

# 政府参与债券违约处置的正当性基础

段丙华

---

**摘要：**债券市场中政府作用的历史经验表明，当前市场的发展障碍确实来自政府早期的盲目干预，但其解决之道在于重新厘清政府作用的确定性和稳定性，而不是消除政府作用。当前，对债券市场政府兜底的批判需警惕“去政府化”的危险思维。债券本身具有兑付刚性的法律特质，债券与信托等高风险金融领域的风险防控存在不同逻辑。政府参与债券市场，不仅在于市场的现实需要，也在于债券违约处置本身作为一项市场风险的法律治理活动，存在超越私人自治的法治内涵。为防范和控制政府的不正当参与，需从政府参与的自我审查、信息披露和责任追究三个方面约束政府作用。

**关键词：**债券违约；刚性兑付；政府兜底；政府参与；系统性风险

[ 中图分类号 ] D922.287 [ 文献标识码 ] A [ 文章编号 ] 2096-6180 ( 2021 ) 02-0146-13

---

自 2014 年以来，债券市场违约事件不断增多。随着我国宏观经济环境和监管环境的变化，特别是 2020 年因新冠肺炎疫情影响和国家贸易环境的变化，我国企业债券违约的规模、数量和影响正在不断扩大。<sup>(1)</sup> 2020 年 6 月 15 日，中国人民银行、发展改革委、证监会发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，细化了党中央、国务院关于坚持守住不发生系统性金融风险的底线要求。2020 年 11 月 21 日，中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤主持召开金融稳定发展委员会会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作，指出金融监管部门和地方政府要从大局出发，落实监管责任和属地责任，督促各类市场主体严格履行主体责任。<sup>(2)</sup> 在此背景下，政府应当如何在债券违约处置中良好地发挥作用成为债券市场风险防范的重要课题。

然而，允许债券违约、打破债券市场刚性兑付、打破政府兜底的监管政策，与债券违约处置中的“去政府化”并非同义语，后者系债券违约处置中一种流行的误解，容易演变为一种“市场

---

【作者简介】段丙华，法学博士，中南财经政法大学法学院副教授。

【基金项目】2019 年国家社会科学基金后期资助项目“债券违约处置中的政府定位”（项目批准号：19FFXY010）。

(1) 2020 年 11 月 10 日，AAA 级国有控股企业永城煤电控股集团有限公司无法按期足额偿付到期债券本息，构成实质性违约，涉及金额约 10 亿元。参见永城煤电控股集团有限公司：《关于永城煤电控股集团有限公司 2020 年度第三期超短期融资券兑付利息的公告》，载上海清算所网，[https://www.shclearing.com/xxpl/zdsxjqt/202011/t20201113\\_773630.html](https://www.shclearing.com/xxpl/zdsxjqt/202011/t20201113_773630.html)，2020 年 12 月 15 日访问。

(2) 参见中国政府网站，[http://www.gov.cn/xinwen/2020-11/22/content\\_5563309.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2020-11/22/content_5563309.htm)，2020 年 12 月 6 日访问。

化”即“去政府化”的偏颇思维<sup>(3)</sup>，不利于债券市场的风险化解。为深化对于政府角色的研究，防患于未然，本文尝试提供一种不同的视角。有学者指出：“所谓‘自由市场’其实是一个成本极其高昂的公共品，它既不自由也不免费，更不会天然存在和有效运作。”<sup>(4)</sup>实际上，政府作用在我国当前债券市场的风险治理中存在深刻的历史基础，亦存在债券契约商法规制的理论正当性。笔者基于债券市场的内在逻辑、法治需求和现实演进，对债券违约处置需要政府参与作出理论阐释和框架建构，以期对政府参与债券违约的法治化处置提供理论支持。

## 一、债券的风险逻辑：破除“政府兜底”并非“去政府化”

不同于股权融资，债券融资本身具有兑付刚性的法律特质，债券市场与信托市场等高风险金融领域的风险防控存在不同逻辑。笼统地谈消除债券领域政府兜底、打破债券刚性兑付无疑是打破金融领域刚性兑付盲目的“一刀切”式做法，将债券的目的和金融风险防范本末倒置，有矫枉过正之嫌。当前，需要认识并且防范将破除“政府兜底”等同于“去政府化”的偏颇思维。

### （一）批判“政府兜底”的核心：形成“刚性兑付”

刚性兑付的争议主要来源和存在于高风险的商事信托领域。<sup>(5)</sup>在商事信托的特定模式下，受托人需要严格遵守信托的法律设计，基于信义义务以信托财产为限，向受益人支付收益。<sup>(6)</sup>而在实践中，发行人以各种形式或方法，以自有资金实现投资者的信托投资收益，规避禁止承诺保本收益的监管要求。这就导致本应作为高风险投融资模式的信托，变为客观上不会发生风险的金融投资，其核心是投资收益脱离于市场风险而存在。在我国债券市场的形成过程中，由于政府力量的主导，形成债券投资收益呈现出无风险的现象，比如，地方政府为“城投债”提供隐性担保已经成为市场默认的潜规则。<sup>(7)</sup>尽管发生债券违约，债券投资者最终都能获得全面兑付，由此形成债券市场的“刚性兑付”。

政府在债券违约处置中形成的信用兜底，本质上是转嫁了债券投资支付，导致的最直接的结果是替代和消散了市场的商事信用基础。政府兜底的形成，是基于其产生投资者获得充分保护和维持市场短期的信用稳定的效果，存在着地方保护主义和政府融资等深层次背景原因。政府兜底导致债券刚性兑付，被认为严重阻碍了债券的市场化进程，造成一定的金融系统性风险和政府财

