

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 民营上市公司债券违约成因研究——以
上海华信为例

研究生姓名: 羌伟梁

指导教师姓名、职称: 马润平、教授

学科、专业名称: 金融硕士

研究方向: 银行经营与风险管理

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 姜伟梁 签字日期： 2022年6月1日

导师签名： 子明 签字日期： 2022年6月1日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 姜伟梁 签字日期： 2022年6月1日

导师签名： 子明 签字日期： 2022年6月1日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the Causes of Bond Default of Private Listed Companies——A Case Study of Shanghai Huaxin International Group

Candidate: Weiliang Qiang

Supervisor: Runping Ma

摘 要

自我国经济进入新常态以来,市场经济的发展呈现出欣欣向荣之势,行业运作形态也日趋多元化。在此背景下,债券市场的发展也进入了新的时期。增发债券作为一种行之有效的直接融资手段被许多上市公司所青睐,上市公司将融资获取的资金用于直接投资或者间接投资,以此壮大自身的经营规模,这也在极大程度上反哺了债券市场,使其蓬勃发展。然而,自二零一四年开始,债券市场“零”违约的局面被打破,债券作为一种金融融资工具也展现出别样的风险性。此后,债券违约在我国市场中日趋常态化,引起了学者们的广泛关注,大批研究者和投资人也逐步对我国的债券违约理论体系展开研究。二零一八年则是我国债券市场大规模违约事件迸发的重要年份,诸多主体信用评级为 A 级以上的信用良好的上市公司也相继出现违约。债券违约的激增不但给中国债券市场带来恐慌,也极大伤害了广大投资人的切身利益。而自二零一八年后我国债券市场的形势仍不容乐观,违约债券主体的数量虽不及上二零一八年度,但违约金额总量皆远超了二零一八年的总量并呈现逐年上涨的趋势。所以,在现阶段深入分析导致上市公司发生债券违约的诱因,并以此为参考建立风险预警系统,一方面将有助于尽可能地减少债券违约的出现,削弱其对整体市场的负面影响;另一方面也有助于投资者切实有效地维护自身权益,帮助他们识别债券发行背后的风险,构建健康有序的债券市场,从而推动整体市场的合理出清。

本论文以首个发生实质债券违约的 3A 级信用评级主体——上海华信国际集团有限公司为例。通过查阅国外学者在债券违约方面的相关研究文献,并综合梳理国内学术界在债务违约方面的有关基础理论与违约风险防范研究成果,再根据时下的市场经济形势和行业发展特征,由外向内多层次地分析上海华信集团违约发生的始末,最后得出相应的案例启示和对策建议。文中首先介绍了债券违约在国内中从无到有、从少到多的演变过程,从宏观的角度探讨影响企业发生违约的成因,主要从债券违约主体的数量及违约金额总量、违约主体的行业分布及企业性质分布、企业发生债券违约后主要采取的处置方式等方面总结我国上市公司债券违约的主流影响因素。其次,通过介绍了本文选取违约案例发生的始末、此次违约造成的严重后果,进一步从微观角度探求企业自身存在的问题。从企业现金流的角度研究了企业违约的根源,即企业激进的扩张国外市场,导致自身偿付能

力差,并使其整体的经营状况日趋不善;企业在主营业务的营销上存在一定问题,激进的销售模式使得自身存在大量逾期未能收回的应收账款,导致自身的风险抵御能力因流动性差而不断下降;相关监管机构介入调查控股股东,负面消息的频发限制了企业的再融资功能,造成企业资金流出现断裂,发生债务违约情况。与此同时,针对案例发生违约前是否存在一定的征兆,通过选取的 Z 值模型,以公司的财务数据为样本验证其发生违约的概率。最后,结合案例分析的结论,阐述其对当前防范中小民营企业违约风险、确保融资市场安全运作的作用。进而分别从公司、投资人、信用评估机构,以及市场监督管理组织等四大方面给出了对策建议。

关键词: 上海华信集团 违约因素 违约影响 风险预警

Abstract

Since domestic economy has entered a new normal, the development of the market economy has shown a thriving trend, and the operating forms of industry operating forms have become increasingly diversified. In this paper, the development of the bond market has also entered a new period. As an effective direct financing method, additional bond issuance is favored by many listed companies. Listed companies use the funds obtained from financing for direct investment or indirect investment to expand their business scale. This has also fed back the bond market to a great extent, making it flourish. However, since 2014, the "zero" default situation in the bond market has been broken, and bonds which is a financial financing tool have also shown different risks. Since then, bond default has become more and more normal in our market, which has attracted widespread attention from scholars. A large number of researchers and investors have also gradually carried out research on the theoretical system of bond default in our country. 2018 was an important year for large-scale default events in our country's bond market, and many listed companies with good credit ratings of A-level or above also defaulted one after another. The surge in bond defaults has not only brought panic to the Chinese bond market, but also greatly hurt the vital interests of investors. Since 2018, the situation of domestic bond market is still not optimistic. Although the number of defaulted bond entities is not

as good as that in 2018, the total amount of defaulted bonds has far exceeded the total in 2018. increasing trend year by year. Therefore, at this stage, we should deeply analyze the incentives that lead to bond defaults of listed companies, and use this as a reference to establish a risk early warning system. On the one hand, it will help minimize the occurrence of bond defaults and weaken its negative impact on the overall market. On the other hand, it will also help investors to effectively protect their rights and interests, and help them identify the risks behind bond issuance, and build healthy orderly bond market, thereby promoting the rational clearing of the overall market.

This paper takes Shanghai Huaxin International Group Co., Ltd. as an example, the first 3A-level credit rating subject with substantial bond default. By consulting foreign scholars' relevant research literature on bond default, and comprehensively sorting out the relevant basic theories and default risk prevention research results of domestic academic circles on debt default. Then, according to the current market economic situation and industry development characteristics, it analyzes the beginning and end of the default of Shanghai Huaxin Group from the outside to the inside. Finally, the corresponding case inspiration and countermeasure suggestions are drawn. This paper firstly introduces the evolution process of bond default in China from scratch, from less to more, and discusses the causes that affect the default of enterprises from a macro perspective.

This paper mainly summarizes the mainstream influencing factors of bond default of listed companies in my country from the aspects of the number of bond defaulting entities and the total amount of defaulting, the industry distribution of defaulting entities and the distribution of the nature of enterprises, and the main disposal methods adopted by enterprises after bond defaults. Secondly, by introducing the beginning and end of the default case selected in this paper and the serious consequences caused by this default, it further explores the problems existing in the enterprise itself from a micro perspective. From the perspective of corporate cash flow, this paper studies the root cause of corporate default, that is, companies aggressively expand foreign markets, resulting in poor solvency and worsening overall operating conditions. The company has certain problems in the marketing of its main business. The aggressive sales model has resulted in a large number of overdue accounts receivable that cannot be recovered, resulting in a continuous decline in its risk resistance ability due to poor liquidity. Relevant regulatory agencies have intervened to investigate the controlling shareholder, and the frequent occurrence of negative news has limited the company's refinancing function, resulting in a break in the company's capital flow and debt defaults. At the same time, according to whether there are certain signs before the default of the case, through the selected Z-value model, the company's financial data is used as a sample to verify

the probability of default. Finally, combined with the conclusion of the case analysis, it expounds its role in preventing the default risk of small and medium-sized private enterprises and ensuring the safe operation of the financing market. Then it gives countermeasures and suggestions from four aspects: companies, investors, credit evaluation agencies, and market supervision and management organizations.

Key words: Shanghai Huaxin Group; Default factors; Default impact; Risk warning

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景和目的	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的	2
1.2 研究意义	3
1.2.1 理论意义	3
1.2.2 实践意义	3
1.3 国内外研究综述	4
1.3.1 国外研究现状	4
1.3.2 国内研究现状	6
1.3.3 文献评述	9
1.4 研究思路和方法	9
1.4.1 研究思路	9
1.4.2 研究方法	11
1.5 创新与不足之处	12
2 债券违约的理论概述	13
2.1 债券违约	13
2.2 不完全契约理论	14
2.3 信息不对称理论	14
2.4 财务困境	15
2.5 Z-score 模型	15
3 我国债券市场发展及违约概况	17
3.1 我国债券市场发展概况	17
3.2 我国上市公司违约状况	18
3.2.1 我国债券市场违约数量及金额	18
3.2.2 行业分布	19

3.2.3 企业性质分布	20
3.3 我国上市公司违约的影响因素	21
3.4 我国债券违约处置方式	23
4 上海华信国际集团债券违约案例介绍	26
4.1 上海华信国际集团基本情况介绍	26
4.1.1 公司介绍	26
4.1.2 公司股权结构	26
4.1.3 公司主营业务介绍	28
4.2 上海华信集团违约债项介绍	29
4.2.1 上海华信集团债券发行及违约情况	29
4.2.2 上海华信集团债券违约过程回顾	31
4.2.3 上海华信集团债券违约的处置情况	33
5 上海华信集团债券违约案例分析	34
5.1 债券违约造成的后果	34
5.1.1 对公司自身带来负面影响	34
5.1.2 让投资者蒙受经济损失	35
5.1.3 动摇了参与主体对债券市场的信心	35
5.2 债券违约的成因分析	36
5.2.1 公司激进扩张海外业务	36
5.2.2 应收账款多，回收难度大	39
5.2.3 债务期限错配，短期债务密集	40
5.2.4 公司负面新闻频发，影响投资者信心	42
5.3 基于 Z-score 模型的违约风险预警分析	43
6 案例启示和对策建议	44
6.1 对企业而言	44
6.1.1 理性扩张，保持企业现金流的安全可控	44
6.1.2 优化企业资产结构，构建内部监督机制	44
6.1.3 提高自身偿债能力，加强风险抵抗能力	45

6.2 对投资者而言	46
6.2.1 提升债券风险识别能力	46
6.2.2 摒弃“刚性兑付”意识	46
6.3 对信用评级机构而言	46
6.3.1 提高自身的客观独立性，完善信息披露体系	46
6.3.2 完善第三方机构服务体系，增强信用评级公信力	47
6.4 对市场监管而言	47
6.4.1 强化信息披露的时效性	47
6.4.2 规范监管标准，不管深化监管制度改革	48
6.4.3 细化违约处置机制，促进债券市场充分发展	48
参考文献	49
致谢	52

1 绪论

1.1 研究背景和目的

1.1.1 研究背景

上个世纪八十年代开始，我国宏观经济呈现了高速上升趋势，并创下了“世界经济奇迹”。在我国的市场经济中，民营企业已经变成了市场活跃的重要载体之一，其经营发展也在我国市场经济体系完善过程中扮演着不可或缺的角色，对刺激整体经济快速增长有着至关重要的作用。任何行业的民营企业，在其经营发展的整个过程中都必须考虑自身的实际情况，利用各种投资手段，攫取扩张公司规模所必须的巨量资本。而发行债券作为一项直接的投资手段，同间接投资比较，有着投资成本低、资金规模大等方面的优势，也是我国证券交易的重要部分。据国家统计局数据显示，通过近几年的发展，截止二零二零年底，我国债券市场上已发售的各种债券共计五十七点三万亿，较上年增加了百分之二十六点五。国债的总存量已达到了十五点七七万亿。债券市场总存量在全世界所有国家中，超过了日本和英国，仅次于美国。

自 2016 年“十三五”规划至今，中国经济的发展步入了新的历史时期，有别于过去，市场中的参与主体更多元，产业经营方式也不再单一。随着债券市场的迅猛发展，民企发行债券进行直接融资已成为其最主要的融资途径之一。从二零一四年三月，上海超日太阳能技术公司发布公开声明，宣告其发生债券违约至今，我国市场内的违约情形不断增加，违约规模愈演愈烈。2018 年度债券违约数量爆发式增长，达到历史最高水平，且债券违约金额也达到新高，虽然 2019 年和 2020 年的新增债券违约主体数量逐年递减，但违约金额仍然呈上升趋势。发生债券违约的企业性质也不再单一，范围涉及民企、央企、国企等，且牵涉的公司遍布各行各业。从产业划分来看，违约的主体集中在于综合类、化工技术类、建筑业以及其他主流商业领域；从地域分布来看，违约地区不仅发生在北京、上海、深圳等一线城市，还集中于浙江、山东等中东部地区。债券违约的与日俱增给我国市场带来巨大冲击，不仅给债券市场中的参与主体增添恐慌，而且对上市企业的直接融资功能带来负面影响。

二零一九年开始，政府对我国的宏观经济发展作出了新的指示，将工作重心转向对市场经济中的风险进行把控。按照有关文件的批示，对债券违约、股票质押、私募股权

基金管理等重要领域的风险问题必须进行有效改革，以防止重大的经济运行不稳定，尤其强调债券市场的平稳发展是整个市场经济长期平稳发展的主要保障。因此，建立债券风险预警体制至关重要。其中，债券违约因素、投资风险识别等是构建该体制的重要依托。科学且行之有效的体制将有利于市场内的民营上市公司长足发展，有利于投资者合理规避风险，有利于债券市场资源的合理配置和自身高质量发展。

1.1.2 研究目的

债券市场是我国多层次资本市场的重要构成，其对推动经济金融高质量发展具有重要作用。通常来说，增发债券是公司融资的主要渠道之一，但也是导致债券违约的重要原因。其中，债券融资结构失衡将导致信用风险的不断累积。基于此，优化公司的发债结构有利于公司扩张。因此，探究债券违约的成因可以对其他增发债券的公司提供一定的参考，防止因为公司内部诱因导致违约风险的不断积聚，进而影响到我国的市场经济体系。

本文选取的案例公司——上海华信国际集团是我国首家被授予 3A 级信用评级的债券发行主体。2018 年 5 月 21 日，集团发布公告称，旗下名为沪华信 SCP002 的债券产生了实质性的违约。该超短期融资债券主要由于发行主体在规定期限内，无法偿付期满的利息和本金的总和。此次违约事件的发生又导致华信集团因资不抵债挪动分公司资金用以偿付欠款，进一步对整个集团的资金流动造成负面影响，致使公司旗下的其它债券后续发生连环交叉违约。截止到 2020 年 12 月，在此期间华信集团累计发生违规共十三只债券，拖欠本息金额共计 265.61 亿多元。该违约事件对于中国债券市场来说无异于重磅炸弹，对整个债券市场、债券投资者、信用评估体系和债券违约风险预警体系都带来莫大的冲击。华信集团作为诸多投资者追捧的国内首家 3A 级债券发行主体，仍然造成实质违约，无疑将企业不合理扩张、企业过度融资、信用评级滞后等问题暴露于公众之下。所以，以上海华信集团为典型案例，分析其债券违约的独特性和普适性，有助于市场中的多方参与主体更好地防范和应对债券违约的冲击。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

伴随着国内债券市场中的债券违约风险日渐凸显,针对民营企业债务违约与风险管理问题的深入研究,可以健全和完善我国金融市场风险预警体系。然而,由于当前市场中,发生违约事件的时间跨度并不长,违约主体的期限也较短,以及违约公司数据披露不充分等原因,造成了市场和公司在对债券违约风险的预警、风险管理、违约事后应对等方面经验比较欠缺。同时,从二零一四年以后我国债券违约的总量持续上升,覆盖的范围也逐步拓宽。而且,现有的研究成果中,针对债券违约事件的主要成因分析较少,对风险预警理论的研究也比较不完善。为此,以上海华信国际债券违约为代表进行分析,有助于进一步丰富中国债券违约管理方面的理论知识。而且,现有的研究结论多以宏观角度出发,结合各个行业不同时期的发展状况,发掘市场经济中存在的风险因子,针对微观参与主体的上市企业就如何防范和应对违约的发生得出的结论并不多。所以,本文以中国首家 3A 资信评级的主体为例,对该企业债券违约案例的主要成因进行了深入分析,并侧重于对发行主体自身的微观剖析,更具有代表性,可以开辟债券违约风险管理研究的新思路。

