

PDF-TN2016006

华锐债的逆袭传奇——一个市场化救债范本¹

案例使用说明

从 2006 年华锐风电科技股份有限公司成立到 2011 年成功登陆 A 股，且其每股 90 元的发行价格创造了主板市场最高纪录，再加上其第一大股东系国有企业，华锐风电无疑是中国新能源界的宠儿。然而这一切都在产能过剩的行业趋势中黯然落幕，取而代之的是包括华锐在内的整个行业的低谷，华锐风电在经历两年的连续亏损之后，股价暴跌，与此同时，其在 2011 年底发行的 28 亿债券也面临兑付危机，华锐债从悬崖边缘到起死回生，历经折价回购、分批还债、控股权变现数番波折，最终顺利兑付，为我们上演了一出逆袭传奇。与迫于地方政府业绩压力或是维稳压力而展开的行政化救援相比，华锐债危机的结局算是一个难得的市场化范本，它不同于中国以往面临债券危机的企业债券，在解决问题时或多或少依赖于政府，刚性兑付始终是中国债券市场的护身符，华锐风电为中国债券市场提供了化解危机的新思路，华锐危机中各方主体在互动中开创了诸多债市先例，市场化的博弈也对现有体制提出了新的挑战。

一、教学目的与用途

此案例应用于《金融风险管理》课程教学为基础撰写，涉及信用风险、流动性风险、市场风险以及风险管理、危机处置等相关教学内容，如将本案例应用于其他课程教学安排需要做相应调整，本案例使用说明可做参考。

1. 适用的课程

-
1. 本案例由安徽大学经济学院的陈燕玲、鲍慧玲、何正亚撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

本案例适用于《金融风险管理》、《企业财务管理》、《公司治理》和《投资学》，也可以将本案例作为《企业兼并与收购》课程的辅助案例。

2. 适用对象

本案例适用教学对象为金融专业硕士以及工商管理硕士（MBA），也可用于高年级金融专业本科生的教学。

3. 教学目的

本案例详细介绍了华锐风电科技股份有限公司从历经债券危机到化解危机的整个过程，并结合相关理论，着重对债券危机化解过程中所采用的方法进行介绍和讨论，探讨其中各项措施是否合法，是否符合监管准则，从而讨论监管与创新之间的关系，公司治理与风险之间的关系等，启发学生多角度进行思考。

具体目标：

（1）通过本案例教学，让学生了解华锐风电债券危机事件的发生原因及过程，了解流动性风险、信用风险、市场风险等风险的成因及危害，引导学生培养风险意识，注重风险管理。

（2）通过本案例教学，让学生了解债券发行、债券回购、债券违约等知识点，引导学生关注我国债券市场的发展情况，关注公司的融资渠道问题，认识到公司经营管理与各种因素息息相关，不能脱离环境思考问题，要形成整体思考观。

（3）通过本案例教学，引导学生更好掌握债务违约处置的相关知识。通过比较分析不同违约处置方式的特点、适用条件及后续影响，注重激发学生积极思考并探索违约处置的创新方式。

（4）通过本案例教学，让学生认识我国债市刚性兑付的产生背景及利弊影响，认清打破刚性兑付的紧迫性和必然性，进一步分析打破刚性兑付所需的配套措施。

二、启发思考题

1. 分析华锐风电遭遇债券危机的背景、原因。
2. 华锐债的提前回购方案引发了哪些争议？该方案为何最终流产？
3. 华锐债的最终解决方案为何能够迅速达成并实施？
4. 结合目前国内债券市场上出现的违约处置情况，分析华锐债的处置方式有

哪些亮点。

5. “危机的化解通常是一场多方博弈的结果”，请结合华锐债的危机化解谈谈你对此的理解。

6. 华锐在危机之下突破许多原有监管框架的限制，留下许多创新，怎样理解监管与创新之间的关系？

三、分析思路

1. 分析华锐风电科技股份有限公司成立、发展特别是其遭遇债券危机时的经济环境和华锐风电的经营状况，进而分析华锐风电遭遇债券危机的背景、原因。

2. 对华锐风电债券危机事件进行还原复述，侧重于分析在此次事件中主要面临的风险有哪些，引导学生对刚性兑付、债券违约等问题的思考。

3. 对华锐风电科技股份有限公司所提出的债券回购计划进行讨论，关注于这项回购计划的提出是否合理？此项计划涉及到哪些群体之间的利益纠葛？并讨论这项计划最终流产的原因。

4. 分析华锐风电成功化解危机所采取的方式，讨论“应收账款快速处理”和“资本公积转增股本”这两种方式为什么被称为是我国债券市场的创新？对以后我国的企业并购和债券危机的化解有什么样的借鉴意义？

5. 指出华锐债券危机的整个处置中暴露出的监管法规方面的滞后之处，讨论该危机对于我国债券市场监管提出了哪些挑战？

6. 债券市场的刚性兑付问题：由来、表现、危害及如何破解等。

四、理论依据与分析

（一）理论依据

1. 债券违约

一般意义上来讲，债券违约即是指债券发行人没有按照约定在规定的时间内向债券持有人兑付债券或者没有按照约定履行相应的义务的行为。

在我国的合同法体系下，如果约定的合同期限尚未到期，只有当债务人明确表明不履行合同义务时，才构成法律意义上的违约。我国《合同法》第一百零七条规定，“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。”针对债权债务合同，合同约定的要素主要是时间和金额两项，也就是要在约定的时间支付约定的金额。如果这两项中有一项没有履行，就构成违约。比如超日债没有在约定的付息日支付利息，就是典型的违约案例。

