

我国发展高收益债市场现实路径几何 ——发展必要性和现实路径

禄丹 田亭 周道许¹

摘要：我国 2020 年以来出台了系列债市监管政策，监管要求评级要更加有区分度，我国信用评级下调增多，债券市场将产生大量高收益债，个别债券违约影响着整体债券市场的声誉和发展，因此，为维护债券市场总体平稳发展，我国有必要建立起像美国那样的场外交易市场，设置好投资者保护机制，单独建立适合高收益债发行、转让和投资群体的高收益债券交易平台。为了保障高收益债券交易平台正常运营，本文设计出一个比较完善的业务模式和平台运转规则，旨在为我国发展高收益债券市场指明实现路径。

关键词：高收益债 高收益债券交易平台 高收益债券市场 业务模式

一、引言

高收益债的概念是一个舶来品，高收益债的定义，在我国债券市场尚无标准界定。但在境外发展成熟的债券市场，这一标准非常清晰。高收益债是指投机级债券，即低信用资质主体发行的债券，穆迪评级 Ba 及以下、标普和惠誉评级 BB 及以下的债券为高收益债。相比投资级债券，高收益债具有高收益率和高违约率的特征。从历史水平看，高收益债的平均收益率比同等美国国债收益率高 4%~6%。我国有的投资机构判定境内高收益债券的标准是：票面利率 8% 以上，有时票面利率在 6% 以上的也被看作高收益债；也有的投资机构是以到期收益率在 8% 以上的标准来定义高收益债。

我国经济基本面长期稳定向好，但随着经济增速下降，一些潜在的债务风险暴露，刚性兑付被打破，债券发行人信用风险被重新定价，资质和规模都较弱的发行人顺理成章地进入高收益债市场，相应也会产生一批中高风险偏好的投资人，他们不惧怕风险，明白高收益就伴随着高风险，这是金融投资必然面对的事实，但需要社会有完善的法律制度、交易机制和基础设施，在风险发生时有应对方案。目前监管机构对低评级高收益债投资逐步放开限制，预计资产管理机构参与高收益债将逐步增多。

¹ 禄丹，中国财政科学研究院财政学博士研究生，文责自负；田亭，安融信用评级有限公司研究员；周道许，清华大学五道口金融学院金融科技研究院金融安全研究中心主任。文章是 2022 年度“NAFMII 研究计划”下属研究课题：“我国发展高收益债市场的必要性和现实路径”阶段性成果。

二、我国发展高收益债券市场的必要性

（一）我国高收益债券市场发展具备政策环境

2021年8月6日，人民银行会同发展改革委、财政部、银保监会和证监会联合发布《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知》，发文中提出建立并使用能够实现合理区分度的评级方法体系，有效提升评级质量。2021年11月2日，银保监会办公厅发布了《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》，放松了对险资投资债券的限制，扩大了投资范围，释放了险资投资高收益债的可能性。

（二）有必要建立面向社会的高收益债券交易平台

高收益债融资业务作为一种基本的融资方式，其发展在美国已较为成熟。我国在债券市场发展相对滞后和经济增长速度下行的背景下，建立面向社会、电子化的交易平台条件日趋成熟，且完善高收益债融资模式的市场需求日益旺盛。

我国的高收益债券交易平台应该是基于互联网、面向全社会的电子化交易系统，在高收益债券交易平台可以在线拍卖合格高收益债。通过提供标准、透明、统一的交易服务，高收益债券交易平台能够帮助低信用等级的发行人提供融资渠道，并且为持有高收益债的投资者转让交易提供服务，但高收益债券交易平台本身不承担因高收益债债务方违约而造成的信用风险。

国际和国内的发展实践表明，高收益债融资是一种不断演进的金融服务，自高收益债融资出现之日起，它就为顺应经济、政策的发展而不断创新，其融资结构在不断深化、品种在不断丰富，方式和载体也在进一步扩大化、电子化和网络化。

政策上，债券监管机构要求债券评级要更有区分度，同时我国经济增长速度下行，低信用评级的企业将不断增加，制约了众多具有发展潜力的企业合理融资需求，因此有必要建立一个全国性面向社会的、具有公信力的、电子化的高收益债交易融资服务平台，积极协调和发挥市场各方的力量，引入更多的合适投资者，有效提升高收益债融资效率，为企业拓宽融资渠道。

（三）美国高收益债券市场发展经验借鉴

1、美国高收益债交易市场

从美国高收益债券的交易市场来看，二级市场包括以集中指令驱动交易方式进行的场内交易市场和以报价驱动交易方式进行的场外交易市场(OTC)两部分，除小部分在纽约证券交易所进行交易外，企业债券交易超过90%在场外以报价驱动交易方式进行。其场外交易通过电话委托系统或电子交易系统进行。场外交易市场的交易系统繁多，目前主要使用的有全美证券商协会自动报价系统和全国报价协会清单。为更有效地反映市场供求状况并引导债券场外交易迅速发现合理价格，监管部门设置了“OTC行情公告榜”报价系统。

对于以场外交易为主的银行间债券市场，做市商发挥着为市场提供流动性的作用，其做

市的效果直接影响债券市场流动性的高低。从美国高收益债券市场实践看，二级市场的绝大多数交易都由做市商完成，占交易总量的比例超过 95%，并且做市商的市场势力有逐渐增强的趋势。

2、美国高收益债的投资者保护政策

美国《破产法》第 7 章和第 11 章中明确了在债务人无法偿还债务时维护投资者利益的方法。

根据《破产法》第 7 章清算中规定，破产受托人收集破产企业的财产，并将其变为现金，然后分配给各债权人。破产开始时，债务人放弃其所拥有的、应属于破产财团的全部财产，在破产程序结束后免除债务责任。债权人取得破产受托人按法律规定的顺序分配的清算所得后，不得于破产程序结束且债务人免除债务责任后，再向债务人回售未得清偿的余额。该程序适用于除铁路和保险公司、银行等金融企业之外的所有自然人或法人。对债权人而言，由破产受托人监管并清理债务人的财产，可以有秩序地分得债务人除豁免财产之外的全部资产。

