

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密 \_\_\_\_\_

学号: 17520131151202

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

债券违约风险管控：基于珠海中富的案例研究

Bond default risk control: A Case Study on Zhuhai Zhongfu

张立榆

指导教师姓名: 陈汉文 教授

专业名称: 会计硕士 (MPAcc)

论文提交日期: 2016 年 4 月

论文答辩时间: 2016 年 5 月

学位授予日期: 2016 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2016 年 5 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

中国债券市场曾经一直存在着刚性兑付的神话，但是自从 2014 年“11 超日债”违约开始，我国债券市场出现一系列债券违约事件。从私募债到公募债，从交易所到银行间债券市场，可以说整个中国债券市场上的所有债券品种都发生过实质性违约事件。在经济下行时期，中国债券市场必然会承受更大的信用风险，如何有效地防范债券违约风险成为社会关注的热点。

本文首先介绍了中美债券市场的发展历程、主要品种和主要参与者，并从市场规模、监管体系、评级制度和信息披露制度对比分析中美债券市场的不同。美国拥有世界上最为发达的债券市场，其防范债券市场违约的制度也是最为先进的，有许多经验值得我们借鉴，因此，不止在本部分，在本文的其他部分也有基于中美两国对比的分析。

本文随后在归纳总结债券违约理论的基础上，对中国债券市场上发生的债券违约案例进行统计分析，对中国债券市场债券违约的特征和原因进行总结。在此基础上，本文选取珠海中富债券违约作为典型案例深入分析，通过案例分析展示债券违约更加深层次的原因。

在最后的建议部分，本文试图通过宏观层面和微观层面两个角度，对债券违约风险的防范提出建议。在宏观层面，借鉴美国债券市场，建立三位一体监管体系、完善债券市场评级制度和加强落实信息披露制度。在微观层面，借鉴 coso 的企业风险管理框架，从企业风险的八个构成要素入手，从企业内部防范债券违约。

关键词：债券违约；特征分析；案例研究

## Abstract

There has been existing the myth of government rigid payment in China's bond market, but since the infamous "Chaori debt" default of 2014, China's bond market began to witness a series of debt default events. From private bonds to public bonds, from the exchange market to the inter-bank bond market, it can be said that all varieties of bonds in the bond market throughout China have experienced material defaults. In the period of economic downturn, China's bond market is bound to bear a greater credit risk, and how to effectively prevent debt default risk has become the focus of attention.

This paper firstly introduces Chinese and American bond market respectively, including their development, the main varieties of bonds in each market, and major players, and analyzes the differences between them from the perspective of market size, the regulatory system, the rating system and the information disclosure system. The bond market of United States is the most developed throughout the world, and its system to prevent defaults is the most advanced, the experience of which is worthwhile to draw on. Therefore, not only in this part but also in the rest of this article there are comparison analyses of the two markets.

Next, this article summarizes the basic theory of bond defaults, and performs a statistical analysis of bond default cases occurred in China's bond market, including their features and the reasons of defaults. Based on these, this paper selects the Zhuhai Zhongfu bond defaults as a typical case to analyze in depth, showing more deep-seated reasons of the bond default by case analysis.

In the final part of recommendations, this paper tries to make recommendations to prevent debt default risk from both macro-level and micro-level perspectives. At the macro level, it is recommended that we learn from the United States bond market to establish a Trinity regulatory system, improve the bond market rating system and strengthen the implementation of information disclosure system. At the micro level, it is recommended that we draw on the enterprise risk management framework COSO, to prevent defaults internally starting from the eight enterprise risk elements .

**Keywords:** Bond default; Characteristics analysis; Case study

## 目 录

<b>第一章 绪论</b> .....	1
1.1 选题的背景和意义 .....	1
1.2 研究框架.....	4
1.3 本研究创新点及局限 .....	5
<b>第二章 中美债券市场介绍与对比分析</b> .....	7
2.1 我国债券市场.....	7
2.1.1 我国债券市场的发展历程.....	7
2.1.2 我国债券市场的主要品种.....	13
2.1.3 我国债券市场的主要参与者.....	15
2.2 美国债券市场.....	22
2.1.1 美国债券市场的发展历程.....	22
2.1.2 美国债券市场的主要品种.....	25
2.1.3 美国债券市场的主要参与者.....	28
2.3 中美债券市场的对比分析 .....	30
2.3.1 中美债券市场规模比较.....	30
2.3.2 中美债券市场监管体系比较.....	31
2.3.3 中美债券市场评级制度比较.....	33
2.3.4 中美债券市场信息披露制度比较.....	33
<b>第三章 债券违约理论介绍</b> .....	34
3.1 我国债券违约的历史 .....	34
3.2 债券违约的定义.....	35
3.2.1 国际三大评级机构对于债券违约的定义.....	35

