

# 国企债券违约市场化处置的法律选择

艾思源

上海大学法学院, 上海

收稿日期: 2024年8月16日; 录用日期: 2024年8月29日; 发布日期: 2024年9月14日

## 摘要

市场经济背景下, 债券的刚性兑付模式因其具有增加地方政府债务风险、危害市场公平竞争、影响投资者长期利益等诸多弊端逐渐被打破。政府隐性担保预期下债券违约的省级传染效应也要求债券信用状况与地方财政水平分野。由此, 以政府隐性担保为根本的刚性兑付模式亟须退出市场。但国有企业特殊的公共利益属性导致其不能轻易破产倒闭, 国企债券违约仍需要政府救助。在不放弃政府救助的语境下, 引入市场化违约处理机制能够利好经济市场发展。优化国企债券违约的处理机制, 应当以强化债券发行人的信息披露义务、采用市场化信用机制为规范进路。以市场化信用机制替代政府隐性担保预期, 应选择引入第三方担保机制、将ESG信息纳入风险预警系统、畅通债券退出通道等方式。

## 关键词

刚性兑付, 债券违约, 市场化

# Legal Options for Market-Based Disposal of SOE Bond Defaults

Siyuan Ai

Law School, Shanghai University, Shanghai

Received: Aug. 16<sup>th</sup>, 2024; accepted: Aug. 29<sup>th</sup>, 2024; published: Sep. 14<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

In the context of the market economy, the rigid payment model of bonds is gradually being broken down because of its many drawbacks, such as increasing the risk of local government debt, jeopardizing fair competition in the market and affecting the long-term interests of investors. The provincial contagion effect of bond defaults in anticipation of implicit government guarantees also requires that bond creditworthiness be differentiated from the level of local finances. As a result, the rigid payment model, which is based on the implicit government guarantee, needs to be withdrawn

文章引用: 艾思源. 国企债券违约市场化处置的法律选择[J]. 法学, 2024, 12(9): 5683-5689.

DOI: 10.12677/ojs.2024.129809

from the market. However, the special public interest attributes of SOEs lead to the fact that they cannot easily go bankrupt and close down, and SOE bond defaults still require government bailouts. In the context of not giving up government bailout, the introduction of market-based default handling mechanism can benefit the economic market development. Optimizing the mechanism for dealing with SOE bond defaults should be regulated by strengthening bond issuers' information disclosure obligations and adopting a market-based credit mechanism. To replace the government's implicit guarantee with a market-based credit mechanism, the introduction of a third-party guarantee mechanism, the incorporation of ESG information into the risk early warning system, and a smooth bond exit channel should be chosen.

## Keywords

Rigid Payment, Bond Default, Marketization

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 问题的提出

自 1981 年恢复国债发行以来, 债券发行已经成为我国国有企业融资的重要渠道。与民营企业债券显著不同的是, 国企债券存在违约风险的情形下政府会承担隐性的担保责任。换言之, 政府以债券“刚性兑付”的模式保障国企债券的零违约率。但 2013 年“使市场在资源配置中起决定性作用”的政策导向, 引导政府把债券的监管更多交给市场机制, 这为打破积弊已深的债券刚性兑付模式带来契机。2014 年“超日债”首次债券违约、2015 年首支国有企业债券实质性违约以来, 债券违约事件频发, 近年 AAA 高评级国企债券“永煤集团”的实质性违约更是在向市场宣告国企债券存在的信用风险, 传统债券刚性兑付模式的逐渐打破已是大势所趋。

但由于国企债券“刚性兑付”的传统模式并没有彻底破除, 投资者对政府的隐性担保预期虽然下降但仍然存在, 这种思维惯性导致目前国企债券的信用风险被低估。在多方利益的博弈下, 市场化机制和债券刚性兑付模式也在进行博弈。对此学界普遍认为, 国企债券的市场化是必然趋势, 刚性兑付必然要被彻底打破。在市场起决定作用的新时代经济背景下, 市场经济的发展呼唤企业债券违约的市场化处理机制。