如果站在衡量债权人损失风险的角度而言，在实际债券投资业务中，违约的涵义比合同法的定义要更广泛。从国际评级公司的评级惯例来看，即使债务没有到期，债务人发生困境债务置换也被认为是违约的一种形式。

表 1. 国际三大评级机构违约定义梳理

标普对于长期和短期主体或债项的违约定义存在细微差别
标普认为，违约状态是指债务人对评级或未评级的任何一项资金义务（除了由于真实的商业纠纷产生的资金义务）发生的第一次支付违约，但不包括在宽限期之内逾期支付利息以及未能支付优先股股息的情况。不利于债权人的债务置换，即债权人被迫以本金折让、降低票息、延长期限或其他减少资金义务条款的方式将原始债权替换成现金或其他工具，在标普看来也属于违约。
惠誉认为，出现以下任何一种情况均应被视为违约
(1) 债务人未能按照合同约定及时支付任何金融债务的本金和(或)利息，但宽限期内偿还债务本息不在违约范畴内； (2) 债务人申请破产保护、被接管、清算或停业； (3) 发生债务置换，债权人被提供结构条款或经济条款不如原债券的证券。
穆迪认为，出现下列任何一种情况均被视为债券违约
(1) 未能按照合约规定支付或延期支付利息或本金(包括在宽限期内延期支付)。 (2) 债务人申请破产保护或发生法律接管或者债务人在未来的合同义务债务偿还中将可能无法偿还或延期。 (3) 发生此类(对债务人不利的)债务置换：债务人提供给债权人新的或重组的债务，或新的证券组合、现金或资产，从而使债务人可以相对于原始债务承担较少的金融义务；债务置换有明显的意图来帮助债务人避免破产或违约； (4) 主权导致的信贷协议或契约中的付款条款的变化造成减低金融义务，如强制的货币重新支配或原有承诺的强制改变。 此外，穆迪定义的违约不包括所谓的“技术违约”，即因纯粹技术上的原因或管理失误而导致长期债务未能及时兑付的情况不算违约，只要不影响到债务人偿还债务的能力和意愿，并能在很短的时间内（例如，1~2 个工作日）得以补救。最后，因为债权有效性的法律纠纷而未能按期支付金融合约或债权，也不属于违约。

穆迪和惠誉虽然对于违约的具体描述与标普不甚相同，但其违约定义涵盖的范围也不仅仅局限于到期日支付违约，在到期日前发生破产或债务置换也被认为是违约。

2. 刚性兑付

“刚性兑付”是指金融工具出现风险、可能违约或达不到预期收益时，作为发行方或渠道方的商业银行、信托公司、保险机构等为维护自身声誉，通过寻求

第三方机构接盘、用自有资金先行垫款、给予投资者价值补偿、政府信用担保等方式保证金融产品本金和收益的兑付。

作为过渡资金的提供方和担保方，银行和地方政府有激励维持公募债券“刚性兑付”制度：

（1）承销银行方面。为维护债券承销业务，商业银行有激励保证公司债券顺利兑付。若其出现承销债券违约，那么投资出于规避风险会较少认购其承销的公司债券，从而使得承销银行投资银行业务受损。

（2）地方政府方面。地方政府有激励帮助当地企业兑付债券：一方面，为保障税收和当地就业，地方政府不希望当地企业破产，因此当企业债券出现兑付危机时，地方政府有激励提供信用担保；另一方面，为降低政府外界资金成本，地方政府有激励帮助企业兑付债券。债券违约可能会导致债券市场恐慌情绪，为规避可能出现的兑付问题，投资者会将持有的高风险债券替换为低风险债券，使得城投债发行利率提高，提高地方政府的融资成本。

刚性兑付导致金融市场的扭曲，其危害有几方面：

（1）刚性兑付增加了金融体系的整体风险。刚性兑付导致金融工具的风险和收益不匹配，诱发投资者资产配置不合理调整，抬高了市场无风险资金定价，引发了资金在不同市场间的不合理配置和流动。资金加速流向高收益低风险债权产品，商业银行的存款流失，股票市场和保险行业的资金被挤出。市场无风险利率上升，也造成蓝筹股市盈率下降，股票市场低迷。

（2）刚性兑付引发投资者和金融机构的道德风险。由于长期以来公募债券兑付较少被打破，一些债券投资者的风险承担意愿远低于股票、外汇、基金投资人，过于追求收益，不愿自担风险。而金融机构一旦存在第三方充底或介入的预期，为吸引投资者，也会忽视项目的风险，优先选择收益高的项目，尽职调查和风险控制薄弱。高收益的公募债券往往投向地方融资平台和房地产等调控领域，并通过资金挤出效应等渠道，加剧了中小企业“融资难”、“融资贵”。

（3）刚性兑付阻碍了信用衍生品市场的发展。由于存在“刚性兑付”预期，投资者没有激励购买信用违约互换来对冲其持有债券可能出现的兑付问题。这使得信用衍生品市场交易不足，发展缓慢。

