

我国债券违约处置方式和回收情况研究

2017 年 12 月 12 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696
传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 17 层

邮箱：lianhe@lhratings.com
网址：www.lhratings.com

我国债券违约处置方式和回收情况研究

联合资信评估有限公司 刘艳 林青 杨津晶

一、我国债券违约回收情况

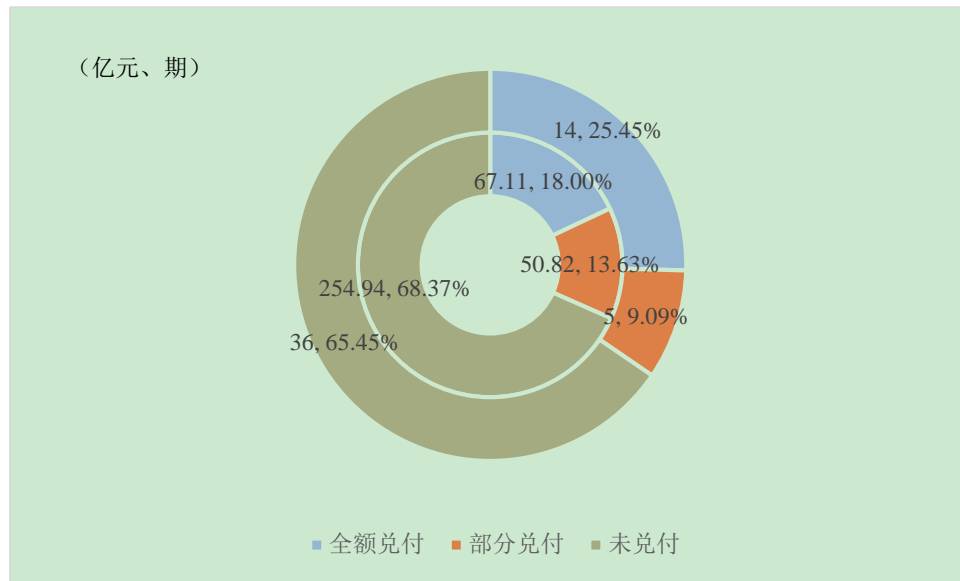
近年来，在宏观经济增速下行压力较大背景下，伴随着经济结构调整、企业去杠杆的逐步推进，我国产能过剩行业和强周期行业企业以及抗风险能力较弱的中小企业经营面临严峻挑战，债券市场信用风险暴露速度加快，违约事件密集发生，发行人违约呈现常态化趋势。在此背景下，违约后的处置方式和回收情况受到了越来越多市场参与者的关注。本文分析了我国债券违约的处置方式、回收情况，以及影响债券违约回收率的因素，以全面认识债券市场违约风险，为高风险偏好投资者投资违约债券提供参考，并对完善投资人保护机制和促进我国市场化、法制化违约处置具有积极意义。

截至 2017 年 8 月末，我国公募债券市场共有 55 期债券¹未能按时足额偿付，构成实质性违约，未按时足额偿付资金规模合计 372.87 亿元²。从违约债券回收情况来看，截至 2017 年 8 月末，55 期违约债券中，完成全额兑付的债券共计 14 期，偿付资金规模合计 67.11 亿元；进行部分兑付的债券有 5 期，未按时足额偿付的 50.82 亿元中已回收 14.57 亿元；尚未进行兑付的债券共计 36 期，未偿付资金总额为 254.94 亿元。目前公募债券市场整体回收率³为 21.91%。

¹ 统计范围为银行间市场和交易所的公募债券。

² 包括未按时偿付的利息和本金。

³ 公募债券市场整体回收率为回收金额与未按时偿付资金规模的比值。



注：内圈为规模占比，外圈为期数占比。

图 1 公募债券市场违约债券回收情况

二、我国债券违约处置方式分析

我国《合同法》第一百零七条【违约责任】规定，当事人一方不履行合同义务或者履行合同义务不符合约定的，应当承担继续履行、采取补救措施或者赔偿损失等违约责任。实际操作中债券违约的界定，通常是由债务融资工具募集说明书中的条款规定，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。

