

引入主体违约概念 更好揭示信用风险

联合资信评估有限公司 聂 逆

2014 年以来，随着宏观经济持续下行，我国债券市场信用风险开始逐渐暴露，中小企业集合债券和集合票据担保代偿事件屡有发生，中小企业私募债券违约事件接二连三。而从 2014 年以来债券市场上发生的违约事件来看，多只债券发行人明显缺乏偿债能力，无法如期足额偿还债券本金和/或利息，但最终通过变卖资产、担保代偿或疑似担保代偿的方式使得债券未发生违约。我们认为，不能仅仅以债券违约率来衡量债券市场信用风险，也应关注发行人主体的违约事件和违约率统计。

根据我们对违约率的统计，2014 年我国公募市场公司类债券违约率为 0.02%；发行人主体违约率为 0.17%。2014 年我国中小企业私募市场上，债券违约率为 1.70%，发行人主体违约率为 1.95%。从中可以看到，债券违约率和发行人主体违约率已经呈现较大的差别。由于发行人主体违约是从发行人主体偿债能力的角度进行评价，所针对的是其全部金融债务，而不仅仅是其所发的债券，当发行人其他金融债务发生违约时，一方面说明其已经缺乏偿债能力，另一方面可能会导致其他金融债务的加速清偿，发生债务危机，其所发债券也可能面临兑付违约。因此，我们认为发行人主体违约可以作为债券违约的一个先兆，我们不应仅仅以债券违约率来衡量债券市场信用风险，也应关注发行人主体的违约事件和违约率统计，且在债券发行、交易等相关文件中也应引入发行人主体违约概念，并明确发行人主体违约情形以及债券持有人在发行人触发主体违约情况下应有权利。对此，有两点建议：

第一，引入统一的发行人主体违约定义和标准。目前，我国债券市场上还没有发行人主体违约的统一定义标准，结合国内外相关违约定义，我们认为，除发行人无法如期足额偿付债券本金和/或利息构成发行人主体违约的情形外，即使在所发债券没有发生兑付违约的情况下，如果发行人发生债务重组、破产重整、资产不足以清偿全部债务或其他金融债务发生违约的情形，均构成发行人主体违约。这样做有几点积极意义：一是引入发行人主体违约概念和标准，可强化市场对发行人主体违约的认识，有利于建立统一的违约行为和违约责任标准，更好地约束发行人的行为。二是可以完善违约触发条款设计，更有力地保障投资者利益。债券投资者应该对发行人的违约行为和违约责任有更严格的要求，当发行人主体发生违约情形时，可以及时对风险进行处置，如申请资产保全、追加担保、提前偿还、甚至申请破产清偿等。三是可以避免非市场化因素对市场的干扰，更好发挥信用评级的作用，体现信用评级的价值。引入发行人主体违约概念，即使发行人所发债券没有发生违约，评级机构可以通过对发行人主体违约的判定更好地为市场揭示风险，同时也有利于违约率的统计和积累，增加对信用评级结果的检验手段。

第二，评级机构应进一步完善和细化信用等级划分标准。发行人主体违约存在多种情形，信用评级机构在评级序列设置上应涵盖上述违约情形，并根据不同情形或风险程度加以区分。参照国际评级机构的经验并结合我国实际情况，建议在发行人主体信用评级序列设置上增加 D 级别，用以明确表示发行人发生主体违约，丧失偿债能力；引入选择性违约概念，用特定符号表示发行人部分债务发生违约的情况；债券信用评级序列增加 D 级别，用以明确表示债券发生兑付违约或发行人已宣告其无法偿还所发债券本金和/或利息，债券即将面临兑付

违约。信用评级序列的进一步丰富或细化，不仅有利于市场对发行人主体违约的统一认识，便于违约率统计标准的统一，同时也有利于区分违约事件的性质或程度，为市场提供更明确、简明的信息。