3.2.2 我国对债券违约的定义.....	37
3.2.3 本文债券违约的定义.....	37
3.3 债券违约的原因.....	37
3.4 债券违约的处理方式 .....	38
3.5 债券违约的防范措施 .....	39
<b>第四章 中国债券市场违约事件：特征分析 .....</b>	<b>41</b>
4.1 统计样本说明.....	41
4.2 债券违约企业的特征 .....	45
4.3 信用风险事件发生原因总结 .....	48
<b>第五章 中国债券市场违约事件：案例分析 .....</b>	<b>52</b>
5.1 珠海中富实业股份有限公司介绍 .....	52
5.2 珠海中富债券违约事件介绍 .....	54
5.3 珠海中富实业股份有限财务状况分析 .....	52
5.3.1 资本结构分析.....	54
5.3.2 盈利能力分析.....	56
5.3.3 偿债能力分析.....	58
5.4 珠海中富债券违约的原因分析 .....	60
<b>第六章 债券违约风险防范对策 .....</b>	<b>73</b>
6.1 宏观层面防范债券违约的对策 .....	73
6.1.1 建立三位一体监管体系.....	73
6.1.2 完善债券市场评级制度.....	73
6.1.3 加强落实信息披露制度.....	74
6.2 微观层面防范债券违约的对策 .....	74

6.2.1 内部环境—建立稳定的具有债券融资风险意识的管理层.....	74
6.2.2 目标设定—将债券融资风险贯穿战略制定的始终.....	75
6.2.3 事项识别—识别可能造成债券违约的事项.....	75
6.2.4 风险评估—评估判断事项对债券偿还的影响程度.....	75
6.2.5 风险应对—建立风险应对四种方式.....	75
6.2.6 控制活动—建立债券从发行到偿还的全过程控制活动.....	76
6.2.7 信息与沟通—建立良好的信息披露机制.....	76
6.2.8 监督—建立持续监控机制.....	77
<b>参考文献</b> .....	<b>78</b>

厦门大学博士论文摘要



## CONTENTS

<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	1
<b>1.1 The background and significance of the research</b> .....	1
<b>1.2 The framework of research</b> .....	4
<b>1.3 Innovation and limitations</b> .....	5
<b>Chapter 2 Introduction of the Chinese and U.S. Bond Markets and their Comparative Analysis</b> .....	7
<b>2.1 The Chinese bond market</b> .....	7
2.1.1 The development of China's bond market .....	7
2.1.2 The main varieties of the bond market .....	13
2.1.3 Chinese bond market's major players .....	15
<b>2.2 The U.S. bond market</b> .....	22
2.1.1 Development of the US bond market .....	22
2.1.2 The main varieties of the US bond market .....	25
2.1.3 Major players in the US bond market.....	28
<b>2.3 Comparative analysis of China and the US bond market</b> .....	30
2.3.1 Comparison of China and the US bond market .....	30
2.3.2 Comparison of China and the US bond market supervision system .....	31
2.3.3 Comparison of China and the US bond market rating system....	33
2.3.4 Comparison of China and the US bond market information disclosure system .....	33
<b>Chapter 3 Introduction to the Bond Default Theory</b> .....	34
<b>3.1 A brief history of debt default</b> .....	34
<b>3.2 The definition of debt default</b> .....	35

3.2.1 The definition of debt default of three international rating agencies.....	35
3.2.2 The definition of debt default in our country.....	37
3.2.3 The definition of bond default of this paper .....	37
<b>3.3 Causes of bond defaults.....</b>	<b>37</b>
<b>3.4 Afterward measures of bond defaults.....</b>	<b>38</b>
<b>3.5 Precaution measures of bond default.....</b>	<b>39</b>
<b>Chapter 4 Events of Default in the Chinese Bond Market: Characteristics Analysis .....</b>	<b>41</b>
4.1 Statistical sample description .....	41
4.2 Corporate bond defaults features.....	45
4.3 Cause summary of Credit risk events.....	48
<b>Chapter 5 Events of Default in the Chinese Bond Market: A Case Study .....</b>	<b>52</b>
5.1 Zhuhai Zhongfu Industrial Co., Ltd. introduction.....	52
5.2 Zhuhai Zhongfu bond default event discription .....	54
5.3 Analysis of the financial situation of Fu Industrial Co. Zhuhai .....	52
5.3.1 Capital structure analysis .....	54
5.3.2 Profitability analysis .....	56
5.3.3 Solvency analysis.....	58
5.4 Cause analysis of Zhuhai Zhongfu bond default .....	54
<b>Chapter 6 Bond Default Prevention Policies .....</b>	<b>73</b>
6.1 Macro-level strategies to prevent debt default.....	73
6.1.1 Trinity establish regulatory system.....	73
6.1.2 Perfect bond market rating system .....	73