3. 债券违约处置

（1）违约处置的应对机制

对于债券持有人而言，在遇到债券违约是能够保护自身利益主要的应对机制即为债券持有人大会制度和受托管理人制度。

债券持有人大会是具有决议职能和监督职能的集体议事机构，是债券持有人保护自身利益的重要实现机制。根据 2014 年修订后的《公司债券发行与交易管理办法》规定：“发行公司债券的，发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人，并订立债券受托管理协议；在债券存续期限内，由债券受托管理人按照规定或协议的约定维护债券持有人的利益。”

表 2: 国内外债券持有人大会制度和受托管理人制度的比较

债券持有人大会制度	
国外	制度规范：赋予债权人持有人团体以法定的地位和权力，并会在相关规范中对债券持有人会议的性质、地位、职责、召集、决议效力等问题予以规定。 决议效力：有的国家或地区规定决议需经法院认可才具有法律效力。
国内	制度规范：主要对债券持有人会议召开的事由做了强制规定，而会议的具体召集、流程、表决等细节问题则交由当事人自由约定。 决议效力：国内现有规范体系并未明确持有人大会决议的效力问题。 程序方面：在实践中存在难以召集持有人、开展不顺畅等问题。
受托管理人制度	
国外	美国、英国、日本等国家的债券受托管理人制度较为成熟，在受托管理人的任职资格、权利义务及法律责任等方面进行了较为详细的规定。
国内	目前受托管理人通常为主承销商，主要发挥组织者、协调者的角色，但是在承担风险管理职责方面较为不足，主要是因为受托管理人的法律责任没有明确界定。

（2）违约处置的主要途径

一般而言，违约的处置方式大致可分为三大类，即协商沟通、破产诉讼和违约求偿诉讼。在中国还有一种特殊的解决方式，那就是政府兜底（理论依据 2 已经讨论，在此不再阐述）。

表 3. 违约处置的主要途径

1. 协商沟通	
当债券增信措施较为完善有执行空间时，与发行人等进行自主协商解决违约往往是最为有效的方式。	
行使担保权	担保权方式包括保证担保（人保）、抵押担保和质押担保（物保），依据的法律主要是《物权法》、《担保法》和《破产法》等。 当债券违约时，设置了担保物权的债券持有人有权就抵押物、质押物行使优先受偿权，通过处置抵、质押物来获偿。
行使偿债保障条款	我国《合同法》规定，如发行人存在经营状况严重恶化；转移财产、抽逃资金以逃避债务；丧失商业信誉；有丧失或者存在可能丧失履行债务能力的其他情形的，债券持有人可以要求发行人提前兑付本息债券本息。这是偿债保障条款

	<p>最常见的一类，在债券的募集说明书中基本都予以约定，是围绕债项偿还本身设计的。</p> <p>另外一类常见的偿债保障条款是通过干预公司运营来间接保护持有人的债权安全。尤其对于长期债务的持有人而言，通过干预公司重大决策，从源头上预防公司作为不利于债权人的行为。这类条款主要包括对再融资活动的限制、对资本支出的限制、对投资和资产出售的限制等。</p>
债务重组	<p>债务重组本质上是债务人与债权人通过协商互相妥协从而建立起新的权利义务关系，既可能发生在协商沟通过程中，也可能在破产诉讼中实施。操作层面上，债务重组又可分为资金筹措和修改债务条款两种方式。</p> <p>a. 资金筹措在国内债券违约处置中应用相对比较广泛，债务人通常可以选择出售资产、引入战略投资者、向银行寻求流动性支持、向原股东寻求等方式。</p> <p>b. 修改原债项条款是更为常见的债务重组方式，在国外应用相对较广。修改条款主要包括展期、削减利率或本金、折价交易、债转股等。</p>
2. 破产诉讼	
<p>根据我国《破产法》规定，债务人申请破产需要满足债务违约和资不抵债（或明显缺乏偿债能力）两个条件。同样，债权人也可以申请债务人破产。</p>	
破产重整	<p>破产重整是指不对无偿付能力债务人的财产立即进行清算，而是在法院主持下由债务人与债权人达成协议，制定重组计划，规定在一定期限内，债务人按一定方式全部或部分清偿债务。重整程序更适合于债务人经营仍有可能好转，或者债务人资产有特殊价值（如上市公司“壳价值”），只是发行人财务负担过重而违约的情形。</p>
破产清算	<p>破产清算是指法院强制执行，变现债务人全部资产，按法定顺序公平清偿全体债权人。清算程序则更适合于债务人自身经营出现不可逆转的恶化，即使剥离一部分财务负担仍不能好转的情形。</p>
3. 违约求偿诉讼	
<p>按照《合同法》的规定，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，还可以要求债务人承担违约金、损失赔偿额、逾期利息等。因而，违约求偿诉讼主要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。</p>	
4. 隐性兜底	

4. 博弈理论

博弈论，又称对策论，是研究决策主体的行为发生直接的相互作用时决策以及这种决策的均衡问题的理论，对许多人在一个策略相互依存的构架中相互作用这种情况的正式表述。经济学中的博弈论主要研究竞争者如何根据环境和竞争对手的情况变化，采取最优策略的问题，关注的是意识到其行动将相互影响的决策者们的行为，当彼此之间互相制约、休戚相关时，它们即成为了一个博弈的参与人，对于制定决策时不考虑别人的反应，或是将其视为非人格化的市场力量的场合，博弈论无用武之地。