我国现有债券可分为有担保债券和无担保债券。从我国现行的法律框架和既有的违约处置情况来看，目前债券市场上无担保债券违约处置主要是通过自主协商、仲裁和司法诉讼三种方式。当发行人偿债能力和偿债意愿较高时，债务人和债权人能在一定限度下达成一致，债券违约处置一般采用自主协商方式；当发行人基本上已丧失偿还能力，债权人需通过强制性方法进行债券回收时，采用仲裁或司法诉讼的违约处置方式。其中，仲裁需债务人和债权人达成请求仲裁的协议，将纠纷提交专审机构进行裁决，仲裁具有办理时效较快但费用较高的特点，当事人具有较大自由度；司法诉讼仅需债权人向法院起诉，但在诉讼过程中，债权人和债务人须严格按照诉讼法的规定进行，自由度较低，诉讼费用较低但所需时间较长。司法诉讼可以进一步分为求偿诉讼和破产诉讼。根据《破产法》，企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的，

可以向人民法院提出破产诉讼，包括重整、和解或者破产清算申请。而求偿诉讼则主要适用于债券到期时债务人还有一定偿付能力，不满足破产诉讼条件的情况。

有担保债券按照保证类型可分为保证担保和抵质押担保债券等，债权人可根据债券担保类型分别采用担保方求偿和处置抵质押物的违约处置方式。具体来看，根据《担保法》，保证的方式有一般保证和连带责任保证，一般保证的保证人只有在债务人财产强制执行后仍不能履行债务的情况下才承担保证责任；而对于具有连带责任保证的债务，当债务人未能及时偿付债务时，债权人既可以要求债务人履行债务，也可以要求保证人承担保证责任。对于抵质押物担保，债务人不履行债务时，债权人有权依照本法规定以该财产（动产）折价或者以拍卖、变卖该财产（动产）的价款优先受偿。