1.2.2 实践意义

选取具有代表性的违约事件并深入分析其产生违约的前因后果,有助于为市场中的其它民营企业提供解决问题的思路。本文中具体介绍了上海华信的债券违约一事的始末,其作为优质的债券发行主体,于 2017 年 6 月 15 日,被中诚信授予 3A 级的信用评级,公司的体量与经营规模一定程度上可以代表高信用评级类别的民营上市企业。而随着上海华信的违约,标志着在国内债券市场中,高信用评级不再意味着低违约风险,这对金融市场的健康运转和广大投资者的信心皆造成负面影响。纵观全球资本市场,多数发达国家的资本市场运转较为成熟,各方参与主体对市场中的违约现象也习以为常。与之相反,在国内债券市场中,违约主体涉及的行业和企业性质都在不断发生变化,对于违约的防范与处置也不够成熟。所以借助对具体案例的分析和研究,有助于为市场中的其他参与主体提供解决思路。要想确保我国债券市场处于良好有序的发展模式,就必须确保能构建全面又行之有效的违约保障制度,这也离不开对具体行业具体企业的分

析研究。此外，现阶段我国宏观经济发展呈下行趋势，如何保证在当前经济发展形势下，市场中的多方参与主体能各司其职，确保债券市场的风险可控、有序运转是当下的又一目标。所以，以上海华信国际集团为例，由点到面，就如何抵御行业风险和应对企业违约给出相应的对策，不论是对民营上市公司的管理者、广大债券投资者、信用评级机构和监管机构来说，都具备一定的参考价值。

1.3 国内外研究综述

1.3.1 国外研究现状

同我国的债券市场相较之下，海外债券市场较为成熟，起步也远早于国内。故而，国外学术界对于债券违约的研究更全面、更系统、更成熟。国外学者的已有研究成果可以细化为以下几个角度。其一是分析发生违约的影响因素；其二是运用模型和指标来定量分析债券市场违约的具体状况，对债务违约风险度量研究；其三是对违约风险和信用利差二者之间关联性的探讨。

关于债券违约的影响因素方面。Black (1976)指出，债券到期日与债券违约之间相关度并不高。债券发行主体违约因素复杂，不仅仅由债券到期日决定。因此，学者们聚焦于对债券违约界限的探讨。在 Douglas (2016)的研究报告中，他认为债券发行主体的现金流变动对其发生债券违约的风险程度呈正相关，前者的明显波动会导致后者也发生明显变化。HoT,Singer (1984)认为，一个企业作为债券发行主体，其是否发生违约取决于发行债券的条款对发行主体的约束力。强约束力限制下的发行主体违约风险低，与之相反，对债券主体的条款约束力低则会增加其违约的风险。在 Hiris (2002)的分析中表明，宏观经济状况和股票价格波动皆会影响一个企业的违约概率，两者对于发生违约的概率都存在正向作用。整体市场和行业低迷时，债券违约的可能性越高；发行主体的股价震荡时，发生违约的概率会增大。Giesecke,Longstaff (2012)通过实证研究，选取多项指标包括通胀率、失业比例和国民生产总值的增长率，验证这些指标与违约风险是否存在关联度。结论显示，在一定条件下，国民生产总值的增长率能预测违约的概率。ChavaS,JarrowRA (2004)指出，衡量一个企业的违约风险，也要考虑其所在行业对企业的影响，行业的集中度、行业的需求量都会影响债券的风险。不同的行业所面临的需求不同造成企业发生债券违约的概率和行业内部竞争压力对企业发生违约的可能性之间

存在着明显的区别。Acharya (2007)提出, 一个企业违约风险的高低与其所在行业是否处在困境中有关联。尤其整体市场处于低迷时期, 一个企业产生违约的风险会被所处行业的萎靡而放大。此时, 企业防范风险的能力会因企业资产价值的降低而降低。Hickman WB (1958)认为, 资信评级与债券违约之间密不可分并相互影响, 信用评级在一定程度上标志着信用违约的风险程度。相较于信用评级低的发行主体, 高评级发行主体的违约可能性小, 债券收益率高。

关于债券违约风险度量角度, 通常采取两种模型, 一种是 Edward Altman (1968)基于多变量的统计方法而建立的 Z-score 模型。该模型选取 22 个财务比率经过数理统计筛选, 确定了 5 个变量。通过上述变量不同权重的加权计算得出一个公司的综合财务风险得分, 即 Z 值, 并根据 Z 值所处的区间判断公司的财务状况, 以此来预测违约风险。Altman 认为, 一个企业会在其 Z 值小于 1.2 时易于发生债券违约; 当其 Z 值大于 2.9 时, 发生债券违约的风险较低; 当其 Z 值处于 1.2 和 2.9 的区间时, 无法确定其是否会发生违约, 此时其违约概率需引入其他指标进行验证。另一种模型则是 KMV 模型, 用来估计借款企业违约概率。该模型是一种动态模型, 以现代期权理论为基础, 选取多个变量指标如上市公司的负债、营收、股价变动等判断其出现债券违约的可能。该模型用量化分析的手段, 推算一家企业的违约可能性并以概率的方式呈现出来, 进而判断该上市公司是否存在违约的可能。

在探索信用利差是否对企业发生债券违约的风险存在相关性上, Long staff(1995)运用实证分析的方式来判断信用利差是否作用于违约风险。他选取了不同信用评级的发行主体为样本, 加以检验, 发现信用利差不会作用于违约风险, 相反, 违约风险的高低与信用利差的大小息息相关。Elton(2001)则提出了一个观点, 即信用利差与违约风险之间不存在相互作用, 而是系统性风险对于信用利差有一定的关联。他利用多家信用评级为 A 级以上的发行主体为例, 研究其发行的债券是否违约、是否存在违约可能、是否与信用利差交叉影响, 最终得出上述结论。然而, Tangand Yan (2010)却明确表示, 违约概率是反映违约风险程度的一种确切参数。选取信用利差作为考量指标不具备准确性, 与信用利差相关的影响因素复杂且多元, 投资者情绪、企业现金流等都对其有影响。此外, Boss 和 Scheicher (2002)研究指出, 债券违约风险与信用利差之间无直接关联。Johnson,Batten (2003)和 Van Landschoot (2004)等人的研究也同样指出了债券违约风险与信用利差之间的低相关性, 而是无风险收益率与信用利差之间呈负相关。他们分别研究了不同地区的市场, 包括德国债券市场、日本债券市场、美国债券市场和英国债券市场

等大多数发达国家的债券市场，最终得出了上述结论。

1.3.2 国内研究现状

不同于发达国家的债券市场，我国债券市场自二十世纪八十年代萌芽后发展至今，前后不过四十年时间，且真正进入快速发展的时段也就近二十年。虽然发展年限短，但是政府当局一直以经济建设为工作重心，与市场经济相匹配的理论体系也得以迅速发展。伴随着实体经济与证券市场的交互影响，越来越多的国内学者将目光投向债券市场。只不过中国债券市场的快速发展必然伴随着诸多问题漏洞、违法违规行为等市场乱象的出现，这极大程度上扰乱了债券市场的秩序和运转。2014年，标志着“刚性兑付”成为历史的首起债券违约事件的出现，使得近些年来债券违约成为我国学术界的新的热点话题。根据现有的研究文献，我国学术界关于债券违约问题主要集中在以下三个层面：首先，探讨企业发生债券违约的诱因。其次，对如何预警和防范债券违约发生的研究；最后，对现有发行主体信用评级体系的研究。

周茂华 (2019)表示债券违约取决于违约企业所处的行业和其自身具备的特性。近些年来，国内发生违约的企业分布不再局限于受政府宏观调控的行业，由原先的能源行业、钢铁行业为主逐步扩散到房地产、零售业、食品加工等行业，涉及的行业越来越广。同时违约主体也逐渐由民营企业向央企、地方国企蔓延。这表明了越来越多的企业都采取多元化扩张经营的策略，使得违约主体从单一行业、单一性质企业像多方向扩散。黄斌 (2018)指出，目前中国债券市场出现的大量违约事件，在一定程度上受到兑付方式多样化的影响。从最初的无力偿付到期本息和的传统违约形式，逐步演变到难以满足譬如展期兑付、私下兑付等类型的兑付方式形成的违约形式。这些非典型或是非标准型兑付方式的出现大大提高了民营企业发生违约的可能性，也迫使投资者在防范风险上难以捉摸。彭兴韵 (2018)认为，应将债券违约视作债券市场发展的一种常态化现象。在过去的十几年间，中国债券市场的迅猛发展给中国金融体系乃至全球金融格局带来了不同程度的影响。只不过，机遇与挑战并存，债券违约的频发是成为当下市场中亟需解决的问题。当然，身为投资者对于债券违约都抱有厌恶心理，也不想因为债券违约使自己蒙受损失。实际上，债券违约是构成健康债券市场体系的一个重要要素，一个健全的市场必然会存在常态化的违约现象。郑步高 (2019)同样指出，一方面，中国经济面临一系列新的矛盾，发展的不平衡不充分使得整体经济结构性问题突出。在此背景下，迫于压力部

分产能过剩的行业和经营不善的企业不得不选择转型，这也导致了部分企业面临新的困境。另一方面，随着新的资管规定的出台和更为严格的金融监管，迫使债券市场中的风险暴露，这些都是债券违约现象成为常态的缘由。肖敬红、闻岳春、夏婷等 (2019)认为，不应该对日趋常态化的违约现象避之不及，相较于参与主体而言，政府对待违约发生的看法也在逐步转变。刚性兑付的打破是债券市场演变中不可或缺的环节，亦是我国债券市场发展的一条新的路径，这不仅有利于矫正当下信用风险定价不合理的局面，而且有利于我国信用风险制度的建设。张昀倩 (2019)指出，随着对现有国内金融体系改革的不断深化，未来的国内债券市场上的违约事件仍将频频出现，作为投资的一方应当谨慎选择，投资标的的选取应切合自身的风险偏好。

在研究影响企业发生债券违约的诱因方面，国内学者从多个角度进行了研究和分析，囊括了企业自身的资产构成、行业发展前景、宏观经济背景等多个方面。2003年，郑振龙教授首次对我国企业可能发生债券违约的原因作出了预测，他表示，债券期限的长短决定其违约的风险大小。王东静(2009)探讨了债券违约受企业自身资本构成的影响程度。通过研究可以发现，两者之间非线性相关，一个企业的违约风险程度会随着企业的负债率的不断扩大而先降低再升高。王海妹、李国平、林晚发等 (2012)通过对2008至2011年间未上市的民营企业的债券数据资料进行了实证研究和统计分析，验证了上市公司信用利差受投资者与发行主体间信息不对称的显著正相关。徐耀兵 (2014)指出，2009年起，能源行业中的上市公司普遍存在产能过剩的现象，也是其他行业都存在的通病，这是上市企业发生债券违约的原因之一。窦鹏娟 (2016)表示，由于我国经济发展步入了新常态，行业的差异化是影响上市公司违约的一个因素。行业的发展前景和行业的不同性质决定了同一经济条件下的不同企业违约几率的差异性。姚兴伍 (2018)对2018年度前所有债券违约主体进行了调研，结果显示，之所以债券违约数量在2018年激增，是因为多数民营企业的负债规模逐年递增，这些企业大多分布于强周期性的行业且都具备产能过剩的问题。此外，民营企业正在沦为债券违约的重灾区，其违约的数量和金额占总体的比重居高不下。从宏观经济角度出发，陈诗一、王莉 (2015)指出，宏观经济下行趋势下，民营上市企业的债券违约风险明显增大，这意味着系统性金融风险是致使债券违约的又一重要因素。张诗园 (2015)以“11超日债”为例，对我国首例债券违约事件进行了探究。他认为在探究企业发生违约的成因时，应从第三方评级机构、监管机构、行业和公司自身四个角度作探讨。李艳、刘再杰等人 (2016)指出债券违约的发生必然存在于市场化的进程中，这是由市场构建的不完善和监管体系搭建的不健全造成的。

在对如何预警和防范债券违约发生的现有研究中,杜静 (2016)表示,债券市场发展进程中出现债券违约的现象难以避免,只有提前建立良好的违约处置机制,才能确保债券市场持续、稳定的发展,才能尽可能减轻违约带来的负面冲击。段丙华 (2016)认为,构建科学合理的风险预警机制和违约处置机制是防范违约风险的关键,要加大对发行主体的约束,加强监管力度,必要时候对违约主体进行适当的干预。王远卓 (2016)就我国现存的债券违约问题,从政府、三方评级机构、企业自身这三个角度给出了相应的对策建议。他建议,政府部门在当下的经济形势下,可适当减轻对市场经济的干预力度,建立科学合理的经济政策,发挥市场经济自我调控的功能;三方评级机构应当建立和完善信用评级体系,秉持客观公正的原则,及时更新企业的信用风险评估;企业本身应稳健扩张,合理举债,确保自身的负债在可控范围之内。史永东等人 (2018)选取了市场上多只已违约债券进行比较分析,得出对发行主体约束力的强弱会影响债券违约的概率高低的结论。张紫璇、赵丽萍两人 (2018)以构建多元线性回归模型的方法,选取了从 2013 年至 2017 年间,于上海证券交易所公开发行的债券的上市公司为数据样本,以此探究上市公司债券违约的风险与资产负债率之间是否相关。研究发现,资产负债率高的上市公司,普遍信用评级低,故而高资产负债率意味着高违约信用风险。刘廷兵、刘星星、马闫明等人 (2018)就如何有效降低违约风险提出了建议。他们建议上市公司自身要提升内部管控,对管理层要形成约束。同时,监管部门也要明确权责,在防范和违约后续处置过程中需设立一套系统的流程。黄鹂 (2018)对 2018 年之前已有的债券违约主体进行了详细比对分析。她认为,想要防范债券违约的发生,就要规范信用评级行业的发展,就必须完善第三方信用评级机构统一标准和违约后续问责机制。

在对现有发行主体信用评级体系的研究上,鲁梦琴 (2014)认为,我国的信用评级制度仍需不断完善。国内的主要信用评级机构没有一套系统的评定机制,现有评级制度整体参照发达国家的信用评级制度,缺乏独立性,且评级结果的科学性和客观性也有待商榷。盘宇章、刘学悦等人 (2015)认为,公信力不足是我国现有信用评级制度中的突出问题,这主要归因于发行主体的偿付方式。他们以多尺度的角度对上述两者进行实证分析,验证了评级报告的可信度受评级机构影响,而评级机构评判发行主体等级又被其支付方式所影响,这在一定程度上降低了评级机构的公信力。朱松、陈关亭、黄小琳 (2017)从我国债券违约与信用评级的现状入手,分析并得出结论。在他们看来,目前我国的信用评级机构对发债主体的信用等级评定偏高,导致机构无法在出现实质违约之前及时披露发债主体的信用风险,无法及时有效地向市场和投资传递信息。许艳杰、刘建华、金

德淳等人 (2015)分别就中、日、韩三国的债券市场进行比对,从多角度展开研究,探索双评级模式在市场经济的背景下能否推行。他们认为,我国现有评级制度可逐步开放,结合我国债券市场信用评级的现状,借鉴海外市场中信用评级的经验与先进制度,以减少评估结果在中国金融监管法规中的受依赖程度,并让评级机构的应用于不再局限于单一的领域。田亚男、郎香香 (2020)建议,可从企业高管特征、心理动机是否会影响公司信用评级的角度出发,深入探究中国发债企业进行“评级选购”的缘由,并结合制度环境、市场环境、文化环境等特征,探讨双评级制度是否适用于国内债券市场。

1.3.3 文献评述

根据上文所述,一方面,由于我国的债券市场起步较晚且不够成熟。国内现有的研究结论中,关于民营上市公司债券违约的成果少且分散,对标发达国家债券市场的理论研究,在系统性上存在一定距离。并且,国内的研究成果更侧重于宏观经济调控和体系建设。国情的不同使得我国的市场经济发展与资本市场呈现极大的差异性,在发达国家的经济建设中行之有效的制度和经验未必切合我国的债券市场,故而在处置债券违约方面,我们只能借鉴其成功经验而不可对其模式生搬硬套。