一个简单的博弈论模型由参与人、行动空间和可评价的结果构成，这三者组成博弈规则，参与人在行动空间内，采取不同的策略会得到不同的结果，而各个

参与人各项结果相互权衡、作用、调节达到一个均衡状态，均衡指的是所有参与人的最优战略或行动的组合。博弈有很多分类方法，按照参与人是否达成一个有效的协议可分成合作博弈和非合作博弈；按照参与者数目可分为双人博弈和多人博弈；按照最终的支付结构可分为常和博弈和非常和博弈，零和博弈属于常和博弈；按照是否考虑时序问题可分为动态博弈和静态博弈；按照信息完全程度可以分为完全信息博弈和不完全信息博弈。博弈论是一门系统且复杂的学科，在这里仅简单介绍一下与博弈论相关的两个概念。

（1）囚徒困境

囚徒困境是所有模型博弈中最著名的一个。简要描述：有两个罪犯共犯一罪，二人将面临下面的选择：如果你坦白而你的同伴没有坦白，则你被释放；若果你不坦白而你的同伙坦白，则你被定罪且将受到最高量刑标准的处罚；如果你们双方都坦白，那么双方将都被定罪，但不会是最高标准刑罚；如果双方都不坦白，则双方都被释放。由于二人不能相互沟通，为了自己的利益，双方最终都会选择坦白。

（2）纳什均衡

纳什均衡指的是所有参与人的最优战略组成，即在给定别人战略的情况下，没有任向单个参与人再有积极性选择其他战略，也就是说没有任何人有积极性打破这种均衡。

（二）具体分析

1. 分析华锐风电遭遇债券危机的背景、原因。

第一，风电行业衰退

华锐风电成立之初的迅速崛起与其赶上风电行业大发展密切相关。2011年开始，风电行业整体逐渐陷入困境，市场的不景气造成公司销售回款困难，财务出现困境。另外，国家也逐步退出对风电的补贴，对华锐来说更是雪上加霜。

第二，公司经营策略

激进的发展模式是导致华锐风电陷入经营困难的重要原因。上市前，华锐风电采取粗放的经营扩张策略，引进更大兆瓦级别的风电机组，超出了当时国内的主流水平，正是赶上政策春风和行业发展的大好时机，这样的模式才造成了公司迅速崛起。但上市后的华锐仍然坚持原有策略，不断发展海上项目和开拓国外市

场。激进的发展模式存在极大的风险，当政策优势不再、行业产能过剩及产品质量出现问题时，前期过度扩张、缺乏核心技术的华锐便会迅速走向衰退。

第三，融资渠道受限制

从自身来看，按理说作为上市公司的华锐风电远没有到资不抵债的地步，公司的资产足以覆盖到期日的应付本息。但是，因为公司的流动资产结构不合理，销售回款十分困难，难以变现的应收账款和存货使得公司在债券到期前无法筹集资金。另外，因为连年亏损，华锐本身已经被 ST，无法满足公开增发的盈利要求，而定向增发之路也因华锐被证监会调查处罚而被堵死。股权融资的路走不通，而债券融资更是希望渺茫。

第四，公司信誉影响

一方面，华锐风电公司与国内国外企业进行长时期的诉讼案件，涉入知识产权官司。就连公司的第一大股东大连重工也因合同纠纷诉诸法庭。另一方面，公司因财务造假，存在涉嫌违反证券法律法规的行为，被证监会数次立案调查，严重影响了华锐风电的信誉。在这样的情况下，华锐风电的每年新取得的订单呈不断下降态势，制约了公司的正常经营。同时，信誉有损的华锐也让债券持有人更加坚定在到期日选择回售债券。

2. 华锐债的提前回购方案引发了哪些争议？该方案为何最终流产？

该折价回购方案的争议主要体现在以下四个方面：

第一，折价回购债券的提案是否构成违约？根据我国《合同法》第一百零八条规定，“当事人一方明确表示或者以自己的行为表明不履行合同义务的，对方可以在履行期限届满之前要求其承担违约责任。”也就是说，如果合同约定的履约期限还没到，只有当对方明确表示自己不履约时，才构成法律意义上的违约，另一方才可以主张自己的权利。从这个角度来看，虽然华锐债在相关公告中提示了投资者在本期债券持有到期或正常回售权行使时可能面临本息不能足额兑付的风险，但并没有明确表示一定不履行合同义务，因此从合同法的严格意义上讲，尚不足以构成违约。

第二，回购行为是否合法？在债券承销商瑞银和发行人律师环球事务书的意见书中，折价回购在合同法的框架下被理解为“法无禁止即可为”的普通民事行为，就是一种自然的买卖关系。如果江苏华锐成功购入了华锐 01，而到了年底

华锐可以足额按期回售，不仅对售出债券的散户不公平，更有可能涉嫌内幕交易。通常来说，公司内部人对于公司的运营状况较债权人、股东更加了解，江苏华锐作为华锐风电的子公司，作为信息拥有方和还款义务方，其收购自身发行的公司债券应当受到严格的限制。

第三，根据折价回购方案，单个账户出售的金额上限不超过 50 万元，比例上限不超过单个账户持有面值的 10%，金额或者比例上限就高不就低。这样的门槛设置把债券大投资者挡在救生门外。显然，这是一个偏向小额投资者的回购方案。