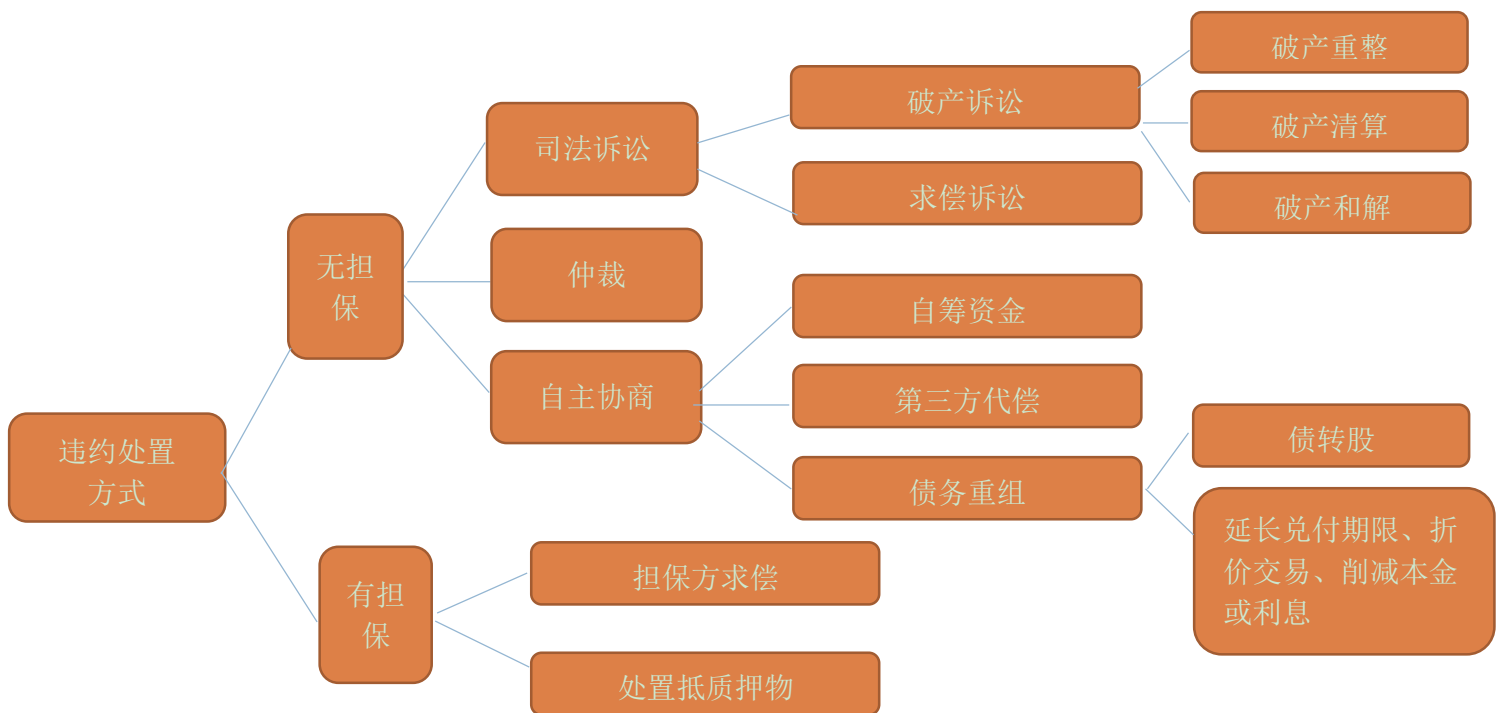


图2 债券违约处置方式

截至2017年8月末，在我国已确定违约处置方式的公募违约债券⁴中，有1期债券通过处置抵质押物进行违约后兑付；采用自主协商和司法诉讼的债券分别为23期和12期。另有19期违约公募债券尚未确定违约处置方式。

⁴ 公募违约债券指公募债券市场未能按期足额兑付债券，不包括发行人未能按期足额兑付，但担保人及时

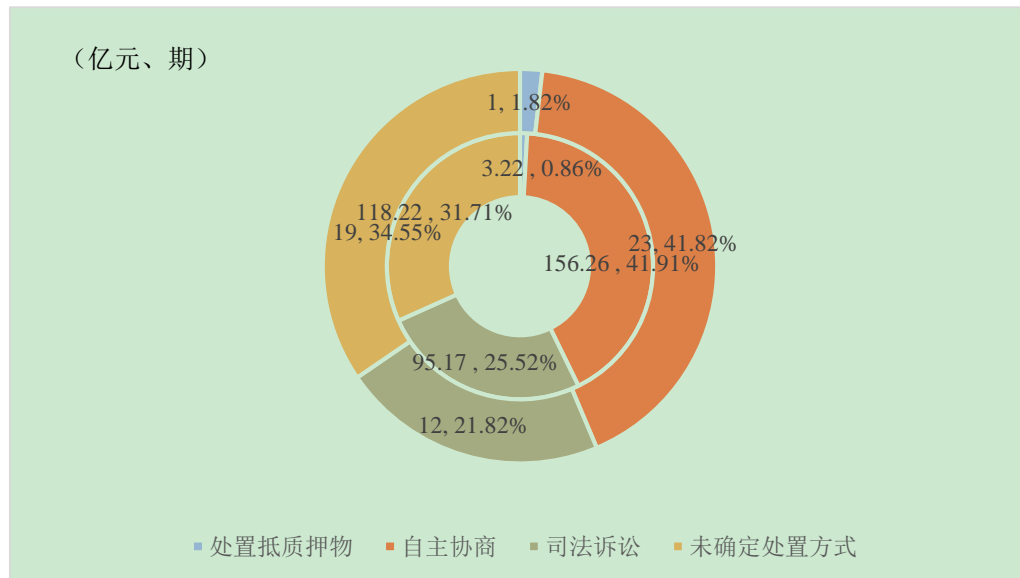


图3 债券违约处置方式分布情况

(一) 无担保债券的违约处置方式

1. 自主协商

目前国内公募债券违约后通过自主协商方式解决债务问题的案例最多。自主协商的方式和结果依赖于债务人和债权人的博弈，整体看来通过该方式进行违约处置的债券回收情况较好。自主协商又可以具体分为自筹资金、第三方代偿和债务重组三种方式。

(1) 自筹资金

自筹资金是指企业通过抵押自有资产、自身信用或政府协调从银行、财务公司等多种渠道筹借资金。截至2017年8月末，公募市场共有13期违约债券采用发行人自筹资金的违约处置方式，其中有11期已全额兑付，违约后平均回收时间为一个月左右。整体来看，采用自筹资金的回收时间较短，债券回收率较高。

