

# 债券市场投资者求偿难点与渠道优化研究

董欣焱

联合资信评估股份有限公司

近年来，我国债券市场违约事件常态化发生，截至 2021 年底，我国债券市场累计有 244 家发行人发生实质性违约，累计违约规模超过 6000 亿元，为投资者带来巨大的经济损失。然而现阶段我国债券市场投资者保护机制仍不够成熟，债券违约后，投资者往往难以及时收回本金和利息，违约债券处置进程缓慢、回收率低等问题依然突出，极大的损害了债券投资者的投资信心。完善债券市场投资者保护机制，维护投资者合法权益，是我国债券市场高质量健康发展的重要前提，对我国债券市场高水平对外开放具有重要意义。

## 一、债券市场投资者的主要求偿渠道

现阶段，我国公司类信用债券发生信用风险后，投资者可以选择以下渠道进行求偿。

**一是发行人主动负债管理。**债券发生信用风险后，发行人可以通过债券置换、现金要约收购和同意征集几种方式进行主动负债管理。债券置换是指债券发行人向投资者发起要约，将现有债券按一定比例置换成期限、票息等条款可能均不同的新债券的行为。现金要约收购是指债券发行人向投资者发起要约，以现金形式收购全部或部分流通中标的债券并注销的行为。同意征集是指债券发行人向投资者发送同意征集文件，提请投资者对债券条款等可能影响持有人权益的事项进行修改或豁免的行为。上述几种形式下，投资者虽处于被动地位，但可以通过评估发行人风险选择是否接收要约，为投资者提供了市场化的退出渠道。

**二是违约债券转让。**债券违约后，投资者可以通过违约债券转让收回本金和利息，目前违约债券的转让途径主要有三个，分别是沪深交易所特定债券转让机制、外汇交易中心协议转让或匿名拍卖机制、北京金融资产交易所动态报价机制。对于在交易所债券市场上市或挂牌的债券，投资者可以选择特定债券转让；对于

在银行间市场流通的债券，投资者可以选择外汇交易中心的协议转让和匿名拍卖，也可以通过北交所动态报价机制转让违约债券。

**三是违约债券处置。**债券违约后，投资者可以自行处置违约债券，有两种情形，一是违约债券有增信措施的，投资者可以通过担保方代偿和处置抵质押担保物的方式收回投资本金和利息，二是违约债券没有增信措施的，投资者可以选择自主协商、司法诉讼和仲裁的方式收回本金和利息。自主协商主要包括发行人自筹资金、第三方代偿和债务重组（展期、折价兑付、债转股、以资抵债等），实践中，展期是最常见的自主协商结果；司法诉讼主要包括求偿诉讼和破产诉讼（破产重整、破产清算和破产和解），实践中，破产重整是最主要的诉讼方式，重整措施通常包括留债延期、债转股、减免债务、转让资产等。

表 1 债券投资者求偿路径梳理

债券投资者求偿路径				
发行人主动负债管理	债券置换			
	现金要约收购			
	同意征集			
违约债券转让	交易所	沪深交易所	特定债券转让	
	银行间	外汇交易中心	协议转让	
			匿名转让	
		北交所	动态报价	
违约债券处置	有担保	担保方代偿		
		处置抵质押物		
	无担保	自主协商	自筹资金	
			第三方代偿	
			债务重组	展期
				折价兑付
				债转股
				以资抵债
				债务豁免
				其他方式
		仲裁		
		司法诉讼	求偿诉讼	
			破产诉讼	破产重整
				破产清算
				破产和解

资料来源：作者整理

## 二、债券市场投资者的求偿难点

由于我国债券市场打破刚兑时间不长，市场化、法制化违约处置经验不足，导致债券投资者在求偿过程中往往困难重重，主要表现在以下几个方面：

### （一）市场化违约处置机制不够健全

这里所说的市场化违约处置机制主要指发行人主动负债管理制度和违约债券转让制度，由于上述制度出台时间均相对较短，目前存在市场参与主体较少、交投活跃度不高等问题。

#### 1. 发行人主动负债管理制度

债券置换制度、现金要约收购和同意征集制度均起源于美国，具有处置时间短、处置成本低和灵活自主等特点，在境外市场和中资美元债市场运用较为成熟，在我国债券市场起步较晚。