而《破产法》第 11 章重整程序是指债务人保持财产的占有，继续营业，向法院提出重整方案，在取得其批准确认后执行该方案，向债权人全部或部分清偿其所要求的请求权和利益，同时达到再生经营的目的。经法院确认的重整方案将会约束全体债权人和其他当事人。此外，重整方案的确认将解除债务人及其财产就确认前成立的一切债务所承担的责任。该程序适用于除证券经纪人、商品经纪人或铁路之外的所有自然人或法人。对于债权人而言，给与债务人重新经营的机会，在未来可能也给自己带来更高的收益。但如果法院不确认或债权人不接受重整方案，债务人仍然要面临被转换为第 7 章清算程序或撤销申请的结果。

表 1：《破产法》第 7 章与第 11 章的异同

	第七章	第十一章
内容	破产清算	重整程序
适用范围	除铁路和保险公司、银行等金融企业之外的所有自然人或法人	除证券经纪人、商品经纪人或铁路之外的所有自然人或法人
破产受托人	法庭指定一名	很少介入
债务人义务	失去企业控制权；破产开始时放弃属于破产财团的全部财产，程序结束后免除债务责任	拥有企业控制权，以未来收益而非出售财产支付债务；在计划批准前，暂停本金利息支付
收益分配	绝对优先权原则	每类债权人都得到部分支付

3、经验借鉴及启示

通过对美国高收益债交易模式的研究和分析，发现美国高收益债券的绝大部分交易在场外进行，做市商发挥着为市场提供流动性的作用，更为重要的是，还有完善的法律为投资者提供保护。因此，本文建议建立我国的高收益债券交易平台，我国高收益债券交易平台交易模式应实行“1+N”的高收益债交易模式，即一个高收益债发行人和多个主体，包括做市商、投资者、会计师事务所、律师事务所、评级机构、担保方和主承销商等。此外，还需要增加高收益债券交易平台产品和保障平台高效运营。

三、我国高收益债券交易平台业务模式

高收益债券交易平台业务模式的设计应符合高收益债券交易平台的定位和建设目标，并遵循平台建设的基本原则，找准方向，在积极发挥自身优势的同时，也要认识到自身不足之处，选择适合市场自身发展规律的业务模式。

(一) 高收益债券交易平台业务环节构成

高收益债融资业务的多元化，决定了它相对于传统信贷业务而言是一项相对复杂的业务，而高收益债券交易平台作为一项重要的金融基础设施，更是一项十分严谨和复杂的系统工程，涉及多个业务环节和参与方。不仅需要考虑如信息发布途径、转让方式、增信方式、定价模式等各环节及其影响因素，还需要进一步考虑如何协调各环节之间的链接方式，并与现实条件相结合，构建起高收益债券交易平台最可行的业务模式。

综合考虑高收益债融资交易流程，可提炼出高收益债券交易平台业务模式中涉及的八大环节：“信息源机构”“信息上平台发布的方式”“信息合规性审查方式”“回售²权选择”“增信选择”“定价模式”“成交结算”和“到期偿付及违约处理”。

高收益债交易平台业务模式环节流程

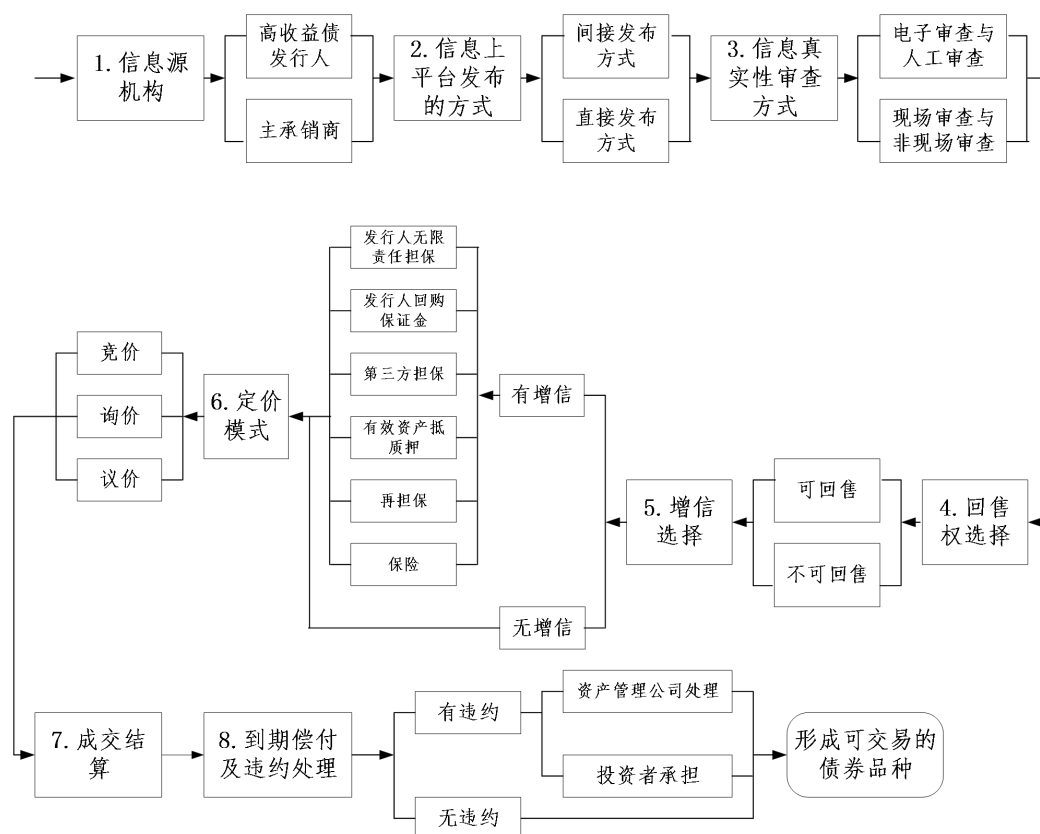


图 1：高收益债券交易平台业务模式环节流程图

² 可回售债券是指投资者有权在规定行权日期，按面值全部或部分回售给发行人的债券，这种情况一般出现在利率上升、债券价格下降的时候。因此，可回售债券有助于在债券价格下降时保护投资者。