采用自筹资金方式回收的违约债券发行人多为民营企业。民营企业触发违约的原因通常包括两方面：一是管理层动荡或能力不足，导致企业经营恶化或因盲目多元化经营和扩大投资引发流动性紧缺；二是因意外事故导致融资能力恶化，

代为偿付的债券。

短期流动性不足。因此，从回收率来看，由于上述原因违约的民企大概率下尚有资产可供变卖或抵押，回收率较高。由偿债意愿来看，民营企业实际控制人一般倾向于尽全力保住对企业的控制权，特别是保留在债券市场的良好形象和未来进一步通过债券市场融资的资格，偿债意愿较强。综合偿债意愿和回收率，民企违约后多通过自筹资金的形式偿付债券。相较民企，部分爆发出违约风险的国企经营和盈利状况很差，资产的价值往往会打折很高，依靠自身资产回收率较低，同时，其筹集资金一般依赖政府的再融资协调，在银行风控日趋严格的背景下，政府对国企融资的资金协调难度和成本越来越高，对国企的支持意愿越来越低，这也进一步降低了国有企业的偿债意愿和回收率。在这种情况下，国有企业通过自筹资金的方式偿付违约债券的情况较少。

（2）第三方代偿

第三方代偿是指债券违约后由违约发行人母公司、股东或地方政府代为偿付债务，不包括第三方担保代偿的情况。目前，公募市场共有 5 期违约债券采用第三方代偿的违约处置方式，其中 2 期债券由发行人的股东对违约债券利息进行了偿付，其余 3 期债券的本息基本由母公司或控股股东全额偿付。整体来看，采用第三方代偿方式的违约回收时间较短，回收率较高。

采用第三方代偿违约处置方式的债券发行人多是国有企业，由其母公司或股东为其偿还债务，主要由于公募债券市场国有企业违约对市场的冲击相对较大，并且可能影响其股东在债券市场的再融资，股东对企业支持意愿较高。

（3）债务重组⁵

债务重组是债权人和债务人博弈的结果，部分债务人通过债务重组方式与债权人协商修改了原定的债务条款，而债权人则作出一定程度的让步。此种方式能够减轻处于财务困境的债务人的资金负担，使债务人能够恢复盈利或对债务偿还提供新的保障。债务重组包括债转股、延长兑付期限、折价交易、削减本金或利息等方式。

⁵ 不包括破产程序中的债务重组流程。

截至 2017 年 8 月末，共有 5 只债券采用债务重组的违约处置方式。整体来看，债务重组所选取的方式、延长的期限或减免的金额都由双方协商确定，并无明确规定。通过债务重组进行违约偿付，回收时间和金额的不确定性都较高。

2. 仲裁

债务人和债权人采用仲裁方式解决纠纷，应当由双方自愿达成仲裁协议，或在募集说明书中订立有明确的仲裁条款。同时，仲裁协议或仲裁条款必须明确约定仲裁机构、仲裁地点和仲裁规则。没有仲裁协议或仲裁条款，一方申请仲裁的，仲裁委员会不予受理，只能通过诉讼解决。一般而言，相比司法诉讼方式，仲裁时效上较快，当事人具有较大自由度，几乎每一步骤当事人都能主动作为，比如可对仲裁员数量、是否开庭审理等方面自由选择，不需像诉讼过程中的当事人一样严格按照诉讼法的规定进行，但仲裁委收取的费用高于法院收取的诉讼费。截至 2017 年 8 月底，尚未出现公募债券采用仲裁的方式。

3. 司法诉讼

（1）破产诉讼

根据我国《破产法》，企业破产需满足债务违约和资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人进入破产程序后所有债务全部到期，破产前设置的财产保全措施全部解除。我国企业破产制度分为重整、清算、和解三种（见表 4）。企业的破产方式取决于其持续经营的潜力，潜力较高的企业有可能和债权人进行破产和解或引入投资方实现破产重整，潜力较低的企业只能通过破产清算偿付债权人；破产重整存在执行失败落入破产清算的可能。一般情况下，企业采用破产重整和破产和解比破产清算的债务回收率高。