## 2. 刚性兑付模式下国企债券违约与地方财政水平的双向影响

由政府承担隐性担保责任的债券刚性兑付模式, 在使得国企债券成为低风险金融投资产品的同时也为地方财政带来了极大负担, 该模式的退出是经济发展的应有之义。此外, 在债券刚性兑付模式尚未彻底破除的现实语境下, 投资者对国企债券仍抱有隐性担保预期, 预期的落空继而影响区域信用状况。而成熟的市场经济要求债券信用状况与政府财政水平的分野。

### (一) 国企债券违约增加地方财政压力

刚性兑付模式下, 为保障国企债券市场的零风险状态, 在国企债券到期而发行人无法兑付时, 由政府承担隐性的担保责任。所谓政府隐性担保, 是指“政府在法律上虽无明确的担保义务, 但出于自身考虑愿意承担相应的担保责任, 包括担保意愿和担保能力两方面”[1]。究其本质, 刚性兑付是由政府为债券违约兜底的兑付模式。而审视债券违约事件, 公司资产池中财产不足、无力兑付所发行债券的结果往往由债券发行人自身经营不善等问题引发。但债券违约的后果却由政府出面解决, 而非造成违约结果的

债券发行人。即国企“错误”行为造成的后果不需自身承担反而交由政府解决,这种做法本身是极为不合理的。此外,部分经营不善、缺乏活力的国有企业利用投资者对政府隐性担保的预期以发行债券的方式进行融资,实际上是“将潜在的风险转移给了政府,使得政府的财政压力不断上升”[2],这种做法为地方财政治理戴上了沉重的枷锁。

根据财政部数据,截至2022年12月末,我国地方政府债务余额达350,618亿元,高度接近全国地方政府债务限额。虽然目前我国“地方政府债务风险总体可控”[3],但可持续性下降,不利于政府事权的运转乃至经济市场的稳定发展。务必要以实现地方政府债务轻量化作为地方财政治理的重要目标。由此,国企债券违约情形下应以市场化处理机制代替政府为国企债券兜底的做法。从地方财政负担的角度出发,债券刚性兑付模式的打破能够缓解地方政府的财政压力、是实现地方财政治理目标的必然要求。

## (二) 地方财政水平影响企业债券交易

国企债券违约事件的发生作为一种外部刺激,可能唤醒投资者获取之前忽视的、新的投资信息,并对政府的隐性担保重新评估,由此可能带来债券市场中的风险传染。柳永明、殷越以实证研究证明我国债券市场的重大违约事件存在风险传染现象,以及“违约事件的风险传染强弱与地方财政水平呈负相关关系”[4],即地方政府财政负担越重、信用状况越差,投资者对该区域的国企债券隐性担保预期下降的程度越明显。也就是说,基于风险传染理论,在以政府隐性担保作为信用机制的国企债券市场中,一个违约事件的发生会给投资者对于整体债券市场上政府隐性担保的预期造成冲击,“导致债券市场风险的传染甚至引发系统性风险”[4],并且地方财政水平越差、企业债券受到的影响越大,即债券违约风险的“省内传染效应”[5]在财政状况较差的省级政府表现更强。换言之,存在政府隐性担保预期时,国企债券的信用状况依赖政府财政水平。但国企债券本身的金融投资产品属性又要求债券发行交易的市场化,投资者判断国企债券的信用状况应基于债券发行人(即该国有企业)的公司经营、治理能力等市场要素,而非所在地政府的财政水平。由此,债券市场中政府隐性担保信用机制的退出实为大势所趋。