（二）信息源机构

1、信息源机构的分类

高收益债券交易平台的信息源机构是指提供高收益债信息来源的机构，包括作为高收益债的发行人和作为高收益债的主承销商。

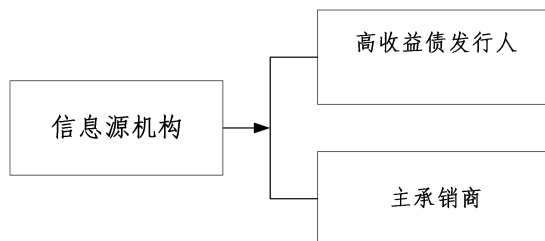


图 2：信息源机构的分类

（1）高收益债发行人

这里的高收益债发行人一般指首次发行企业，大多数企业由于自有资本不足、财务管理水平不高，且缺乏有效的抵质押资产等原因，目前尚未获得高的信用评级，不能在交易所和银行间债券市场这两种市场进行融资。因此，只要事先做好真实性审查、有效的增信和风险控制等工作，高收益债发行人可以成为高收益债券交易平台的一类重要信息源机构。

（2）主承销商

这里的主承销商一般是指“堕落天使”类高收益债券的主承销商，这类债券曾在交易所或银行间市场上市。在债券评级下降后主承销商会选择在高收益债券交易平台寻找投资者，通常这类高收益债券的发行人往往都是大公司、上市公司、国有企业或垄断企业，具有较强的市场影响力，财务实力突出、资信水平普遍较高，但由于经营业绩下滑后信用评级下降到 BBB+ 以下，在高收益债券交易平台由主承销商提供并确认的高收益债信息，一般具有较高高收益债信息的质量，降低了高收益债信息采集、真实性审查以及增信的融资成本。

2、两类信息源机构的比较

表 2：两类信息源机构的比较

信息源机构	优势	劣势
高收益债发行人	发行人融资需求较大，可操作性较强。	来源于发行人的高收益债信息质量可靠性相对较低，信息审查成本较高；且自身资信较低，需要完备的增信措施。
主承销商	高收益债信息质量相对较高，增信措施可以相对简单。	主承销商配合意愿相对较弱，因为高收益债发行人信用降级后，主承销商担心违约对自身声誉的影响，需要配套政策推动。

3、研究结论

高收益债发行人和主承销商作为高收益债券交易平台的信息源机构都可行。

高收益债券交易平台可通过争取政府出台配套的鼓励性政策来增强主承销商的配合意愿；或通过强化高收益债真实性审查控制信息源的风险，并选择适当的增信方式来提高发行人高收益债的信用等级。

（三）信息上平台发布的方式

1、信息上高收益债券交易平台发布的方式分类

信息上高收益债券交易平台发布的方式是指信息源机构将高收益债信息发布到平台上所选择的方式和流程,包括通过平台的服务公司审查后上平台的间接发布方式和主承销商上平台的直接发布方式两种。

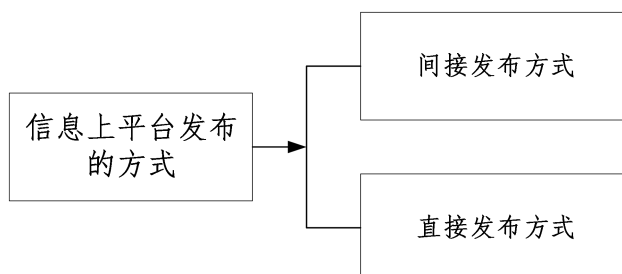


图 3：信息上平台发布的方式

（1）间接发布方式

通过平台的服务公司上平台发布是指高收益债发行人或主承销商将高收益债信息报送给服务公司,由服务公司线下筛选、整理、审查以及增信等一系列前置处理后再申报到高收益债券交易平台,由高收益债券交易平台进行审查。这种方式有利于保障高收益债券交易平台上的高收益债信息的质量,将风险隔离在线下,保障高收益债券交易平台交易的安全性,提高融资成功率。这将是一种分工细致、风险分散、结构严谨的制度,与我国资本市场中多数交易场所所采用的承销商制度类似,但并不完全相同。

（2）直接发布方式

直接上高收益债券交易平台发布是指主承销商将其承销的高收益债券信息直接申报到平台,由平台与主承销商约定自律审查,后者承担信息虚假责任。

主承销商直接上平台发布是相对较快的信息发布方式,但从风险控制的角度考虑,主承销商需要考虑已经降低评级的债券到期违约的声誉风险的防范;在平台建设初期,从可操作性的层面而言,主承销商直接上平台发布信息的意愿并不强。同时,如果需要但却缺乏有效增信,投资者的接受程度也会相对降低。如果高收益债券交易平台能够有配套政策,有法律上对主承销商免责条款,则此方式在条件成熟时也可以采用。

2、不同方式的比较

表 3：信息上高收益债券交易平台不同方式比较

信息上高收益债券交易平台的方式	优势	劣势
间接发布方式（通过服务公司审查、增信后上平台发布）	有利于风险隔离和控制,提高融资效率,可操作性较强。	平台与服务公司间存在管理协调成本,体系设置相对复杂,但可通过完善合同约定解决。
直接发布方式	平台承担的审查成本相对较低,发布速度较快。	主承销商自身风险如何规避。

3、研究结论

上述两种方式均具有可行性,且各具优劣,须根据具体条件适时采用。建议首先采用间接发布方式,通过线下服务公司审查后再发布到平台。

（四）信息合规性审查方式

信息合规性审查方式是指审查主体在审查高收益债信息合规性时所采取的方式，包括在线电子自动审查与人工审查、现场审查与非现场审查两种方式。

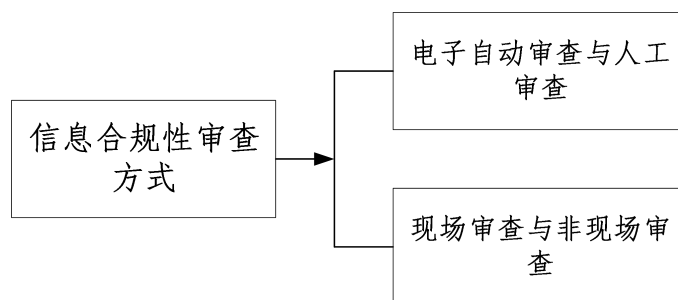


图 4：信息合规性审查方式

1、信息合规性审查的内容

如何认定高收益债的合规性及高收益债的实际价值，对于防范和管理高收益债融资的风险非常重要。在当前的实际操作中，高收益债信息合规性审查工作主要包括以下内容：

第一，高收益债发行人信息真实性审查。高收益债发行人作为资金的需求方，为了解决资金的困难，有提供虚假信息的动机，所以，平台服务公司要审查高收益债发行人提交信息的真实性。