---

(3) 张晓琪：《兑付危机不断，违约债券处置机制待完善》，载《中国证券报》2017年1月23日，第A02版；洪艳蓉：《公司债券违约零容忍的法律救赎》，载《法学》2013年第12期，第39页；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》，载《法学评论》2016年第2期，第147页。

(4) 文一、乔治·佛梯尔：《看得见的手：政府在命运多舛的中国工业革命中所扮演的角色》，载《经济资料译丛》2017年第2期，第3页。

(5) 以信托法律结构设计为核心的资产管理模式不断创新，其存在的“刚性兑付”问题始终伴随市场实践。参见杜晶：《区分资管产品的刚性兑付与产品增信》，载《证券法苑》第28卷，法律出版社2020年版，第274-275页。

(6) 赵廉慧：《信托法解释论》，中国法制出版社2015年版，第420页。

(7) 河山：《谁来给信用违约风险兜底》，载《上海证券报》2013年1月10日，第F07版。

政风险。<sup>(8)</sup> 国家金融与发展实验室中国债券论坛秘书长彭兴韵曾指出, 中国债券市场长期存在的“刚性兑付”现象, 使得中国债券市场背离了其应有的最重要的信用风险特征, 应当打破刚性兑付, 还原债券市场商事信用的本来面目。<sup>(9)</sup>

债券刚性兑付是政府兜底面临严重质疑的直接理由。刚性兑付直接违背了资本市场投资风险与收益相匹配的原则, 加剧了市场资源配置失衡。风险收益不匹配的后果是导致投资者对风险不敏感, 发行人对风险不谨慎。投资者不敏感使得市场形成投资脱离风险的错觉, 在长期的无风险投资理念的侵蚀下, 投资者极易发生负面集体恐慌情绪, 导致金融风险的无序扩大, 增加市场的不稳定性。<sup>(10)</sup> 发行人对融资成本的不谨慎, 将导致过度冒险的道德风险, 增加债券市场的杠杆率。在经济行情好的时候, 发行人融资便利、投资者收益丰盈, 而在整体经济不景气的时候, 预期收益无法弥补融资成本, 将形成体系性风险, 对金融稳定形成冲击隐患。<sup>(11)</sup>

## (二) 债券本具“刚性兑付”属性

不可否认, 债券刚性兑付作为一种结果上的投资现象, 导致债券市场一系列的严重隐患。但在批判政府兜底之前, 应当先厘定债券刚性兑付的存在基础。世界银行组织发布的 2017 年《国际债务统计报告》中指出, 债券通常给予持有者无条件的固定货币收入或通过合同确定的可变货币收入<sup>(12)</sup>, 其本质是公司的一项长期债务。<sup>(13)</sup> 债券作为重要的投融资方式之一, 其以到期支付一定利息为特征, 相对稳定和确定的收益机制使其存在一定程度的兑付刚性。经济学研究表明, 债券的契约刚性极其重要<sup>(14)</sup>, 而且, 债券持有人面临的契约风险, 要远远超出债券违约行为本身, 比如公司并购、私人股本和杠杆收购、证券化和项目融资等都能成为契约风险。<sup>(15)</sup> 与其他金融领域“应以市场经营为收益基础”的逻辑不同, 债券本身的特征是受法律保护的合同义务: 按约定还本付息, 而非基于市场经营良莠。<sup>(16)</sup> 这种固定的本息支付义务使得债券本质上就存在兑付刚性, 而兑付的刚性机制则是债券义务的法律实现机制。

在债券契约义务的法律实现机制中, 存在合同机制和发行人破产机制, 两种机制的结果分别是投资者获得全面赔付和不能获得全面赔付, 后者是为法律所允许的不能获得全面赔付, 是对债券固定本息支付义务的“合理折扣”。由于债券契约法律实现机制的确定性以及权威性, 债券市场本应能维持债券市场的正常节奏和秩序, 然而, 正是由于债券契约的法律实现机制存在缺陷或漏

(8) 洪艳蓉:《公司债券违约零容忍的法律救赎》, 载《法学》2013年第12期, 第39页。

(9) 彭兴韵:《信用债券违约现状与对策》, 载《上海证券报》2016年5月27日, 第012版。

(10) 邹晓梅:《刚性兑付不应持续》, 载《中国金融》2014年第8期, 第54页。

(11) 宗良:《金融产品刚性兑付违背市场规律》, 载《金融时报》2014年5月19日, 第009版。

(12) World Bank, *International Debt Statistics 2017*, p.171. <https://openknowledge.worldbank.org>.

(13) Cheng-Few Lee, Alice C. Lee, *Encyclopedia of Finance*, Springer US, 2013, p.26.

(14) 姚铮等:《风险投资契约条款设置对风险企业成长绩效影响研究》, 载《财务研究》2016年第1期, 第30页。

(15) Emanuele Borgonovo & Stefano Gatti, *Risk Analysis with Contractual Default: Does Covenant Breach Matter?* 230 *European Journal of Operational Research* 431 (2013).