债券置换制度方面，银行间市场，2019 年交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》，指出发行人可以通过置换方式处置违约债务融资工具；2022 年 5 月 5 日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具置换业务指引（试行）》，明确债券置换业务细则。交易所市场，2020 年 7 月 30 日，沪深交易所分别发布《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》，明确债券置换原则、方式、参与条件和双方的职责义务等。

现金要约收购制度方面，银行间市场，2020 年 11 月 2 日，交易商协会发布《关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》，明确现金要约收购的定义、业务流程、参与机构职责和禁止事项等多方面内容。交易所市场，目前未正式发布现金要约收购业务相关政策，但在沪深交易所 2019 年 12 月 13 日发布的《公司债券发行人债券购回业务监管问答》中指出，法无禁止发行人即可购回本公司发行的债券，并对债券购回的原则、方式、信息披露和购后处置等事项作出规定。

同意征集制度方面，2022 年 5 月 5 日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引（试行）》，明确同意征集的定义、信息披露、实施流程、通过比例、适用范围等事项，正式将同意征集制度引入银行间市场。

整体来看，债券置换和现金要约收购制度在两市场的规则均存在一定差异，债券置换制度的时间设置、违约认定、信息披露等规则仍有待细化完善，现金要约收购制度操作不便、利益冲突等问题也较为突出，制约了市场各主体的参与度。同意征集制度起步较晚，现阶段设置的同意征集通过比例<sup>1</sup>要求较高，虽然有利于中小投资者保护，但一定程度上增大了同意征集方案的通过难度。截至 2021 年底，我国债券市场仅有 4 例（桑德工程、华昌达、瓦房店沿海和华夏幸福）债券置换案例，而现金要约回购的案例则均偏主动负债管理，尚未出现通过现金要约回购进行违约债券处置的案例。

## 2. 违约债券转让制度

我国违约债券转让制度的建立略早于债券置换和现金要约收购制度，但市场交投活跃度依然不高。具体来看，一是银行间和交易所债券市场对违约债券转让适用债券、参与主体和转让规则等方面的规定存在一定差异。二是对合格投资者准入门槛较高，市场参与者较少。三是违约债券定价体系不够完善，信息披露不够透明，转让流程不够顺畅，发行人对政策落实不够到位等问题仍然突出。四是债券违约后法制化处置机制不够健全，投资者购买风险债券后求偿困难。五是破产程序中的违约债券转让制度仍有待健全，破产程序和债券交易衔接不畅可能给投资者带来较大的法律风险。

### （二）部分违约债券增信措施失效

我国债券市场违约债券的增信条款主要有保证担保和抵质押担保两种。对具有保证担保条款的债券，在发行人无力偿还债券的情况下，投资者有权要求担保机构对债券进行清偿，但在债券违约后，有部分担保机构因自身的偿债能力和偿债意愿不足等原因，对债券拒绝代偿，产生“担而不保”的问题。对于具有抵质押担保条款的债券，投资者有权在债务人无法清偿债务的情况下处理抵质押物品，但由于投资者获得抵押物能力有限、发行人违规抵押、抵质押物品估值变动大、抵押物难以变现等原因，投资者还是会遭受损失。此外，司法实践中，如抵押物被其他法院先行查封，投资者抵押权的实现往往还会受制于其他债权人的诉讼、执行过程，时间成本、经济成本较大，在跨地区情况下，投资者的优先受偿

---

<sup>1</sup> 指引规定，除法律法规另有规定外，持有本期债务融资工具表决权超过总表决权数额 90%的持有人同意发行人的征集方案，本次同意征集方可生效。

权有时也难以得到保障。

### （三）无增信措施债券回收难度大

无增信措施的债券，投资者通常通过自主协商、仲裁或司法诉讼的方式进行求偿。相较于有增信措施的债券，投资者的求偿时间通常较长，债券回收率也更低。

#### 1. 自主协商

自主协商过程中，展期是发行人和投资者双方的首选方式，但投资者往往处于被动和弱势地位。**一是缺乏展期规则。**由于现行法律法规缺乏对企业提出展期条件、时间、次数和惩罚机制等方面的约束，导致发行人出现随意展期、强行展期的行为。**二是持有人会议决议约束力低。**现行制度未明确持有人会议决议对发行人是否具有约束力，持有人会议决议可能被发行人驳回或不执行。**三是展期结果具有不确定性。**在双方达成协议后，债券的兑付时间和实际兑付情况仍存在较高的不确定性。**四是投资者之间沟通协调困难。**对于债券持有人较为分散的债券，投资者之间的沟通协调也较为困难，难以形成合力，在与发行人博弈的过程中，往往处于弱势地位。除展期外，投资者对折价兑付的接受度较低，债转股存在落地时间长、回收率低等困难，以资抵债和债务豁免等自主协商形式实践中也并不多见。