审视华晨汽车集团债券违约事件,地方财政水平和区域信用状况与投资者对国企债券的信心之间的关系可见一斑。华晨集团债券违约后,辽宁省政府成立了债委会,但由于地方财政短缺、资金调度能力差、以及救助意愿低等多方面的问题,该债券违约事件并未能得到地方政府的有效救助,最终效果没有达到国企债券投资者对政府隐性担保的预期。辽宁省政府在华晨集团债券违约事件中的救助不足,“使得投资者对于辽宁省国有企业债券投资的信心大幅下降,避险情绪浓厚,带动了省内其他国有企业债券融资成本的上升,对于整个辽宁省企业融资环境产生了较大的负面影响,并进一步放大了相关国有企业的流动性风险”[6]。由此,在国企债券存在政府隐性担保的情形下,地方政府救助不足导致债券的实质性违约会影响区域信用状况、降低投资者对同属该地方政府的其他国企债券的信心,进而减少对该区域内国企债券的投资,财政水平较差的地方政府将产生“恶性循环”,不利于经济市场的平衡、持续、稳定发展。故而,不能让投资者基于地方财政水平判断国企债券的信用状况,截断债券违约“省内传染效应”的实践需求呼唤政府隐性担保信用机制的退出。

## 3. 打破国企债券刚性兑付模式的法理考量

基于地方财政考量刚性兑付模式的破除之外,打破刚兑过程中的利益博弈也值得关注。固然弊端频现要求刚兑模式的退出,但国有企业的特殊性质也需要刚性兑付的保障。利益衡量之下,应当明确刚兑模式退出的必要性,但该模式的退出不可一蹴而就。国企债券违约仍应需要政府救助,但与刚性兑付模式不同,政府救助过程中市场机制的引入,方为国企债券违约处理机制的应有之义。

### (一) 弊端频现导致刚性兑付模式的退出

再顾前言,国企债券的刚性兑付提高地方政府的财政风险。国企经营不善导致的债券违约后果由政

府承担，这种做法既不利于国有企业自身治理能力的优化，也为地方财政带来了巨大的负担。此外，政府隐性担保带来的刚性兑付预期使得债券违约的风险产生区域性传染，投资者对国企债券的信心与地方财政水平直接挂钩，这种现象违反了国企债券本质上作为商事交易的基本原理。此外，债券的刚性兑付仍存有其他诸多弊端，该模式的退出是债券市场发展的应有之义。

其一，国企债券的刚性兑付危害公平、健康的市场竞争。对于公司债券的公开发行而言，国有企业与民营企业作为债券发行人面对的是相同的融资市场，但由于政府会为国有企业提供隐性担保，基于对政府刚性兑付的信任，投资者往往倾向于选择购买国企债券。与没有政府担保债券兑付的民营企业相比，刚性兑付为国有企业带来不正当的经济优势，市场资源不断向国有企业倾斜。由此，从经济发展层面看，当有限的资源流向国企，民企便会面临“融资难、融资贵”的窘境，发展速度受到限制，市场活力也会大幅限缩；从金融市场看，刚性兑付的反市场化也在影响债券市场的优胜劣汰，有政府担保兜底的国企债券难免“有恃无恐”，继而危害金融市场的健康发展。

其二，债券的刚性兑付模式导致债券的信用评级失效。随着刚性兑付的逐渐打破，政府已不再全然为兑付不能的国企债券兜底，国企债券的信用风险不容忽视。但长久以来的思维惯性导致投资者、乃至评级机构等主体依然抱有政府隐性担保预期，评级机构在对国企债券进行信用风险评估时往往倾向于低估风险。基于此，我国国有企业债券存在“信用评级和违约率倒挂的现象”[6]，国企债券信用评级的整体偏高导致了信用评级的失效。不能反映债券实际信用状况的风险评级无法有效帮助投资者评估债券的违约风险，债券市场的成熟发展需要完备的信用评级体系。

其三，债券刚性兑付模式带来的低风险不利于投资者成长。债券违约由政府救助兜底，债券违约的风险几近消除，国企债券“高收益、低风险”的特征必将吸引投资者“蜂拥而至”。投资者基于对政府公信力的信任购买国企债券，却忽略了债券本身的风险因素，其判断债券风险的能力没有得到锻炼和考验，而且几乎零风险的投资获利极易滋生投资者的盲目自信。而“市场的成熟不仅靠制度的完善，而且需要市场主体的成熟”[7]，缺乏风险意识的培养过程导致投资者的不成熟，同时不利于整体市场的稳定发展。