表 1 破产诉讼种类

破产诉讼种类	定义	适用企业	回收情况
破产和解	破产和解由债务人提出，其目的是为了终止破产程序，使债务人进入破产重整阶段。破产和解是通过债权人与面临被宣告破产的债务人之前就减免债务数额及延缓债务履行期限达成和解协议的方式	企业经营潜力较高	相对较高

	实现的，可采取措施较为单调，主要依靠债权人的让步获得清偿。		
破产重整	破产重整由债务人或债权人提出，其目标是使企业摆脱经营困境，从根本上恢复债务人的生产经营能力，维持企业正常的生产经营秩序。破产重整的措施较为丰富，只要法律没有明确限制或禁止的，原则上都可以实施，如延期偿还、减免债务、转让资产等方式。	企业经营潜力较高	相对较高
破产清算	破产清算由债务人或债权人提出，通过法院宣告债务人破产后，由破产管理人对破产财产进行清算、评估、处理，并按照规定的程序和分配规则对破产财产进行分配，最终使债务人不复存在。	企业经营出现不可逆转的恶化，无法通过重整或和解而继续生存下去的公司	相对较低

截至 2017 年 8 月末，我国公募债券市场共有 4 家已进入或可能进入破产程序的违约发行人主体。整体来看，债券违约后进入破产诉讼的程序复杂，处置时间较长，回收率不确定性高。

（2）求偿诉讼

根据《合同法》，债务人如不履行按期足额偿还本息的约定，债权人可以向法院申请要求债务人在限期内偿还本息，还可要求债务人承担违约金、损失赔偿额、逾期利息等。相对破产诉讼，求偿诉讼主要适用于违约债券到期时债务人还有一定偿付能力或违约债券相对债务人其余大部分债务来说到期时间较早的情况。依据《民事诉讼法》，债权人可提起财产保全申请（诉前或诉中），具体形式包括查封、扣押、冻结等。财产保全最主要的目的在于限制当事人行为、防止财产流失，并不意味着提起诉讼的债权人拥有优先受偿权，受偿情况具有一定的不确定性。

目前我国公募债券市场上通过求偿诉讼进行违约处置的债券仅有 1 期债券。该债券违约后，债权人一度冻结了发债企业实际控制人所持股票和两处房产，最终经法院调解由第三方代偿。求偿诉讼虽然相比破产诉讼流程较为简单，但时间同样较长，同时债券回收率不确定性较大。

（二）有担保债券的违约处置方式

1. 处置抵质押物

根据《担保法》和《物权法》，当债务人不履行债务时，债权人有权按照规定将该财产折价或者以拍卖、变卖该财产的价款优先受偿。截至 2017 年 8 月末，我国公募市场的违约债券中仅有 1 期债券通过变卖质押物进行违约回收，其质押物为发行人持有的多家公司股权，但股权已被法院查封，处置质押物的执行局仍处于等候移送处置权的审批手续过程中。依照 2016 年 10 月公司披露的情况来看，预计质押物变卖后回收率大致为 73.00%。质押物的变卖时间较长，相关手续也较为复杂，债券回收率具有一定的不确定性。

2. 担保方代偿

根据《担保法》，一般保证对债权人的保护相对较弱，只有在对债务人财产强制执行后仍不能履行债务时，才能要求一般保证人承担保证责任，一般保证人承担的是一种“补充责任”。相应地，在连带责任保证下，只要债务人不能按时足额清偿债务时，债权人既可以要求债务人履行债务，也可以要求保证人承担保证责任，对债权人的保护力度较高。

目前，我国债券市场上主流的保证方式是连带责任担保，担保人相对违约的债务人具有较好的清偿能力。截至 2017 年 8 月末，我国公募债券市场未发生具有保证担保债券违约的情况，在发行人无法按期足额偿付债券构成发行人主体违约的情况下，担保人均及时代为偿付，避免了债券违约的发生。但私募债券市场已发生多起具有保证担保的私募债券违约事件，当发行人无法按时支付债券本息时，担保方均未能及时代为偿付，且债券违约后多由公司自行筹措进行偿付，担保公司未能履行代偿责任。因此对于担保债券，尽管担保方的担保可在一定程度上降低债券违约风险、提高回收水平，但担保方“担而不保”风险仍值得关注。