第四，从债权平等原则来看。对于持有锐电 02 的债权人来说，自己没有得到与锐电 01 债券持有人平等的待遇，出现违约可能或损害债券持有人利益的情况下全体各只债券持有人无法享有同样的权利。在风雨飘摇中，显然不少债权人都希望能够及时脱身，公司只给某一只债券的持有人打开逃生通道是否合理？

该方案最终被否决，究其原因主要包括：

第一，从博弈的角度来看，这项预案本身是个悖论——预案对大小持有人预设的博弈结果是不平等的，而博弈的进行需要全体债券持有人中超过 50% 债券张数持有人同意。回售机制设置的不合理产生了债券持有人之间的囚徒困境，大户在回购中受到歧视，在“投票通过议案+不行使回购权”和“直接投票反对”这两种方案中，肯定会选择后者。

第二，从债券持有人大会制度来看。债券持有人并没有常设的代表机构，也欠缺与发行人持续沟通的机制，双方的意思表示只能在债券持有人会议上才能交锋，在本次折价回购方案中，双方并没有讨价还价的谈判过程，债券究竟值多少钱，合理的价格是多少并没有经过合理的判断和估值，也没有债券持有人的参与，这也为事后预案的流产埋下了伏笔。

3. 华锐最终解决方案为何能够迅速达成并实施？

华锐风电最后时刻通过方案顺利化解危机，市场化的方案之所以如此迅速通过并实施，主要有以下原因：

（1）收购应收账款审查快，程序少

在华锐风电这样的 ST 公司外无银行借款、内无可变现资产又无法增发的情

现的资产，从而盘活现金流兑付债券。现金流的枯竭是华锐风电本次危机发生最直接最根源的问题，外部投资人直接购买应收账款不仅可以节省一系列繁琐的审查评估流程，还可以让外部资金不通过原股东直接支付给债民，效率快。

（2）转增股本涉及利益让渡方少

转增股本的方式可以快速转移控股地位，免除了上市公司收购存量股的繁琐程序和审批，并且外部资本注入的资金可以不经原股东直接从公司支付给债民。华锐风电由 22 位大股东让渡部分股权，社会公众股不受影响，且所有债权人利益均为受损失。最终的方案简化了与社会公众股及债权人的谈判环节，涉及利益让渡方少，降低了方案通过的难度。

（3）大股东的“牺牲”和监管者的“默许”

东方富海和汇能集团在华锐风电危机之时伸出援助之手是看中华锐风电的壳资源。从华锐自身来看，其控股股东具有国资背景，从保护国有资产的角度来说当然不愿意放弃自身地位。在特殊时期，虽然富海新能最终以持股比例 19.85% 取代大连重工成为华锐风电的第一大股东，但从保护公司壳资源，保护债权人利益的角度来看，这样的处置方式是可以接受的。

另外，正常情况下外部资本想要获得一家 A 股上市公司的控制权难度很大，受到上市公司收购管理办法的严格制约。但在本案例中，接盘方仅仅通过收购应收账款的名义取得了转增的股本就获得了上市公司的控制权。监管者对控制权转让的监管让位于维护公众债券投资者的利益，促成了华锐暂时度过难关。

4. 结合目前国内债券市场上出现的违约处置情况，分析华锐债的处置方式有哪些亮点。

（一）债券违约危机的处置方式一般分为协商沟通、破产诉讼、违约求偿诉讼和隐性兜底。截至 2014 年 4 月 17 日，目前我国债券违约处置情况汇总如下：

1、协商沟通

（1）行使担保权

表 4. 行使担保权的违约事件汇总

发行人	债项	处置方式	结果
-----	----	------	----

地杰通信	10 中关村债	担保代偿	2011 年 11 月 28 日担保人偿付
常州永泰丰	11 常州中小债	担保代偿	兑付日由永泰丰提供反担保的常州清红化工代偿
中信信托	舒斯贝尔信托	抵押土地拍卖兑付	历经四次拍卖，历时近 10 个月后变现兑付全额本息
舜天船舶	12 舜天债	即将进入回售期	担保人担保意愿不强，发行人预期亏损大，可能出现延迟担保
河北融投	-	政府发文由借款企业自担	担保公司出现兑付危机，被担保企业只得自行解决

(2) 行使偿债保障条款

表 5. 行使偿债保障条款的违约事件汇总

发行人	债项	处置方式	结果
同捷科技	11 杨浦 SMECN1	股东配股筹资用于偿债	全额兑付，未违约
天威英利	10 英利 MTN1	出售关联方土地来筹资偿还大部分本息	违约，尚有 3.57 亿缺口
珠海中富	12 中富 01	申请银行释放受限资产、银团继续放贷、股东财务资助等；向鞍山银行申请 2 亿贷款专门用于偿债	违约，仅兑付 35%

(3) 债务重组

债务重组本质上是债务人与债权人通过协商互相妥协从而建立起新的权利义务关系，既可能发生在协商沟通过程中，也可能在破产诉讼中实施。修改原债项条款是更为常见的债务重组方式，在国外应用相对较广。修改条款主要包括展期、削减利率或本金、折价交易、债转股等。