#### 2. 仲裁

仲裁具有费用低，结案快，程序简单等特点，但现阶段我国投资者在债券违约后选择仲裁方式的案例较少。**一是仲裁需要基于双方共同意愿。**《仲裁法》规定，当事人采用仲裁方式解决纠纷需达成仲裁协议，没有仲裁协议，一方提起仲裁，仲裁机关不予受理，因此申请仲裁需要基于双方的共同意愿。**二是仲裁结果即为最终结果。**申请仲裁后，投资人不能再提起诉讼，仲裁裁决作出后，即产生法律效力，投资者如对仲裁结果不服，亦不能就同一案件向法院提起诉讼。**三是仲裁资产保全效率低。**投资者申请仲裁财产保全，需向仲裁委员会提起保全申请，但仲裁委员会不具有裁定权，仲裁委员会需要将当事人的申请依照民事诉讼法的有关规定提交至人民法院裁定，效率较低，可能导致投资者不能成为首封债权人，影响债券的受偿顺序。

### 3. 司法诉讼

司法诉讼是投资者在债券实质性违约后最后的求偿渠道，主要包括求偿诉讼和破产诉讼。相较于自主协商，司法诉讼通常流程更为繁琐、处置周期较长、时间成本和经济成本也更高。

#### （1）求偿诉讼

求偿诉讼主要适用于发行人尚具有一定的偿债能力，不满足破产条件的情形，或投资者相对于其他债券持有人所持债券到期时间更早，通过申请资产保全争取更靠前受偿顺序的情形。此外，投资者也可以同时进行自主协商和求偿诉讼，以诉促谈。相较于自主协商，求偿诉讼的进程通常较为缓慢，且若不能成为首封债权人，在发行人资产不足以清偿全部债务的情形下，即使投资者申请了资产保全，也可能因受偿顺序靠后，不能全额收回投资，影响债券的实际回收率。此外，一旦其他债权人向法院提出破产申请，法院受理后，针对债务人的保全措施都会解除，执行程序中止，所有无担保债券的投资者都会成为普通债权人，回到同一起跑线，无法实现优先受偿。

#### （2）破产诉讼

破产诉讼主要适用于发行人不能清偿到期债务，并且资不抵债或明显缺乏清偿能力的情形。与求偿诉讼相比，破产诉讼通常耗时更长，清偿率更低。破产诉讼分为破产重整、破产清算和破产和解，实践中，最主要的诉讼方式是破产重整。

##### ① 破产重整

当发行人已经出现破产事由但仍有维持价值和经营好转希望时，投资者往往会向法院申请破产重整，债券投资者在求偿过程中主要存在以下问题：**一是流程比较复杂。**破产重整需要经过申请-法院受理-债权申报-重整草案提交-债权人会议表决-法院批准重整计划-重整计划执行-执行完毕等多个步骤。**二是处置周期通常较长。**采用破产重整程序的企业，从申请破产程序日开始至重整计划执行完毕日，平均耗时通常在 1 年以上，如果重整计划包括留债延期的清偿方案，则执行时间通常在 3 年以上。**三是结果具有不确定性。**破产重整可能会失败进入破产清算环节，此时投资者的求偿时间更长，回收率更低，如富贵鸟股份有限公司，从申请破产日至清算结束日历时长达 817 天，普通债权的实际清偿率仅为 2.50% 左右。**四是管理人制度不够完善。**现阶段破产管理人的选任由法院指定，债权人仅

