



我国高收益债券市场建设研究 ——基于构建违约债券交易市场视角

朱鲜艳

摘要：结合我国违约债券交易市场现状和美国高收益债券市场发展经验，本文探讨了我国高收益债市场构建的策略框架和保障措施。研究建议，强化高收益债市场的机制建设，构建跨市场统一的违约债券交易市场，消除市场中的监管套利，提高违约债券市场的流动性和违约债券风险定价的有效性；建立自动报价交易系统，以满足违约债券交易的个性化需求；积极培育违约债券交易市场的买方主体，着力培育本国秃鹫基金；引入资产管理公司，形成稳定而活跃的违约债券风险偏好投资者结构层；发展和丰富信用风险管理工具，以分担缓释市场风险。

关键词：高收益债券 违约债券交易市场 秃鹫基金 信用风险管理

引言

相较于已相当成熟的国外高收益债市场，我国这一市场尚处于起步阶段。在探索构建违约债券交易市场方面，边赛（2021）通过对我国现行的违约债券交易机制的研究分析，提出建立合格投资者准入机制，借鉴国际发展成熟的债券市场经验，通过对本国“秃鹫”基金的培育，并介入违约债券交易市场，参与后续处置，有效提升处置效率。赖小鹏和曹东坡（2020）在进行市场化违约处置路径探索方面，提出完善债券的定价方式，培育违约债券市场的买方主体，丰富投资者结构，促进违约债券的市场化交易。阮昊（2019）提出构

建违约债券交易市场，并以此促进我国多层次债券市场的建立。刘镜秀等（2019）通过分析国际高收益债券市场的发展经验，对我国在发展中面临的问题和解决路径进行了探讨。张帆和李同帅（2019）提出违约债券交易化处置方式，提升违约债券的回收率。

本文首先分析构建违约债券交易市场的战略价值，其次讨论违约债券交易市场的构建现状和制约因素，然后总结归纳国外高收益债券市场的成熟发展经验，在此基础上提出符合我国国情和实践现状的违约债券交易市场构建发展策略的建议，以期促进我国高收益债券市场的建设和发展。

朱鲜艳，广发银行投资银行部高级主管。感谢中山大学陈珠明教授和匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。



高收益债券市场的战略价值

近年来，探索建设高收益债券市场，以促进我国多层次债券市场的发展，越来越受到市场关注。在美国，违约债券交易为高收益债券市场中的一部分。美国高收益债券市场又被称为“垃圾债”市场，我国的违约债券与美国高收益债券中的“堕落天使”具有同质性，因而借鉴美国高收益债市场成熟的发展经验，探索构建违约债券交易市场，是促进我国高收益债市场发展的路径之一。高收益债券市场包括一级市场和二级市场。一级市场即高风险企业发行债券就采用高收益定价策略来吸引客户投资。二级市场可以为一级发行的高收益债券来交易，也可以为“堕落天使”高等级债券违约后形成的高收益债券提供交易渠道。

构建违约债券交易市场，并逐步发展形成符合我国国情的高收益债市场，吸引国际投资者参与其中，是提升我国债券市场国际影响力的可行之举。在美国、欧洲等成熟债券市场均已形成完善的违约债券自由交易市场。

构建违约债券交易市场可以充分发挥市场机制作用，让违约风险在市场中自行疏导，同时也能满足不同风险偏好投资者的多层次需求，一举两得。良性有效的市场一定要包含明确顺畅的准入和退出机制。债券违约后限制其交易，表面看似用行政手段控制了风险的扩散，但随着违约规模的不断扩大，终将导致积聚后的风险更加不可控，堵住风险只在一时，疏导风

险才是长久之策。

债券违约是市场出清的正常现象，应理性看待，在秃鹫投资者看来，违约债券沙中藏金。违约债券交易较其他处置方式的优势，在于其既能让风险回避的持有人及时转售，又能让追求高风险高收益的合格投资者择机买入，从而形成良性循环的交易市场。

我国构建违约债券交易市场的路径探索

我国对违约债券交易市场的探索构建始于2018年。随着监管部门相关制度文件的逐步出台，相关交易机制不断完善和规范，但依然存在诸多问题与不足。在欧美国家，高收益债券市场走向成熟的发展路径也是历经曲折，近年来，高收益债券有效解决了欧美国家科创企业和中小企业的融资问题，对经济发展起到了有力的助推作用。我国高收益债券市场虽起步较晚，但基于国际经验的高起点进行探索，可充分发挥后发优势，发展前景可期。在探索我国高收益债券市场发展路径选择中，基于构建违约债券交易市场的视角，我国目前已搭建形成三大违约债券交易平台，并逐步对交易机制进行了完善。