6.1.3 Strengthen the implementation of information disclosure system .....	74
<b>6.2 Micro-level strategies to prevent debt default.....</b>	<b>74</b>
6.2.1 Internal environment - to establish a stable management has bond financing risk awareness .....	74
6.2.2 Goal setting - will risk through bond financing strategy development always.....	75
6.2.3 Event Identification - to identify possible debt default caused by matters.....	75
6.2.4 Risk Assessment - Assess the extent to judge matters on the bond repayment.....	75
6.2.5 Risk Response - four ways to establish risk response .....	75
6.2.6 The whole process of establishing control activities from bond issuance to repay - control activities.....	76
6.2.7 Information and communication - to establish a good information disclosure mechanism .....	76
6.2.8 Supervision - the establishment of mechanisms for continuous monitoring.....	77
<b>References.....</b>	<b>78</b>

## 第一章 绪论

### 1.1 选题的背景和意义

根据 Myers S C 和 Majluf N S (1984)<sup>[1]</sup>提出的优序融资理论，在信息不对称的情况下，当企业需要资金的时候，企业对于融资方式的选择是优先考虑内源融资、其次是债务融资，最后才是权益融资。可见债务融资在企业融资中占有非常重要的地位，而作为债务融资的主体债券融资方式也一直为企业所青睐。我们可以看到我国债券市场的发行量呈现一个逐年上升的状态，截止到 2015 年 12 月底，我国债券市场的发行量已经突破 22 万亿元，比 2014 年同期增长了 87.5%，见图 1-1。我国债券市场 2015 年 12 月余额达到 48.7 万亿元，成为排名仅次于美国和日本的全球第三大债券市场，见表 1-1。从 2008 年以后，企业的债券融资规模已经远远超过了股权融资的规模，见图 1-2。2015 年我国债券市场发行的类型中由非金融机构发行的债券比重将近 30%，见表 1-2。债券发行数量的增加，特别是非金融企业的发行数量的增加为企业提供了更加便捷和低成本融资方式，也带来了更大的市场风险。

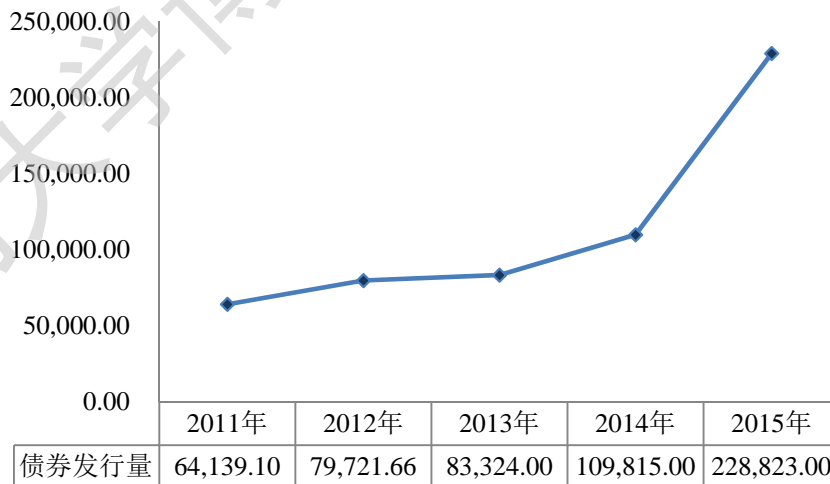


图1-1：2011年-2015年债券发行量

资料来源：中国人民银行

表 1-1：2010 年-2015 年中国债券市场余额 单位 亿元

时间	债券市场余额
2010 年 12 月	211,124.39
2011 年 12 月	227,412.96
2012 年 12 月	259,604.58
2013 年 12 月	294,821.50
2014 年 12 月	353,231.00
2015 年 12 月	487,796.00

