

上海金融法院 金融市场案例测试机制

第三方意见书

上海金融法院：

贵院正在审理的申请人机构 C 与被申请人机构 A 关于区块链簿记发行的自贸区离岸债券违约处置及担保品处置的测试案例（案号：（2024）沪74 测试 1 号），本人阅看了相关材料，依据《上海金融法院关于金融市场案例测试机制的规定》（试行）有关规定，特此提出第三方意见，供贵院在审理过程中予以参考，并授权贵院在互联网平台公布本意见。

1. 区块链簿记发行的离岸债券违约及担保品处置对发行人债券融资成本的影响

提高离岸债券市场融资的有效性，降低发行人融资成本应该作为法院判决的一个重要考虑因素。债券的融资成本包含两个组成部分：发行费用（支付给中介机构、登记结算机构等）和债券收益率（支付给投资者）。可以通过分别分析上述组成部分，厘清区块链簿记发行债券的违约及担保品处置对发行人融资成本的影响。

1.1. 从发行费用的角度，传统债券在发行时需要支付承销商费用、法律顾问费、审计费、评级费、登记托管费等。这部分费用通常是债券发行规模的 0.2%~2%。通过区块链发行债券，可以减少中间商环节，因为链上平台通常具有直接面向投资者销售的能力，可以减少

甚至代替传统的承销团，此外，区块链的链上登记平台还可以替代部分中央证券登记机构的职能，省去支付给传统中央证券登记机构的相关费用。

- 1.2. 从债券收益率角度，企业发行债券的收益率（Yield To Maturity）代表了债券投资人能够通过投资债券获得的**投资回报率**。债券收益率越高意味着企业的融资成本越高。企业债券的投资收益率由市场定价，取决于四个主要因素，可以用一个公式简单的表示为：债券收益率=无风险利率+预期损失率（违约概率×违约后清偿损失率）+流动性溢价+其它溢价。

- 1.2.1. 债券收益率的第一个影响因素是**无风险利率**，受宏观市场利率决定，通过区块链发行债券不会影响无风险利率。

- 1.2.2. 债券收益率的第二个影响因素是**预期损失率**，等于**债券的违约概率**乘于**违约后清偿损失率**。**违约概率**主要受到企业的信用状况和经营状况决定，通过区块链发行债券不会影响企业的经营，因此并不对违约概率产生影响。但对债券违约的判定会影响违约概率，进而影响收益率。**违约后清偿损失率**会受到链上确权、托管诉讼架构、受担保处置管理和处置权判定的影响，进而影响收益率。

- 1.2.3. 债券收益率的第三个影响因素是**流动性溢价**，通过区块链发行债券的流动性溢价取决于投资者对区块链债券投资的接受度和区块链的结算速度、透明度。目前，早期的债券投资者可能对于区块链交易债券的接受度较低，此时流动性溢价可能高于传统债券市场，但随

着区块链债券发行与交易的接受程度提高，区块链债券的流动性溢价会得益于区块链较快的结算速度和较高的透明度而降低。

- 1.2.4. 企业债券收益率还包含由制度、结构、政策、外部风险等非信用非流动性因素造成的其他溢价，使用区块链发行债券的其他溢价高低取决于法律、监管环境以及跨境执行效率等综合因素。

2. 区块链簿记发行的离岸数字债券效力

2.1. 区块链簿记发行方式的有效性

- 2.1.1. 债券的本质是一种固定收益证券，其核心是对未来现金流的契约性承诺（本金+利息）以及违约后的清偿安排。无论债券采用纸质凭证、电子登记还是区块链通证形式，其现金流结构、风险特征、契约条款与清偿顺序均保持不变。

- 2.1.2. 区块链技术仅作为债务关系的载体形式，不改变债务契约中融资与偿还的经济实质关系。因此，从金融学上看，债券的经济内核并未改变，区块链簿记发行方式应被视为有效的债券发行形式。

2.2. 区块链簿记发行债券确权的模式

- 2.2.1. 链上确权模式：由法律直接赋予区块链登记与中央证券登记等同或替代的地位，优点是能降低中介成本、提高信息透明度，缺点在于司法实践与跨链互认机制尚未成熟

- 2.2.2. 并行登记模式：区块链通证仅作为技术载体，法律确权仍依赖中央登记机构。优点是与现有金融基础设施兼容、风险可控，缺点则是无法充分发挥区块链的去中介化优势。

2.2.3. 混合模式：在特定市场或试点范围内，允许链上记录作为确权依据，同时保留官方登记作为兜底安排。其优点在于便于监管适配与制度过渡。

2.3. 区块链簿记发行的离岸数字债券的确权

2.3.1. 从法律角度看，债券的权利确权传统上由中央登记托管机构完成，例如中债登与上清所，其登记簿是唯一的权利依据。

2.3.2. 从技术角度看，在区块链体系中，确权可以通过私钥控制权的通证记录实现，具备透明、防篡改等技术优势。

2.3.3. 在中国现行法律框架下，链上通证仅能作为辅助证明手段，并不具备独立的法律效力。也就是说，中国的区块链债券确权仍采用“通证+账户并行”模式，而非“通证即确权”模式。