另一方面,我国学术界偏向于对市场整体的研究,多数文献侧重宏观经济分析,通过实证分析来度量信用风险的成因。而在宏观层次上的研究,很难深入剖析某一类上市公司发生违约的成因,从违约主体所处的行业以及其自身发展战略角度的研究也较少。对此,本文选取上海华信集团为例,从企业自身的角度出发,研究企业现金流与违约风险的关联,期望在现有债券违约的理论体系上拓展新的思路。

1.4 研究思路和方法

1.4.1 研究思路

本文的研究内容可分为以下几个方面:

第一章为绪论。本章首先介绍研究背景、目的和意义。其次,对已有文献进行了梳理。最后,阐述本文的研究方法和基本框架,并指出本文的创新与不足。

第二章介绍不本文涉及的相关理论。首先,界定债券违约的相关概念。其次,对不完全契约理论、信息不对称理论等理论进行了阐释。最后,对 Z-Score 模型进行概述。

第三章介绍我国债券市场的发展历程和违约主体的概况。首先，梳理了我国债券市场的发展历程。其次，归纳我国上市公司违约的影响因素，主要涉及数量、金额、行业分布、企业性质分布、违约主体处置方式等方面。

第四章为沪华信“17SCP002”债券违约案例的介绍。首先，介绍上海华信集团的基本概况，主要从公司扩张历程、经营业务范围、公司债券融资状况等方面进行介绍。其次，从时间线出发梳理上海华信债券违约事件的始末，并对处置过程及结果进行说明。

第五章深度剖析上海华信国际集团债券违约的成因，并分析该事件造成的不良影响。违约的成因主要是从公司运营策略、企业偿债能力、公司资金流动性和再融资能力等方面分析，对公司的财务数据在违约事件前后进行比对，并通过 Z-score 模型对上海华信违约前的财务危机程度进行考量，确认在违约发生前是否存在前兆。

第六章则是本文的案例启示和提出的对策建议。基于对上海华信集团债券违约因素的分析，本文从企业、投资者、信用评级机构、市场监管四个方面得出案例启示，并为防范债券违约风险提出相应的对策建议。

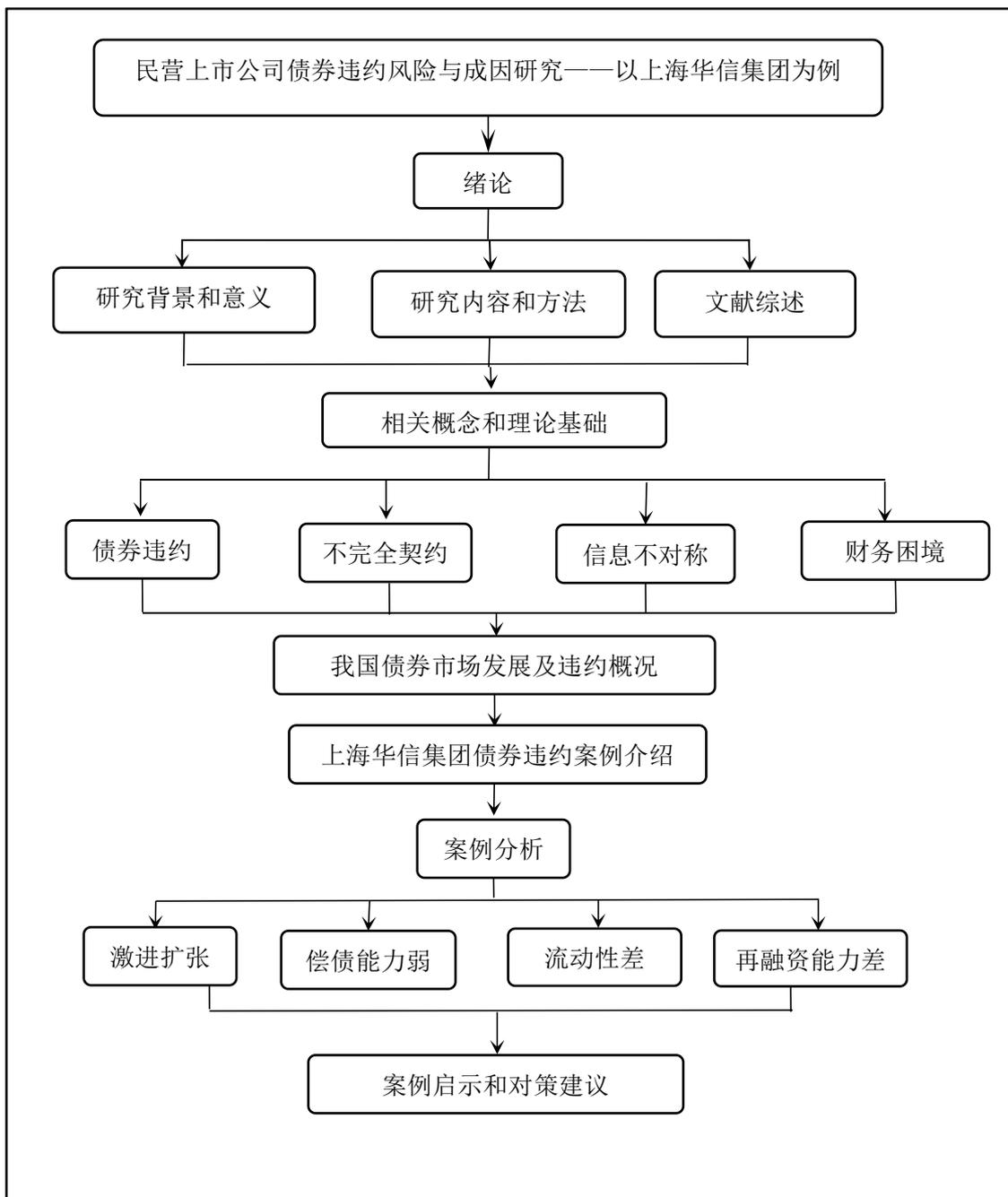


图 1.1 技术路线图

1.4.2 研究方法

(1) 案例分析法

根据选取案例，对上海华信发生违约的来龙去脉进行描述，在此基础上分析其发生违约的成因。并针对该案例得出相应的启示，最后从不同的角度，结合自身的观点提出对策。

（2）文献分析法

浏览与债券违约有关的文献，区分国内债券市场与海外债券市场的不同，对已经的研究成果进行整合，并对其加以概括与梳理，为论文的理论分析提供理论依据。

（3）定性与定量分析法

主要利用数据对行业发展、财务指标以及 Z-score 违约风险评估模型等进行定量分析。同时辅以定性分析，包含公司的经营策略、发行主体的信用评级、违约债券转让机制等方面的探讨。

1.5 创新与不足之处

本文的创新之处是对一定时期内所有已发生过债券违约的影响因素进行分析归纳，然后选取了 2018 债券市场上的典型违约案例——上海华信国际集团有限公司，从企业现金流、企业扩张策略、企业举债动机和行业背景等多角度剖析企业债券违约的原因。随后，根据案例分析得出启示，从多角度就如何防范和应对债券违约提出建议。

当然，本文也存在不足之处。本文选取的案例——上海华信在发生违约后，于 2020 年底申请破产清算，后续处置措施正有序落实，但存在部分违约的处置仍未完全公开。就案例选取而言，上海华信违约数量之大，涉及范围之广，在行业内都具备一定的代表性，但该案例的研究和启示，对违约的处置是否具备一定的参考性，能否代表诸多发生违约的民营上市公司，还有待证实。

2 债券违约的理论概述

债券违约的形成，不是取决于单一的影响因素，而是受到市场中多方参与主体的影响。明确债券违约的相关理论，有助于完善对个体案例的分析框架和研究逻辑。所以，本章将具体介绍涉及债券违约的定义和影响因素，为下文的案例分析作出指引。

2.1 债券违约

目前，在学术圈中，就如何界定是否发生债券违约，并没有一个具体的标准。而国内外的主流信用评级机构在审议关于债券违约时，虽然都有各自的标准，但总体而已，差异性不大，故而选取了几家评级机构对于债券违约的判断标准，具体如表 2.1 所示。

表 2.1 主流评级机构对债券违约的判定

评级机构	债券违约划分准则
惠誉评级	(1) 债务人未能按照合同约定支付本金或利息；(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。
穆迪评级	(1) 未能支付或延期支付本金和利息；(2) 债务人申请破产保护或发生法律接管；(3) 发生新债换旧债的债务置换。
联合资信评估有限公司	(1) 债务人未能按照合同约定支付或延期支付本金和利息，包括在宽限期内的延期支付；(2) 债务人进行债务重组且其中债权人作出让步或债务重组具有帮助债务人避免违约的意图；(3) 债务人申请破产或进入破产清算程序、被接管、清算或关闭；(4) 债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务；(5) 债务人的其他金融债务发生违约。

资料来源：多家评级机构的研报和公开声明

通过表 2.1 不难发现，虽然不同的信用评级机构对何为债券违约的定义略有不同，但总体上可以概括为发行方未能依照合同条款，在约定期限内偿付债务的情形。这一情形主要表现为债券发行主体不能按照事先达成的债券条款履行其义务，通过各种方式逾期拖欠应付款项，造成违约的行为。

2.2 不完全契约理论

1937年，罗纳德科斯发表了开创性论著《企业的性质》。他于该书中创造性地利用交易成本分析企业与市场的关系，并阐述了企业的本质，即各种生产要素之间的的契约组合，首次将契约的概念带入了经济研究中。契约理论历经几十年的发展至今，在诸多学者的研究下，丰富了这一理论体系。当代契约理论主要包括以下几个类别：激励理论（由完全契约理论演化而成）、不完全契约理论和新制度交易成本理论。其中，对于不完全契约理论的解释，通俗来说，就是人作为契约方，存在有限理性，无法预见未来所有可能的情况，即便预见到相关事件发生的可能性，也无法体现在契约中，所以契约注定不完全。

不完全契约理论可以运用到债券发行条款中，因为债务合同的实质便是债权方与债务方的互相契约。所以，作为债务人一方的上市公司的财务指标、偿债能力、经营状况等多方因素都应被债权人一方重点关注。如果债务人通过伪造或选择性地公开披露的信息、不准确地估算资产与负债的比率、不及时发布自身不良财务状况等重要信息，掩盖企业自身的偿债能力下降的事实，导致债权人错误估计未来的形势，忽略违约的风险进而影响自身的判断，也就无法在事后及时有效制定止损对策。所以，在债务合同中，高质量的信息披露能够有效地补偿信息的不完整性，这对于债务合同的后期管理具有重要意义。但如果信息披露质量不足，损害了债权人的知情权，那么债权方的切身利益必然会收到影响。

2.3 信息不对称理论

上世纪七十年代，美国的史迪格利茨、阿克罗夫和斯彭斯三位经济学家联合创立了信息不对称学说，该学说一经明确提出后，便成为一个崭新的研究市场经济理论的方向。信息不对称理论表明，在市场经济的活动中，不同背景的参与主体获取信息来源的途径各不相同，因此获得了更多资讯的参与方将会在经济交易中占据主导地位。另外，这一学说还表明，在买卖过程中，买卖双方存在信息不对等的情况，买方知晓信息的渠道受限于卖方公开的信息，因此，卖方可以利用信息的不对称获取更高额的收益。

在市场经济活动中，我们大致将信息的不对称区分为事前与事后两种类型。投资者在选择投资标的之前，受限于自身了解信息的局限性，造成逆向选择的局面，我们将这样的情形称之为事前信息不对称。因此，多数经营不善的企业更倾向于采取举债的方式

进行融资，这会导致优质的企业占据的市场份额缩小，进而影响市场的平衡。此外，不良的债券发行主体的增多，会导致市场中的风险进一步累积。所谓的事后信息不对称，则是指在发行主体通过发债进行融资后，由于作为投资者的一方因缺少有效地对公司的生产经营活动监管手段，从而导致发行主体借助信息的不对称性谋取自身利益进而损害投资者利益的情况发生。

2.4 财务困境

目前，国内外学者关于财务困境的定义众说纷纭，学术界对此尚无明确的界定。在国内，财务困境也被称作财务危机。从法律界定的角度来看，现行的《破产法》对这一概念作出了解释，即如果公司因为内部运营管理不善或者公司发生了重大损失时，导致公司作为债务人一方无法按照协议履行其义务的行为。这种行为下的公司，发生债券违约的风险将大幅上升。当前，就企业陷入财务困境后的处置，大致存在如下三个解决方案：首先，公司进行资产重组。通过降低成本缩减开支、抵押或转让其他资产、寻求企业并购等方式获取资金，以此来清偿债务。其次，公司实施破产清算。终止公司原有的债券、股权关系，由清算组接管公司，对其进行清算、评估和处理分配。最后，实行债务重组。在不改变叫交易双方的情形下，通过法律途径与债权人协定，使其修改偿还条款，就清偿债务的时间、金额等重新达成新的交易。

2.5 Z-score 模型

纽约大学斯特恩商学院教授 Edward Altman 在 1968 年研究分析了美国破产和非破产企业，筛选出了 22 个财务比率并经过数理统计建立了著名的 5 变量 Z-score 模型。Z-score 模型是 Altman 在选取破产的企业为研究对象，采用数理统计方法对企业的经营情况、发生破产的可能性进行分析和判断得出的模型。Z-score 模型的表达式为 $Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.99X_5$ ，Z 的值越小说明企业的财务处境越差。当 $Z \leq 1.8$ 时，表示债务人的信用风险和违约可能性较高。当 $Z \geq 2.675$ 时，表示债务人的信用风险和违约可能性较低。当 Z 值介于这两个阈值之间时，公司有 95% 的可能性在一年内破产，有 70% 的可能性在两年内破产。Z 值的变量解释见表 2.2。

表 2.2 指标选取

指标	指标解释
X ₁	营运净资本/资产总额
X ₂	留存收益/资产总额
X ₃	息税前收益/资产总额
X ₄	优先股和普通股市值/负债总额
X ₅	营业收入/资产总额

资料来源：根据文献整理

1995年，Altman对Z模型进行了修正，得出了表达式为 $Z'=0.717X_1+0.874X_2+3.107X_3+0.420X_4+0.998X_5$ 的计分模型，在修正后的模型推算下， $Z'<1.93$ 时会有很大概率在短期内破产，当 $Z'>3.6$ 时意味着公司财务状况良好。

Altman之后进一步升级了Z'模型，得出Z''计分模型，公式为 $Z''=6.56X_1+3.26X_2+6.27X_3+1.05X_4$ 。Z''模型在原模型上剔除了X₅变量。因为对不同的行业而言总资产周转率的意义差别甚大，如果将该指标也纳入模型的计算范围内会影响结论的准确性。当Z''的值低于1.1时破产的可能性非常高，当Z''的值高于2.6时意味着公司财务状况良好。

3 我国债券市场发展及违约概况

3.1 我国债券市场发展概况

随着我国财政部重新推动国债发行，我国债券市场品种、体制机制愈发完善。改革开放以来，我国债券市场规模显著扩大、体制机制不断完善、交易品种逐步富足。国债交易业俨然成为了中国金融市场不可分割的重要部分。由图 3.1 我们发现，我国债券市场规模在 2014 年到 2020 年整整六年的时间，从原来的 35.3 万亿元激增到了 117 万亿元，增幅大于百分之两百。债券市场余额从 35.3 万亿元增加到 117 万亿元，增幅大于 230%。2020 年，我国累计发行的各种债务合计 57.3 万亿，同比增加了 26.7%；全国债券市场余额为 117 万亿，同比增加了 18.2%。由图 3.2 可知，2020 年发行公司信用类债券总额约为 14.2 万亿元，与上一期相比增长 32.7%；公司信用类债券余额为 28.9 万亿元，同比增加了 17.4%。



图 3.1 2014-2020 年中国债券市场规模统计

数据来源：中国人民银行。



图 3.2 2014-2020 年我国公司信用类债券规模统计

数据来源：中国人民银行。

3.2 我国上市公司违约状况

3.2.1 我国债券市场违约数量及金额

2014 年之前，我国债券一直保持着“零违约”的历史纪录。主要是因为政府的宏观调控和政策支持，比如财政兜底和金融隐形保护政策。但是，“十一超日债”的出现打破我国“零违约”的现状，该债务违约事件是中国债券市场发展历史上的首例。从此，大量拖欠违约现象开始频繁出现在中国债券市场上，不论是从债券违约的数量上，还是债券违约的金额总量上都一直在激增，初次违约事件之后，更严重的是违约主体也在不断蔓延，自此，违约常态化已经成为我国债券市场的一个醒目标志。