(16) 冯果:《证券法》, 武汉大学出版社 2015年版, 第10页。

洞，使得以政府力量为核心的行政实现机制成为必要。

因此，债券的兑付刚性是债券这一投资方式与生俱来的法律特征，存在其固有的合理性和合法性。与前述产生市场危害的“刚性兑付”不同，债券的“刚性兑付”是稳定的、透明的，旨在满足低风险意愿投资者的投资需求，而信托、理财产品等的法律构造本就是为了设置一个高风险的投资模式，以满足市场的差异化需求。信托等领域存在的刚性兑付现象违背其市场设置的“高风险高收益”初衷，而债券的刚性兑付本就是符合债券相对低风险低收益的市场功能的。所以，准确来讲，当前对“刚性兑付”的批判，更多地适用于高风险的金融活动。所谓对政府兜底的批判，是片面的，在消弭债券刚性兑付的“危害”上是存在局限性的。理性认识政府作用存在的基础和逻辑，才是解决“政府兜底导致的刚性兑付”所带来一系列问题的出路。

### （三）应构建政府参与的合理路径而非“去政府化”

依上可知，所谓刚性兑付的危害根源其实在于：政府信用导致债券契约实现结果的唯一性，而政府信用本身却存在不确定性；政府兜底形成了市场的不合理预期，扭曲了债券投资本可预期的、能够确定的市场风险定价机制。而实际上，债券兑付客观的刚性实现，除依靠政府外部力量外，更应发挥市场自身力量。比如，发行人和债券中间机构等市场主体，基于市场约束机制（市场本身的声誉规制、投融资成本约束等）通过各种手段来使投资者获得全面赔付，这是债券融资模式的市场逻辑。归根结底，通过各种力量实现债券债权是债券法律属性的题中应有之义，自应当包括执法和司法，政府作用只不过是加强了债券本身就具有的法律刚性，在程序正义上无可厚非。实际上，在政府的正当参与下，也应当允许无法全面兑付的情形发生。需要警惕的是，不当因为“一刀切”地打破刚性兑付就否定政府作用的合理性。

实际上，政府力量的介入，不仅是由于债券市场本身的公共性和社会性，而且还在于债券价格形成和调整机制往往因多重均衡而存在固有缺陷。有些情况下的政府作用甚至有其理所应当的一面，比如地方政府融资平台这一极具中国特色的市场主体，其具有“政府功能延伸”的作用，政府为其融资活动提供信用即具有一定的合理性。<sup>(17)</sup>从债券投资的目的上来看，政府作用有助于促成市场最优结果的实现，最大限度地保护债券交易。因此，当前对市场决定性作用的强调并不意味着弱化政府的角色，政府需要在给予市场自由的同时提供适当的支持和引导，以维持市场的良好运行<sup>(18)</sup>，甚至“政府作用不是限于弥补市场缺陷，而是反过来，政府引领市场，并使它为政府的规划和产业政策的实现服务”。<sup>(19)</sup>

因此，市场各方追求债券的全面赔付没有问题，政府促成债券目的的实现也没有问题，问题是政府在以往的干预中存在不科学性，即缺乏稳定、合理的参与程序机制，进而导致形成市场的不合理期待效应。当前笼统地谈消除债券领域政府兜底、打破债券刚性兑付无疑是打破金融领域刚

(17) 胡改蓉：《回归地方政府融资平台公司的公益性定位》，载《法学》2012年第10期，第11-13页。

(18) 杨燕青：《专访亚投行行长中尾武彦：“市场决定”不等于弱化政府角色》，载《第一财经日报》2014年4月4日，第A07版。

(19) 胡钧：《科学定位：处理好政府与市场的关系》，载《经济纵横》2014年第7期，第12页。

性兑付的“一刀切”式做法，将债券的目的和金融风险防范本末倒置，有矫枉过正之嫌，至少是不符合债券市场逻辑和债券本质的。在重新认识债券违约处置中的政府力量时，则不是应有或无的问题，解决之道在于找出其中政府力量所存在的基础和逻辑，并使之按照合理、正当的标准和条件运行，其实是消除政府作用的不确定性，而不是消除政府作用本身。当前，理论认识要防范对政府兜底的批判异化为排斥政府力量<sup>(20)</sup>，警惕“市场化”即“去政府化”的危险思维。<sup>(21)</sup>

## 二、政府参与符合债券违约处置的法治需求

债券市场的风险规制有其独特的逻辑，特别是债券违约风险的产生、传导及其法律约束机制存在与传统民事合同违约不同的法律逻辑。就其本质而言，债券违约并非单纯的民事合同违法，这决定了债券违约处置是一项超越私人自治的外部干预的法律活动。债券违约处置的法治需求奠定了政府参与的法治基础。

### （一）作为融资工具的债券合同

我国债券市场的发展之路是债券作为融资工具的多样化演进之路。市场成立之初的债券品种只有中央政府债券，包括人民胜利折实公债和国家经济建设公债两种。<sup>(22)</sup> 改革开放至今，债券种类出现诸多创新，比如政策性金融债券、商业银行债券、商业银行次级债券和混合资本债券等。<sup>(23)</sup> 近期统计数据显示，2020年债券市场共发行各类债券37.75万亿元，总托管量达到104.32万亿元<sup>(24)</sup>，除了国债、地方政府债券、同业存单、金融债券、企业债券、公司债券、中期票据、短期融资券、定向工具和政府支持机构债券等一般大类品种以外，还不断创新出信用保护合约和凭证、绿色债券、永续债券、纾困专项债、扶贫专项债、住房租赁专项债等特殊券种。<sup>(25)</sup> 产生并且服务于商事融资的债券，具有标准化、流程化的金融属性，注定与市场密不可分。更为重要的是，债券在解决企业脱困、绿色发展、民生扶贫等社会问题时，亦起到了不可或缺的重要作用，体现出债券所固有的社会功能。