2.4. 确权方式对融资成本的影响

金融学视角来看，确权方式与融资成本密切相关，不同确权方式的融资成本影响如下。

2.4.1. 若采用目前的“通证+账户并行模式”，和传统债券确权效率类似，并不能加速清偿，因此对违约后的清偿损失率改善有限。

2.4.2. 若实现法律直接赋予区块链登记等同或取代中央证券登记的地位，原则上可以加速违约的确认，降低清偿损失率，进而降低融资成本。

2.5. 区块链簿记发行离岸数字债券确权的建议

2.5.1. 短期内《政府债券登记托管结算管理办法》等法规已明确中债登、上清所等为唯一确权机构，应继续沿用“通证+账户体系”的并行模

式，由中央登记托管机构承担法律确权职能，区块链作为辅助记录。

2.5.2. 中期可在自由贸易区或特定债券品种（如绿色债券、跨境债券）中试点“链上确权”，通过地方性法规或财政部、央行授权赋予其法律效力。

2.5.3. 长期应在修订《证券法》或《信托法》时，借鉴瑞士、卢森堡等国家经验，将“区块链登记”纳入权利确权条款，为未来的数字人民币债券奠定制度基础。

3. 自贸区离岸债一级托管体制下的诉讼架构

3.1. 一级托管的法律定位

3.1.1. 在自贸区离岸债中，“一级托管”是指中央证券登记机构（如中债登）直接为投资者开立债券账户，投资者在登记簿上成为直接债权人。

3.1.2. 该结构的托管链仅存在一层（中央结算机构直接面对投资人），属性上接近“直接持有制”。

3.1.3. 但在特殊情况下，若投资者通过香港托管机构开户且登记名义在托管机构名下，则该投资仍属于“间接持有”关系。

3.2. 一级托管体制对债券收益的影响

3.2.1. 代理层级减少，有助于降低代理风险，使债券的其他溢价下降，从而在一定程度上降低融资成本。

3.2.2. 一级托管体制下，债券投资者群体分散，造成协调成本相对较高，可能导致重组失败概率上升、导致违约概率上升，同时多方诉讼增加了法律不确定性，使得违约后损失率上升，进而推高融资成本。

3.2.3. 为降低上述不利影响，一级托管体制通常会配套引入集体行动条款或代表人授权机制。

3.3. 香港混合托管结构下可能会产生“双重诉讼”冲突

3.3.1. 在部分混合托管结构中，可能出现香港托管机构与投资人同时提起诉讼的情况。

3.3.2. 香港托管机构之所以能提起诉讼，是因为其在发行人登记簿上被认定为直接债权人。

3.3.3. 投资人同时主张直接债权，则说明其认为自己也具备债权主体资格。

3.3.4. 这种“双重诉讼”通常源于两类情形：一是自贸区表面上试点直接持有制，但香港托管机构仍保留名义持有人角色；二是登记系统存在“双重记录”，即托管机构与投资人同时被视为权利人。

3.3.5. “双重诉讼”可能导致名义债权人与直接债权人之间的权利冲突，带来平行诉讼、判决冲突及执行复杂化等风险。

3.4. 降低诉讼冲突风险的建议

3.4.1. 建议明确香港托管机构在该架构中作为直接债权人的代表人，有权提起诉讼，而个人投资者作为间接债权人则不再具备单独诉讼资格。

3.4.2. 此举既可确保法律权利链条的唯一性，也能在制度上减少重复诉讼与执行冲突的可能性。

4. 自贸区离岸债交叉违约或预期违约的判定

4.1. 交叉违约的判定

4.1.1. 交叉违约条款的功能在于防止发行人“选择性违约”，即在其他重大债务发生违约时，提前触发债券违约条款以保护投资者利益。

4.1.2. 其触发通常需要同时满足两个条件：一是存在明确的债务违约事实，二是违约金额达到合同约定的门槛。

4.1.3. 本案的关键在于，协商阶段的债务不计入违约门槛，而到期应付款项需经法律确认且不存在实质争议方可触发交叉违约条款。

4.2. 预期违约

4.2.1. 预期违约是指在债务尚未到期时，因债务人的资信状况显著恶化而推定其无法按期履约的情形。

4.2.2. 从金融视角看，资信恶化是违约风险的重要前兆，通常表现为评级下调、融资渠道收紧或防御性操作增加。

4.2.3. 从法律视角看，仅凭资信恶化不足以构成违约，必须存在明确拒绝履约的表示或事实行为，单纯的履约能力不足并不构成法律上的违约。

4.2.4. 在实践中，原告方（金融视角）通常倾向于扩大预期违约的认定，以强化投资者保护，但会相应减少重组谈判空间和可能性；被告方（法律视角）则主张严格界定违约构成，以维护契约稳定性，但可能削弱投资者的早期防范能力。