由图 3.3 可知，我国债券市场违约金额呈上升趋势，债券违约风险不断扩大。债券市场的第一次违约高潮发生在 2016 年，这一年里债券违约金额高达三百多亿，债券违约的数量超过了九十多个。但是在 2017 年以后，债券市场违约现象慢慢趋于平缓；然而，这种状况并没有持续太久，从 2018 年起，我们的债务危机就出现了剧烈的增长。这一年中债券市场违约金额超过了一千多亿元，与此相关的债券总数高达一百四十个，远远高于 2014 年到 2017 年债券累加后的总额。截至 2020 年末，中国债券市场的违约规模一度创下新的记录，中国债券市场的全年累计违约金额高达 1422.5 亿，是 2014 年违约金额的 91.24 倍，违约只数也维持在历史高位。

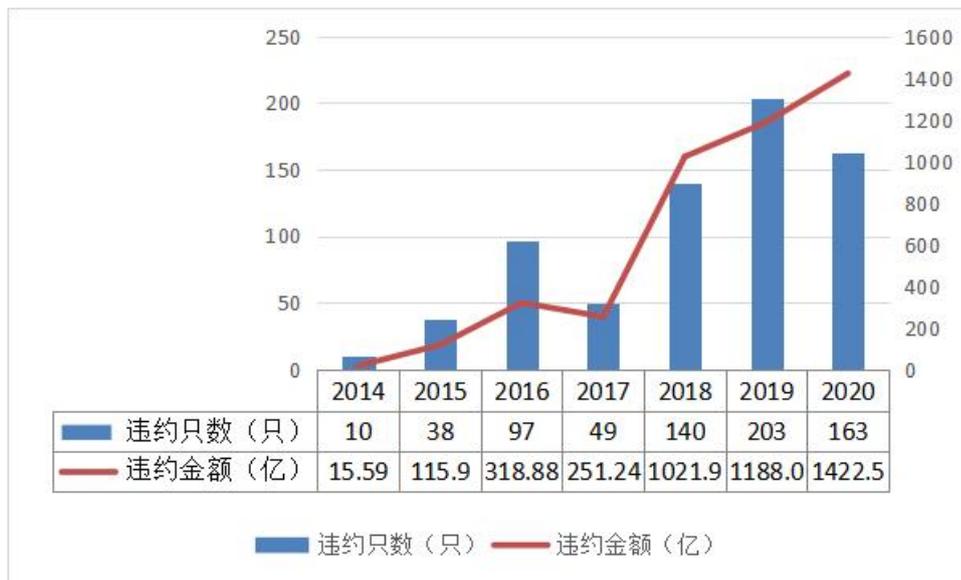


图 3.3 2014-2020 年我国债券市场违约情况

数据来源：wind 数据库、企业预警通

3.2.2 行业分布

自我国债券市场上出现首起违约事件后，债券违约行业的分布情况也呈现出显著特征。违约风险主要集中在一些周期性行业，比如煤炭、钢铁等。但是，在国内经济结构转型升级的背景下，生产效率提高、绿色发展理念的深入等使周期性行业的债务违约率明显下降。在 2018 年，债务拖欠率急剧上升，其影响的领域也越来越广，从周期性行业转到了基础行业，包括商业贸易、建筑装饰、生活日用品等。

到 2020 年底，由于受新冠疫情影响，行业景气度较差的行业新增的违约主体较多，房地产、汽车、建筑装潢等新增的违约主体数量明显，而其他行业包括公用事业、通信、采掘、商业贸易、农林牧渔、机械设备、电子、传媒等，违约主体行业分布相对均衡。正如图 3.4 所呈现的一样，在中国债券市场的违约主体虽无明确的行业规律，但违约主体较为集中的是综合行业，一方面由于该行业的主要发行人的数量很多；另一方面，也反映出中国债券违约主体在公司运营上的规律——过渡多元化运营的公司更易于出现违约。

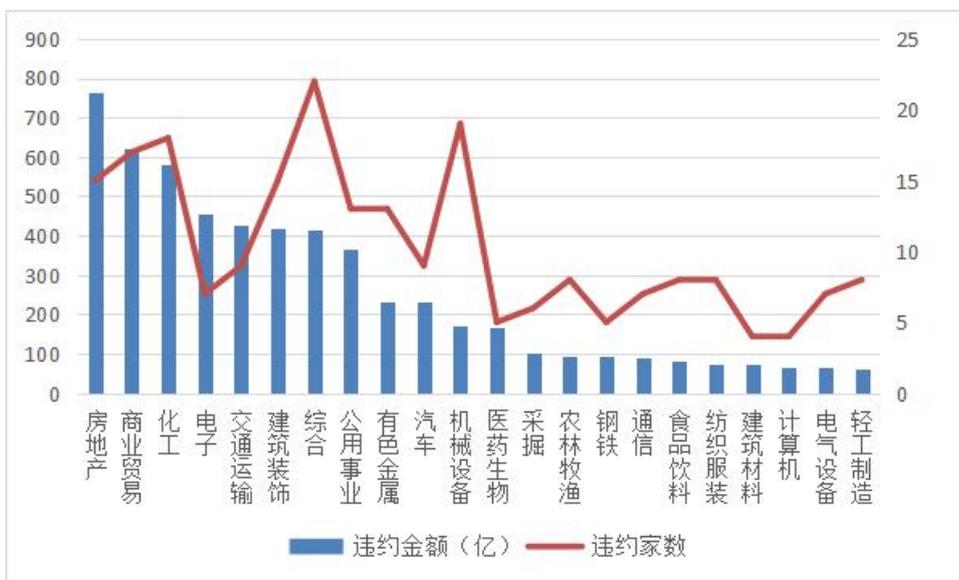


图 3.4 债券违约主体行业分布

数据来源：wind 数据库

3.2.3 企业性质分布

从发债企业属性分析。从图 3.5 可以看出，债券违约风险主要集中于民营企业，特别是巨额债务的实质性违约，是防范化解债券违约风险所需要关注的重灾区。2014 年之前民营企业债券违约风险占比高达 100%，之后，国企债券违约更加剧了债券违约结构的复杂度。从整体角度观察可以发现，每年的债务违约主体呈现一定的规律性，民营企业占主要地位，比如从 2017 年开始到 2020 年结束，每年度的违约主体分析中均指出，民营企业占四分之三以上的比重。由图 3.6 可知，截止 2020 年末，民营企业债券违约金融总量占我国债券市场违约金额总量的六成以上，虽然国有企业的违约状况逐步凸显，但民营企业一直是我国债券市场违约的主力。



图 3.5 2014-2020 年民营企业债券违约数量占比

数据来源：wind 数据库、企业预警通

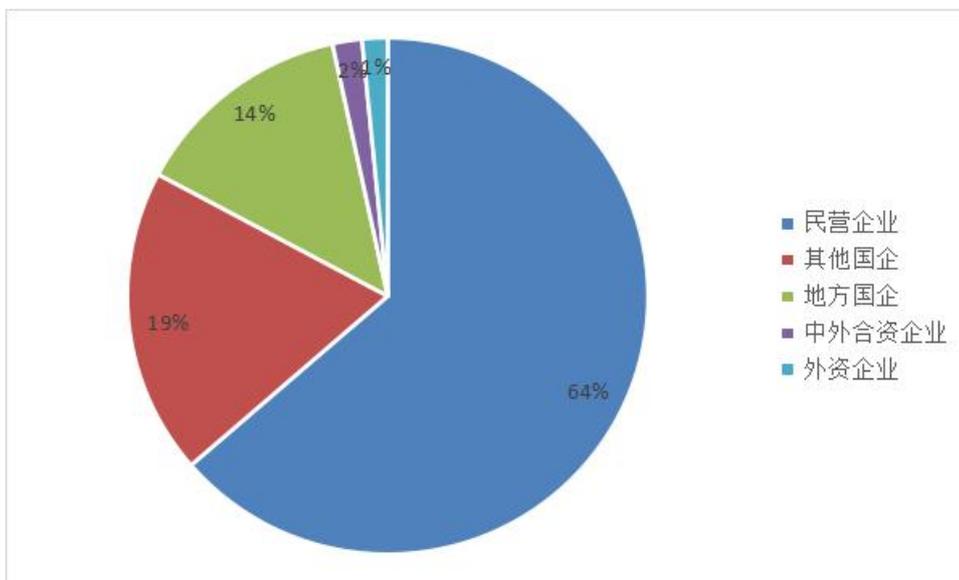


图 3.6 不同性质企业违约金额占比

数据来源：wind 数据库、企业预警通

3.3 我国上市公司违约的影响因素

致使我国上市公司发生债券违约的外部因素有很多，主要有宏观调控、行业周期、监管等。中国经济的发展已经进入了一个新常态，由快速发展向中高速发展，但是，在深化供给侧改革的同时，传统的产能过剩行业也将迎来新的严峻挑战。同时，在中国市场经济严格监管的背景下，企业融资难、融资贵问题突出，加之融资渠道收窄使得中小

微企业融资压力骤增，尤其是民营企业，一直以来都要经历融资相对困难、融资成本偏高等问题，所以跟国营企业相比，在不同融资方式下，民营企业均都处于相对弱势的地位。因此，融资困难加剧了我国债券违约风险。

从企业内部发展来看，产生违约现象主要可以归因于企业的运营情况、企业长期的发展战略布局、财务状况等。

首先，对于公司来说，由于公司的股权过于集中，会造成公司管理层的任意决定以及公司内部管理层的虚拟存在。如果公司的管理人员在决策和管理上出现失误，那么就会造成公司的运营问题，增加公司的风险，而如果股东的股份太过分散，则会使公司的管理人员不能很好地配合，使公司的管理效率降低，从而使公司在管理过程中可能出现决策问题，大大提升了经营风险。

其次，企业长期发展战略也是影响债券违约风险的重要因素。不同类型企业基于发展战略对业务范围的拓展存在差异，如综合类行业的经营范围较广，使该行业该在多元发展战略下的债券违约数量显著攀升、违约金额规模不断扩大。而从公司的层面上，这种长期发展战略的多元化会直接影响公司的判断，导致公司资源过于分散，公司资源的利用率很难发挥其真实的价值。此外，只有注入大量的现金流导致资金供给充足，才可以使公司进行多元化扩张。所以对于一些资本实力不够雄厚或者说经营状况表现差的企业而言，为了弥补资金缺口，只能通过各种外部的途径来进行融资，这无疑大大加剧了企业的财务风险，违约情况由此更容易出现，陷入恶性循环。

此外，企业经营的目的旨在缩减运营成本，增加净利润所得。但是，实际情况往往事与愿违，尤其是对于一些经营能力令人堪忧的企业，现金流严重不足，想要盈利更是难上加难。借钱维持企业的运营不仅增加了财务杠杆，还增加了企业的利息支出，和其他成本。总而言之，过度负债而引起一系列连锁反应，比如资金链断裂、债务违约等等，对于某些偿付能力不足的企业来说是非常危险的。

而且，由于并不完善的市场信用评估体系，导致市面上出现大量估值过高的债券。往往会出现一种情形，当某债券发生实质性违约之前，评级机构的信用评价等级的时效总是落后于违约的演变速度。无法及时有效地为投资者提供评级主体的相关信息，致使投资者因为信息不对称而错误预估了形式，未能规避风险，也没能及时改变投资策略以求做到及时止损。

3.4 我国债券违约处置方式

在早先的市场环境下，债券从有无抵押担保方面可以分为有抵押债券和无抵押债券（信用债券），有担保债券就是有抵押物进行担保或者赔偿，信用债券则是指既没有担保方也没有抵押物的债券。所以，对上面两种债券的违约处置方式也相对而言比较简单，当有担保债券出现违约时，只需要将抵押物进行处置即可；而当无抵押债券发生违约时，由于没有明确的担保物，违约处理方式就很多样，具体情况看图 3.7。

针对无抵押债券，当发生违约问题之后，一般分三步走，第一步自主协商，第二步申请仲裁，第三步申请诉讼。具体处理步骤如下：第一步债权债务双方先坐下来进行自主协商看看能不能解决，对于某些信誉良好且偿债态度很好的具有偿债能力的企业，它们有很多方式来筹集到资金，比如抵押自有资产、债券兑付或者从其他机构借款等等来处理违约。但是对于大部分企业而言，它们的偿债能力有待提高，只能通过一些其他方式来处理债券违约问题，比如债转股、展期兑付或者折价交易等等。然而对于国有企业而言，因为一旦国企发生债券违约会产生严重的恶劣影响，比如当地政府的形象演那种受损，使得投资者对当地政府的经济实力产生怀疑。而且某只国企债券发生违约会影响投资者对所有国企债券的信心，一损俱损，因此国企债券由于有政府作为第三方的担保以及政府的大力支持，比如在国企发生违约时，政府介入协调违约风险处置，避免发生其他恶劣的后果。在第一步无果的情况下，进入第二步，申请仲裁。仲裁协议条款为债券筹资方式提供了有力保障。如果前两步都没办法解决，就进入第三步，申请诉讼，当发行人出现债券违约，也就是不能按时偿付本息，此时，债权人依法向法院提起诉讼，对债务偿还、逾期赔偿等提出要求，更进一步可以采取财产保全诉讼，将企业的全部资产冻结或者查封，以此债权人的身份从被动转为主导。对于某些明显不可能偿付的企业，债权人实在没办法的，可以启动破产流程。但是需要注意的是，一旦启动破产程序，就不可逆转，而且会大大损失债权人自身的利益。

当前，结合我国债券市场的实践情况来看，违约债券的主要处置方式也在逐步增加，现有的处置方式可分为四大类，分别为协商解决、司法处理、担保代偿和市场化转让。其中，除担保代偿外，其他三大类途径又包含十一个小类别的具体处置方式。

协商解决，即债券持有人和发行人在违约事件发生后，通过自行协商对后续兑付事宜达成一定的协议或方案。从具体处理方式来看，主要又分为自筹资金、处置抵质押物、第三方代偿、债务重组、实物抵偿等。协商解决主要适用于发行人经营相对较为正常、

具有良好偿债意愿和一定偿付能力的情况，持有人与发行人一般通过债券持有人会议等形式进行自主协商、达成后续偿债方案。协商解决是投资人乐见其成的首选方式，如果能通过协商解决，相对来说，违约挽回的时间成本和资金成本会较低。

提请司法处理，即债券持有人通过司法途径向发行人进行债务追偿，是债券违约后投资人为维护自身权益的基本法律操作，根据不同的诉讼种类主要分为违约求偿诉讼、仲裁和破产诉讼。违约求偿诉讼是指债券持有人向法院提起诉讼要求发行人偿还违约债务，一般还会同时附加财产保全等申请以冻结发行人财产，以便在司法处置中获得比较有利的偿付顺位。违约常态化的过程中，违约求偿诉讼在债券违约中越来越多的被使用，机构投资者对持有风险资产的诉讼时效性、精准性要求也越来越高。仲裁是指债券持有人和发行人将债务争议提交给仲裁机构进行评判并作出裁决，主要适用于部分在发行协议中已经约定以仲裁为解决争议方式的债券，多以私募债券为主。违约求偿诉讼和仲裁适用于债券发行人尚不满足资不抵债等破产申请条件的情形，其中仲裁的流程及需时较求偿诉讼短，但必须债券发行条款中有约定仲裁相关内容方能适用。破产诉讼是指通过诉讼和申请使发行人进入破产程序，包括破产重整、破产和解和破产清算，主要适用于发行人资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的情况。其中，破产重整是指在法院的主持下，对发行人进行业务上的重组和债务调整，以帮助发行人摆脱财务困境、恢复营业能力然后偿还债务；破产和解是指是指发行人在出现破产事件时，与债券持有人就债务清偿达成协议，经法院审查认可后中止破产程序的情况。债务重组是指债券持有人与发行人经协商后对债务原有条件进行修改和调整，如延长债券偿还期限、削减利率或本金、折价交易，债转股，豁免债务等。实物抵偿是指发行人以实物资产向债券持有人抵偿违约债券债务的行为，从历史案例来看，主要出现在生产制造消费品类型的违约主体中。