资料来源：中国人民银行

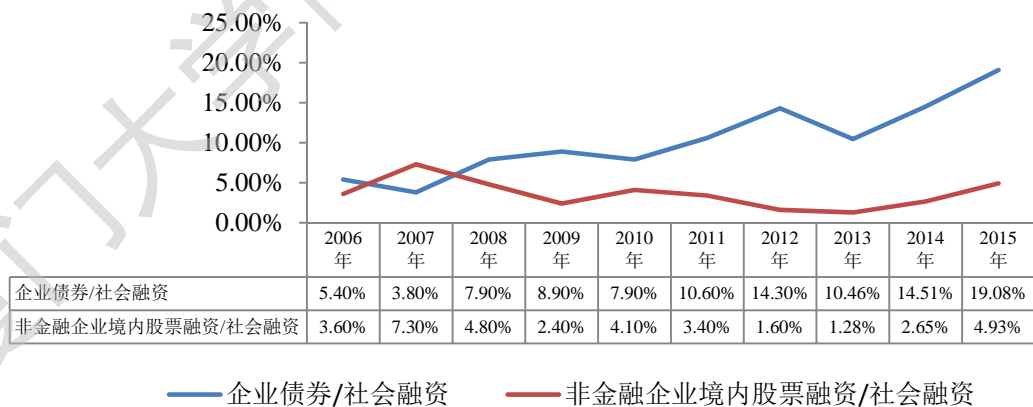


图 1-2：债券融资和股权融资占社会融资的比重

资料来源：中国人民银行

表 1-2：2015 年债券发行结构情况 单位 亿元

类别 \ 时间	2015 年	占比
国债	59,408.00	25.96%
金融债券	102,095.00	44.62%
公司信用类债券	67,205.00	29.37%
国际机构债券	115.00	0.05%
合计	228,823.00	100.00%

资料来源：中国人民银行

虽然没有明文规定，但是我国的债权市场上的确存在着“刚性兑付”的潜规则。所谓的刚性兑付就是指金融工具出现风险、可能违约或达不到预期收益时，作为发行方或渠道方的商业银行、信托公司、保险机构等为维护自身声誉，通过寻求第三方机构接盘、用自有资金先行垫款、给予投资者价值补偿、政府信用担保等方式保证金融产品本金和收益的兑付。2014 年以前我国债券市场上虽然有出现过违约的风险，但是并没有真正出现过违约。当债券没有办法按时偿付的时候，往往会通过银行贷款或者是地方政府兜底的方式来保证不出现实质上的违约。刚性兑付本来是政府为了让投资者减少担心，促进金融产品的创新，金融市场的稳定和发展，但是在一定程度上也影响了金融市场特别是债券市场的正常健康的发展。王圆（2014）<sup>[2]</sup>采用了主成分分析模型和 KMV 模型对公司债券风险进行了实证研究，发现“刚性兑付”的存在会使得债券的价格不能有效地反映信用违约的预期，不利于债券市场的发展。2014 年随着我国经济的下滑，一些产业出现了过剩，许多企业也出现了经营上面的问题。2014 年 3 月 4 日，ST 超日发布公告称“11 超日债”第二期利息 8,980 万元将无法在原定付息日按期全额支付，仅能按期支付 400 万元人民币。至此，“11 超日债”正

式宣告违约，并成为国内首例违约债券。据不完全统计，从“11 超日债”违约至今我国共计发生 46 起实质违约事件。

我国债券市场从私募到公募，从中票、企业债、公司债到超短融均出现了实质违约或可能违约的案例，如何在新的形势下面，避免再有过去“刚性兑付”的侥幸心理，研究如何防控债券违约风险已经成为了迫在眉睫的一件事情。本文对比中美债券市场的不同，并统计分析了我 国债券市场违约的特点，结合珠海中富违约案例分析，最后从宏观层面和微观层面两方面分别提出了如何防控债券违约风险。

## 1.2 研究框架

本文分为六章：

第一章绪论，介绍了选题的背景及意义、研究框架和本研究创新点及局限性，重点在于研究背景及意义。

第二章中美债券市场介绍与对比分析。首先介绍了中美债券市场的发展历程、债券市场上的主要品种和债券市场的主要参与者，并对中美债券市场在市场规模、监管体系、评级制度、信息披露制度等四个方面进行了比较，为第六章债券违约风险防范打下理论基础。

第三章债券违约理论介绍。从我国债券违约的历史、债券违约的定义、债券违约的原因、债券违约的处理方式以及债券违约的防范措施五个方面结合现有学者的研究介绍了债券违约的理论，为后文债券违约的统计分析和案例分析奠定理论基础。

第四章中国债券违约事件：特征分析。该部分对 2014 年到 2016 年 4 月份我国发生的债券违约事件进行了整理，着重分析了债券违约案例的特点和债券违约的原因。

第五章中国债券违约事件：案例分析。该部分对珠海中富债券违约案例进行了分析，对其违约过程、违约企业的特征和违约的原因等进行了分析。第四章和第五章为第六章债券违约风险防范找到了企业层面的落脚点。

