包括在2007年次贷危机中陨落的贝尔斯登、美国国际集团、通用集团以及雷曼兄弟等。

破产程序在解决公司债务问题上的主要缺陷在于程序性较强,债权人在其中的地位比较被动、能动性较低,而且无论是清算还是重组一般都会造成一定的价值损失。另外,美国的研究者还发现在一些大型公众公司的重组过程中大约2/3的案件都存在着对绝对优先权原则的违反:一般来说,无论债权人是否能够得到偿付,股东都能得到至少相当于债权数额5%的偿付。而债权人为了避免重组延迟与价值损失,只能被动接受这种对APR的违背。此外,破产程序对于公司债务的了结也颇耗费时日,研究发现进入重组程序的案件平均耗时约为2—3年。^⑥当然,世界上没有完美的制度,尽管破产程序存在着这样那样的缺陷,但当债券违约事件发生时,破产程序依然是域外处理债券持有人与发行人之间债务问题的主要途径。

四、我国解决债券违约问题的法治转向:政策与法律的转变及未来改进方向

经济周期的起落和企业经营的成败所带来的债券违约风险实属正常,令市场担心的并不是风险本身,而是政府与市场界限的模糊所造成的不确定性。在社会资源配置系统中,市场配置与政府配置是两种最重要的子系统,对于两种配置定位、范围、冲突与协调的讨论形成了关于“政府与市场关系”这一历久弥新的话题。^⑦我国经济体制改革的过程,就是一个不断调整政府与市场的关系并将调整结果予以体制化和机制化的过程,“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”的提出,清晰地展示了我们对于政府作用与市场作用在认识上的不断深化。^⑧我国债券市场的刚性兑付并非源于发行人真实的债务偿还能力,而是政府在相关部门之间进行斡旋所达成的一种非常规且不可持续的结果。打破债券市场的刚性兑付,是划清政府与市场界限的需要。^⑨厘清政府与市场的关系对于解决我国政府过度介入和干预债券市场问题意义重大,为政府从债券偿付危机中解脱出来提供了政策契机,也为投资者走向成熟和实现债券市场化创造了条件。

随着政府与市场关系的逐步厘清,我国关于债券市场法治化发展的政策导向也越来越清晰。国家最早提出发展债券市场是在1997年的第一次全国金融工作会议上,2004年国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中又进一步提出了“积极稳妥发展债券市场”的要求。2014年5月,国务院

^④ 参见前注①,吴伟央文。

^⑤ 假设一家面临破产的公司须对10名债权人履行偿付义务,如无破产法庭则这些债权人偿付的优先权将以各自开始起诉的时间来决定,即第一个采取法律行动的债权人将享有第一求偿权,第二个采取法律行动的债权人将享有第二求偿权,以此类推。这就形成了一种竞争性的优先权体制,而这将促使债权人之间就获偿利益进行竞争,其结果是由于债权人的单一行动而降低了债权人整体获得的偿还总额。参见[美]迈尔斯·利文斯顿:《债券与债券衍生产品》,周琼琼、李成军译,上海财经大学出版社2015年版,第143—144页。

^⑥ 参见前注④,徐光东文。

^⑦ 参见张守文:《政府与市场关系的法律调整》,载《中国法学》2014年第5期。

^⑧ 参见陈甦:《商法机制中政府与市场的功能定位》,载《中国法学》2014年第5期。

^⑨ 参见黄小鹏:《债券违约频发 政府当洁身自好》,载《证券时报》2014年7月24日A01版。

发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，特别提出了“规范发展债券市场”的要求。从发展债券市场到积极稳妥发展债券市场再到规范发展债券市场，显示了我国债券市场化法治化政策导向的不断明晰。“规范发展债券市场”既是对债券市场改革发展的顶层设计，也为其下一步的发展指明了方向。为贯彻落实十八届三中全会决定和国务院关于“规范发展债券市场”的总体目标，适应债券市场改革发展新形势，证监会适时修订了《公司债券发行试点办法》，修订后的规章更名为《公司债券发行与交易管理办法》，与之前的《试点办法》相比，新的《管理办法》有望使公司债券市场按照市场化、法治化的原则更加规范健康地发展。