（三）总结

具有保证担保或抵质押担保的债券因增信措施的存在，违约回收情况整体较好。但需要注意的是，抵质押物的变现因需通过法律途径实现，存在回收时间较长，不确定性较高的问题。

对于无担保的债券来说，通过自主协商解决债务问题发行人的自主性较大，偿债来源较多。其中，采用自筹资金和第三方代偿方式的违约债券回收情况较好，回收时间较短。而债务重组方式下的回收情况依赖于债务人与债权人及其他相关各方之间的博弈，无论采用债转股、延长支付期限还是利息减计等，皆为债权人一定程度的让步，同时回收时间和回收情况的不确定性都较高。

采取仲裁或司法诉讼解决偿付问题多因债务人和债权人无法通过自主协商达成共识，除破产重整可通过引入新的投资者适当提高债券回收率外，仲裁、求偿诉讼、破产和解和破产清算的偿债资金仅限于企业自身资产。其中，仲裁时效较快，但费用较高，司法诉讼则耗时较长，二者回收率均面临很大的不确定性。仲裁适用于债务人和债权人自愿达成仲裁协议，或在募集说明中订立有明确的仲裁条款的情况。司法诉讼中，破产诉讼仅适用于资不抵债的违约企业，其中破产清算情况下的债券回收率较低，破产重整和破产和解情况下的回收率虽高于破产清算，但需警惕企业破产重整可能存在计划执行失败而进入破产清算的可能。诉讼求偿方式更适用于债券到期时债务人仍有一定的偿付能力的情形，但也存在诉讼时间较久、资产处置与回收具有不确定性的缺点。

表 2 债券违约处置方式总结

回收方式		回收时间	回收程度	描述
有担保债券		处理抵质押物回收时间存在不确定性。 保证担保回收时间较短。	高	企业无自主性，强制性执行。
无担保债券	自主协商	自筹资金和第三方代偿回收时间较短。 债务重组回收时间不确定。	较高	企业自主性较大，偿债来源较多。
	仲裁	时效较快，费用较高	较低	企业基本丧失自主性，强制性执行。
	司法诉讼	流程较多，回收时间较长。	较低	企业基本丧失自主性，强制性执行。

资料来源：联合 COS 系统、Wind 资讯

三、影响债券违约回收率因素分析

一般来讲，债券有无担保、违约企业性质、企业是否上市、地区分布、宏观和行业特征等因素均会影响债券违约的回收率。通过对我国违约债券回收情况分析可以看到，民营企业所发债券违约后的回收率高于国有企业，上市企业所发债券违约回收率也较非上市企业高，重工业、过剩产能行业企业集中的辽宁、山东和河北地区企业所发债券违约后回收率较低，但上述结论可能受到违约债券较少以及较多违约债券违约处置仍未完成等因素影响。

1. 有无担保

截至 2017 年 8 月末，我国公募市场违约债券中有担保的仅有一期，其抵质押物仍在处置中。一般而言，由于担保为债券增加了抵质押物或担保人，有担保债券回收率应高于无担保债券。同时，从破产诉讼的法律规定考虑，具有抵质押权的担保债权回收率理论上应当高于普通债权。企业进行破产程序时，应先变卖具有担保债权的相关财产，变现金额全额偿付担保债权，不够偿付的担保债权落入普通债权，与普通债权按序同比例受偿。但需注意的是，抵质押物的变卖时间较长，相关手续也较为复杂。

2. 企业性质

截至 2017 年 8 月末，我国公募债券市场国有企业所发债券违约规模合计 142.75 亿元，回收率为 21.05%，而民营企业所发债券违约规模为 122.00 亿元，回收率达到 26.46%⁶。整体来看，我国民营企业所发债券违约回收率高于国有企业，主要由于民营企业所发债券违约多是由于突发因素导致的短期资金链断裂，经过一段时间恢复流动性的可能性较大，同时民营企业为维持企业声誉及市场地位，偿还违约债务的积极性较高，民营企业违约后多采用自主协商的偿还方式，回收时间较短，回收率较高。而国有企业在政府和股东的支持下，外部融资较为容易，债务风险容易积聚，当国企债券违约时，其救助成本通常较高，剩余可变