第二，高收益债价值的认定。高收益债价值认定的目的是防范高收益债价格虚高的风险。所谓高收益债价格虚高风险是指，高收益债融资价格被高估，如高收益债价格虚高，使其超过高收益债价值；或高收益债发行人与服务机构串通，掩藏了一些发行人的潜在问题或风险。类似情形发生时，就可能会出现高收益债融资价格高于实际价值的情况，增加了业务风险。

第三，高收益债券权属的审查。高收益债券权属审查的目的是确认高收益债券权属清楚、没有瑕疵，高收益债不存在重复质押和多重转让等高收益债权属问题。

第四，中介机构瑕疵的审查。高收益债发行人到期能否有能力兑付是高收益债融资的核心问题，其偿债能力的强弱以及信用状况的优劣将直接影响投资者的权利能否按期实现，而其偿债能力和信用状况能够从中介机构的担保、评级、保险、评估、审计、法律等相关专业服务机构披露的报告中体现出来。平台的服务公司要对这些报告进行合规审查和权责确认。

第五，高收益债发行人的回购能力识别。对于附有回售权的高收益债转让融资，高收益债发行人作为回购人，其回购保证金的缴纳同样影响投资者的权利能否按期实现。

2、信息真实性审查的方式分类

①电子自动审查与人工审查

电子自动审查是指平台主要依据高度电子化、网络化的计算机信息技术系统进行信息真实性的审查。

人工审查是指平台主要通过人工调查、审查、审计、分析及印证进行信息真实性的审查。由专业的团队进行人工审查是目前普遍采用的信息审查方式，审查效果较好，但对审查

人员的专业依赖程度较高，需要有较为完善的业务流程及审查制度，以避免操作风险。

从审查的成本和便捷性而言，电子自动审查是一种相对简便、低成本的审查方式，但对于业务系统的自动化和智能化程度要求很高，要能及时采集到与审查相关的业务及外部电子数据，对于高收益债融资这样复杂的业务，在目前商业信用环境尚不健全的背景下，单纯依靠电子化手段恐难以达到真实性审查的目的。

平台建设初期，以人工审查为主，电子审查为辅应该是较佳的选择。

②现场审查和非现场审查

现场审查是指平台（或通过线下的服务公司）采取尽职调查、现场审计、人员访谈、数据印证等现场人工审查手段对高收益债发行人提供的信息真实性进行审查。

非现场审查是指平台（或通过线下的服务公司）采取诸如因特网、电话访谈、传真、电子邮件等非现场远程手段进行信息真实性的审查。

相比较而言，现场审查是比较有效的信息审查方式，更能达到真实性审查的预期目的，也是目前金融机构信贷业务、债券评级业务、担保项目调查中所普遍采用的方式；非现场审查方式相对来说审查成本较低，但信息收集的难度较大、效率较低，在信息的全面性、真实性以及分析与印证的准确性方面相对不如现场审查高。

3、不同方式的比较

表 4：不同信息审查方式比较

信息真实性审查方式	优势	劣势
电子自动审查	利用电子化手段，能够高效率、低成本地完成信息的形式审查。	无法单独利用电子化手段完成信息真实性的全面审查。
人工审查	利用审查人员的专业经验，能更好的识别与分析风险	对人员的专业程度依赖较高
现场审查	可操作性较强，可有效控制风险	审查成本相对较高
非现场审查	在合规性、形式审查方面具有优势	相对于现场审查，对业务风险识别与分析的效果一般

4、研究结论

对于高收益债融资这样复杂的业务，在平台建设初期，从有效防范和管理高收益债融资风险的方面考虑，对高收益债发行人信息真实性审查可采取以现场审查为主、非现场审查为辅，审查手段上，以人工审查为主、电子审查为辅。真实性、实质性审查以人工、现场审查为主，对于初审、合规性审查（形式审查）可采取电子、非现场、审查为主，以提高审查效率。

在平台积累一定的交易数据、信用体系建设达到一定的程度以及信息化系统建设较为完善后，可为主体提供差异化的融资服务，针对不同信用级别的企业主体采取不同的审查方式，对于平台交易信用级别较高的企业，可以逐步过渡到电子自动、非现场审查方式为主；而对于平台新准入的主体，则采用人工、现场审查方式为主。

（五）回售权选择

高收益债转让根据回售权选择与否分为有回售权的转让和无回售权的转让。

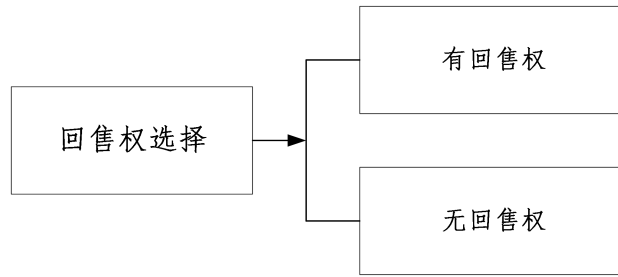


图 5：回售权选择

回售权是指高收益债发行人将其享有的高收益债转让给投资者之后，在高收益债发行人未按期履行兑付义务时，投资者是否有向高收益债发行人回售的权利。

1、有无回售权的选择

对于高收益债券交易平台来说，回售权是指高收益债发行人到期不能兑付高收益债时，平台上的投资人是否有向高收益债发行人回售、要求高收益债发行人回购的权利。在现实的高收益债融资业务中，包括有回售权和无回售权两种情况。