拥有异议权而无决定权；破产管理人缺乏统一的准入标准、监督机制不够完善、破产管理人报酬缺乏保障导致其工作积极性下降等问题仍有待完善。**五是债权人委员会在破产重整中参与度不高。**破产重整程序中，债权人委员会是由债权人会议选举的临时性机构，其职权更多的体现在对债权人会议非实质性权利的行使和对管理人的监督，其决议缺乏相应的法律效力，难以作为一方利益主体，实质性的参与到破产重整程序中，实现对债权人整体利益的有效保护。

## ② 破产清算

当债务人经营难以好转，没有挽救希望和生存价值，不立刻清算会继续损害债权人权益时，投资者往往会直接向法院申请破产清算。此外，破产重整或破产和解失败也会导致直接进入破产清算程序。债券投资者在求偿中最主要的问题是破产清算时发行人往往已经资不抵债，而债券投资者作为普通债权人在参与破产财产分配时受偿顺序处于最后，往往只能获得部分清偿，导致债券的实际回收率较低。此外，在法院受理破产清算申请后，宣告债务人破产前，债务人可以向法院申请重整，由于现有法律未明确破产清算转为破产重整的具体标准，主要依靠法院裁定，如果法院不能把好重整程序的准入关，可能导致重整程序被债务人恶意利用，拖延破产时间或转移财产等，给投资者造成损失。

## ③ 破产和解

当债务人经营潜力较高时，债务人可在法院受理破产申请后，宣告债务人破产前，向法院提出破产和解申请，经法院裁定和解后，终止破产程序。司法实践中，进入破产程序的债务人往往已经不具有商业运营价值或资产基本已被执行处置，因此满足破产和解条件的债务人并不多。

# 三、债券市场投资者求偿渠道优化建议

针对投资者在求偿过程中遇到的难点，建议进一步加强投资者保护制度供给、健全市场化违约处置机制，完善违约债券处置生态体系，推动我国债券市场市场化、法治化水平进一步提升。

## （一）加强投资者保护制度供给

信息披露制度、债券持有人会议制度、受托管理人制度和司法救济制度是现阶段我国债券市场投资者保护的主要机制。

### 1. 强化信息披露制度

信息披露是债券市场运行的核心制度，建议进一步加强债券信息披露管理。虽然《公司信用类债券信息披露管理办法》统一了我国债券市场的信息披露原则和基本规则，但实际执行过程中，仍主要依赖于沪深交易所和交易商协会的自律性规则，两交易所和银行间债券市场的信息披露规则均不尽相同，且法律效力较低，建议尽快出台公司信用类债券管理条例，按照分类趋同原则，统一两债券市场信用债信息披露细则，进一步优化违约处置各个环节的信息披露规则，加大违规披露的惩戒力度。

### 2. 完善债券持有人会议制度和受托管理人制度

债券持有人会议制度和受托管理人制度是我国现阶段最主要的债券投资者集体保护制度。一是**建议优化债券持有人会议和受托管理人的制度衔接**。构建事务属性判断标准，实现一般事务由受托管理人决策、重大事务由持有人会议集体决策。二是**厘定债券受托管理人的基础法律关系**。给予受托管理人更多的自主权，实现其角色由“信息传递者”向“实质性参与者”的转变。三是**细化受托管理人制度规则**。针对受托管理人的监督、调查、信息披露和违约救济等各项义务出台实施细则，为市场主体提供操作依据；细化受托管理人参与谈判和司法诉讼的规则，使其公平对待债券持有人，满足不同债券持有人差异化的求偿需求。四是**建立受托管理人的激励约束机制**。使其薪酬与债券持有人的偿付水平相挂钩，促使其勤勉尽责。五是**完善持有人会议召开规则**。优化债券持有人会议召开机制和表决机制，对“闪电会议”等强行展期的行为给予严惩。六是**尽快建立金融债持有人会议规则**。实现持有人会议规则对公司信用类债券的全面覆盖和总体一致。七是**明确持有人会议法律效力**。尽快明确债券持有人会议决议对发行人的法律效力，提高会议决议的实际执行力。

### 3. 提升债券持有人司法保护力度

司法救济是现阶段我国债券持有人最常用的维权手段，一方面，建议加快推动《企业破产法》的修订，提高违约处置效率。一是**完善破产重整中的信息披露制度**。扩大信息披露义务人范围，增加信息披露条款、外部监督机制和法律责任条款，确保债权人的知情权。二是**完善破产管理人制度**。在企业进入破产程序和法院正式任命管理人的真空期建立临时管理人制度；完善对破产管理人的选任、