⁶ 除国有企业和民营企业外，外资企业所发债券违约规模为 87.92 亿元，回收率为 20.00%；集体企业所发债券违约规模为 1.77 亿元，回收率为 100.00%；公众企业所发债券违约规模为 18.43 亿元，回收率为 0。由于外资企业、集体企业和公众企业所发债券违约数量较少，未被包含在企业性质分析范围内。

现资产也非常有限，国企违约后多采用破产重整、债转股等处置方式，回收率较低。

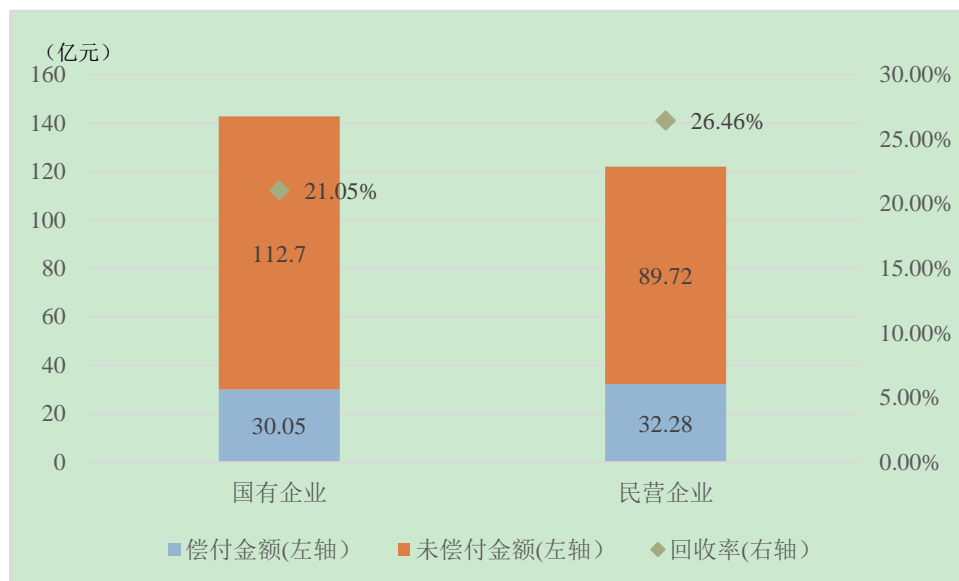


图4 国有企业和民营企业所发债券违约情况

3. 企业是否上市

截至2017年8月末，我国公募债券市场债券违约涉及的发行人共计26家，包括3家上市公司和23家非上市公司。目前上市公司所发债券违约规模共计15亿元，均已全额完成偿付，总体回收率达到了100%；非上市公司所发债券违约规模共计357.87亿元，偿付总金额为66.68亿元，总体回收率为18.63%，远低于上市公司总体回收率。上市公司违约债券回收率较非上市公司高，一方面由于上市公司融资渠道较多，另一方面由于上市公司的“壳资源”对第三方投资者有较大吸引力，上市公司破产重整后，通过引入第三方投资者可提高其违约债券回收率。