作为存在于市场上的融资工具，债券存在多种复杂的规范模式，除了我国《民法典》对合同交易的基础规范外，《公司债券发行与交易管理办法》《企业债券管理条例》《地方政府一般债券发行管理暂行办法》《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》皆按照不同的金融模式对其进行规制。因此，具有明显金融属性的对于商事债券合同的法律规制，显然不同于传统民事合同。商事合同是一种组织化交易，产生于具有持

(20) 周科竞：《政府不应该为债券违约兜底》，载《北京商报》2015年11月23日，第006版。

(21) 张晓琪：《兑付危机不断，违约债券处置机制待完善》，载《中国证券报》2017年1月23日，第A02版。

(22) 万立明：《中国共产党公债政策的历史考察及经验研究》，上海人民出版社2015年版，第245、301页。

(23) 王博森：《中国债券市场：分析与研究》，人民出版社2015年版，第73页。

(24) 中央国债登记结算有限责任公司：《2020年债券市场统计分析报告》，载中国证券信息网，<https://www.chinabond.com.cn/resource/1472/1488/1505/18472/41498/63390/156333901/16112083163511605763154.pdf?n=2020年债券市场统计分析报告.pdf>，2020年2月6日访问。

(25) 上海证券交易所：《二〇一九年债券市场年度报告》，载上海证券交易所网站，<http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/5026905.pdf>，2020年2月6日访问。

续性、公开性的经营活动，存在不特定的多数公众，亦即具有开放性和涉众性，其合同自由程度低于传统民事合同。<sup>(26)</sup> 在认识和对待商事合同时，需要考虑的不仅仅是合同相对方的利益实现，而更需要侧重于对交易安全和公平的维护。

## (二) 加入“市场因素”的司法需求

2020年7月15日，最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（法〔2020〕185号），为债券违约处置提供了司法指引。其中指出“将法律规则的适用与中央监管政策目标的实现相结合，将个案风险化解与国家经济政策、金融市场监管和社会影响等因素相结合”极具当前市场风险处置的实践特色，不失为以解决问题为导向的现实之举，其背后所反映的是债券契约作为商事合同所体现出的是对市场因素自始至终的尊重和紧密相连。

成熟市场在债券实践中通常充分认可债券契约条款的自治效力<sup>(27)</sup>，并将其作为司法裁判的主要依据。<sup>(28)</sup> 但商事合同在契约的解释和法律适用上，相比于传统民事合同，包含了更多的限制性甚至是强制性的法律评价。一定意义上，合同条款的解释甚至反映了风险治理的市场化程度<sup>(29)</sup>，比如加速到期条款、限制投资条款的司法认定和运用。<sup>(30)</sup> 不管是合同的履行还是条款的界定，都需要结合独立的法律价值、商事习惯以及商业伦理等市场性因素，而不仅仅是合同意志，这要求超越传统民事合同的契约义务和合同责任等基本框架。

债的关系中的权利义务是动态演变的，皆以契约目的的达成为核心，而并非仅权利之救济。<sup>(31)</sup> 一方面，一项商事交易可能包含一系列相互关联的合同（常见于公司交易中）。商事交易的完成所形成的商事合同需要进行整体性和过程性的认定，这需要考虑合同效力的传导与扩散。然而，这在民事合同的解释和认定中是很难想象的，但是在商事交易领域由于组织性和涉众性的存在，交易关系经常形成契约群和契约链。<sup>(32)</sup> 另一方面，某一项商事交易往往具有确定的实质内容，尽管这项交易可能并不满足合同的形式要件和实质要件，但有确定的商事交易目的、固定的交易行为模式。通过实质性认定交易的完成，可能会比逐个认定民事合同的成立、生效要更为便捷和有效。比如，场外股票配资合同可能因违反账户实名制和禁止出借的要求而被认定无效，但在处理纠纷时依然需要结合约定、交易的履行情况来公平合理划分责任。<sup>(33)</sup> 这种对商事交易实质性认定的逻辑看起来是违反了民事合同的解释规则，实际上对稳定商事交易的合理预期和降低市场风险具有非常重要的意义，其核心在于尊重商事交易的流通性，维护商事交易安全。

具体而言，在债券契约之间已经形成以实现债券投融资目的为核心的契约集群。从商事合同的

(26) 冯果、段丙华：《公司法中的契约自由——以股权处分抑制条款为视角》，载《中国社会科学》2017年第3期，第119-123页。

(27) David M. Eisenberg, *Creditors' Remedies in Municipal Default*, 1976 *Duke Law Journal* 1363, 1363-1369 (1976).

(28) 15 USCS § 77rrr.

(29) Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 *Journal of Financial Economics* 117 (1979).

(30) Yvonne M. Rosmarin, *Stopping Defaults with Late Payments*, 26 *Clearinghouse Review* 154(1992).