监督、法律责任和报酬管理等方面的细则，确保管理人勤勉尽责。三是**完善债权人会议和债权人委员会制度**。优化债权申报规则和债权人会议的表决规则，保障投资者的参与权和表决权；完善债权人委员会设立规则，明确其权利、义务和法律职责，赋予债权人委员会更大的自主权，使其代表债权人实质性的参与到破产程序中；做好金融机构债权人委员会和债权人委员会的制度衔接，为债权人主动参与破产重整计划的制定提供合理途径。四是**构建破产案件快速审理机制**。对于符合条件的破产案件，进行快速审理，缩短破产案件审理周期，提高破产审判效率。五是**完善破产重整强裁制度**。增加强裁限制条件，防止其在实践中被滥用。六是**将预重整与合并重整纳入《企业破产法》**。做好预重整和破产重整的法律衔接，明确合并重整认定标准，提高重整效率。另一方面，加快推动新《仲裁法》<sup>2</sup>的出台，增加临时措施规定，优化临时措施的使用标准，健全仲裁调解债券纠纷的解决机制。

## （二）健全市场化违约处置机制

一方面，完善违约债券转让规则。一是**统一交易规则**。针对违约债券交易场所众多且交易规则不一致的问题，建议按照分类趋同的原则尽快统一违约债券的交易规则，实现违约债券交易市场基础设施的互联互通。二是**完善违约债券定价机制**。引入违约债券做市商制度，提高市场流动性，鼓励中介机构为高收益债提供定价服务。三是**完善信息披露规则**。增强违约债券交易结算监测，细化信息披露要求，明确相关主体的披露义务和法律责任，对违规披露行为提高惩戒力度。四是**丰富投资者结构**。降低准入门槛，培育专业化机构投资者，加快推动债券市场对外开放，引入境外秃鹫基金进场。另一方面，进一步优化债券置换、现金要约收购等发行人主动负债管理工具规则，拓宽债券投资者市场化的退出渠道。

## （三）完善违约债券处置生态体系

一是**厘清政府和企业的责任边界**。减少地方政府在违约处置中的行政干预，地方政府在违约处置过程中应主要承担“协商角色”而非“主导角色”，尊重投资者的合法权益。二是**推动评级行业健康发展**。尽快推动有高区分度的信用评级体系落地，提高信用评级的风险预警能力，发挥信用评级的风险定价作用。三是**健全信用风险分担机制**。发展信用衍生品市场，丰富产品序列；完善信用风险缓

<sup>2</sup> 2021年7月30日，司法部发布《中华人民共和国仲裁法（修订）（征求意见稿）》。

释工具制度，健全定价机制，降低参与门槛，适时引入做市机制，提高市场流动性；发展和培育债券保险市场，加强债券保险相关制度建设，考虑成立专业债券保险公司通过共保、再保等方式开展债券保险业务。**四是建立多层次的信用风险保障基金。**设立多层次的信用风险保障基金，实现对不同行业领域、部门机构信用风险的全覆盖。**五是强化中介机构责任落实。**明确中介机构责任划分，构建证券欺诈责任体系，建立中介机构声誉约束机制，充分发挥中介机构资本市场“守门人”作用。

**参考文献：**

- [1] 洪艳蓉. 论公司债券市场化治理下的投资者保护[J]. 兰州大学学报, 2020(6): 69-77.
- [2] 边赛. 债券违约风险处置适用性、症结及破解路径[J]. 金融市场, 2022 (2): 100—105.
- [3] 翁天昊. 公司债券受托管理人义务与责任研究[J]. 清华金融法律评论, 2022 (6): 151-198.
- [4] 杨洋, 赵大伟. 债券保险发展进程及业务模式探索[J]. 西南金融, 2020 (5): 87-96.
- [5] 贾文勤. 健全信用债违约处置机制 [EB/OL]. [2022-03-07].  
[https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202203/t20220303\\_6246752.html](https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202203/t20220303_6246752.html)
- [6] 李曙光. 论我国《企业破产法》修法的理念、原则与修改重点[EB/OL].  
[2021-12-27]. <https://new.qq.com/omn/20211227/20211227A049Y600.html>