表 6. 修改债项条款的违约事件汇总

发行人	债项	处置方式	结果
佳兆业	5 项美元票据和 1 项转债	债务人提出的债务重组方案：本金受保护，展期 5 年，削减利率幅度在 28.9%到 66.3%之间	未谈妥，仍在继续谈判
尚德电力	美元转债	多次债务重组，如将 5.41 亿美元转债偿还时间延迟到 8 月 30 日，持有人有权提名两名董事会成员	与大部分转债持有人达成一致
江西赛维	美元票据	1、每 1 美元债权作价 0.2 美元，有最高限额；2、将未清偿的优先票据转为普通股；3、剩余债务转为可转债	债权人持有人同意重组方案

2、破产诉讼

根据我国《破产法》规定，债务人申请破产需要满足债务违约和资不抵债（或明显缺乏偿债能力）两个条件。

(1) 破产重整

表 7. 破产重整的违约事件汇总

发行人	债项	处置方式	结果
超日太阳	11 超日债	14 年 4 月违约后进入破产重整程序；10 月长城资格和久阳投资出具《保函》称重整通过则全额担保；12 月，保利协鑫入住，重整通过	本息加罚息全部兑付
无锡尚德	-	13 年 3 月开始重整，11 月顺丰光电收购获批，支付 30 亿收购 94 亿贷款	普通债权人受偿率 31%，仍比破产清算高 16.73%
天威集团	11 天威 MTN1 等	债务人已申请破产重整，持有人拟委托律所债权人身份申请天威集团破产，加快程序流程	目前持有人仍在协商中

（2）破产清算

破产清算是指法院强制执行，变现债务人全部资产，按法定顺序公平清偿全体债权人。在实践中，国内公募债券尚没有通过进入破产清算程序而受偿的案例。

3、违约求偿诉讼

按照《合同法》的规定，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，还可以要求债务人承担违约金、损失赔偿额、逾期利息等。因而，违约求偿诉讼主要使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。在实践中，“12 湘鄂债”的求偿过程中，违约求偿诉讼是保护持有人利益的关键程序。

（二）华锐债处置方式的亮点：

亮点一，巧妙运用“债转股”。

本案例华锐债券危机的处置方式类似于债务重组中的债转股。纵观债券危机处置的整个过程，原控股股东先是谋求自救，但提前回购的提议迫于债民压力而流产，最终新老股东以收购应收账款+转增股本的方式实现了股债转换。这一系列资本运作完成的关键在于原有股东愿意放弃控股地位，出让股份，间接获得资金偿还公募债券。

华锐债券危机这样的化解方式将引导广大投资者、企业和监管者等各方对于“债转股”进行深入思考。一方面，华锐危机债转股的处置方式可以为具有相似危机的企业提供一条案例。对于那些市场上面临公募债违约同时保有上市公司壳资源的公司来说，通过转增资本公积引入新的投资者或者定向转增股本不失为一个双赢之策。短期而言，债转股可以通过减少企业债务提升流动资金，以减轻企业的负担。另一方面，从宏观上看债转股是否能真正舒缓债务风险，依然是一个值得深思的问题。

亮点二，解救行动“市场化”。

与迫于地方政府业绩压力或是维稳压力而展开的行政化救援相比，华锐债危机的结局算是一个难得的市场化范本。从最终解救方案中可以看到华锐的每一次尝试和最终的解脱都是市场玩家自发的行动，尤其是最终的解决方案打通了债券市场、股票市场和上市公司壳资源市场，实现了价值的最大化和利益相对公平的分配。

5. “危机的化解通常是一场多方博弈的结果”，请结合华锐债的危机化解谈谈你对此的理解。

回顾华锐风电债券危机处理的整个过程，其中主要存在四组对手方，关于债权人与股东、大额投资者与小额投资者、发债方与接盘方、政府与市场。

（1）债权人与股东之间的博弈——到期是否选择回售债券

作为债券持有人，其最关心的就是发行人能够到期及时付息，年底华锐风电是否有足够的现金回购自己手中的债券，自己能够全身而退。至于华锐风电偿债后的经营状况，公司因偿债付出的持续经营能力下降乃至退市的昂贵代价显然并非债主们关注的。

公司和股东们则希望能用温和的方法在更长的时间周转，保住生产经营和持续经营的能力，债券持有人放弃回售或延期回售。如果任由华锐债违约，则会产生一系列连锁反应，让公司陷入万劫不复的境地。没有上市公司的壳，股东们手中的股票也会瞬间缩水只有净资产的价值，若真到了破产清算的地步，与停牌前上百亿的市值相比，那时股东的权益几乎要归零。

最终，98.5%的华锐01债持有人选择回售。

（2）大额投资者和小额投资者之间的博弈——是否同意折价回购方案

根据方案，单个账户出售的金额上限不超过50万元，比例上限不超过单个账户持有面值的10%，金额或者比例就高不就低。这是一个明显偏向于小额投资者的方案，“散户先行”成为折价回购方案的中心思想。在手中持有债券几乎确定违约的预期而眼前又有机会提前折价回售的情况下，大小投资者考虑的因素是不同的。

散户们通常抗风险能力弱，也没有动力和实力参与潜在的破产清算或债务重组，见好就收成为他们当中大多数人的宗旨。持有金额低于50万元的中小投资者如果同意提前出售，则只会损失面值和回购金额之间的差额，而且鉴于停牌前

华锐债已经是垃圾债的价格，可能不少持有人实际的投资成本低于债券面值，其损失更小。但是理性的投资者一定会预料到大户投资者的投票选择（投反对票几乎是可以确定的），因此理性的散户投资者也会追随主流让方案付之东流。