(31) 黄茂荣：《债法通则之一：债之概念与债务契约》，厦门大学出版社2014年版，第41页。

(32) 徐英军：《金融风险生成的契约群逻辑及其法律规制》，载《法学评论》2020年第6期，第64页。

(33) 余智晟主编：《金融创新：问题分析与纠纷解决思维》，法律出版社2018年版，第5-8页。

整体性和实质性的角度看，这些具有相关性的合同已经形成了一个商事交易关系的封闭空间，而此商事交易关系的核心是债券投融资目的的实现。对于基于债券投资关系所形成的相对性权利，已经在这个相对封闭的交易网络和交易链条中产生了一定的绝对性。因此，商品或服务的直接买卖双方的合同请求权对基于网络交易形成的利益相关人也产生一定的对抗效力，这种对抗效力是商事交易市场性的体现，要求重视商事合同解释中的整体主义，而不能过分拘泥于契约中的个体性权利。

故而，债券违约处置的司法内涵离不开市场整体的正义分配、更离不开系统性风险控制的安全取向，需“将法律规则的适用与中央监管政策目标的实现相结合，将个案风险化解与国家经济政策、金融市场监管和社会影响等因素相结合”。在解释债券合同时，需要适当考虑募集说明书、投融资交易规则甚至是法律政策等条款，还需要结合网上证券交易痕迹确定交易的完成进度，允许在解释和适用法律时对债券的相关事项进行广泛的调查，以充分实现合同各方合理期待（契约目的）。这种路径进一步允许法院为矫正合同的文义漏洞而实施一定限度的司法解释权。

### （三）以“公权治理风险”为核心的执法需求

“债券违约处置”一词在监管规范文件中表现出一定的风险治理内涵。比如，2014年修正的《中华人民共和国预算法》（下称《预算法》）第35条、2014年9月发布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》、2016年10月发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》运用“处置”指向政府权力对市场的治理。同时，在债券市场基于风险控制的规范中，“违约”和“处置”往往同时出现并指向监管者对风险的治理。比如，在证监会公司债券监管部的职能介绍中，有“负责债券市场风险处置工作”<sup>(34)</sup>；2014年5月发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》指出要“健全债券违约监测和处置机制”；2015年10月发布的《中国证监会派出机构监管职责规定》第3、22等多条规定使用“风险处置、债券违约事件处置”；2016年3月16日第十二届全国人民代表大会第四次会议批准的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》在第16章中多次提到“风险防范处置、评估处置”；2017年3月发布的《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》和《深圳证券交易所公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》即使用“化解信用风险和处置违约事件”用语。

违约责任以合同义务的不履行为前提，债务是符合法律和合同的应为行为，而责任是债务不履行行为导致的法律强制负担，债责之间以分离为常态，以结合为非常态。<sup>(35)</sup>从合同义务的本身履行和违约责任的关系上来说，违约责任比合同债务多含有一种国家强制性，是法律对过错违约的否定性评价。<sup>(36)</sup>商事责任与民事责任的本质差异在于国家要积极介入商事交易活动，以利于市场交易主体规避风险，确保交易安全。<sup>(37)</sup>此外，债券合同相对关系之外的市场中介机构也承担着市场职责，故对其法律规制必然基于市场监管而展开，而风险控制即是其核心内容。

(34) 参见中国证券监督管理委员会网站，<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gszqjgb/>，2021年1月9日访问。

(35) 左传卫：《论债与责任的关系》，载《法商研究》2003年第5期，第44页。

(36) 崔建远：《违约责任论》，载《吉林大学社会科学学报》1991年第4期，第11页。

(37) 樊涛：《我国商事责任制度的缺陷及重构》，载《法商研究》2009年第4期，第58页。

随着合同法的公法化演进，违约行为导致契约不能履行以外，还产生一定的社会经济负面影响，违约责任承担的拟制性因素越来越应考虑到社会和经济的保护。因此，“债券违约处置”在描述债券违约的风险规制与纠纷化解问题时，在当前监管规范语境中具有“公权力治理市场风险”的基本内涵：从事后的角度看，对发生债券违约风险的事件，在外部干预下实现合同目的（债券所体现的投融资收益），稳步有序地解决债券发行与交易各方主体利益平衡、债券市场风险控制以及债券市场信用调整等问题。

### 三、政府参与债券违约处置的现实依赖

我国债券市场在成立之初以企业债券为主要市场，债券市场主要为国企融资和经济发展政策服务。<sup>(38)</sup> 因此，不管是从债券市场发展自身，还是从政府控制债券市场风险的角度来看，市场对政府参与债券违约处置存在相当程度的现实依赖，并将一直发挥重要作用。

#### （一）政府参与债券市场风险控制的历史考察

由于早期市场上的主体主要以国有企业为主，企业债券的发行受到政府严格的规模和程序控制，并且强制国有商业银行对企业债券的兑付进行担保，因此我国早期债券市场的发展以政府信用类债券为核心，主要包括政府债券（国债）、金融债券、企业债券以及特种债券等债券品种。因此，政府在债券违约事件的纠纷化解和市场风险解决中基本处于主导地位，这本身与债券市场当时的为国企服务功能有关。

##### 1. 单一产品背景下的政府主导

国务院于1987年3月27日发布《企业债券管理暂行条例》明确禁止摊派发行债券，但其确立并一直实施债券发行市场的额度审批制。1993年修订后的《企业债券管理条例》进一步加强了对债券市场的计划管理。1994年《最高人民法院经济审判庭关于代理发行企业债券的金融机构应否承担企业债券发行人债务责任问题的复函》指出：“当企业债券的发行人未按约定期限偿付企业债券的本息时，债券持有人应当向企业债券的发行人和（或）担保人主张民事权利。如果债券推销人金融机构代企业债券发行人垫款向企业债券持有人兑付本息时，该推销人金融机构则成为债券持有人，亦应向企业债券的发行人和（或）担保人主张民事权利。”国务院办公厅于1994年9月22日转发的中国人民银行、国家计委《关于企业债券到期不能兑付问题处理意见的通知》（国办发〔1994〕90号）更如是规定：“近一时期，一些地方部分企业债券到期不能及时兑付，引起群众不满。对此，各级政府及其主管部门必须予以高度重视，要根据国家有关政策，采取积极措施，妥善处理到期企业债券的兑付问题，不能失信于民，更不能由此引发社会的不稳定，干扰经济工作的正常进行。”1996年国务院批转中国人民银行《关于进一步做好证券回购债务清偿工作的请示》，批复指出由“发行人”组织牵头保证兑付，由各级政府清查事件并督促清偿。