## (二) 利益衡量困境呼唤市场化处理机制

市场经济呼唤债券违约事件的市场化处理机制，但打破刚性兑付模式过程中存在的利益博弈问题不可忽视。

债券刚性兑付模式的打破对债券市场的发展多有助益，学界广泛呼吁该模式的退出。脱离政府的隐性担保，投资者根据对债券信用状况的评估而非政府隐性担保预期选择购买债券。如此，债券的市场选择情况能够正确反映债券质量。这既能促进国企与其他债券发行主体在债券融资市场中公平竞争，也能缓解当前“债券信用评级与违约率倒挂”的窘境。此外，打破国企债券的刚性兑付，也能够缓解地方政府的财政压力、化解地方政府债务的信用风险，以及倒逼国有企业通过提升经营能力、增强偿债能力以吸引投资者。但刚性兑付模式自国债市场兴起以来长期存在，且至今没有彻底打破，该模式并非一无是处，其正向作用也值得思忖。

与民营企业不同，国有企业能够解决地方就业问题、贡献地方税收的特点使其具有公共利益属性。以政府隐性担保为本质的刚性兑付模式能够为国企债券的违约兜底，避免债券违约导致国企破产倒闭。此外，投资者的“蜂拥而至”使得国有企业融资难的困境得以缓解。刚性兑付模式仿佛能够救国有企业于“危难之中”。但逐渐打破刚性兑付模式后，国企债券发生实质性违约不再由政府兜底，不能自行解决违约风险的部分国有企业不得不面临破产境遇，国企倒闭对地方经济发展、就业问题造成极大的负面影响。故此，虽然打破弊端频现的刚性兑付模式势在必行，但任何固有模式的摒弃都不能一蹴而就，国有企业的公共利益性质要求国企债券违约后仍然需要政府救助。把握不彻底放弃政府救助的基调，引入

市场化的违约处理机制，是当前新时代经济背景下处理债券违约的正确做法。

隐性担保失效背景下，以政府实施救助的方式通过市场化机制处理债券违约已有成功先例。以 2016 年东北特钢集团债券违约事件为例，东北特钢无力兑付陷入债券违约后，辽宁省政府突破“门户偏见”，选择引入具有资金优势和高度市场化管理经验的民营企业锦程沙洲作为战略投资者对东北特钢进行破产重整，帮助其实现业务和资产的重组。此次国有企业与民营企业的有机结合，既使得东北特钢集团脱离债券违约困境、生产经营更适应市场发展，也使得锦城沙洲优化自身产品结构、扩大市场竞争力。这个“双赢”的处理结果为政府以市场化方式解决国企债券违约问题提供了示范案例。

#### 4. 市场化机制下企业债券违约处理的法律选择

国企债券包含在《证券法》第二条规定的“公司债券”概念之中，落入《证券法》的规制范围内。2019 年新《证券法》一定程度上弥合了股票与债券之间的立法隔阂，打破了“重股轻债”的制度沿袭。但有关债券违约处置的法律规范尚存罅隙。在证券投资的风险评估、监管责任更多下放给市场的法律背景下，应在证券法框架下完善国企债券违约的应对机制。换言之，国企债券违约处置机制的优化，应顺应新《证券法》的市场化趋势，通过强化发行人信息披露义务以及采用市场化信用机制利好债券市场的健康发展态势。

##### (一) 强化债券发行人信息披露义务

债券发行环节应当强化债券发行人的信息披露义务。《证券法》“以注册制取代公司债券公开发行核准制，大幅放宽债券发行条件”<sup>[8]</sup>。债券的市场准入机制由监管机构进行实质性审查转变为以“完全信息披露”为主体的注册制。由此，债券准入标准得到大幅度放宽，债券监管的市场化趋势可见一斑。债券发行注册制要求强化债券发行人的信息披露义务。