有回售权的转让是指高收益债的风险由高收益债发行人承担，而与平台及投资者无关，并通过合同约定回购。无论任何原因导致高收益债不能及时、足额偿付时（如高收益债发行人明确地以书面形式或行为表示拒绝履行或不完全履行兑付义务时），平台（或服务公司）有权立即启动回购程序，要求高收益债发行人承担回购责任。高收益债发行人应在平台（或服务公司）宣布回购日的次日将回购价款支付至平台指定的资金账户，由平台转付给投资者。

无回售权的转让是指高收益债的风险由投资者承担，即高收益债到期不能兑付的风险由投资者自行承担，到期兑付风险发生时，投资者无权要求高收益债发行人进行回购。

有回售权的转让，由高收益债发行人承担高收益债的风险，有利于防范业务风险，也比较符合大多数投资者需要，但其投资收益率也会相对较低，低风险、低收益，反之高风险、高收益。

2、不同选择的比较

表 5：是否有回售权的优劣势

是否附有无回售权	优势	劣势
有回售权	业务风险相对较低，可操作性较强	投资收益率相对偏低
无回售权	投资收益率相对偏高	业务风险相对较高，可操作性较弱

3、研究结论

两种方式都是可行的，无回售权的转让相对风险偏高，可操作性较低，平台建设的初期，为了防范高收益债的风险，大多数投资者可选择有回售权的转让，通过投资协议约定相关回购条款。在市场开发时，可依据高收益债发行人及投资者的合作意愿，提供绑定式（定向）的无回售权融资服务。

（六）增信选择

高收益债增信可以提高高收益债发行人信用，为按时向投资者偿付到期款项提供保障，保护投资者的权益。

可以选择的增信路径如下：

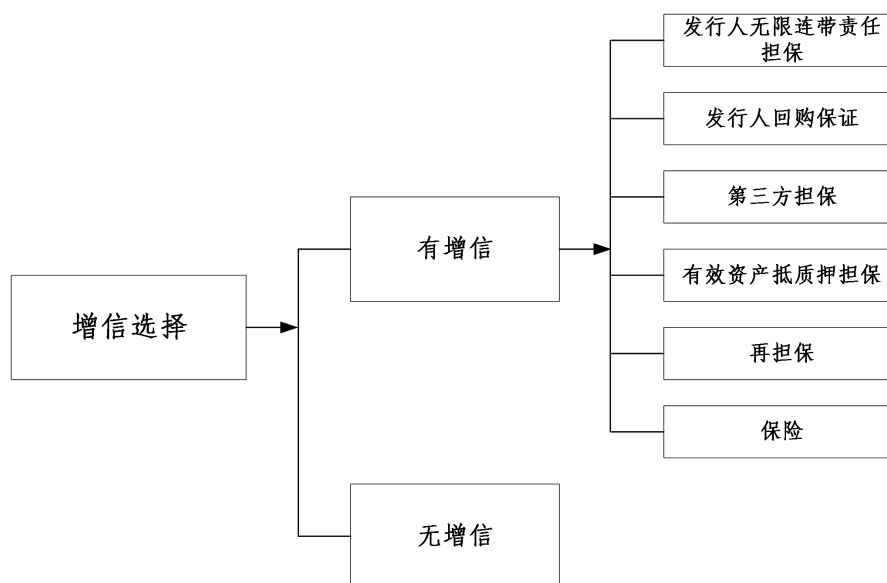


图 6：可选择的增信路径

1、增信的必要性分析

在信息不对称的资本市场中，一种新的融资品种或模式能否为市场所接受，很大程度上取决于其信用风险以及融资成本的高低。通过高收益债增信可以：

第一，高收益债增信能够拓展高收益债发行人的融资机会。高收益债发行人自身的信用等级普遍较低，通过增信可以提升高收益债的信用等级，从而达到高收益债发行人的融资要求。因此，通过增信能提高信用等级较差的企业申请获得高收益债融资的可能性。

第二，高收益债增信有利于保护投资者的权益。建设高收益债券交易平台的目的是希望促进高收益债转让，帮助企业获得流动资金，同时让投资者获得一定的收益。但投资者在参与各方中处于信息相对不对称的一方，其利益有可能被信息掌握方损害，而通过高收益债增信将有利于降低违约风险，即使发生违约，投资者可以通过已设立的增信程序获得追偿，因此高收益债增信可提高高收益债融资的安全性，从而保护投资者的权益。

第三，高收益债增信有利于高收益债券交易平台稳健有序运行。对于高收益债券交易平台来讲，高收益债增信有利于分散风险，提高融资成功率及融资效率，促进平台规范有序的发展，增强平台的公信力，有助于高收益债券交易平台的稳健有序运行。

总之，对于自身信用等级不高的高收益债发行人，通过高收益债增信可以提高融资成功率及融资效率，维护资金供需双方的共同利益，进而保证平台安全稳步发展。

2、增信的判断及选择依据

如何有效判断是否需要高收益债进行增信及采取什么样的增信方式，需要平台建设相应的判断标准与操作方法。参考金融市场的增信制度，最常见最有效的是信用评级制度，如商业银行内部的信用评级，通过将主体划分成不同的信用等级，为不同信用等级的主体提供不同的授信政策，如对于信用等级高的优质主体可直接信用贷款，而对级别较低的主体，则

提供担保贷款，必须由担保公司提供担保。

平台可参照目前较为主流的且被大多银行和评级机构所认可的三级十等信用等级标准与评级机构合作，对高收益债发行人和高收益债信用进行评级并向社会公布，但不作为投资者的定价依据。高收益债发行人和高收益债信用等级划分（示意）：

表 6：高收益债券信用质量评级

	穆迪评级	标普 & 惠誉评级	我国高收益债券评级
投资级债券 ↑	Aaa	AAA	
	Aa1	AA+	
	Aa2	AA	
	Aa3	AA-	
	A1	A+	
	A2	A	
	A3	A-	
	Baa1	BBB+	
	Baa2	BBB	
	Baa3	BBB-	
高收益债券 ↓	Ba1	BB+	BBB+
	Ba2	BB	BBB
	Ba3	BB-	BBB-
	B1	B+	BB+
	B2	B	BB
	B3	B-	BB-
	Caa1	CCC+	B+
	Caa2	CCC	B
	Caa3	CCC-	B-
	Ca	CC	CCC+
C	C	CCC	
	D	CCC-	
		CC	
		C	