由此可见，在债券市场成立的早期，政府的信用往往对债券发行构成形式上或实质上的担保，

(38) 冯果：《资本市场为谁而存在——关于我国资本市场功能定位的反思》，载《公民与法》2013年第6期，第2页。



由于经济发展水平低下以及法律制度不健全等原因,市场化的信用约束机制无法产生实际作用。可以想见,债券违约事件基本在政府的强力干预下化有为无,这是造成当前普遍认为债券市场存在零风险的主要原因。

## 2. 商事信用发展背景下的政府参与

2004年以后,债券市场开始出现创新性投资品种,商事信用类债券逐步发展。比如,2005年中国人民银行的短期融资券,2006年的资产支持债券,2007年公司债券出现,2008年中期票据出现。特别是自2007年银监会限制银行对企业债券施行担保以后,我国债券市场开始注重建设和发展以商事信用为导向的市场约束机制和商事规制思维。债券产品的信用基础发生变化,直接影响着债券违约纠纷解决的市场期望,没有发生变化的是,政府依然在债券违约处置中发挥着不可或缺的重要作用。这种市场期望的改变和政府依然重要的作用随着债券违约风暴愈演愈烈,开始逐渐产生政府信用和市场信用互相交融的巨大争论——尽管政府在债券违约处置活动中发挥作用客观上存在深厚的实践基础和路径依循。

自2014年3月上海超日太阳能科技股份有限公司成为公司债券市场的首例公募债券违约以来,债券市场的违约事件越演越烈。其中,2014年“11超日债”系列违约事件因上海市政府出面引导市场主体进入出资,经债权人表决同意重整计划,使得超日公司顺利完成重组。2016年“15东特钢”违约事件爆发后,举行了三期债券持有人会议<sup>(39)</sup>,在政府力量下,发行人“东北特钢”作为大型国有企业于10月依债权人申请进入破产重整程序。四川煤炭集团的债券违约处置最终由政府出面协调,引导第三方国有企业提供委托贷款而顺利履行了全额兑付义务。<sup>(40)</sup>无论如何,政府作用对化解债券市场系统性风险和保护投资者利益提供了不可或缺的帮助。

### (二) 现阶段的政府参与依然重要

从当前债券违约风暴所呈现的风险属性来看,政府应当参与债券违约处置的现实合理性主要表现在以下重要方面。

#### 1. 债券市场的风险控制需要政府参与

单个债券违约事件所积聚而引发的,债券市场甚至整个资本市场的系统性风险隐患,是政府需要发挥风险控制作用的根本原因。对于市场系统性风险的防范和处置,世界各国都强调政府的风险职责。债券违约所导致的市场风险,不仅体现出积累性,还表现出扩散性。一方面,像川煤集团这些债券发行主体不仅连续多次发生违约,造成自身的风险不断积累,还与煤炭行业的其他违约主体形成横向的产业崩溃风险。另一方面,债券市场违约风险的大规模爆发,还可能波及股票市场<sup>(41)</sup>,形成风险的跨市场扩散。

自2014年出现违约事件以来,债券市场的风险防控成为政府工作的重中之重。2014年5月国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,指出了防控风险的市场任务,强调

(39) 徐燕燕:《东北特钢债务违约困局:债权人坚决不要“债转股”》,载《第一财经日报》2016年7月27日,第A06版。

(40) 钟源:《川煤集团深陷违约泥潭》,载《经济参考报》2017年5月26日,第016版。

(41) 陈燕青:《债券违约频发波及股市》,载《深圳商报》2016年4月23日,第B01版。

了健全债券违约监测和处置机制。此后，2014年9月发布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》、2016年10月发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》、2017年3月发布的《深圳证券交易所公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》等规范，将债券市场的风险防控工作进一步细化和深化。2016年3月16日，第十二届全国人民代表大会第四次会议批准的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，亦将证券市场的风险防控和处置列为重要任务。

在政府职能发生转变的改革趋势下，国家治理体系下的政府职能更多地是一种责任而不再是权力，性质上也由管制转向服务。<sup>[42]</sup> 政府与市场角色的互动变革在于赋予市场更多的自主权。党的十八届三中全会在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中指出要“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。可见，政府和市场的关系的调整并不意味着消除政府作用，而是让政府更好地为市场服务，是要更好地发挥作用。政府本身的经济职能包含公共服务和市场监管等职能<sup>[43]</sup>，债券市场的风险监管本身处于政府职能监管之下，所以，政府作为风险监管者在债券违约处置这一市场风险治理活动中，必然需要承担相应的风险防控责任和发挥政策执行作用。