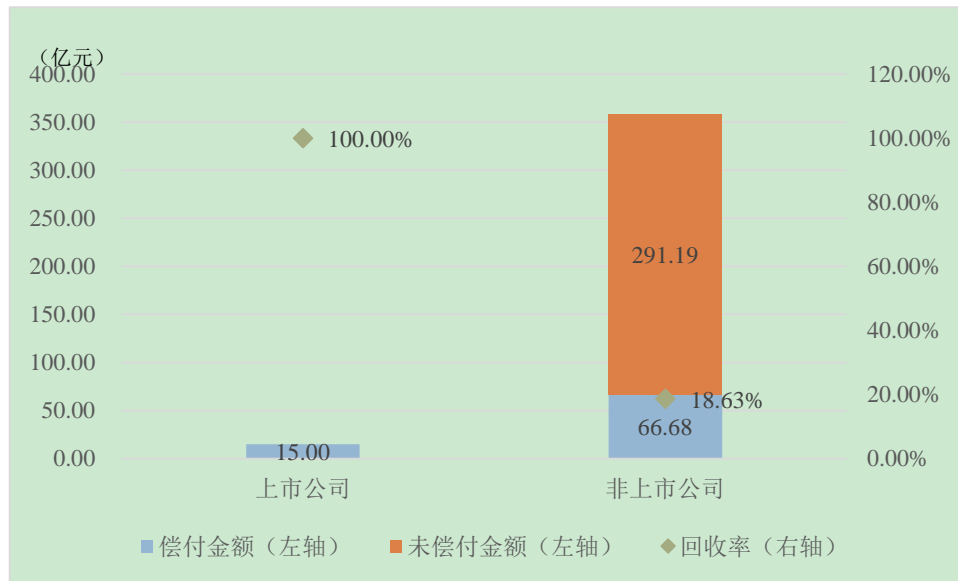


图5 上市与非上市公司违约回收情况

4. 地区分布

截至2017年8月末，广东、江苏、山西和上海地区违约公募债券均全部偿付，回收率达到100%，而违约规模较大的辽宁、山东和河北地区的回收率均较低，违约债券回收呈现东南沿海地区回收率高，重工业、过剩产能行业企业集中地区回收率低的特点，主要原因是东南沿海地区民营企业较多，其回收情况较好，而辽宁、山东和河北地区重工业、产能过剩的国有企业较多，企业经营状况较差，导致其回收率较低，但该结果可能受到违约事件较少和违约区域分布集中影响。

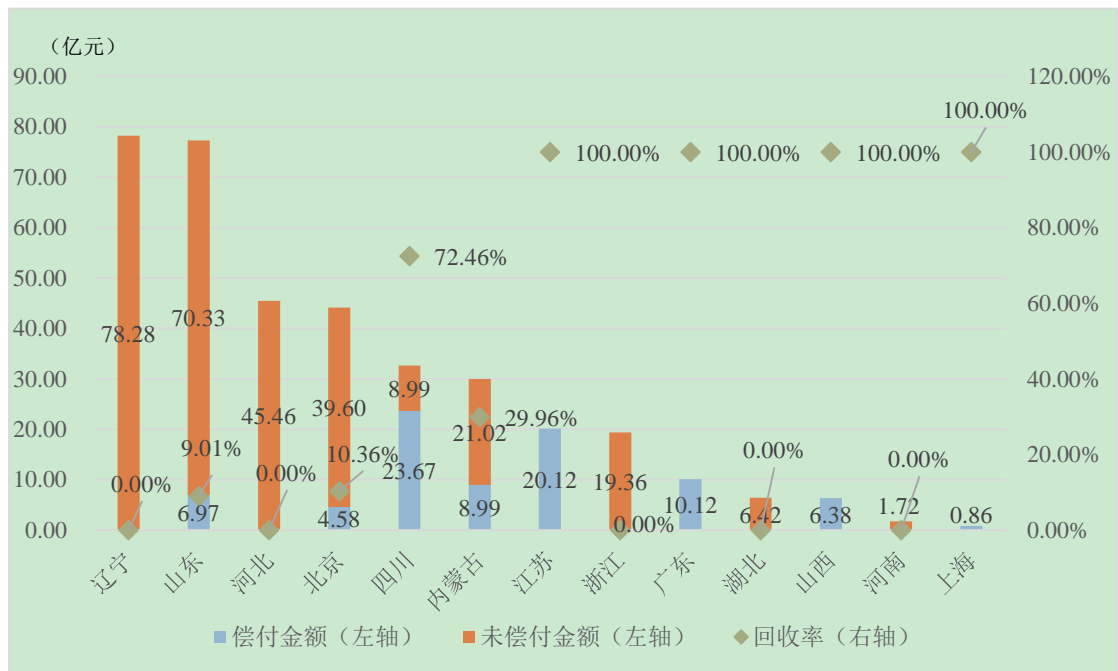


图6 不同地区违约回收情况

5. 宏观和行业特征

理论上来说，当前宏观环境和企业所在行业境况会影响到企业违约后自主筹资时的成本和难易程度，在施行企业破产时会影响到企业资产变现价格和重整估值。企业的行业特征也会影响到债券的回收率水平，例如，重资产行业比如公用事业的回收率相对较高，而金融机构或服务业等轻资产行业的回收率相对较低。

不过从目前来看，我国公募债券市场违约年份较短，数据较少，许多违约债券的处置尚未完成，不足以验证回收情况和行业境况、宏观环境的关系。宏观环境和行业对债券回收率的影响还需通过日后对回收率数据的累积和分析来验证。