第六章债券违约风险防控的对策。本文从宏观层面和微观层面两方面提出了债券违约风险防范的对策。首先，在宏观层面，通过上文中美债券市场不同的分析，从债券监管体系、评级制度、信息披露制度三方面提出了债券违约风险防范措施。其次，在微观层面，根据 coso 的企业风险管理整合框架，从内部环境、目标设定、事项识别、风险评估、风险应对、控制活动、信息与沟通、监控 8 个方面在企业内部建立债券融资的风险控制。

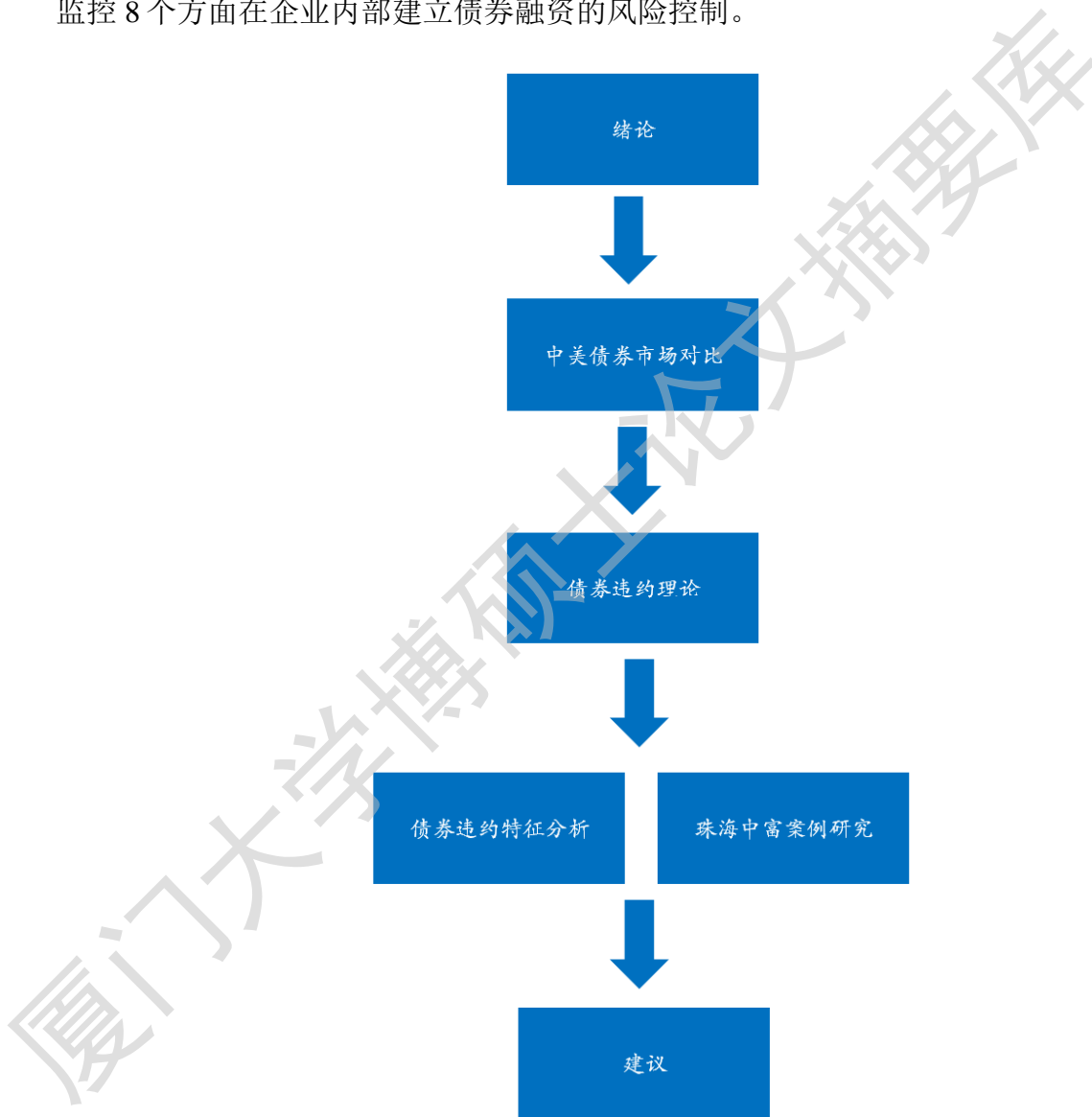


图 1-3：文章组织结构图

### 1.3 本研究创新点及局限

本文的创新点在于：一、2014 年，“11 超日债”的违约正式宣告我国债券市场刚性兑付的神话被打破，对于如何防范债券违约风险的研究较少；二、本



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.