随着债券市场政策的转变与法律的调整，政府与监管部门对待债券违约的态度也在悄然变化。例如，对于构成实质性本金违约的“12金泰债”，证监会表示该债券面向合格投资者发行，其处理应遵循市场化、法治化原则，并建议投资者应根据债券发行契约，寻求仲裁、民事诉讼等法律途径维护权益。^①一旦政府兜底的债券违约处理模式被打破，投资者刚性兑付的心理预期也将逐渐幻灭，通过法律途径维护自身权益的主动性便会随之增强。2015年4月1日“ST湘鄂债”发生实质违约，发行人在偿付了部分利息、回收本金和违约金之后再无兑付能力，而其时发行人尚未达到严重资不抵债可以申请破产的程度，“ST湘鄂债”的债券受托管理人广发证券遂提起诉讼，同时申请对债务人财产采取保全措施，以维护债券持有人利益。依托债券受托管理人采取诉讼方式实现债券兑付诉求的做法表明债券投资者的违约求偿思路正在逐渐转变。

在我国全面深化改革的新时期，推动债券市场规范发展已经成为资本市场改革的重要内容之一。债券市场越发展，债券违约越不可避免。规范发展债券市场的要义并不是要消除债券违约，而是如何依照法治解决好违约问题。债券违约解决的法治机制是法治化债券市场建设的一部分，尽管当前政策与法律的调整表明我国债券市场正在逐步迈向法治化，但这一过程的最终实现还有赖于我们在诸多方面的改进。首当其冲的便是作为债券违约处理法律依据的债券规则的完善问题。从2004年国务院提出“积极稳妥发展债券市场”以来，我国债券市场获得了前所未有的发展机遇，债券已经成为公司直接融资的重要方式。遗憾的是，与债券市场的大发展形成鲜明对比的是债券法制的简陋与滞后。尤其在企业债市场上，监管立法、信息披露、投资者利益保护以及市场约束等软性条件的培育还较为滞后，监管的透明度不够，监管机构间的协调能力不足、监管效率不高等现象还比较突出。^②我们没有独立的债券规则，现行的债券制度主要依附于《证券法》，虽然各个类别的债券也有一些相应的行政法规、部门规章以及规范性文件等作为规制依据，但作为上位法的《证券法》对债券市场整体调节的作用却是不可替代的。然而就现行《证券法》中的债券规则来看，正如学者所评价的那样：“债券规则寥寥无几且多年未改动，其依附股票规则的边缘化状态难以满足为债券市场发展保驾护航的迫切需求，更遑论肃正不端行为，统一债券市场竞争秩序。”^③如此陈旧和简陋的债券规则显然无法满足法治化债券市场建设的要求，当然也难以为债券违约处理提供坚实的法制基础。完善债券规则，尤其是建设契合债券属性的信息披露、信用评级、投资者适当性等债券制度规则是推动我国债券市场进一步创新发展的当务之急。

除了债券规则的完善，我们还需要解决《破产法》《公司法》《合同法》等其他法律与债券违约解决机制的衔接问题。例如，目前我国的债券制度没有设置交叉违约条款，导致债券投资者只有在自己持有的债券到期时才能追究发行人的违约责任和进行求偿，如先到期的债权人已对有效资产采取保全、求偿等措施，那么后到期的债券投资者则很难获得有效的资产清偿，^④这可能使得《破产法》对于债券持有人优先获偿权的保护流于形式。然而由于交叉保护涉及预期违约和不安抗辩权两个概念，而我国《合同法》关于预期违约和不安抗辩权的规定皆语焉不详，在理论研究和实践中还存在较大争论，导致我们对发行人债券尚未到期但其其他债务出现违约时债券持有人能否依法求偿的问题难以决断。

法治化债券违约解决机制决不只是简单的事后了结，解决债券违约问题不能只围绕违约本身进行规则变革。毕竟，我们的制度体系并非没有债券违约解决机制，导致这一机制聊胜于无的并不是其本身的原因，

