

筑牢制度篱笆 提高违约处置效率

联合资信、联合评级研究部 刘艳 邓博文

近年来，我国债券市场通过一系列改革，市场化程度不断提高，债券违约逐步常态化，建立和完善债券违约的市场化、法制化处置机制显得日益迫切。6月17日，全国银行间同业拆借中心、中央结算公司和上海清算所均发布与债券回购或债券担保违约有关的试行处置细则，违约处置制度进一步完善。

我国违约处置逐步市场化和规范化

近两年，相关监管机构在违约债券的处置上进行了诸多探索和实践。2018年中国外汇交易中心、全国银行间同业拆借中心下发《关于开展债券匿名拍卖业务的通知》，允许相关债券在固定时间、统一平台进行匿名拍卖交易，业务对象包括但不限于违约债券、受违约影响的债券、资产支持证券次级档等低流动性债券。这在强化价格发现的同时，也是提高违约债券处置效率的有益探索。截至今年4月末，中国外汇交易中心组织开展了四次债券匿名拍卖业务，共拍卖6只到期违约债券，其中有两只达成交易。今年一季度，北金所推出以动态报价机制为核心的到期违约债券转让业务。截至2019年3月末，已完成3只到期违约债券的首批转让交易。今年5月，中国证监会指导沪深交易所分别联合中国结算发布了《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》，对违约债券等特定债券的转让、结算、投资者适当性、信息披露等事项做出安排。该《通知》的发布，有助于改变此前债券到期违约后即摘牌、投资者只能被动等待兑付的情形，促进信用风险出清，提升违约债券市场的价格发现功能，是提高债券违约处置效率的一项重要制度安排。

近期出现的债券质押回购违约，导致了流动性风险的扩散。在此背景下，6月

17日，全国银行间同业拆借中心发布《全国银行间同业拆借中心回购违约处置实施细则（试行）》，中央结算公司发布《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》，上海清算所发布《银行间市场清算所股份有限公司债券回购违约处置业务实施细则（试行）》和《银行间市场清算所股份有限公司回购债券拍卖处置业务实施细则（试行）》。新细则明确了违约处置的范围、方式和流程，明确债权方可提出处置申请，从而更有利于保障债权方的权益，对于提高交易对手违约处置效率将发挥积极作用，改变过去主要依赖交易双方协商，处置过程较长的问题，加快市场风险出清。同时，违约处置效率的提高，也有利于提高资金融出方的信心，避免流动性风险进一步扩散，为完善交易对手违约处置机制扎紧了一道篱笆。

违约判定标准需进一步规范和统一

目前，关于违约并没有统一的定义，人们会根据不同的用途给定不同的违约定义。我国《合同法》第107条规定，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。2013年，中国银行间市场交易商协会制定《中国银行间市场债券回购交易主协议》，其中将“在一笔交易项下，交易一方未按照适用的特别条款、补充协议或相关交易有效约定的履行支付或交付义务，或未按照相关约定的要求发出或接受有关操作指令”等七大类情况视为违约。2016年，中国银行间市场交易商协会制定《信用违约互换业务指引》，其中规定，信用违约互换产品交易时确定的信用事件范围至少应包括支付违约、破产。根据参考实体实际信用情况的不同，可纳入债务加速到期、债务潜在加速到期以及债务重组等其他信用事件。交易商协会的其他文件中对于违约也有类似的定义。另外，银监会等监管部门对于违约也有相应的界定。

总体来看，我国已经形成了基本的违约判定标准或底线，但在违约事件频发的背景下，建议进一步规范违约的判定标准，并建立交叉违约的概念等，更好地保护投资人的合法权益，规范市场发展。

债券回购质押的交易对手违约也是一种信用风险暴露形式

从本质上来看，债券质押回购违约也是信用风险暴露的一种表现形式。一方面，有可能是持券方或债券投资方自身的投资管理出现问题，流动性短缺引起债务拖欠，一是短贷长投，期限错配过多，导致一旦市场融资环境出现变化，不能通过债券回购质押滚动续作，就容易发生流动性风险；二是杠杆控制不当，部分产品杠杆过高，如结构化发行债券，由发行人购买资管产品的平层、劣后级或自购债券并质押融资等，进一步提高了产品的杠杆率，更容易在市场受到冲击时发生交易对手违约。另一方面，也有可能是持券方或债券投资方自身经营或财务方面面临困境，最终导致无法偿付，但目前这种情况很少。

债券回购质押的交易对手违约，与债券发行主体违约也存在区别，一是违约主体不同，前者是持券方或债券投资方出现违约，后者是债券发行方出现违约。二是影响不同，前者可能引起连锁反应，波及整个市场，更具有传染性，后者更多影响与发行主体相关的债权方。因此，债券回购质押中交易对手违约，其性质较为严重，应受到相应的警示或处罚。例如，应当作为不良记录，纳入征信系统；或根据情节严重程度处以一定的罚金，在有关金融市场进入时进行限制，甚至要求退出债券市场和金融市场；在央行有关准备金、再贴现、再贷款时要提出特别要求，以维护金融市场秩序。

新规则有利于保护守约方权益，可操作性强

债券回购质押交易的初衷就是为了保护交易双方的权益，在交易对手违约时可以便利地处置，结束交易，有利于降低违约造成的损失，稳定市场预期。新细则出台以前，当质押式回购中正回购方违约时，一般只能通过交易双方协商、诉讼或者仲裁等手段解决，处置效率较低，守约方维权较为被动。本次发布的新细则明确，守约方可单方申请处置。受理债权人或质权人委托后，中央结算公司和上海清算所可通过协议折价、拍卖和变卖方式开展债券回购违约和

违约担保品处置，银行间同业拆借中心回购违约处置主要涉及匿名拍卖手段。新细则有效提高了违约处置效率，可操作性较强。未来监管部门也可考虑建立集中处置或交易平台，进一步提升相关债券交易的市场化水平，确保相关参与者的合法权益得到保障。

从长远来看，我国尚需进一步深化资本市场改革，建立和完善违约处置机制，推动金融市场信用体系的完善，例如建立信用档案，加强信用记录的信息披露与共享，规范市场纪律，促进金融资源有效配置，维护市场稳定和健康发展。