其一，扩大信息披露义务的范围。审视新《证券法》中债券信息披露的有关规定，其中第 81 条新增加了公司债券临时信息披露制度，也对违约事项有所规制。但该条文主要以发行人的信息披露义务为主，信息披露的范围受限。国企债券违约后，“担保人的增信亦是偿债来源，受托管理人履职效果也直接关系到投资者权益保障”<sup>[9]</sup>。故而，涉及担保人增信、受托管理人履职效果等关乎债券发行人偿债能力的信息的重大变化也应当属于信息披露的内容。

其二，以使用者为导向设计信息披露内容。“信息披露需以满足投资者需求为目标，既应披露足够数量的信息，又应关注信息对投资者的可用性”<sup>[10]</sup>。在扩大信息披露义务范围的过程中，应当密切关注使用者需求。对于债券而言，债券发行人的偿债能力是判断债券违约风险的关键因素，也是投资者最关注的信息。证监会在《关于深化债券注册制改革的指导意见》中指出“强化以偿债能力为重点的信息披露要求”<sup>1</sup>，正是信息披露应当以投资者为导向的佐证。在强化发行人信息披露义务的过程中，应当要求债券发行人披露有关企业经营状况、偿债能力等方面的信息，例如新增 ESG (Environmental 环境, Social 社会, 和 Governance 公司治理)信息披露、公司治理事项信息披露等。

将债券监管更多交给市场这只“看不见的手”是经济发展的必然选择。债券监管体系的优化，需要在坚持放宽政府债券发审监管责任的基础上强化信息披露义务，建立债券违约的市场化处理机制。

##### (二) 以市场化信用机制代替政府隐性担保

再顾前言，逐渐打破债券刚性兑付的实践背景下，政府隐性担保信用机制理应逐渐退出。降低投资者对政府隐性担保的预期，转而以其他市场化信用机制替代，是完善债券信用评估机制的必然选择，也是优化债券违约处理机制的重要路径。

<sup>1</sup> 中国证券监督管理委员会. 关于深化债券注册制改革的指导意见[EB/OL].  
[https://www.gov.cn/govweb/gongbao/2023/issue\\_10646/202308/content\\_6898884.html](https://www.gov.cn/govweb/gongbao/2023/issue_10646/202308/content_6898884.html), 2023-06-20.

其一，优化公司治理水平是提高企业债券信用状况的根本。债券的信用状况，归根结底依托于发行人的偿债能力。对于国企债券而言，债券的信用风险评估取决于该国有企业的经营水平。市场化的信用机制倒逼国有企业转型升级，只有通过优化公司治理能力、升级产品结构，才能提高企业经营能力、实现偿债能力的提升。由此，国企债券的违约风险才会降低，以此吸引市场参与者进行投资。

其二，将 ESG 信息纳入企业债券信用风险预警体系。“环境－社会责任－公司治理(ESG)反映了企业的可持续发展能力”[11]。故而，ESG 是企业债券风险衡量的重要维度，是“企业非财务方面的特征汇总”[4]。将 ESG 信息纳入企业债券风险评估，能够有效弥补传统财务信息的不足。通过 ESG 指标，投资者能够从环境保护、社会责任、治理水平等方面更全面综合地判断企业债券风险[12]。将是否符合 ESG 标准作为企业债券风险评估的一环，能够更全面地评估企业偿债能力，继而更好地评估债券质量，减少投资风险。

其三，国企债券发行人可以选择以第三方担保作为债券的增信机制。“担保方与被担保方签订担保协议时，会通过严格考察和调研企业实际经营情况和偿还能力，当被担保方偿债能力较差时，担保方会拒绝为发债人担保”[13]。由此，第三方担保的介入能够向市场传达债券的低风险性，吸引投资者进入债券市场。此外，由于债券违约需要由担保人承担连带责任，担保人有动机对债券发行人进行严格监管，能够在一定程度上降低债券违约率。因此，第三方担保的事前认证作用和事中监督作用均可减少债券发生违约概率，提升企业信用水平[14]。政府隐性担保的信用机制退出后，采用第三方担保的市场化信用机制能够减弱“刚兑”打破对的企业信用冲击。