担保代偿即由违约债券的担保人履行担保义务向债券持有人进行代偿，适用于有担保人的债券。担保代偿方主要分为三种，第一种为融资担保机构，作为专业金融机构向发行人提供担保；第二种是为支持区域经济发展，向区域内发债企业提供担保增信的平台公司；第三种为发行人股东或其他关联公司，此类担保方的设置多出于“信用共同体”的角度考虑，是对关联公司的一个行为约束，实际担保效力不及其他两种。目前债券市场上能实现担保代偿的案例较少，仅有 4 支违约债券通过此种方式完成了处置。

市场化转让，即债券持有人通过全国银行间同业拆借中心（简称交易中心）、北京金融资产交易所市场（简称北金所）和沪深交易所等交易平台以市场化方式对违约债券

进行转让，主要方式有特定债券挂牌交易、动态报价转让、匿名拍卖等。与上述三种处置途径相比，通过市场化方式进行转让的违约债券实际上没有真正兑付，仅是在不同投资者之间进行流通，但对于原持有人而言也是一种能够有效回收资金的退出方式，因此近年来越来越多的得到使用，相关交易平台的转让业务均已进入常态化，交易的活跃度和成交量得到了进一步的提升。

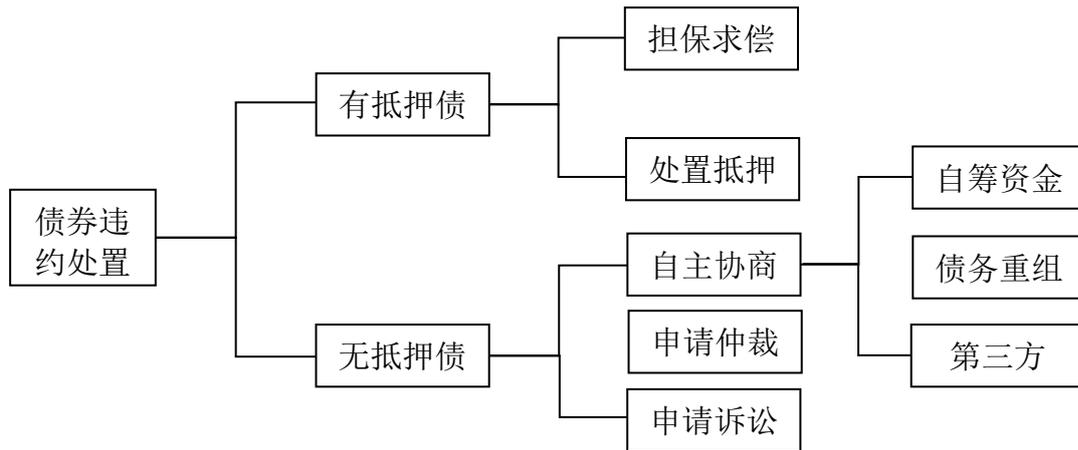


图 3.7 债券违约的处置方式

4 上海华信国际集团债券违约案例介绍

4.1 上海华信国际集团基本情况介绍

4.1.1 公司介绍

上海华信国际集团有限公司（以下简称“上海华信”）最初注册名称为“上海环利化学科技有限公司”，最初的注册资金为五十万元人名币，总部设立于上海市自由贸易实验区。为了适应国际化的需求，公司先后变更了几次名称，如上海华信石油集团有限公司，最终在 2015 年正式变更为上海华信国际集团有限公司。随着公司规模的不扩张，公司的持股人以及注资金额越来越多，股权结构也越来越丰富，在 2017 年的时候，注册资金已然增加到了 145 亿元。由于中国华信能源有限公司（以下简称“中国华信”）持有上海华信百分之五十以上的股权，故而华信能源为上海华信实际控股第一大股东。2002 年，中国华信能源有限公司初创，最初的经营业务为能源和金融业务，之后产业涉及范围和领域越来越多，集团利润越来越可观，企业实力随着其扩张脚步而不断增强。随着中国华信壮大，集团董事长身价也水涨船高，连续几年荣登福布斯全球富豪榜，中国华信亦跻身全球企业五百强之列。与此同时，母公司控股的上海华信集团也处在飞速发展的时期，在解决就业、增加地区营收、带动上下游产业等方面为国家和社会做出贡献。作为上海市纳税百强民营企业，上海华信集团的经营业务范围不断拓展，包括金融类公司、新能源行业、石油化工以及交通基础设施投资管理等等，良好的企业前景让投资者将中国华信的核心融资平台一度视为上海华信。然而，好景不长，随着债券违约的曝光，庞大的上市公司陷入债务泥潭。据相关媒体报道，在 2019 年 11 月 15 日，上海华信已经向上海市人民法院提交了自身破产清算请求，宣告曾经风光无限的华信商业“帝国”崩塌，企业逐渐走向末路。

4.1.2 公司股权结构

通过观察图 4.1 可知上海华信国际集团的股权分布情况，其中，中国华信能源股份有限公司占比最高，超过百分之五十；上海市华信金融控股有限公司次之，占比为百分之三十七；最后是中国华信国际股权投资有限公司，占比为百分之十七。除此之外，上

海华信集团不断的扩大其现有规模，截至违约发生前，对外投资了三十四家企业，其中百分之百控股的有十四家，百分之五十以上控股的有九家，而百分之五十以下控股的有十一家。

在 2013 年的时候，上海华信为获取上市公司百分之六十以上的股权，收购了安徽华信国际控股有限公司（前身为华星化工）7.28 亿新股，进而获得了对安徽华信百分之四十三点二六的控股权，之后上海华信更改名称为华信国际。一年之后，上海华信通过花费巨额资金收购了小型券商所有的股票，然后再将其不断投资，最终成立了华信证券。

而后，上海华信开启了大肆收购之旅，集团规模随之不断的膨胀。短短数年，上海华信成为中原银行的股东之一，以及拥有港股公司时尚环球百分之五十以上的股权，并成立了一家银行（海南银行），同时收购了万达期货。此外，为了迎合国际化战略，上海华信成立了上海华信国际集团财务有限责任公司。上海华新集团历时二十年的发展拥有巨大的规模，发展速度较快。但也为 2017 年遭遇了一场债券违约风暴的发生埋下隐患。

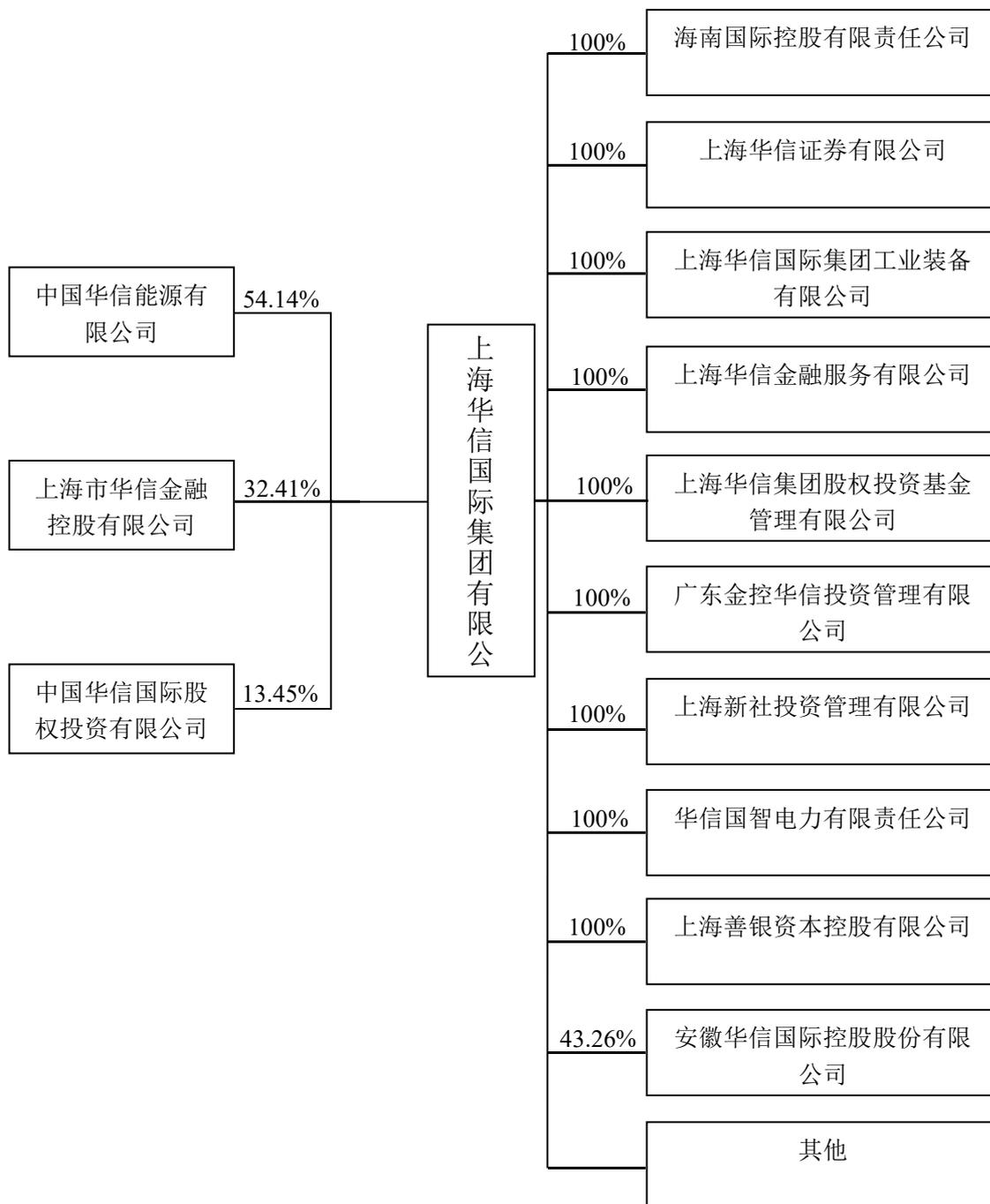


图 4.1 上海华信国际集团有限公司股权结构图

数据来源：企查查网站

4.1.3 公司主营业务介绍

随着发展战略的深入布局，上海华信集团的主营业务也随之发生了一些调整和变

化。具体为：2015 年之前，集团主要的业务集中在一些基础的产业，比如生产化工原料，老百姓的日用品等等。随后，公司不断的转型和扩张，业务范围越来越广，主营行业和业务也不再局限于单一的原材料，由原来稳定的生产化工原料的基础性行业转变为油品贸易等石油行业。近年来集团的原油贸易对国际社会的依赖度较高，但是由于国际市场石油的价格波动很大，使得上海华信集团获取利润的空间不断被压缩。转型后，企业主要经营中国地方炼厂加工所需要的直馏燃料油产品，该产品主要原材料是俄罗斯进口的重质原油，为此，上海华信和主要供应商哈萨克斯坦国家石油公司、阿塞拜疆国家石油公司、MEPCURIA 等国外公司保持着良好的合作伙伴关系，这使得集团的发展重心逐步偏向海外。下图 4.2 为公司主营业务结构图：

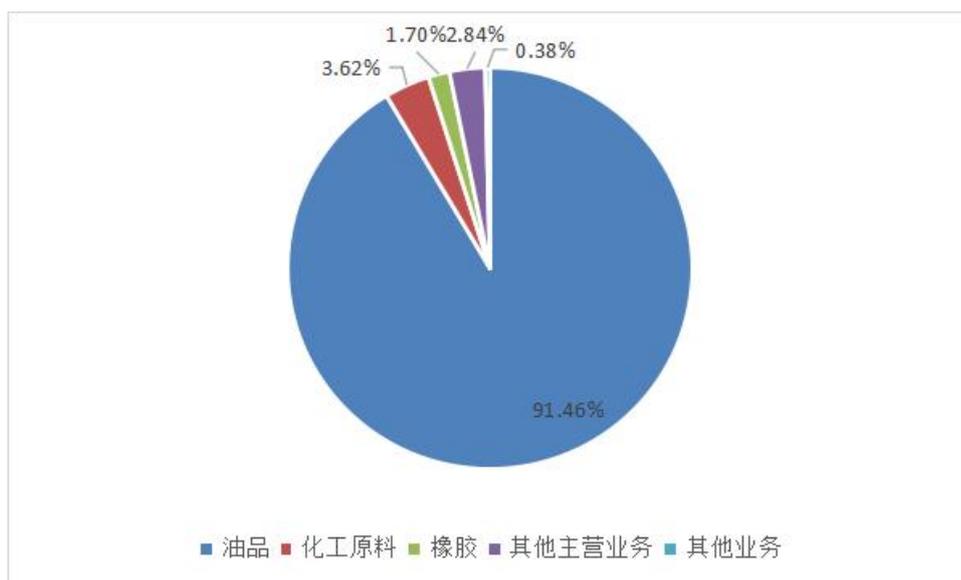


图 4.2 上海华信集团主营业务占比情况

数据来源：上海华信集团信用评级报告

4.2 上海华信集团违约债项介绍

4.2.1 上海华信集团债券发行及违约情况

2017 年 8 月以来，上海华信国际集团在中国银行间市场成功发行了名为“2017 年度第二期超短期融资券”，由中国建设银行股份有限公司对该债券进行发售，这只债券的具体情况如下：

首先，该债券属于信用债券，也就是无担保抵押债券，发行金额合计二十亿人民币，年利率为百分之六，发行价格为一百元，发行的期限为二百七十天，付息的方式为期满后每次偿本付息。其次，债券的信用评级依托于上海华信集团，被评级机构——中诚信国际信用评级有限公司评为 3A 级，且资信评估有限公司预测了资信级别，表示适合长期投资。自此之后，上海华信不断发行新的超短期债券，比如“沪华信 SCP003”、“沪华信 SCP004”、“沪华信 SCP005”等，通过发行债券的手段募集了将近八十亿元人民币的资金。

不过，在 2018 年 5 月 21 日，上海华信集团出现了实质性的违约现象，违约金额本息合计为 20.89 亿元。上海华信发布公告解释为：因为企业经营不善，所以短期债券“17 沪华信 SCP002”本来应该按约定期限兑付本金和利息，但是因为集团目前没能筹集到相应的金额，所以只能暂时搁置。之后中诚信国际信用评级有限公司不断下调上海华信集团的信用等级，由 2018 年 3 月 8 日的 AA+ 在短短十几天之后就调到 AA-，随着危机的蔓延，上海华信集团信用等级再次下调为 BBB-，十几天后信用等级降为 BB，2018 年 5 月 22 日下调至 C。上海华信的信用评级短时间内经历了过山车似的暴跌，于 2018 年 6 月 22 日，上海华信集团的信用等级跌为 CC，正式坠入谷底难以复返。更为糟糕的是，在“沪华信 SCP002”违约之后，上海华信集团出现了一系列负面的连锁反应，不断发生的交叉违约使得债券违约不论是从金额还是数量不断扩大，致使公司岌岌可危。由表 4.1 的数据可知，截止到 2019 年 12 月 31 日，上海华信集团的违约金额高达 202.19 亿元，违约债券数量合计为 13 只。