对于大额债券投资人来说，手中的份额并不能像散户一样得到全额回购，而且折价回购之后公司资金更加紧张，届时能够全额回购的机会更加渺茫。好在方案的通过需要全体债券持有人中超过 50% 债券张数持有人同意。大户在回购中受到歧视，在“投票通过议案+不行使回购权”和“直接投票反对”这两种方案中，肯定会选择后者，因为阻止别人回购能够提高破产时自己手中债券的清偿率，换言之是逼散户垫背。所以不想让小投资者先走的大户和机构投资者自然会投反对票。

（3）发债方和接盘方之间的博弈——是否让渡股权

股东们放弃了放弃转增股份让渡给接盘方，实际就是拿自己的股份变相赠给接盘方换得其投入现金给公司解救债券危机，看上去原股东为债民买了单，并没有得到好处，但实际上股东们保住了上市公司的壳，更保住了手中剩余股份的市值，避免公司退市造成更大的损失。

而拿出 17.8 亿元的新投资者，借助华锐债券的危机声东击西获得了股权，不仅获得了华锐风电这一大型上市公司的控制权及背后的壳资源，还获得了账面价值不菲的应收账款，更直接的好处是其以不到每股 1 块钱的成本获得转增的股本，一年之后就能转手以市场价卖出，获得几十倍于本金的收益。

最终华锐风电通过“应收账款快速处置”“以资本公积金转增股本”方案解决了兑付危机，这一方案完美地解决了公司急缺现金还债而股东市值巨大无法变现的矛盾。

（4）政府与市场之间的博弈——是否提供行政性救助

以往我国债券市场上，在出现债券危机时，政府往往充当着救世主的角色，是我国债券兑付的最后一道屏障。在博弈过程中，政府占据着绝对地位，压制市场作用机制，违背正常市场规则。然而在华锐债爆发之前的“11 超日债”违约事件中，市场首次打破这种形式，稍占上风，继而华锐债成功摆脱了政府，以市场方式成功化解危机。

在华锐债危机出现至化解过程中，对刚性兑付的探讨声浪一直未停，从政府

层面看，监管层意识到刚性兑付所带来的问题。事实上，在“11 超日债”利息违约后，监管层已多次表明了对违约的态度，认为债市违约的出现对债券市场利大于弊。其次，华锐债危机爆发在风电行业产能过剩的行业趋势中，去产能去僵尸企业成为我国调整产业结构的重点，而 28 亿债务违约、风电行业巨头破产这样的结果政府显然不乐于见，在这样的背景下，政府对于是否对华锐债提供救助持犹豫态度。

与此同时，市场把握住机遇，通过盘活难回款的应收账款和资本公积转增股份的方式，灵活运用市场规则和限制，成功化解了华锐债危机。华锐债的每次反应和尝试都是从市场主体自发的行为，极大地体现了市场的作用，最终市场主体中不管是陷入危机急于求助的华锐方，还是顺利成为第一大股东的外部投资人，或是债券持有人，均实现了各自的利益最大化。这场博弈是政府和市场的双赢，政府避免提供行政化救助，表面上看一定程度上打破了我国债券市场上刚性兑付的局面，市场化处置方式在日后危机处置中的地位将会得到进一步提升。

6. 华锐在危机之下突破许多原有监管框架的限制，留下许多创新，怎样理解监管与创新之间的关系？

金融创新促使金融监管不断变革。

一、公司能否折价回购债券、大小债民投票权如何平衡？我们现有的法律文件还不足以平衡大小债券持有人之间、不同期债券持有人之间和不同类型债权人之间的矛盾。

二、华锐危机的处置方案给市场提供了一条可供借鉴的并购路径。但是，外部资本借收购应收账款的名义取得了转增的股本，并在实质上取得了上市公司控制权，却无需履行正常收购交易中严格的审批和披露程序，这其中有可能发生利益输送、侵害小股东权益的情形，监管机构应及时关注这种并购模式并加以规制。

三、基金因资本公积转增而获得的股票是否应该像普通上市公司收购或增发程序中的股票一样受锁定期的约束？现行法律法规中还没有相关说明。

在案例的整个处理过程中，我们很少看到监管者的身影。在一定程度上来说，也正是这种旁观促成了华锐危机的解决。金融监管既是金融创新的制约，也是金融创新的诱发因素。监管的目的在于，对控制权转让的监管此时应该让位于维护公众债券投资者的利益，对小股东的保护应当让位于对整体股东乃至包括债权人

在内的所有利益相关者的保护,我们的收购监管法规也应当与时俱进,对这种“类债务重组”式的收购结构进行一定程度的豁免,让此类救债行为有规可循,帮助企业有效率地渡过难关。