① 参见朱宝琛、乔誌东：“12金泰债”违约属个案风险事件》，载《证券日报》2014年7月26日A02版。

② 参见张自力：《欧洲高收益债券市场违约风险监管研究》，载《证券市场导报》2012年第4期。

③ 洪艳蓉：《〈证券法〉债券规则的批判与重构》，载《中国政法大学学报》2015年第3期。

④ 参见王瑞娟：《债券违约求偿途径及相关问题探讨》，载《债券》2015年第9期。

而是实践中刚性兑付、政府兜底等惯性路径排挤和稀释了以法治思维处理债券违约的可能性及其效果。制度规则的完善固然重要,但扭转这一状况的关键还在于肃清债券市场中的非市场化因素,剥离非常态的政府信用,彻底切断政府兜底债券违约的基础。为此,我们需要清楚定位政府在债券市场中的角色与职能。从理论上讲,除了政府债券因系政府发行且以政府信用为发行基础,政府负有不可推卸的偿付责任以外,以市场方式发行的公司债券因其发行基础为商事信用,理所当然存在违约风险,投资者应充分认识并接受这一事实。政府是债券市场的监管者而非“救火队”,政府的作用不在于违约后的善后处理,而主要在于事前规则的制定、完善以及事中的监督和管理方面。在公司债券违约后政府一般应“袖手旁观”,不插手干预更不应为其提供政府救助。当然,如果债券违约事件确实牵涉到相关政府部门,政府的协调也非绝对禁止,但在协调中须遵守三个原则,即不直接动用公共资金、不对第三方施加影响、不提供政府隐性担保。^⑤只有清楚界定政府在债券市场的角色与职能,厘清债券违约中的政府作用,彻底转变债券违约时的政府态度,才能切断人们“债市无风险”“违约有兜底”的念想,结束我国债券市场一贯刚性兑付的传统,培育有风险意识和承担能力的债券投资者,促进债券市场规范健康发展。

此外还应塑造以商事信用为核心的公司债券发行基础,控制好违约事件发生的源头。信用是公众对交易主体所具有的债务偿付能力和偿还意愿的评价与信赖。^⑥商事信用在本质上属于一种经营性资信,是商业伦理的一种制度化反映。^⑦公司信用债券是以公司的商事信用为基础通过发行债券进行直接融资的商业活动,商事信用是评估债券信用风险与发行人违约概率的核心要素。然而长期以来,由于我国公司信用债券尤其是城投债的发行多由政府提供隐性担保,导致公司信用债券的发行基础被扭曲,这违背了公司债券发行的根本逻辑。政府信用对商事信用的替代使得债券违约风险被人为消解,造成我国债券市场长期零违约的假象,引发市场参与者的逆向选择与道德风险,最终形成债券刚性兑付的怪圈。由政府信用背书的公司债券不能反映发行人真实的债务偿还能力,债券违约处理的法治逻辑就是要剥离公司债券发行中的政府信用,使其发行基础回归到能够真正反映发行人偿债能力的商事信用上来,通过控制债券发行人的发行资质,保障债券市场发行主体的质量,从源头上降低发行人信用风险和发生违约的概率。值得一提的是,2015年10月发改委出台的《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》中将信用的优良与否与是否享有企业债券发行豁免复审资格和简便的发审流程直接关联,这意味着今后企业的商事信用将起到决定企业债券发行审批流程的决定性作用,也从事实层面证明了我国将确立以商事信用为核心的公司债券发行基础的必然性。