表 4.1 上海华信集团发行债券及违约情况

证券简称	当前状态	起息日	到期日	违约日	违约本息 总额（亿 元）	证券类别
15 沪华信 MTN001	实质违约	2015-11-03	2018-11-03	2018-11-05	21.00	一般中期票 据
15 华信债	实质违约	2015-12-10	2018-12-05	2018-12-05	31.49	一般公司债
16 申信 01	实质违约	2016-09-09	2018-09-10	2018-09-10	2.45	一般公司债
17 沪华信 MTN001	实质违约	2017-06-21	2018-06-21	2018-06-21	3.94	一般中期票 据
17 沪华信 SCP002	实质违约	2017-08-24	2018-05-21	2018-05-21	20.89	超短期融资 券
17 沪华信 MTN002	实质违约	2017-09-26	2020-09-26	2018-09-25	1.88	一般中期票 据
17 沪华信 SCP003	实质违约	2017-09-28	2018-06-25	2018-06-25	20.88	超短期融资 券
17 沪华信 SCP004	实质违约	2017-11-01	2018-07-29	2018-07-30	20.89	超短期融资 券
17 沪华信 SCP005	实质违约	2017-11-23	2018-08-20	2018-08-20	21.98	超短期融资 券
17 华信 Y1	实质违约	2017-12-12	2020-12-12	2018-09-03	10.78	一般公司债
17 华信 Y2	实质违约	2017-12-26	2020-12-26	2018-11-19	30.00	一般公司债
18 沪信 01	实质违约	2018-01-22	2019-01-22	2019-01-22	10.68	私募债
18 沪信 02	实质违约	2018-02-12	2019-02-12	2019-02-12	5.34	私募债

数据来源：依据 wind 数据库整理

4.2.2 上海华信集团债券违约过程回顾

2018年5月21日，上海华信集团债券首次发生本息违约，并持续至今。下文对上海华信集团的重大事件按时间顺序进行直观列示。这样我们可以一目了然的了解到上海华信债券的信用评级经过了什么样的变化，以及针对这些问题，上海华信集团是如何处理的。

表 4.2 显示了自上海华信集团债券违约以来，债券违约的主要事件以及评级机构对债券评级的更迭过程。从表 4.2 可以直观地看到集团债券信用评级下调的整体过程以及

事件关键节点。

表 4.2 上海华信集团债券违约事件节点回顾

时间	事件
2017-11-27	公司被纳入评级关注
2018-02-07	2017 年累计新增借款超过上年年末净资产比例的 20%
2018-03-01	媒体发布关于中国华信董事长叶简明的负面报道，同时公司多只债券停牌
2018-03-08	公司因媒体发布的关于中国华信的相关报道对公司收购俄罗斯国家石油公司 14.16% 股权的事项产生了影响，主体相关债券被列入可能降级的观察名单中诚信国际信用评级有限公司下调其信用评级至 AA+，此前信用评级为 AAA
2018-03-28	上海华信在凤凰金融理财平台的借款项目出现逾期，承诺延期至 2018 年 5 月 15 日前按合同约定归还上述借款本息及在此期间产生的罚息
2018-03-30	上海华信涉及重大诉讼，均为金融借款纠纷，所持有控股子公司华信国际股票 4.96 亿股被司法冻结中诚信国际信用评级有限公司下调其信用评级至 AA-，此前信用评级为 AA+
2018-04-28	上海华信控股子公司华信期货收到河南证监局关于对其实施责令改正措施的决定
2018-05-02	华信国际净利润亏损 0.59 亿元，合并流动负债余额 33.32 亿元，公司预计无法按时披露年度报告中诚信国际信用评级有限公司下调其信用评级至 BBB-，此前信用评级为 AA-
2018-05-16	中诚信国际信用评级有限公司下调其信用评级至 BB，此前信用评级为 BBB-
2018-05-21	超短期融资债券未按时兑付回售款和利息，构成实质违约；对俄石油收购项目终止
2018-05-22	中诚信国际信用评级有限公司下调其信用评级至 CC，此前信用评级为 BB
2018-06-22	公司所持华信国际被冻结股份增至 13.8 亿股，被执行司法轮候冻结状态的股份数合计超过其实际持股数；中期票据未按时支付利息，构成实质违约中诚信国际信用评级有限公司下调其信用评级至 C，此前信用评级为 CC
2018-12-27	公司累计违约债券 13 只，违约本息总额达 203.17 亿元
2019-04-24	公司发布关于预计无法按期披露 2018 年年度报告的风险提示公告

数据来源：依据 wind 数据库整理

2018 年 3 月 1 日，中国证监会对中国华信能源股份有限公司董事长叶简明展开调查，华信企业发展的不稳定因素增多，大部分产业的资金链一度紧绷，多数债券涉及债权人的诉讼，公司正常运行出现困难。最为致命的是，这一事件对上海华信收购俄罗斯石油公司 14.16% 股权产生了巨大影响，使得公司陷入进退两难的局面。如果此时终止收购，那么公司之前所有的投资都将化为泡沫，华信集团本就负债累累，收购的暂缓使得局面雪上加霜。此外，公司的负面新闻也将影响公司的融资能力，随着信用评级机构下调企业的信用评级，极大降低了从外部获取资金的可能性，从而导致原有资金链断裂，到期债券无法赎回。

4.2.3 上海华信集团债券违约的处置情况

上海华信曾在发生违约后发布公告，宣称公司正在努力筹集资金，计划于超短期融资债到期兑付日后的6个月内，偿还未能按照合约期限所需交付的本息和。然而由于上海华信的其他债券也相继到期，导致公司原定的还款计划未能实施。同年十二月，中国证监会将上海华信集团列入失信名单，法定代表人被限制消费。2019年11月，东莞证券以主要债权人上海华信公司无法还清已到期欠款且明显无偿还能力为由，向人民法院申请对上海华信公司实施破产清算，上海三中院通过了该项诉讼，对上海华信因无法清偿债务批准其破产清算。经调查公开显示，上海华信已有13只债券违约，累计违约金额达202.19亿元。从单只债券违约，到旗下多家重要子公司陷入债务泥潭，再到集团实际控制人被控制，上海华信集团正一步一步走向消亡。

5 上海华信集团债券违约案例分析

5.1 债券违约造成的后果

5.1.1 对公司自身带来负面影响

违约事件发生的前后，对上海华信国际这个集团旗下的子公司的负面冲击无疑是巨大的，也是伤筋动骨的。违约发生的前一个月，第三方评级机构中诚信国际将“17 沪华信 SCP002”超短期融资券的发行主体上海华信国际的信用评级由原先的 AAA 级调整至 2 A 级再度下调至 CC 级，无疑是将上海华信国际陷入财务困境的事实公之于众。此次信用评级的下调，不但制约了公司的对外融资能力，而且迫使集团取消原定的新债发行计划，从内外部加深的公司运营压力，致使旗下的债券面临停牌的危机，也让广大投资者对于的华信债券报以质疑的态度。此后，因为发行主体的信用评级大幅下调，银行等金融机构也暂停了与上海华信国际的贷款渠道，这意味着公司难以从外部筹措资金解决困境。上海华信不得不采取股权质押的方式获取融资，但在华信集团发布关于旗下所持控股子公司安徽华信的部分股权质押的决定后，未能获取资金的回笼。上述超短期融资券在 2018 年 5 月 12 日到期，而作为债务人的上海华信却无能力支付到期本息和共计二十余亿元，最终构成债券违约。

反观上海华信集团发生债券违约的整个过程，原先的企业经营不善致使了自身信用等级连续降级，而信用评价的跳水又给公司整体的运营带来极大的困难。违约事件之所以对企业造成如此巨大的负面效应，是因为一方面，集团原有的债券遭遇停牌的同时，原定发行的新债的计划也因无法融资而不得不胎死腹中。种种原因导致了企业融资能力下降，在自身现金流动性差的情形下，让企业无力偿还债券到期日后的本息；另一方面，在实质违约的发生后，公司未能及时采取妥当的处置措施，让广大投资者的信心受到极大的动摇，接二连三的债权人对债券发行主体进行控告，一系列的冲击使得上海华信连公司的日常运转都难以为继。公司为在海外扩张的而实行的收购计划全部取消，冻结了资金的内部流动，极大地降低了自身的盈利能力水平，甚至连员工薪酬都无法按时发放。这意味公司逐步迈向破产的结局。

5.1.2 让投资者蒙受经济损失

上海华信集团债券的投资人既有机构的也有个人的，相同的是违约都对两者造成巨大的损失，对于机构投资者而言，不仅其投资回收期被拉长，影响投资的回报率，且会债券的违约扰乱了其原先投资规划，特别是对于抗风险能力弱的小型投资机构，现金流的恶化很容易会导致其破产清算；同样的企业投资者也受到不良影响，债券违约导致企业现金流紧张，给企业的经营和管理带来了压力，情形严重的甚至无法保证企业的正常经营生产，危及企业存亡；对于个人投资而言，由于该群体往往人数众多和分散，抗风险能力相对较弱，所投资资金重要性不同，因此债券违约对其造成的影响比前者的更为严重，且有可能会带来社会治安问题。虽然在法律规定中，债权人在破产清算中处于较为靠前的清偿顺位，但在现实中破产公司往往资不抵债，债权清偿率很低，且破产清算过程漫长而繁琐。即便在集团申请破产重组后，投资者可优先获取赔付，但公司的重组完成遥遥无期，出售后的资产价值较之先前也远远不如，造成实质上的资产缩水，最终难免对债券投资者造成大量损失。

5.1.3 动摇了参与主体对债券市场的信心

从所查阅的数据中可以看到，“17 沪华信 SCP002”的违约金额前后共计超 20 亿元。单一债券的违约对于先前市值超千亿的上市企业来说，不应促成其全线崩盘的局面。然而由于公司旗下发行的短期债券分布较为集中，多只债券到期日临近，致使华信集团在一只债券发生违约后差生了交叉违约的连锁反应，总计多达 17 宗债券的相继发生违约。由于该违约事件的发生，引起了投资者的恐慌，继而对后续其他债券造成也造成了影响，根据数据显示后续共有 13 起共计 202 亿元造成债券违约。一系列的债券违约无疑给上海华信集团带来重重的一击，也对整个金融市场体系造成了一定的冲击，让广大投资者望而却步。此次事件，揭露当下我国债券市场的监管体系的疏漏之处，也突出了国内信用评级体系存在诸多弊端，在一定程度上了削减了广大投资者的投资热情，动摇了投资者对于国内债券市场的信心。

5.2 债券违约的成因分析

5.2.1 公司激进扩张海外业务

(1) 上海华信集团扩张历程

为了防止部分业务涉及石化的能源企业通过“变名”的方式偷税漏税，国家税务局于 2012 年 11 月份对全部液化气产品实行了征税。针对此项税收政策的实施，上海华信国际毅然中止了变名化工品进口业务，并取消相关的大宗商品交易，转变公司经营策略，将业务重心向海外业务倾斜。在 2015 年之前，国家对于民营企业在原油进口和使用权方面所采取的管理办法是经营许可，而在 2015 年之后则逐步放松管制，对此上海华信国际的贸易重点从化工类产品逐步转移至石油类产品，并在此基础上拓展油类商品的上下游供应链，拓宽了交易渠道。同一时期，在海外市场也大肆开展收购和并购业务，整个集团进入高速扩张形态。表 5.1 为上海华信参与的部分海外投资业务说明。

上海华信国际公司于 2016 年 3 月末，入主捷克的一家金融公司，收购其 50% 的股份，交易对价为 9.8 亿美元，采用转让股权和定增的方式完成收购。此番交易让华信集团一举成为全中国首家完全控股欧洲银行的民营性质的企业。同年的十二月，又斥资 6.80 亿美金购买了哈萨克斯坦一家国有控股的石油天然气公司 51% 的股份，将集团彼时主营的大宗油类贸易业务扩展到了中东欧地区。诸如此类的大规模海外业务的开展，使得华信集团自身的自有资金大规模的放置于海外市场，为后续资金周转困难埋下了伏笔。截至 2017 年底，公司的海外业务收入占总体收入的 45.86%。不过，在 2018 年发生债券违约之后，因大量海外应收账款难以在短时间能形成资金的回笼，导致公司在后续处置违约事件中难以为继，进一步恶化其财务状况。

表 5.1 上海华信集团 2015—2017 年投资业务说明表

日期	标的的内容	投资金额（百万美元）	项目简介
2015/6/4	Pivovary Lobcowicz Group, a. s.	107	捷克老博客啤酒公司
2015/9/4	SK Slavia Praha-fotbal a. s. (60%股权)	未披露	捷克甲级足球俱乐部斯拉维亚
2015/9/24	Deneff SAS (51%股权)	未披露	法国领先的独立燃油分销商之一
2015/12/28	CPC Corporation(oil and gas blocks in Chad) (35%股权)	110	中国台湾中油向中国华信转让乍得三个油气区块 35%股权及销售权益
2016/1/20	Le Palais Art Hotel	未披露	捷克著名酒店
2016/3/22	Invia. cz, a. s. (90%股权)	未披露	捷克在线旅行社
2016/3/30	ZDAS, a. s.	81	捷克知名冶金工程企业
2016/3/30	TSS Cargo, a. s (80%股权)	269	铁路运输服务
2016/3/31	J&T finance Group (50%股权)	980	捷克 J&T 金融集团
2016/4/1	Travel Service, a. s. (39.92%股权)	34	捷克第二大航空公司
2016/4/29	KMG International N.V (51%股权)	680	哈萨克斯坦国家石油国际公司
2016/7/31	Mandarin Oriental Hotel Group Limited	未披露	捷克文化东方酒店
2017/2/20	ADCO Onshore Concession (4%股权)	1800	阿布扎比国家石油公司陆上石油特许开采权 4%的股份
2017/3/29	Cowen Group, Inc. (19.9%股权)	98	美国百年金融公司考恩集团
2017/9/8	Rosenft Oil Company OAO (14.46%股权)	9254	俄罗斯石油公司
2017/10/10	Canaria Travel, spol. s ro(49.99%股权)	未披露	捷克加那利旅游公司
2017/11/27	Montepio Seguros	未披露	葡萄牙保险公司
2017/12/21	FarbancaS. p. A(70.77%股权)	未披露	意大利银行

数据来源：wind 资讯

(2) 激进扩张恶化企业现金流状况

自从上海华信在 2015 年开始了海外业务的全面拓展后，在短短的两三年时间内，公司在境外累计进行了 18 项交易，交易总额高达 120 多亿人民币。通过回顾上海华信

集团的扩张历程可以看出，多数开展的境外业务都伴随着长期的投资风险，体量巨大的长期投资意味着项目从开始到完成期间会牵制自身大笔的流动资金。通常情况下，如果没有足够的资金支持，短期内项目获取的收益未必能抵消现金流动性下降造成的负面影响。根据研究上海华信公开披露的信息来看，一家主营业务在能源行业的民营企业，在境外项目投资中，将大笔的资金转投其他行业，诸如服务业、旅游业乃至足球俱乐部。公司盲目地对外投资并购于非自身主营业务的行业，这意味着企业在其他行业的市场竞争中还需投入更多的运营成本，也会造成短期内不能迅速回笼资金的情形，最终导致违约发生后，无力偿还到期的债务。图 5.1 为上海华信集团 2012 到 2017 年的筹资活动产生的现金流量净额。



图 5.1 上海华信集团 2012 到 2017 年的筹资活动产生的现金流量净额

数据来源：企业年报

显而易见，上海华信集团从 2012 年至其发生实质违约前夕，公司整体经营活动的资金流量持续为负值，且维持在不断增长的水平。造成这一现象的主要原因在于，为迎合公司发展的宏伟蓝图，其多年来持续进行大规模的收购与投资，导致了投资活动的资金流大于资金的流动，两极分化现象十分明显。上海华信于 2016 年末的净现金流量相较于 2012 年末的数据足足翻了 5 番有余。从 2015 开始，公司将从银行借贷的款项和直接融资中募集到的大部分钱用于境外业务拓展，投资所需的现金流呈几何倍数增加，从而造成了公司的现金流不足，最终造成了母公司的现金流的短缺。这便是公司在 2018

年度发生违约的根本性原因。

5.2.2 应收账款多，回收难度大

(1) 应收款项堆积，现金流压力大

上海华信国际有限公司主营的能源业务属于周期性行业，受多方面因素的影响，诸如国际原油价格大幅波动、不同国家的政策制定、不同市场的经营环境都会因对其营收能力造成影响。同时，归因于公司采取“以销定采”的营销模式，即便可以加快产品的周转带动资本的流动，应收账款金额庞大且增速快的问题随之显现。华信国际自 2012 年至 2017 年 9 月期间，公司财务报表披露的应收账款变化情况如图 5.2 所示。