资料来源：穆迪、标普、惠誉评级及安融评级

如：对于发行人信用级别为 BBB+、BBB 或 BBB- 的高收益债，只需适当采取必要的增信方式进行增信；为 BB+、BB、BB-、B+、B、B- 的，必须至少采取一种增信方式进行增信；而对于 CCC+ 级以下的，则必须采取两种增信方式进行组合增信。

3、增信方式的分类

根据内部信用评级的结果确定增信方案，具体每支高收益债融资业务操作时可以是一种或多种增信方式的组合。可选择的增信方式包括：

① 发行人无限连带责任担保，是指由作为高收益债发行人通过合同约定无限连带责任担保，担保承诺到期履行兑付义务。

② 高收益债发行人回购保证金，是指高收益债发行人承诺在债券未能到期兑付的情况下，按照约定价格及时履行回购义务。高收益债发行人需缴纳 20% 的回购保证金。

③ 第三方担保，是指由第三方企业或担保公司为高收益债发行人的兑付提供连带责任保证。主要包括第三方担保公司担保、第三方企业互保以及关联公司担保三种。

④ 有效资产抵质押担保，是指由高收益债发行人或第三方提供足额的有效资产作为还款保证。有效资产是指法律上拥有处分权的、变现能力强的各种资产和权利。

⑤再担保，是指为担保人设立的担保。当担保人不能独立承担担保责任时，再担保人将按合同约定比例向投资者继续清偿剩余的款项，以保障债券的实现。

⑥保险，是指由保险公司为到期付款（回购）提供保险。主要包括信用保险、履约保证保险，实际业务操作时需要根据具体情况进行较好的整合、合理设计增信方案，既要起到风险分散与分担、信用增进的作用，又要尽可能降低融资增信的成本。如：第三方担保加回购保险的组合、有效资产抵质押加回购保险组合、高收益债发行人回购保证金加回购保险的组合。

⑦无增信，是指完全依靠高收益债发行人的自身信用，不增加其他外部增信措施。

4、不同增信方式的比较

表 7：高收益债融资增信方式一览表

编号	增信方式	优势	劣势	
1	发行人付款承诺	增信成本较低，发行人的配合意愿相对较高。	增信效果较弱。	
2	发行人回购保证金	有利于控制风险。	增加增信成本。	
3	第三方担保	担保公司担保	增信效果相对较好，可操作性较强。	增信成本相对较高。
	企业互保	增信成本相对担保公司较低。	寻找合适的企业提供担保可能比较困难。	
	关联企业担保	增信成本相对担保公司较低。	寻找合适的关联企业提供担保可能比较困难。	
4	有效资产抵质押担保	增信成本相对第三方担保要低。	企业可用于抵质押的资产有限、价值评估及处置存在一定的风险。	
5	再担保	增信效果较好。	增加增信成本。	
6	保险	增信效果较好。	增加增信成本。	
7	无增信	无增信成本。	信用风险较大，潜在的投资者较少。	

5、研究结论

根据上述比较分析，结合平台使用的信用评级办法与标准，在高收益债发行人自身信用较好，且投资者愿意接受并完全承担投资风险、风险与平台无关的情况下，高收益债券交易平台或服务公司可以不选择高收益债增信。

在高收益债发行人自身信用等级不高的情况下，应进行高收益债增信以满足投资者的需求，在增信方式的选择时，高收益债券交易平台或服务公司应首先考虑高收益债发行人的无限连带责任担保和发行人的回购保证，同时根据资金供需双方的情况和要求，选择性的考虑第三方担保、有效资产的抵质押、再担保以及保险等增信方式，保障投资者的权益。

（七）定价模式

高收益债券交易平台的定价模式是指高收益债转让的价格如何形成。包括竞价、询价、议价三种定价模式。

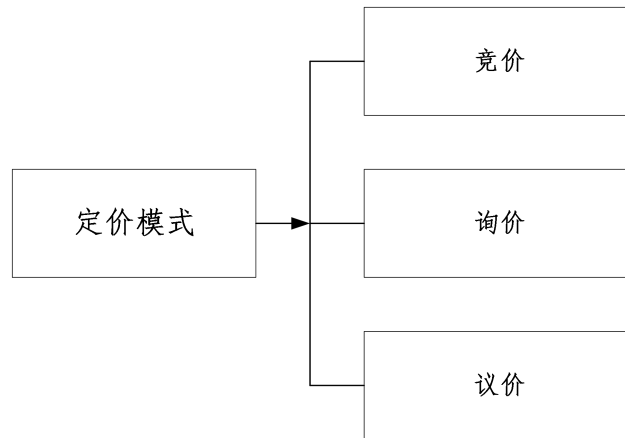


图 7：定价模式

1、定价模式的分类

(1) 竞价

竞价，是指高收益债转让方报出转让底价或保留底价，由意向购买方按照价格优先、时间优先的规则进行受让。

竞价交易是最常见、最直接的定价模式，也是我国证券交易所、期货交易所、金融资产交易所等市场普遍采用的模式。

(2) 询价

询价是指由高收益债转让方通过高收益债券交易平台定向推送或不定向发送询价请求，意向投资者回应报价，然后由高收益债转让方确认成交。成交价为意向投资者的报价。

询价交易在我国资本市场如大宗交易、外汇交易等市场普遍采用。

(3) 议价

议价是指由高收益债转让方通过高收益债券交易平台发送转让意向，意向投资者主动联系高收益债转让方议价。成交价由双方协商。

议价模式为我国资本市场中的大宗交易场所（如深交所的综合协议交易平台）所采用。

2、不同定价模式的比较

表 8：不同定价模式的比较

定价模式	优势	劣势
竞价	有利于降低融资成本，业务规则简单，市场认知度高。	当市场活跃时，可操作性较强；当市场不活跃时，则可操作性较低。
询价	当市场不活跃时，可利用询价提高融资成功率，促进交易。	业务规则较复杂。
议价	当市场不活跃时，可有效提高投资者（金融机构及非金融机构）的参与积极性，协商定价，提高融资成功率、促进交易。	业务规则较复杂。