四，债券市场的健康发展需要合理的债券退出机制。市场竞争的要义是“优胜劣汰”，只有“疏通”债券的退出通道才能真正地保护投资者利益、倒逼债券发行人勤勉经营、促进经济市场的发展。在股票市场中，交易所以“ST”政策对出现财务状况或其他状况异常的股票进行“特殊处理”，向投资者警示该支股票有退市风险。当上市公司业绩不佳时则很可能面临被动退市。合理的证券退出机制有助于有效竞争，由此企业债券的市场化过程中也需要对经营状况显著不佳的企业债券进行风险示警，必要时对其进行退市处理。

## 5. 结语

打破弊端频现的债券刚性兑付模式是市场经济发展的必然要求。从地方财政的角度出发，政府为债券违约兜底既增加了地方政府的财政压力、提高地方政府的债务风险，投资者的隐性担保预期也使得债券信用评估错误地与地方财政水平挂钩，债券违约的“省级传染效应”呼唤市场化信用机制的建立。除此而外，刚性兑付对市场竞争、信用评级、投资者成长等方面的利害同样不容小觑，刚性兑付模式的退出是经济发展的应有之义。但国有企业的公共利益属性导致其不能轻言破产倒闭，政府隐性担保下的利益博弈最终得出不能放弃政府救助的结论，利益衡量困境呼唤债券违约的市场化处理机制。顺应新《证券法》的市场化趋势，应以强化债券发行人的信息披露义务为债券违约的事前预防机制，并且以优化公司治理、纳入 ESG 信息、引入第三方担保、畅通债券退出机制等市场化信用机制代替政府隐形担保预期。由此促进债券市场、乃至整个经济市场的健康、稳定发展。

## 参考文献

- [1] 罗荣华, 刘劲劲. 地方政府的隐性担保真的有效吗?——基于城投债发行定价的检验[J]. 金融研究, 2016(4): 83-98.
- [2] 吴文锋, 胡悦. 财政金融协同视角下的地方政府债务治理——来自金融市场的证据[J]. 财经聚焦, 2022(8): 143-162, 207.
- [3] 杨志勇. 地方政府债务风险: 形势、成因与应对[J]. 财经聚焦, 2023(9): 68-73.

- 
- [4] 柳永明, 殷越. 国企债券违约、隐性担保预期与唤醒效应——来自永煤违约事件的证据[J]. 财经研究, 2024, 50(3): 122-137.
  - [5] 王叙果, 沈红波, 钟霖佳. 政府隐性担保、债券违约与国企信用债利差[J]. 财贸经济, 2019, 40(12): 65-78.
  - [6] 杨慧辉, 顾敏琦, 沈红波. 信用评级风险与债券违约——以华晨汽车集团为例[J]. 财会月刊, 2022(20): 116-123.
  - [7] 虞李辉, 胡婕莹. 市场化背景下债券违约问题解构及其处置机制研究[J]. 宏观经济, 2021(12): 14-20.
  - [8] 洪艳蓉. 新《证券法》债券规则评析[J]. 银行家, 2020(3): 139-141.
  - [9] 冯果, 张阳. 债券违约处置的法治逻辑[J]. 中国金融, 2020(23): 44-46.
  - [10] 彭雨晨. ESG 信息披露制度优化: 欧盟经验与中国镜鉴[J]. 证券市场导报, 2023(11): 43-55.
  - [11] 李小荣, 徐腾冲. 环境-社会责任-公司治理研究进展[J]. 经济学动态, 2022(8): 133-146.
  - [12] 冯丽艳, 肖翔, 程小可. 社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J]. 南开管理评论, 2016, 19(6): 141-154.
  - [13] 白俊, 乔君, 吴爽. 债券市场“刚性兑付”打破与企业风险信息披露[J]. 当代财经, 2023(12): 53-67.
  - [14] 焦健, 张雪莹. 债券违约对流动性影响的传染效应研究[J]. 证券市场导报, 2021(1): 44-55.