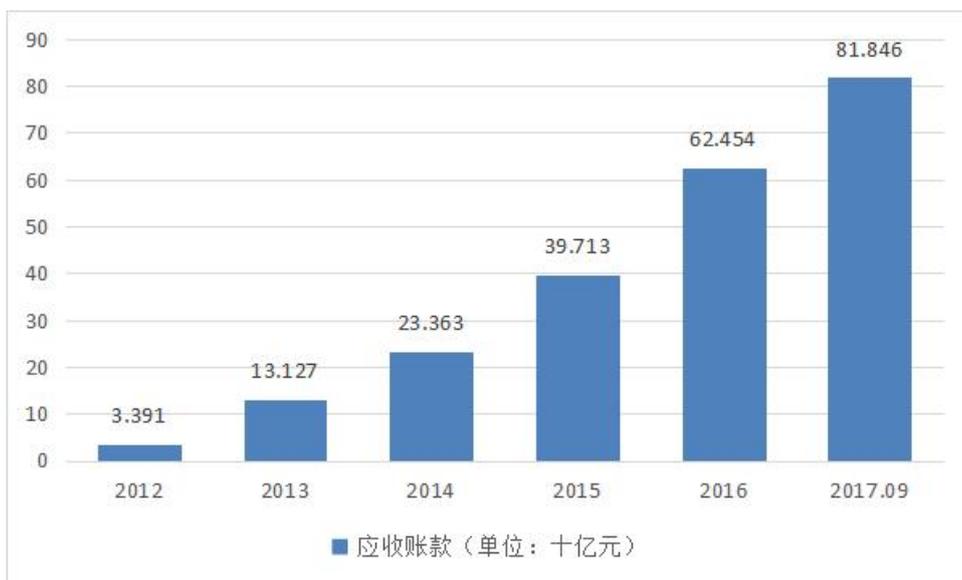


图 5.2 2012—2017 年上海华信集团应收行款一览表

数据来源：企业年报

由上图观察后可以发现，公司的应收账款的变动与公司的负债水准变化雷同，皆是呈倍数增长的态势。在 2018 年初，由于集团控股股东曝出的诸多负面新闻，导致股价下跌，集团市值缩水后，诸多业务处于停滞状态，造成大量应收账款的积压，加剧了集团现金流的压力，进一步导致公司发生债券违约的可能性。

(2) 应收账款激增削弱了企业偿债能力

分析上海华信集团近几年的年报数据可以发现，伴随着公司的不断扩张，企业的总资产也在急剧膨胀。理所当然的，应收账款作为企业营业收入的重要组成部分，在公司

资产中的比重逐年递增。然而，过高的应收账款与营业收入比并不利于公司的健康发展，即便应收账款的回收周期不长，但依旧会让企业面临经营性现金流量匮乏的窘迫。一旦企业因为外部因素的影响，而难以在期限内收回应收账款，则会进一步加剧企业经营性现金流量匮乏的难题。下表 5.2 为公司 2014 年值 2017 年经营情况。

表 5.2 2014—2017 年上海华信集团财务数据统计

日期	经营活动现金流量净额（十亿元）	应收账款/营业收入	净资产收益率
2014-12-31	2.635	13.63%	23.64%
2015-12-31	0.29	19.22%	11.72%
2016-12-31	8.377	25.26%	9.61%
2017-09-30	2.521	41.27%	

数据来源：企业年报

如上表所示，公司 2016 年经营活动产生的现金净流量为 83.77 亿。而 2015 年仅为 2.9 亿，增幅巨大，但在 2017 年前三季度则又下降至 25.21 亿，经营活动产生的现金净流量之所以波动巨大，一方面是因为公司前期大规模发放了短期融资券融资，并转移至海外市场，大量的海外业务促使应收账款的激增；另一方面，经营活动型现金流量的大幅度下滑又要归因于先前累计下来的大量应收账款，难以在逾期之前收回。从企业的收益角度出发，随着应收账款大量挤占经营流动资金的空间，致使 2014 到 2017 年公司净资产收益率持续下滑，进而影响到公司日常运营，导致现金流进一步恶化，并最终在 2018 年 5 月形成违约。

5.2.3 债务期限错配，短期债务密集

（1）公司负债总额高

上海华信能在短短 5 年时间内，发展成为集能源、贸易等一体的多元化企业集团，并跻身世界 500 强企业中的一员，很大程度上要归功于其快速扩大的负债举措。公司的负债总额在 2012 年仅为 49.8 亿，而在 2016 年则膨胀到 1071.88 亿，四年间增长了 20 倍且势头未减，截止 2017 年前 3 三个季度又增长至 1278.81 亿。上海华信的资产和负债虽然在急剧扩张，但其净利润增长速度却远不及前者，上海华信 2012 年净利润为 2.52 亿元，到 2016 年增长到 44.66 亿，而 2017 年前 3 个季度净利润仅为 29.93 亿元，如此

夸张的利润率正是对企业自身经营不善的写照，也是对企业陷入财务困境的佐证。下图 5.3 为上海华信总资产、总负债和净利润的变化情况统计图。

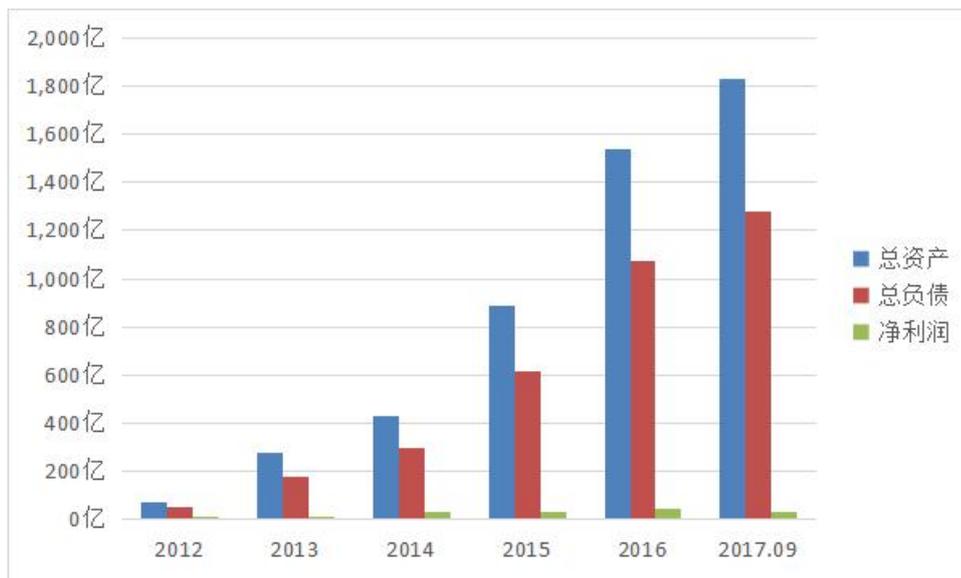


图 5.3 2012—2017 年上海华信集团总资产、总负债以及净利润变化情况

数据来源：公司年报

(2) 公司短期负债集中，流动性持续下滑

上海华信在融资过程中累积了大量的负债，其中以短期债券最为突出。2016-2017 年共发行 15 只，总额 313 亿元；2016-2018 年共计发行 13 笔，合计 263 亿元。从表 5.4 可以看出，在公司的总负债中，流动负债的占比在 2012 年底是最高的。2018 年则是短期债务量最大、排布最集中的一年，伴随着规模不小的银行间市场债券的到期，使得公司整体面临极大的还债负担，亦成为压垮企业最终破产的最后一根稻草。

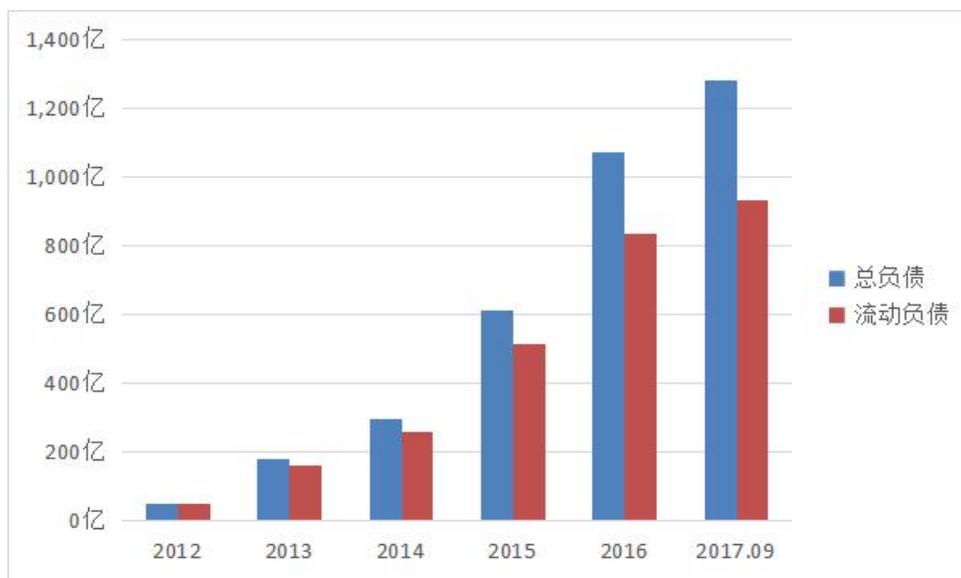


图 5.4 2012 年—2017 年上海混集团总债务以及流动负债的相关情况

数据来源：上海华信集团 2012—2017 年年报整理

5.2.4 公司负面新闻频发，影响投资者信心

(1) 实控人丑闻缠身，债券临时停牌

据报导，原上海华信的大股东兼中国华信董事会董事长的叶简明于今年三月一日被有关部门传唤调查，该事件成为华信系列债券风波骤起的导火索。彼时，集团旗下的子公司安徽华信的股价曾一度跌停，后续计划的债券交易也被临时叫停。并且，该事件后续对集团在海外的收购业务亦产生了负面影响，大额海外交易项目无法继续，使得原先的投资化为泡影。综合下来，上海华信再融资难度大，无力获取新的融资，经营现状也让集团无法实现借新还旧的愿景，最终导致公司一蹶不振。

(2) 涉及诉讼纠纷，公司所持股份被冻结

从违约的实质发生的短短几个月内，上海华信卷入的诉讼事件共 13 件，诉讼金额达 40.76 亿元。因母公司涉及金融借款合同纠纷的重大诉讼，致使其所持 4.96 亿安徽华信分公司的股份被冻结，这造成安徽华信一季度的营业收入锐减，也发生了债务逾期。分公司的股票大幅下跌，面临退市的风险。这反作用的控股公司的华信集团，进一步降低了公司偿还债务的能力。

5.3 基于 Z-score 模型的违约风险预警分析

企业的债务违约发生不是一蹴而就，通常都早有预兆，若是能够及时做出违约风险警示，并适时采取相应的处理对策，一方面，对公司而言可在一定程度上缓解违约发生后的冲击乃至于可以避免违约的发生；另一方面，对于投资者而言可以及时采取应对措施，及时止损，减少被投资标的债券违约对自身的负面影响。基于前文所述 Altman 的 Z 值计分模型，计算企业的 Z 值得分可以对企业财务失败或者企业发生破产的可能性进行预测，从而判断企业是否存在违约的风险。本文选取了上海华信集团 2012-2017 年的财务数据并通过 Z-score 模型进行计算分析，结果如下表 5.3 所示。

表 5.3 上海华信集团 Z-score 计算表

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017
X ₁	-0.2523	-0.2271	-0.1600	-0.2326	-0.2514	-0.2235
X ₂	0.0465	0.0544	0.1083	0.0840	0.0702	0.0726
X ₃	0.0430	0.0557	0.0969	0.0509	0.0403	0.0409
X ₄	0.4701	0.5728	0.4517	0.4512	0.4337	0.4312
X ₅	4.1466	3.6684	4.0096	2.3182	1.6049	1.0788
Z	4.291434	3.962846	4.519914	2.572188	1.778661	1.295142
Z'	4.3290917	3.959414	4.4722973	2.5678557	1.7901573	1.2880256
Z''	0.740283	0.361753	0.385306	-0.459113	-0.712266	-0.520281

数据来源：上海华信集团 2012-2017 年度财务报表

不难看出，上海华信集团的计分整体属于下滑趋势，尤其是在 2016 年和 2017 年大幅变动，与其本身财务状况的变动趋势比较吻合。三项计分模型对于公司在 2018 年发生实质违约之前的财务状况应作出预测，三者的得分均低于标准水平，即便剔除了行业的影响，公司的运营模式仍然没有进一步改善，计分模型预测下上海华信集团大概率会在两年之内发生违约乃至于企业破产，这与实际情形相符。而相比之下，信用评级机构在上海华信集团发生实质债券违约之后一个月的时间才将其主体评级由原本的 AAA 级下调，可见，我国的债券市场信用评级情况存在一定的滞后性，在债券发行主体出现经营不佳的状况导致发行债券产生违约风险之时，难以对投资者产生警示作用。

6 案例启示和对策建议

6.1 对企业而言

6.1.1 理性扩张，保持企业现金流的安全可控

科学而又合理的投资并购能够推动公司的扩张。上述案例所涉及的上海华信于 2015 年启动的海外投资收购项目，其融资范围涵盖金融、电力、休闲娱乐、工业服务等各个行业，在国外大量储备现金，不但限制了资本的变现能力，还降低了资本的流动性。投资并购业务本身就需要企业的资金周转，而上海华信在原有的基础上多次推动不同项目的海外投资并购业务，一方面会难以把控系统性风险，另一方面也会导致融资成本的加剧，这又会对投资业务产生负面影响，若在后续资本无法如期投入之际，则会产生重大的融资风险。

为防止债务违约风险，企业应当于发债之前在内部进行严格的讨论，谨慎制定发债计划，并对可能发生的各种状况做出预估。尤其是有向海外市场拓展计划的企业，其在提供增发证券融资之前，也应当先对企业本身的现金流作出合理评估，切勿不顾一切的负债，以免影响企业正常运营。由于国外业务在当地的管理和国与国、地区与地区之间的政治纠纷这些危险因素所带来的影响，易于造成经营风险的累积，进而导致公司现金流和资金链的断裂，使企业无法及时偿还债务本金和利息。并且随着企业大规模海外收购导致公司绝大多数的现金流出，不仅会造成企业资金链断裂，还对公司接下来的还债造成困难，引发债务危机。

6.1.2 优化企业资产结构，构建内部监督机制

健全公司内部监督机制有助于降低债务违约风险。当前，大量企业通过过度举债来扩大规模。而这只能增加财务报表的“美化”程度，并不能给企业带来良性的运营。一旦企业债务风险积聚，即使进行有效的注入资金，也无法转换为对公司运营的资金保障。这将造成公司现金链破裂，风险加倍加大，更加还不上接下来的债务的局面。上海华信便是典型，其为了实现国外能源布局，以实现制定的目标，大量收购海外石油企业股份，并在购买完成之前就投入了巨大的资金，不但对企业的正常经营造成影响，更使得企业

无法偿还未来即将到期的债务；除此以外，由于集团借债通常都是短期债务，加之投资力度和规模越来越大，形成了短期债务长期投资的运营模式，这个运营模式要求企业有强大的现金流，如果公司因为不好的事情导致现金流破裂，将没办法持续依靠增发新债解决现金问题和偿还到期的债务，接连发生违约就不足为奇了。

要想不加剧企业债务风险的发生，形成平稳的资产负债结构是重中之重。同时企业还应该加快存货周转速度，根据市场需求及时调整，做到对应收账款的应收尽收，杜绝赊销现象等，以保证公司正常资金周转。另外，在收购国外公司股份时，应尽量衡量经营风险大小并对此尽可能量化。对国外资本项目要做到严格审计，把控好项目落地对自身造成的压力。这不仅有助于企业把控自身的投资过程中产生的风险，也有助于降低自身的不良资产率，提高整体收益率。目前企业筹集资金的方法多以上市和增加负债，所以，短期债的规模应得到控制，审慎做出以发行债券来增加公司现金流的决定，并合理调节财务杠杆规模，以确保公司资产负债的良好配比，为了不使企业信用受损，对发债筹措的资金应该尽量正视，要慎之又慎。