3、研究结论

三种定价模式都是可行的，适用于不同的场合，从平台促进交易、丰富定价手段的层面分析，可以由易至难、分步实施。

表 9：三种定价模式的应用

定价模式	适用场合与条件
竞价	市场比较活跃或标的高收益债金额相对不高时
询价	市场相对不够活跃或标的高收益债金额相对偏高时
议价	市场相对不够活跃或标的高收益债金额相对偏高时

从融资角度而言，竞价模式更能营造较浓的市场竞争意识，将原本一对一的高收益债发行人与投资者的关系转变为一对多的竞争关系，有利于降低企业的融资成本。

同时我们也认识到，作为新兴的交易平台，在初期市场认知度不够、投资者（金融机构及非金融机构）不够活跃的情况下，为了促进交易，询价模式也是一种较好的定价手段。而议价模式操作较为复杂，可以作为平台的一种定价补充手段。

（八）成交结算

高收益债原始信息在经过高收益债券交易平台各个环节流程的梳理之后，形成特定品种的、可上平台交易的高收益债融资产品。

根据在平台上转让的次数不同可分首次发行和二次转让（或连续转让）。

1、首次发行

首次发行是指信息源机构通过间接方式上高收益债券交易平台发布高收益债转让信息、投资者报价受让、平台促成交易、划付转让价款及高收益债转让登记的过程。通过首次发行达到帮助高收益债发行人实现高收益债融资的目的。

首次发行过程概括如下：

第一，平台发布高收益债发行信息

支持公开或定向发布发行信息。公开发行业是面向平台上相对广泛不特定的投资者，发行资料在平台上公开披露。非公开定向发行是面向少数特定投资者，在不简化增信机制的前提下，从投资者流动性补偿的角度看，融资成本有可能相对略高一点。定向转让是相对于公开转让而言的，两者的主要区别在于投资者（金融机构及非金融机构）选择的范围不同。公开或定向转让都有适用的场合，在实际操作时可灵活选择：

对于信息披露有保密要求的高收益债发行人，高收益债的转让范围只能在指定的投资者之间开展，包括首次发行和二次转让。

对于信息披露没有特别要求的企业，如果有联系紧密的投资者或有意向受让的投资者，首次发行可采取定向方式，选择联系紧密的投资者或意向购买方进行受让；二次转让时也可以公开或定向。

第二，投资者存入足额的交易保证金，参与报价

为了确保交易双方的合法权益和防止交易的信用风险，确保成交履约，高收益债券交易平台采取全额交易保证金的方式，控以制交易的风险、保障转让交割的顺利进行。全额保证金是指投资者应先存入全额的（大于或等于高收益债转让价款）交易保证金，才能取得参与受让报价（竞价）的资格，也称为全额保证金结算方式。

投资者获得报价资格后，可通过高收益债券交易平台的交易主体端进行报价。

第三，高收益债券交易平台负责交易撮合，并进行成交处理

高收益债券交易平台交易系统根据由平台制定的交易规则对转让与受让报价指令进行撮合成交，并在日终时统一进行清算交收，采取逐笔全额结算方式，进行成交资金的划付和高收益债转让登记等相关处理。

高收益债券交易平台简要交易结构示意图如下：

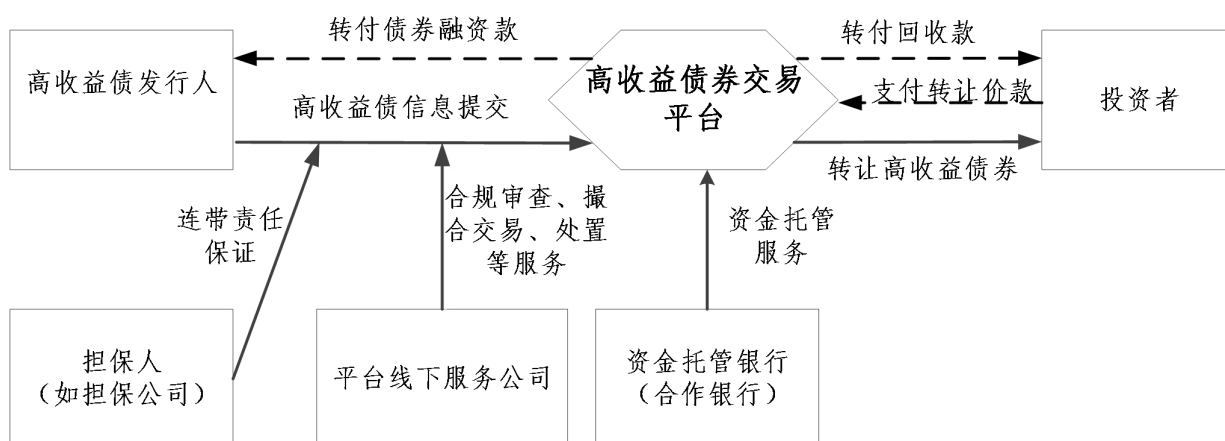


图 8：交易结构示意图（仅作参考，不同模式下的交易结构会有变化）

2、二次转让（或连续转让）

二次转让（或连续转让）是指投资者在平台上购买高收益债后，可按平台制定的二次转让业务规则进行再转让或连续转让。

为了防止片面追求交易量，盲目扩大市场规模，致使投机分子出没，违规炒作、行情波动剧烈、价格操纵等风险事件发生，埋下社会不稳定的隐患。高收益债券交易平台可通过设置二次转让的间隔时间(如 5 天)来控制高收益债券交易平台上高收益债二次转让的活跃度，并可根据市场的运行情况适时调整这一规则。

二次转让（或连续转让）的处理过程与首次发行基本一致，不同之处在于二次转让信息的发布人及债券转让人为高收益债当前的登记持有人（即高收益债投资者）。

高收益债券交易平台在高收益债到期前 N 天（ $N \geq 1$ ）进行自动冻结，等待到期处理，被冻结的高收益债在解冻之前不允许再次转让，到期注销登记的高收益债也不允许再转让。

（九）到期偿付及违约处理

从本质上来说，高收益债是建立在高收益债发行人的商业信用基础之上的一种信用债券，存在一定的信用风险。因此，高收益债到期后会存在发行人正常履约或发行人违约两种情况。当发行人及时履约，高收益债回流资金付至平台指定账户，由平台完成到期处理，向投资者转付回收资金，业务正常完结。但现实中时常会出现发行人违约，不能及时或足额支付账款的情况，此时就涉及了违约处理的方式与机制问题。在高收益债券交易平台的融资过程中，