4.3. 判决立场的市场影响

司法立场对离岸债市场的风险定价影响显著。

- 4.3.1. 若法院倾向于原告，即降低交叉违约与预期违约的触发门槛，市场可以更早识别并确定违约，从而降低违约后清偿损失率，使得债券收益率降低。然而，较低的门槛也可能导致违约触发频率上升，使违约概率上升、导致收益率上升。
- 4.3.2. 相反，若法院倾向于被告，即提高违约门槛、强调事实和法律确认，则更迟识别并确定违约，导致违约后清偿损失率上升、债券收益率提高，但违约概率趋于稳定或下降。
- 4.3.3. 由此可见，法院立场对债券收益率的影响呈现“双重路径”，它同时会对违约率和违约后清偿损失率产生影响，并且对二者影响的方向相反。

4.4. 中资离岸债市场现实背景及建议

- 4.4.1. 当前中资离岸债市场的发行人信用结构较弱，大量发行人集中在房地产、地方城投及民营制造等信用波动性较大的行业，高评级央企、国企占比较小且并不依赖离岸债作为主要融资渠道。市场普遍存在展期与续发依赖现象，即“借新还旧”的滚动融资模式，债务期限普遍较短（3-5 年），兑付压力高度集中于特定到期时点，形成明显的现金流紧张与违约风险累积。
- 4.4.2. 在此背景下，中资离岸债市场更应关注降低违约概率而非单纯压缩违约后清偿损失率。

4.4.3. 建议司法裁决应在明确交叉违约条件的同时，对预期违约的认定保持谨慎，仅在存在明确拒绝履约的表示或事实情况下方可成立。

5. 中债登担保品管理、处置的效力

5.1. 争议焦点解析

5.1.1. B2 的逻辑是，所有担保物处置都应走法院，由法院裁定后，最终执行、担保物变现、债券被最终清偿。

5.1.2. C 的逻辑是，如果质押合同和中债登规则约定了非诉处置，就可以跳过法院，直接由中债登执行。

5.2. 质权人能否直接申请中债登处置

5.2.1. 若法院支持 B2 的观点，那么处置周期显著拉长，可能导致违约损失率加大，从而导致收益率上升。

5.2.2. 若法院支持 C 的观点，那么可以通过非诉手段处置，保持了质押处置的高效率，而债权人风险回收路径清晰，降低了违约后清偿损失率，有利于降低债券发行人的融资成本。

5.3. 对担保物处置方式公允性的质疑

5.3.1. 程序性质疑

原告方质疑 C 在处置人民币国债时，选择了“先变卖（私下协议交易）后拍卖”的方式，而非直接公开拍卖。虽然合同条款可能赋予质权人多种处置方式选择权，但质权人仍负有“以合理方式处置担保物”的法定义务，即履行“价值最大化义务”与“善良管理人义务”。若质权人采取的处置方式未能确保担保物价值的合理实现，则可能构成程序瑕疵。

5.3.2. 定价机制质疑

原告指出拍卖保留价的计算参考了拍卖日前 30 个交易日的平均成交价格，时间区间过长，无法反映拍卖当时的真实市场价格。这种保留价设定可能导致低价成交，从而损害出质人的经济利益。在此情形下，即使程序形式上符合法律规定，也可能被质疑为未尽合理定价义务。

5.4. 对担保物处置方式公允性的质疑的点评与建议

5.4.1. 上述质疑确实具有一定的法律与经济逻辑基础。

5.4.2. 由于质押物为流动性极高的国债，这类资产具备市场价格透明、交易活跃、波动性低的特征，因此“优先采用公开拍卖以实现最佳价格”这一观点容易获得金融界的共识。

5.4.3. 当质押标的物属于高流动性、低波动性的资产时，若采用过长区间（如 30 日均价）作为保留价计算基础，往往会低估违约处置时的即时市值，导致出质人利益受损并引发合理性争议。

5.4.4. 为避免此类争议，建议在合同未作特别约定的情况下，应优先采用公开拍卖作为处置方式，以体现价格公开、公允与市场化原则。同时，拍卖保留价的定价区间宜缩短至 10 日至 15 日，以更准确地反映市场即时价格水平，从而平衡质权人处置效率与出质人权益保护之间的关系。

此致

上海金融法院

意见提供人：邱嘉平

日期：二〇二五年十一月十三日

意见提供人简介：

邱嘉平，上海财经大学滴水湖高级金融学院副院长、教授，曾在麦克马斯特大学德格鲁特商学院担任终身教授，并担任加拿大帝国商业银行金融市场讲席教授。邱教授的研究涵盖公司金融、企业治理、劳动经济学与金融政策，尤其注重研究对政策制定的实际影响。他的学术成果广泛发表于金融学，会计学和管理学顶尖期刊，包括 *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Review of Financial Studies*, *Accounting Review*, *Management Science*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *Review of Finance*, *Journal of International Business Studies* 等众多国际知名期刊。截至 2024 年，邱嘉平教授的研究成果已在 *Google Scholar* 上获得近万次引用，并为美国国家经济研究局和美联储所引用。邱教授著有《因果推断实用计量方法》一书，该书是中文领域关于因果推断方法的经典教材，被评为 2020 年“年度经济学 100 佳图书”之一。这本书详细介绍了从线性回归到断点回归等计量方法的实际应用，为研究者和政策制定者提供了实用工具。