## 2. 扭转债券市场的信用局面需要政府参与

长期以来，在我国债券市场的建设中，政府一直发挥着重要作用，政府始终从宏观层面引领着债券市场基础设施的蓬勃发展。特别是，随着市场的商事信用类债券的不断创新和完善，政府对市场的信用调节作用愈加显著。易言之，在市场信用体系的建设中，政府的作用亦不可或缺。我国债券市场本身处于尚不成熟和尚不稳定的历史阶段，在当前面临着巨大的市场转型风险的情况下，特别是从几起债券违约处置事件来看，存在发行人逃废债、恶意违约和投资者集体不理性等严重的涉众性市场问题，政府对于矫正失衡的市场风险收益不相匹配、投资者风险自负不能贯彻等市场信用内容，责无旁贷地需要发挥重大作用。

此外，贯穿于我国债券市场的成立和发展的政府作用，在当前风险过渡时期贸然退出会对市场稳定造成强烈冲击。在债券违约事件愈演愈烈的背景下，政府在市场主体中的信用期望越来越高，如何有效合理地解决市场纠纷和培育信用体系，需要政府科学处理。同时，在以往的债券违约处置中，针对可能出现过的有害于市场的政府行为，需要政府出面扭转历史遗留的负面影响。比如，2015年《预算法》修改之后允许地方政府发行债券，地方债务治理遗留下大量的政府债务清理、政府债券规范运行等棘手问题，这不仅需要政府自身作出角色调整，更涉及政府与市场的竞争关系确立<sup>[44]</sup>，需要政府发挥充分的能动性。<sup>[45]</sup> 因此，对于当前债券市场所面临的转轨阵痛，债券违约带来巨大的市场风险及其可能产生的投资恐慌和市场负外部性，需要政府作出积极的干预并采取有效化解措施。

## 3. 债券违约处置中的政策引领需要政府参与

根据基本的经济逻辑，市场主体具有唯利性，对于建设周期长、资产回报率低、经营风险较

[42] 蒋银华：《政府角色型塑与公共法律服务体系构建——从“统治行政”到“服务行政”》，载《法学评论》2016年第3期，第19页。

[43] 燕继荣：《中国政府改革的定位与定向》，载《政治学研究》2013年第6期，第31-32页。

[44] 熊伟：《地方债与国家治理：基于法治财政的分析径路》，载《法学评论》2014年第2期，第64页。

[45] 熊伟：《预算管理体制改革的法治之轨》，载《法商研究》2015年第1期，第18页。

大的经济领域往往不愿涉足，而债券是一种能够通过价格机制调节市场主体行为的金融工具，对于国家宏观经济调控具有十分重要的影响。由前述可知，我国债券市场的发展一定程度上就是债券产品的多样化演进。因此，政府参与债券违约处置这一市场的筛选与清理，具体可以从政策执行的角度推进债券市场的整体创新。一方面，一些创新型债券产品能够提升我国某一产业的核心竞争力，比如混合资本债券是补充商业银行资本金的有效手段，可以增加商业银行经济资本、改善资本结构、提高融资效率。<sup>[46]</sup>另一方面，部分创新型债券可以发挥金融的产业引导作用，贯彻政府宏观调控之目标。党的十八届五中全会提出要“坚持绿色发展”“建立绿色低碳循环发展产业体系”。而绿色项目具有金额大、期限长的特征，需要中长期资金予以匹配。商业银行通过发行绿色债券用于支持环境改善和应对气候变化的绿色项目<sup>[47]</sup>，对于增强商业银行主动负债能力、引导投融资方向和产业结构调整升级具有重大意义。可以说，市场主体的唯利性和债券所具有的引导调整机制可以很好地互补，其对于政府利用债券市场引领经济结构的宏观调控具有重要意义。

#### 四、政府参与债券违约处置的法治约束

债券违约处置中的政府行为乃对市场产生一定程度上的外力影响，政府参与需遵循政府调节市场的科学性和恰当性。就此意义而言，学界对政府兜底的批判应是对政府不正当参与债券违约处置的批判，而不是对参与本身的批判。对于政府不正当参与带来的消极影响，理当进行法治约束。习近平总书记曾经强调：“转变政府职能……实质上要解决的是政府应该做什么、不应该做什么。”<sup>[48]</sup>政府自身也如同市场中运行的主体一样，需要实现自我约束、接受监督，以更好地规范自身行为、更好地监管市场和为市场服务。一方面，政府角色不管如何定位，都会对市场产生影响，该种影响的经济和社会效果都需要不断接受评价和反思，以更好地发挥作用。另一方面，政府参与债券违约处置也可能出现失灵，需要对其进行防范和控制。

##### （一）政府参与的自我审查

政府参与债券违约处置的自我审查是指，政府应当对自身在债券违约处置事件中的态度与作为进行自我评估和事后效果检测，以审查政府行为的正当性和合理性。政府作为自己的监管者，主要以上下级监督指导和不同部门相互制衡的形式来实现。比如，实际在债券违约处置中直接起到引导作用的证监会或证监局，上级证监部门应对其处置行为进行监督，严防超出市场底线的行为如干预协商方案、无根据救助行为等。又如，对于政府利用财政资金承担债券违约处置中赔偿责任的情形，处置中的政府责任主体在资金利用上则需要受到公共资金管理部门的监管，以防止出现贪污腐败等问题。由于政府的主体特殊性，容易出现监管者不受监管的情形，强调政府的自我审查非常重要，包括加强党的领导和思想建设。提高执政队伍的思想认知水平是充分发挥政府作用和防止政府失灵的关键因素。