如何保证投资者的权益如期实现，就需要建立一套科学、高效的到期违约风险预警及处置机制。

1、违约的判定

高收益债发行人到期未及时或未足额兑付债券，则判定为发行人违约。根据违约行为形态的不同，以上违约行为又包括以下两种：

一是展期，发行人明确表示对债券展期，在履行期到来以后将不可能履行合同。

二是实际违约，实际违约是指在履行期限到来以后，发行人未按时兑付本息或不完全兑付本息。

2、违约处理方式

违约的处理方式主要有两种，通过与平台合作的资产管理公司处理或由投资者自行承担违约的处理。

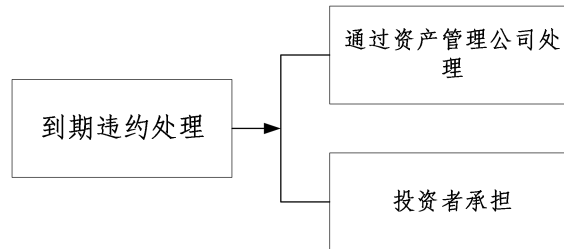


图 9：违约处理方式

(1) 资产管理公司处理

资产管理公司处理是指高收益债券交易平台业务中发生的预期违约或实际违约由资产管理公司在线下协调与处理，与平台无关，由资产管理公司负责将高收益债到期清偿款项支付至平台，并进行相关违约处置工作。

对于预期违约的处理方式，资产管理公司可负责高收益债到期前的付款提示、风险预警、逾期处置以及预协调增信机构进行清偿等配套服务。在高收益债券到期之前，资产管理公司及时跟踪掌握高收益债发行人的信用状况及经营情况，在发现可能导致债券到期不能偿付的风险时，应及时进行风险预警，触发违约处置机制，并采取适当的控制措施。

对于实际违约的处理方式，高收益债发行人未按期履行付款义务时，由资产管理公司在线下负责协调处理，低价买入，核心在于计算债券真正的清算价值，根据增信方式的不同，可能涉及高收益债发行人回购、第三方担保代偿、处置抵质押的资产、保险赔付等相关的回购、清偿、追偿任务。

(2) 投资者承担

投资者承担是指预期违约及实际违约的处理由投资者自己承担，与平台无关，实际违约发生时投资者自行向高收益债发行人、担保人等进行追偿。

3、不同违约处理方式的比较

表 10：不同违约处理方式的比较

到期违约处理方式	优势	劣势
通过资产管理公司	一般依据属地原则处置，风险较小，可操作性较强。	融资服务成本相对增加。
投资者承担	融资服务成本可相对较低。	投资者需要有较高的风险承受和处置能力，当涉及跨区域处置时，可操作性较弱，处置难度较大。

4、研究结论

为有效保护投资者的权益、保障平台的稳健发展，通过与平台合作的资产管理公司进行到期违约处理是较好的选择；在平台积累有一定的公信力和影响力的时候，对于风险承受能力较强、与发行人关系紧密的投资者，可以根据市场的需要和投资者的风险偏好及其承受能力，在平台不承担风险的前提下，可适时选择由适合的投资者自行承担到期违约风险处置的业务模式。

四、结论

本文通过政策环境和市场发展现状论述了我国发展高收益债市场的必要性，通过借鉴美国高收益债市场的发展模式，得出我国要发展高收益债市场，需要建立一个专门的高收益债券交易平台，本文研究要建立的高收益债券交易平台定位于解决低评级企业的融资问题，高收益债券交易平台化将最大化程度的实现交易的标准化、电子化和集聚化。本文详细描述了我国建立高收益债券交易平台的业务模式，在业务模式方面，高收益债券交易平台的核心功能是制定交易规则和提供交易平台，不直接参与高收益债的交易，为高收益债发行和转让提供信息发布、促成交易、清算交割等在融资服务链条上处于核心功能的业务。高收益债券交易平台的定位是带有一定公益性的金融基础设施，主要服务于低信用评级企业债券融资，为企业融资难问题提供解决方案。

参考文献：

- [1]董德志,李智能.美国高收益债发行历史回顾 [DB/OL].北京：国信证券,2017-01-16.
- [2]郜彦伟.高收益债来临：美国市场发展与借鉴 [DB/OL].北京：光大证券,2012-08-24.
- [3]刘立喜,张亮.高收益债券的前世今生 [DB/OL].吉林：东北证券,2016-09-02.
- [4]刘郁.如何挖掘高收益债？ [DB/OL].江西：国盛证券,2019-11-04.
- [5]银保监会办公厅.中国银保监会办公厅关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知 [EB/OL].2021-11-02.http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-11/20/content_5652137.htm.
- [6]中国人民银行,国家发展改革委,财政部,银保监会,证监会.关于促进债券市场信用评级行业高质量发展的通知 [EB/OL].2021-03-28.<http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144979/3941920/4215457/index.html>.

Our country develops high yield bond market realistic path geometry

LU Dan¹, TIAN Ting², ZHOU Daoxu³

(1.Chinese Academy of Fiscal Sciences; 2.Anrong Credit Rating Co.,Ltd; 3.Tsinghua University Wudaokou School of Finance)

Abstract: Since 2020, China has introduced a series of regulatory policies in the bond market, requiring the rating to be more differentiated, increasing the credit rating downgrade, the bond market will produce a large number of high yield bonds, and the individual bond default affects the reputation and development of the overall bond market. Therefore, to maintain the overall steady development of the bond market, it is necessary for our country to establish an over-the-counter market like the United States We will set up an investor protection mechanism and establish a separate high-yield bond trading platform suitable for high-yield bond issuance, transfer and investment groups. In order to ensure normal operation of high yield bond trading platform, this paper designs a relatively perfect business model and running rules of the platform, aiming at pointing out a realization path for developing high yield bond market in our country.

Keywords: High yield bond High yield bond trading platform High yield bond market Business model

JEL Classification: G11 G20 G24