五、余论

据国家统计局数据,2015年第3季度我国GDP增长速度为6.9%,这是继2009年以来我国GDP增速首次跌破7%。这完全吻合并印证了我国关于经济新常态的判断,也意味着未来较长一段时间经济下行压力的增强。受宏观经济形势影响,债券市场未来一段时间可能表现出较大的信用风险特征。弱化担保信用,放开管制是债券市场化发展的前提。长期以来,我国债券尤其是企业债的发行都对担保提出了要求,而债券发行企业的信用则在某种程度上被忽视。债券担保的一大弊端就是弱化了投资者的风险意识,而作为担保的银行或非银行金融机构作为“最后偿付人”的实质也掩盖了债券市场的真实风险。此外,对于债券发行担保的硬约束也影响了债券的信用评级,以至于评级机构对债券的评级实际上变为对担保人的评级,定价也是担保人的信用定价,这显然扭曲了债券评级和定价机制的真正作用。

从2006年的三峡债券成为国内首只真正意义上的无担保企业债券以来,无担保债券逐渐为债券市场和投资者所接受,无担保债券将成为未来公司债券发展的主要趋势。然而无担保债券也就意味着未来如发生债券违约事件,则投资者不可能通过担保机构代偿获得偿付。债券违约风险不容回避,债券违约的解决不能

^⑤ 参见前注^⑤,黄小鹏文。

^⑥ 参见郭富青:《建立我国商事信用法律制度体系及营造社会信用环境的思考》,载《中国商法年刊》(第2卷),吉林大学出版社2002年版。

^⑦ 参见冯果:《由封闭走向公开——关于商事信用的若干理论思考》,载《中国商法年刊》(第2卷),吉林大学出版社2002年版。

只停留在“头痛医头、脚痛医脚”的被动适应环节，而应将处理这一问题的思维前移。事实上，风险对于某些人而言意味着可能的损失，但对于另一些人而言则可能是财富，如果能将人们不愿意承担的债券违约风险出卖给那些愿意承担此风险的人，岂不是从另一个角度解决了债券违约问题？随着未来无担保债券的普遍化，合理转移债券违约风险也理所当然成为债券投资者的一个现实诉求，这就涉及债券市场信用衍生工具的发展与运用。以信用违约互换(credit default swaps)为例，作为成熟债券市场最重要也是采用最为广泛的场外信用衍生产品之一，其主要作用在于实现信用风险的转移，信用违约互换的信用保护出售方将成为信用风险的主要承担者。当违约事件发生时，信用违约互换的买方就可以通过将债券以面值交给卖方的办法来规避债券违约事件给自己造成的经济损失。可以说，信用衍生工具的运用实现了违约风险在投资者之间的转移，在一定程度上能够使那些风险承受能力较低的债券投资者从违约风险中得到解脱，而将债券违约处理问题转移给那些更富理性、更具经验和实力的投资者。当然，作为一种风险转移工具，信用衍生产品只是从另一种角度化解了债券违约的一部分问题，债券违约解决法治化的真正实现还依赖于我国债券市场的进一步发展，债券法制的继续完善以及监管者与市场各方的共同努力和不断成熟。

Abstract: It's a common sense for investors overseas that the problem of bond default is an inevitable outcome in the running of bond market. In China, however, the phenomenon is unacceptable and could not be tolerated by the public. It seems that to ensure the rigid payment by means of the governmental intervention is a common path for dealing with the issues of bond default in China. With the arrival of China's New Normal, the problem of corporate bond default becomes more and more severe. Relying on traditional method to solve the bond default has been proved a misconception and no longer sustainable. The legal mechanisms of self-structured negotiation, litigation claims and bankruptcy resolution are the most primary methods for tackling the problem of bond default abroad. To develop a set of legal mechanism which is not merely a mechanism afterward for appropriately solving the problem of corporate bond default is an important part of constructing a bond market ruled by law. To merely reform the bond rule itself is not enough for properly solving the problems of corporate bond default. Actually, the crux for resolving the problem is to eliminate the non-market factors in corporate bond market, to peel away the abnormal government credit and to completely cut the throat of the governmental impact on the issues of corporate bond default. In one word, the most essential thing for reversing the path dependence on China's corporate bond market is to make the thought of rule of law deeply rooted in the logic of solving the problem of corporate bond default.

Key Words: Corporate Bond; Risk of Default; Implicit Guarantee; Bond Rules; China's New Normal

(责任编辑:冯 果)