[46] 唐斌、陈航：《混合资本债券：附属资本补充的新渠道》，载《中国金融》2007年第21期，第43页。

[47] 陈亚芹：《以绿色债券作为金融服务新支点》，载《中国金融》2016年第6期，第56页。

[48] 中共中央宣传部：《习近平总书记系列重要讲话读本（2016年版）》，学习出版社、人民出版社2016年版，第176页。

## （二）政府参与的信息披露

政府处置信息披露制度建立在政府信息公开制度的基础之上。政府行为需要接受社会公众的监督，债券违约处置这一以市场主体为中心的法律治理活动中的政府行为更是如此。政府对市场的引导也好，干预也罢，通过信息披露使其接受社会公众监督，符合政府行为约束的逻辑，能够防止和矫正政府处置出错，以进一步实现政府利益与市场利益的统一，同时，更是维护政府权威和提升政府公信力的重要途径。

就内容而言，政府应当披露的处置信息主要是政府在具体的债券违约处置活动中的行为、理由及预期效果。因为，政府对市场产生影响的一切行为都必须具备相当的正当性和合理性，需要政府对自身行为向公众作出说明，并且需要明确的根据。就披露的对象而言，政府处置信息公开对应的是政府行为监督，当前在我国的政府监督体制中，可以尝试进一步完善公民监督、社会组织监督和社会舆论监督等三个方面的内容。对于公民监督，政府应当面向社会大众公开处置活动的相关信息，必要的时候需要接受人民代表大会的监督；对于社会组织监督，政府应当向债券行业的非政府组织比如证券业协会或区域性的行业组织等披露相关的信息；对于社会舆论监督，政府应在必要时通过公开的新闻舆论平台发布相关的处置信息，以供业内人士分析解读。政府处置信息披露制度有助于真正实现人民根据宪法享有的监督、检举和建议等权利，以更好地规范政府引导市场的行为。

## （三）政府参与的责任追究

政府责任追究主要是指，在债券违约处置活动中，对代表政府行使权力的相关负责人课以一定的义务，在其违反处置义务时追究相应的责任。2017年7月中旬，在北京召开的第五次全国金融工作会议提出，金融监管部门和地方政府承担监管责任和属地责任；对于地方政府在金融监管中存在领导责任的，实行终身问责制。对政府责任人终身问责的基础在于当前政府机构的任期制，为防止政府部门被少数人滥权渎职，责任人对在位期间的所有政府行为都应当终身担责。毋庸置疑，终身问责制有助于提高政府行为的科学性和合理性，并防止权力被滥用甚至寻租。由于政府作为独立的主体具有拟制性，其最终的行为必然通过一定的决策机制由负责人作出。责任人在政府行为决策和具体执行中，都代表政府。为保证权威性和公信力，责任人必须严格依照相应的决策机制和行为机制行动，并对自己的代表行为负责。

在常态意义上，政府责任包括政府作为债券融资者的债务人责任，政府作为程序引导者的服务者责任、监管者责任、协调者责任，这些都需要一定的制度来实现，比如政府支付、补偿或赔偿等，还可以包括特定的政府政策如税收优惠、免除登记、工商信用评级等。在非常态意义上，政府责任主要指政府处置中相关责任人应承担的政治责任、行政责任和刑事责任等，主要功能在于惩治党内腐败、严重违法等政府活动中的恶劣行为。此外，根据国务院金融稳定发展委员会的要求，对于各种转移资产、恶意逃废债的行为，亦应加以严厉处罚。总而言之，政府责任追究机制旨在约束政府权力的行使，将权力关在笼子里，保障政府权力的法治化运行。

## 五、余论

从债券市场风险的本质角度来看，债券市场的风险控制有其特殊的逻辑，市场对风险的影响或许并不在于市场主体如何在微观上利用债券融资资金经营，而是在于债券融资主体如何在整个资本市场中健康稳定地存在。易言之，债券市场的风险控制或许并不能完全依靠精妙的主观行为机制，其核心在于要在市场设置和资源配置中确保债券融资规模与客观的市场发展水平相匹配。就政府参与债券违约处置的基本思路而言，政府对市场信用支持的积极要求是实现和保障市场在纠纷化解和风险消除中的决定性作用，消极要求是政府权力的运行必须遵循适度干预、有限干预和法治干预的逻辑。因此，定位政府作用的具体边界，除了技术层面需要进一步构建政府行为框架以外，更为重要的是使政府权力在具体领域内按照科学稳定的逻辑运行。这有待进一步加强债券市场基础理论的研究，以确定市场的能力边界和实际需求。

### Legitimate Foundation of the Government Participating in Disposition of Bond Defaults

DUAN Binghua

**Abstract:** The historical experience of government participating in the bond market shows that the current obstacle does come from the blind intervention of the government in the early stage. However, the solution lies in clarifying the certainty and stability of the role of the government, rather than eliminating the role of the government. Because of the legal property of rigid payment, bond market is different from high-risk financial fields such as trust in the risk prevention. Current criticism of the government's role in the bond market is overcorrect. The government's participation in the bond market is not only due to the practical needs of the market, but also due to the fact that bond default disposal has the connotation beyond private autonomy as legal governance of market risk. In order to prevent the improper participation of the government, it is necessary to restrain the role of the government from three aspects: self-censorship, information disclosure and accountability.

**Keywords:** Bond Default; Rigid Payment; Government's Implicit Guarantee; Government's Participating; Systemic Risk

(责任编辑: 王乐兵 汪友年)