6.1.3 提高自身偿债能力，加强风险抵抗能力

公司的总偿付能力，决定着其企业在面对经营风险时的抗风险能力，抗风险能力的强弱是由企业现金流中能够用以偿债部分的多少来决定的。从上文分析可知，资不抵债是造成上海华信集团发生违约的主要原因。上海华信旗下的债券多以超短期债券为主，并且这些债务的到期日前后间隔小，过渡集中的债务使公司大多数现金都用来偿还过往债务。不合理的扩大经营，导致的公司经营风险增大，面临的不确定性增大，公司账上存在资金不能偿还到期债券，最终只能面临违约。因此公司在发债和借贷时，还应增强企业信誉，认真评估自身能力，以避免举债规模高于企业信誉，合理配置资产负债结构。适当分配短期负债和长期负债的比例，以免难以及时偿还。针对当前的债务，应尽力变为长期债，避免集中偿还。同时企业还应主动拓展投融资途径，健全投资决策制度，避免发债时间间隔过短，保证公司现金流能够维系公司正常经营，进而增强企业偿债实力。

6.2 对投资者而言

6.2.1 提升债券风险识别能力

债券投资者应对风险有清晰的认识，在进入资本市场前，应对债券市场有系统的认识，否则害人害己。债券市场的系统性风险如遇到不可抗力的因素时，非人力所能改变，但非系统性风险，在投资者学习金融市场知识，有系统性的了解之后，可以在购买债券之前进行专业评估，做到资产的有效整合，来减少系统性风险。另外，债券投资人也应对经济大环境和行业形式有着清晰的判断，并尽量的降低由于信息不对称造成的伤害，确保自己利益不遭受损失。

6.2.2 摒弃“刚性兑付”意识

违约事件在债券市场属于一般事件，投资者应正确看待此类事件，以提高防范此类事件的意识。在本例中，上海华信集团在起初被中诚信国际评级机构评为 AAA 级别，一部分投资者忽视对债券风险的持续关注，购买了该债券，导致经济受损。又比如保定天威债券违约事件就是由于投资者盲目轻信其国有企业的招牌，认为保定天威一定能如别的企业一样刚性兑付，未进行及时补救，造成资金亏损。所以，作为投资者而言，应保持稳健投资的策略，不仅要关注被投资企业的性质和行业前景，更要关注被投资企业的资产结构、信用状况等关键点，并对其进行长期关注，预防被投资企业的财务恶化。投资人不但要摒弃刚性兑付的观念，还需要紧密跟踪发债主体的运营状况，而且需对过于依靠外部融资的企业应减少投资。

6.3 对信用评级机构而言

6.3.1 提高自身的客观独立性，完善信息披露体系

信用评级机构在债券市场有着举足轻重的地位，其为企业进行评级，有助于减少非系统性风险，因此，加强对信用评级机构的监管，加快体系建设是当前重点。上海华信集团的债务评级从最初 2017 年 6 月 15 日的 AAA，一路下滑至 2018 年 5 月 22 日的 CC 等级，在上海华信公布的 2017 年年报中可以看出，华信在 2017 年累计新增借款已超过

上年年末净资产比例的 20%，但在 2018 年 3 月 1 日，评级机构无视相关负面舆论和财报，依然将上海华信定级为 AA+。当上海华信大量发债来增加海外投资时，其利润水平大幅度下跌，评级机构依然无动于衷，不改变评级。评级机构负有及时披露信息责任，其通过及时调整评级，可以让投资者对企业有更加清晰的认识，而评级机构却在华信负面舆论爆发时，拖至 1 月后才更改评级。评估机构作为监督公司长期发展与稳健经营的机构，必须借助自身研究队伍及时进行信息更新，并做出客观评估，减少投资者信息不对称造成的误判，为中国债券市场的长期稳健发展作出了相应的贡献。

6.3.2 完善第三方机构服务体系，增强信用评级公信力

伴随着我国资本市场逐步完善，第三方机构发挥着重要作用。一部分公司的运营成本来自融资市场，投资人因为信息不对称，很难识别哪些公司是正常运营的，哪些具有发展潜力，这时就需要信息渠道更多的第三方机构来辨别，第三方机构应当对发债企业的相关信息披露，以减少信息不对称。因此，一是完善信息服务体系。加强信息披露管理，特别是及时关注资本市场中应关注的披露信息，提升企业信息披露的透明度、时效性；二是提升审计事务工作效率。运用大数据、人工智能等技术提升服务质量及效率；三是建立健全评级体系。完善评级指标，搭建第三方机构服务交流平台，并同社会中的利益关联主体一起促进企业信息公开度。

6.4 对市场监管而言

6.4.1 强化信息披露的时效性

市场监管应做到完善债券交易市场的信息公开机制，来加强对债券市场的监督。在债券市场上，投资人在具备相关金融知识后，减少信息不对称，获取尽量多的正确的信息则是对于投资人来说利益不受损的关键。第一，债券发行企业应当及时向社会公布相关信息，对不能公布的企业依法进行处罚。对怎样披露信息，披露何种信息，不披露会受到怎样的处罚，应建立相关机制，以确保投资人减少信息不对称，进而减少投资风险。第二，监管机构应积极跟踪关注发债企业的各种信息，如财务以及经营状况等，做到应披尽披，减少投资人投资风险。同时建立市场约束机制，让相关方面能够不推卸自己的责任，以此完善债券市场的监管。

6.4.2 规范监管标准，不管深化监管制度改革

债券市场的平稳发展离不开统一的监管体系。自建立债券市场以来，随着各种政策以及规则的不断变化，各种金融机构以及资本市场对一些标准难以界定。一些企业抓住这些漏洞进行违法谋利，监管部门由于政策模糊以及权责不清等问题难以进行有效处理，增加了债券市场的风险，使得投资者对债券市场预估不高，造成我国债券市场发展缓慢。

为了改变这一现状，应尽快完善相关法律法规以及规章制度，以消除这些漏洞，形成更加完备的监管体系。同时监管方式应与时俱进，各部门应通力合作，减少推诿，必要时整合相关部门进行管理，以此促进资本市场平稳发展。与此同时，相关部门应当强化对企业债券发行主体的内部审查机制，严格限制过度发债公司再次在资本市场发债，对于发债企业得资金应进行合规使用，以防止企业投资风险过大造成现金流断裂，导致企业无法偿还债务。只有建立统一监管体系，明确职责划分，才能让债券市场健康发展。

6.4.3 细化违约处置机制，促进债券市场充分发展

健全债务违约处置机制，建立多元化的债务风险缓释措施，可有效减少债务违约对金融市场的负面影响。随着债务违约事件频发，债务违约风险越来越大，各方应通力合作，来降低风险。某些违约企业在政府罚入帮助下完成重组，这几乎让 2014 年刚性套现重演。债券市场至今没有进行有效清算，积累了过多的信用风险，使得债券市场发展变得不平衡不充分。

在推进债券市场高质量发展的过程中，监管部门在发挥监管主体作用的同时，应加强对债券违约的市场化处置水平。如通过建立第三方平台、完善多层次资本市场等方式。以此确保违约债券偿还义务的履行，让投资者不至于血本无归。其次，政府部门和监管机构应根据不同违约企业，形成差异化处置方式。如轻度违约可以进行协商，重度违约在协商不成功的情况下进行司法诉讼，以此保护投资者的利益，让债券市场平稳健康发展。

参考文献

- [1] Alan V. S. Douglas, Alan G. Huang, Kenneth R. Vetzal. Cash flow volatility and corporate bond yield spreads[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2016, 46(2).
- [2] Arthur Kemp. Corporate Bond Quality and Investor Experience[J]. *The Journal of Economic History*, 1959, 19(1).
- [3] Brock N. Johnson, Jonathan A. Batten. Forecasting Credit Spread Volatility: Evidence from the Japanese Eurobond Market[J]. *Asia-Pacific Financial Markets*, 2005, 10(4).
- [4] Debashis Guha, Lorene Hiris. The aggregate credit spread and the business cycle[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2002, 11(2).
- [5] Dragon Yongjun Tang, Hong Yan. Market conditions, default risk and credit spreads[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2009, 34(4).
- [6] Edward I. Altman. The Prediction of Corporate Bankruptcy: A Discriminant Analysis[J]. *The Journal of Finance*, 1968, 23(1).
- [7] Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Deepak Agrawal, Christopher Mann. Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds[J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(1).
- [8] Fischer Black, Myron Scholes. The Pricing of Options and Corporate Liabilities[J]. Fischer Black; Myron Scholes, 1973, 81(3).
- [9] Kay Giesecke, Francis A. Longstaff, Stephen Schaefer, Ilya Strebulaev. Corporate bond default risk: A 150-year perspective[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(2).
- [10] Pierre Collin-Dufresne, Robert S. Goldstein, J. Spencer Martin. The Determinants of Credit Spread Changes[J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(6).
- [11] Richard S. Ruback. Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows[J]. *Financial Management*, 2002, 31(2).
- [12] Sudheer Chava, Robert A. Jarrow. Bankruptcy Prediction with Industry Effects[J]. *European Finance Review*, 2004, 8(4).

- [13] Thomas Ho, Ronald F. Singer. The Value of Corporate Debt with a Sinking-Fund Provision[J]. The Journal of Business, 1984, 57(3).
- [14] Viral V. Acharya, Sreedhar T. Bharath, Anand Srinivasan. Does industry-wide distress affect defaulted firms? Evidence from creditor recoveries[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 85(3).
- [15]段丙华.债券违约风险化解:理念、制度与进路[J].西部法学评论, 2016(05):67-77.
- [16]杜静.科学管控防范企业债券违约风险外溢[N].上海证券报, 2016-08-04(008).
- [17]窦鹏娟.新常态下我国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑[J].法学评论, 2016, 34(02):143-153.
- [18]黄斌.现阶段我国信贷资产管理缺陷及规范思路[J].金融与经济, 1996(05):36-37.
- [19]黄鹏.违约债券信用评级质量研究及启示[J].征信, 2018, 36(03):53-58.
- [20]黄小琳, 朱松, 陈关亭.债券违约对涉事信用评级机构的影响——基于中国信用债市场违约事件的分析[J].金融研究, 2017(03):130-144.
- [21]寇宗来, 盘宇章, 刘学悦.中国的信用评级真的影响发债成本吗? [J].金融研究, 2015(10):81-98.
- [22]刘建华, 许艳杰, 金德淳.日韩信用评级行业发展及对我国的借鉴[J], 征信, 2015, 33(05):49-54.
- [23]鲁梦琴.后违约时代我国企业债券违约问题——基于“11 超日债”事件的案例分析[J].商业会计, 2014(14):71-73.
- [24]郎香香, 田亚男.债券信用评级研究综述与展望[J].管理现代化, 2020, 40(01):126-129.
- [25]刘再杰, 李艳.我国债券市场信用违约的特征、风险与应对措施 [J] .新金融, 2016(10):49-53.
- [26]马延明, 刘庭兵, 刘星星.我国债券市场违约问题分析及防范对策研究[J].西部金融, 2018(02):48-50.
- [27]彭兴韵.违约与中国债券市场发展[J].债券, 2018(08):48-51.
- [28]史永东, 王三法, 齐燕山.契约条款能够降低债券发行利率吗?——基于中国上市公司债券的实证研究[J].证券市场导报, 2018(02):49-58.
- [29]王东静, 张祥建, 张景青.公司债务期限结构与违约风险[J].管理科学学报, 2009, 12(02):77-87+141.
- [30]汪莉, 陈诗一.政府隐性担保、债务违约与利率决定[J].金融研究, 2015(9): 66-81.

- [31]王远卓.从短期融资券视角看信用债券违约[J].上海金融, 2016(09):73-77.
- [32]闻岳春, 夏婷, 肖敬红, 程天笑.去杠杆背景下我国债券违约特征、影响与应对策略[J].上海立信会计金融学院学报, 2019(02):5-20.
- [33]徐耀兵.新常态下企业信用债券违约风险处置对策建议初探[J].当代会计, 2014(07):33-34.
- [34]姚兴伍.我国企业债券违约调查分析[J].北京金融评论, 2018(03):97-102.
- [35]郑步高.我国债券市场违约的思考[J].现代管理科学, 2019(09):109-111.
- [36]赵丽萍, 张紫璇.去杠杆政策下公司债券违约风险研究——来自上交所的经验数据[J].会计之友, 2018(03):120-124.
- [37]周宏, 林晚发, 李国平, 王海妹.信息不对称与企业债券信用风险估价——基于2008-2011年中国企业债券数据[J].会计研究, 2012(12):36-42+94.
- [38]周茂华.债券违约冷思考[J].金融博览(财富), 2019(04):20-21.
- [39]郑振龙, 林海.中国违约风险溢价研究[J].证券市场导报, 2003(06):41-44.
- [40]张诗园.11 超日债违约成因及处置效果案例研究[D].华南理工大学, 2015.
- [41]张昀倩.中国债券市场违约问题分析和对策研究[J].辽宁经济管理干部学院.辽宁经济职业技术学院学报, 2016(06):12-14.
- [42]张馨月.“T1 超日债”带来债市首例违约[J].财经界(学术版), 2014(06):83-84.

致谢

孟子有言“吾生也有涯，而知也无涯。”落笔于此，代表这我的硕士学习生涯即将画上句号。回首这三年的时光，感慨万分，千言万语汇聚成一句话，便是感恩有你。

感恩有你，我的母校。能成为兰财的一份子，对我来说无异于是一次命运与我的双向奔赴。2018年辞去工作毅然选择备战考研的我，惴惴不安，对未来有着无限的惶恐，不知道自己选择是否可行。彼时的我，在社会上摸爬滚打之后，早已没有刚进入社会时的意气风发。浅薄的学识和平凡的能力构筑了我的困难重重的就业之路。所以，当我在复试时，被问及选择兰财的理由时，我很庆幸，因为不是我选择了我的母校，而是母校收留了我这个普通的学生，让我有机会在有限的的时间里，去邂逅曾经许多错过的学习机会。所以，感恩有你，我的母校，博修商道亦将成为我人生的明灯。

感恩有你，我的恩师。何其有幸遇见您！再次成为学生回到校园的我，十分的不适应学生生活，总觉得自己与在座的同学差距明显，在别人的获取优异的结业成绩时，却是我在磕磕绊绊地补漏我的基础知识。彼时我，又显得很焦虑，更害怕失败，害怕硕士生涯又像从前一样荒废了。是您，在那个时刻，鼓励了我，让我从颓唐中站了起来；也是您的严格要求，让我顺利地完成了我的课业；亦是您，于平凡中看到我的闪光点，给予我莫大的支持，让我信心倍增。感恩有你，我的恩师，感谢您三年来的教诲。

感恩有你，所有支持我的人。或许有人不理解，我为何要在工作三年之后辞职考研攻读全日制硕士研究生。而我的回答是：“圆一次自己的梦想。”从18岁参加高考失利，到工作不如意，再到生活的种种不顺心。我一次又一次的否定自己，否定自己的能力，否定自己的实力。但其实，我何尝不想成功一次，何尝不想证明自己可以更优秀。于是我选择考研。然而现实又给予了我重重一击，2018年第一次参加考研的我，又失利了。彼时的我已经决定放弃这条路，但我的家人、我的爱人、我的亲朋好友都鼓励我。于是乎，我毅然辞去工作，走出舒适区，选择了这条路。而如今，面临毕业的我，回想三年来的硕士生活，只想感恩所有给予我帮助、给予我支持的人。感谢你们的陪伴，也是你们见证了我，迄今为止的唯一一次成功。

最后，我亦想感谢自己，感谢自己的执着。是的，我只是芸芸众生中的一个，不闪亮也不夺目。也许我一直在失败中跌跌撞撞，也许我从未优秀过，但我从来没有放弃过！