7. 参考文献

- [1]Dai, Qiang and K. Singleton (2003), Term structure dynamics in theory and reality. *Review of Financial Studies* 16, 631-678.
- [2]Dai, Qiang, Anh Le, and K. Singleton (2006). Term structure dynamics in theory and reality in submission
- [3]Davis, Mark & Violet Lo (2001), Infectious defaults. *Quantitative Finance*, 383-387.
- [4]Giesecke, Kay (2003), A simple exponential model for dependent defaults. *Journal of Fixed Income* 13, 74-83.
- [5]Protter, P. (2004). *Stochastic Integration and Differential Equations*, Second Edition. New York: Springer-Verlag
- [6]范希文. 别在为债务违约兜底[J]. *宏观经济*, 2014(2).
- [7]杜权. 华锐风电公司治理与财务重述的案例研究[J]. *商业会计*, 2014:46-48.
- [8]徐万国. 华锐风电生死时速 自我救赎完成关键一步[N]. *21世纪经济报道*. 2015-01-08.
- [9]刘晓坤. 《企业债券、信用风险与市场监管研究》, 上海: 复旦大学, 2005.
- [10]顾克壮. 中国债券市场发展现状分析及其未来发展趋势[J]. *经济论坛*, 2013(16):11-12.
- [11]何平, 金梦. “信用评级在中国债券市场的影响力”, 《金融研究》 2010年第4期.
- [12]姚小义, 钟心岑, 杨凯. 中国信用环境评价[J]. *金融与保险*, 2013(34):183-185.
- [13]王圆. 流动性与公司债券风险溢价-基于公司债券刚性兑付的分析. 浙江: 浙江大学, 2014.
- [14]朱·弗登博格(美), 让·梯若尔(法). *博弈论*[M]. 北京, 中国人民大学出版社, 2010.
- [15]蔡高巍. 企业危机管理机制研究. 山东: 山东大学, 2010.

五、后续进展

通过东方富海和汇能集团的资金支持, *ST 锐电在 2014 年 12 月 28 日晚间公布 122115 债券回售实施结果: 有效回售申报数量为 2, 560, 982 手, 回售金额为 2, 560, 982, 000 元。此次回售实施完毕后, 122115 债券在上交所上市并交易的数量为 39, 018 手。同时, 在通过实施转回应收账款计提的坏账准备等多项措施后, 公司终于在 2014 年扭亏为盈, 截至 2014 年 12 月 31 日归属于上市公司

司股东的净资产为 87.88 亿元，2014 年度实现营业收入 36.2 亿元，实现净利润 0.81 亿元，于 2015 年 5 月 4 日顺利摘帽，撤销*ST，并在 2015 年 5 月 13 日正式恢复上市，华锐风电也由此赢得了喘息之机。然而好景不长，在过去的 2015 年，在国内风电行业持续回暖的前提下，华锐风电，却又逆势迎来上市以来的最大亏损。据 2015 年年报显示，华锐风电当年实现营业收入 13.93 亿元，同比下降 61.53%。实现净利润-44.52 亿元，同比下降 5614.82%。

经营业绩上的打击之外，华锐风电还有多起案件缠身，业务上的纠纷、证监会的行政处罚以及公司自身的违规行为，无一不是压在华锐风电肩上的重担，华锐风电想要东山再起困难重重。例如公司于 2015 年 6 月 5 日召开的第三届董事会临时会议审议通过了《关于与大连华锐重工集团股份有限公司签署〈和解协议〉的议案》，同意公司就海上潮间带风电安装设备承揽合同纠纷事宜与大连重工签署《和解协议》。公司按照和解协议规定向大连重工支付人民币 1000 万元。此外，华锐风电内乱重重，自 2011 年以来，华锐风电累计共有 20 多位高管弃之而去，仅 2015 年就有 8 人，其中包括 5 名副总裁，其中不乏公司的“开朝元老”。

然而在经历诸多波折之后，东山再起、再铸辉煌的念头依然萦绕在华锐风电的心中，在刚刚过去的 2016 战略发布会上，总裁徐东福表示：“华锐风电将以‘新能源综合解决方案提供商’为新战略，为全球新能源需求者提供完善的解决方案。”确立“新能源综合解决方案提供商”的全新战略，展示了风电领域标杆性企业转型谋发展的决心。但可以肯定的是，如今成为末路“英雄”的华锐风电已无退路，业绩巨亏、官司缠身、竞争力下降，要言“反转”需待时日。

六、关键点

本案例分析关键在于把握华锐债务危机发生原因和危机的处置方式，理清华锐风电危机产生的背后原因，包括行业原因、经营策略、公司治理、信用风险等方面因素，以及处置债务危机过程中的金融监管与创新思维。

教学中的关键点包括：

1. 违约风险产生的根源。
2. 债券违约的不同处置方式。
3. 危机处置的法律争议点。

4. 处理债券危机时，债权人股东等各方的利益协调。
5. 关于市场化方式处理债券危机的探讨。
6. 金融监管与金融创新在处置危机时的关系。

七、建议课堂计划

本案例为金融风险管理的案例分析讨论课所设计，以下教学时间规划仅供参考：
整个案例课的课堂时间控制在 90 分钟。

课前计划：提出思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

课堂前言（2-5 分钟）简单扼要、明确主题

案例介绍（15 分钟）事件回顾

分组讨论（30 分钟）发言要求：思考题的看法

小组发言（每组 5 分钟）幻灯片辅助，控制在 30 分钟

引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（15-20 分钟）

在课堂上讨论本案例前，应该要求学生至少读一遍案例全文，对案例启发思考进行回答。具备条件的还要以小组为单位围绕着所给的案例启示题进行讨论。

课后计划：请学生上网搜索该企业的相关信息资料，尤其最新信息，写出案例分析报告（1000-1500 字）。

（案例使用说明 15137 字）