建立并完善违约债券交易机制

自2018年以来，监管机构逐步出台各项制度，探索建立我国违约债券交易机制，目前，我国已形成三大违约债券交易平台，其中，北京金融资产交易所与全国银行间同业拆借中心主要面向银行间市场



的违约债券或高收益低流动性债券，沪深交易所则主要面向交易所违约债券或高风险债券。

近年来，我国有关部门密集出台了一系列政策文件，细化到操作指南，以逐步规范和引导我国违约债券交易机制的形成和完善。其中，针对违约债券的转让政策，三大交易平台在债券类型、债券要求、业务类型、出让方要求和受让方要求等方面，均有不同侧重和规则要求。具体政策执行层面的细节指引，如表1所示。

市场构建中需破解的制约因素

目前我国在构建违约债券交易市场的过程中，面临的主要问题包括三方面：交易效率和债券流动性不足、投资者多样性培育不足以及违约债券风险定价难。虽然随着监管部门相关制度文件的逐步出台，我国违约债券交易机制已不断完善和规范，但在市场构建的过程中，依然存在诸

多需着重破解的制约因素。

交易效率和债券流动性不够。我国违约债券目前在三个交易平台开展交易，降低了违约债券的交易效率和流动性。多个交易平台同时存在，导致如下负面影响：首先，不利于形成统一的市场定价基准，不利于发展市场价格发现机制；其次，多个交易平台，分散了市场流动性，降低了交易效率；最后，重复的系统建设，加大了市场基础建设的成本。

投资者多样性培育不足。目前，我国债券市场投资者风险偏好单一，投资范围以高信用等级债券为主。投资者结构直接影响债券市场的流动性，不同类型的投资者受制于内部风控、行业监管、资金来源等因素，其交易策略各有不同。国有银行、保险、养老金等投资机构，追求稳定的长期收益，一般配置国债等收益率较稳定的产品；证券公司、基金公司等投资机

表 1 三大交易平台违约债券转让政策一览

项目	全国银行间同业拆借中心	北京金融资产交易所	沪深交易所
债券类型	银行间市场债券	银行间市场债券	交易所市场债券
债券要求	高收益、低流动性债券，包括违约债券、受到违约影响的债券等	违约债券	违约债券或高风险债券（不包含上市公司可转债）
业务类型	债券匿名拍卖，通过双向报价确定精准交易区间后集中竞价	债券动态报价机制，自由报价过后再进行限时报价集中交易	特定债券转让结算，转让不设价格涨跌幅限制
出让方要求	通过邮件、电话等方式向同业拆借中心提出债券匿名拍卖意向	包括银行间市场金融机构及非法人产品、非金融机构合格投资人	发布公告，对信用风险、债券信息、投资者适当性管理安排等进行披露
受让方要求	符合参与到期违约债券转让相关要求，并已签署《债券匿名拍卖业务投资者风险承诺函》	符合参与北金所到期违约债券转让业务条件的银行间债券市场合格机构投资者	仅限符合《债券市场投资者适当性管理办法》规定的合格机构投资者

资料来源：根据公开资料整理。



构一般追求短期收益，配置流动性好、刚性兑付预期强烈的收益率较高的债券。对于高风险高收益的违约债券，国内目前极度缺乏主动投资者，以被动持有者为主。

违约债券风险定价难，定价偏离度大。与美国、欧洲等发展成熟的债券市场相比，我国信用债市场打破刚兑时间较短，历史数据不足，加上违约债券流动性不足，成交量低，导致违约债券价格不连续，定价偏离度大。同时，目前国内债券市场信用评级存在“虚高”，主要集中在AA及以上，对高收益/高风险债券的信用分层不充分，评级结果对债券定价参考意义不大，影响了违约债券风险定价。从我国违约债券市场的供需两方来看：供给

方，债券违约已呈“常态化”趋势，违约金额不断攀升，即供给逐年显著增加；需求方，投资者多样性培育不足，主动投资者少，即需求严重不足。供需双方严重不平衡，导致风险定价不合理，价格发现机制不健全。

国外高收益债券市场路径借鉴

20世纪初，随着惠誉、穆迪等专业信用评级机构的出现，其对债券信用等级的划分，标志着美国具有信用分层的债券市场的雏形初现，也是多层次债券市场构建的基础。美国高收益债券市场的发展，与其经济的繁荣息息相关，但引导其真正走向成熟的却是制度建设。具体地，在确保

表 2 美国高收益债市场发展历史

时间	发展阶段	发展特点
20世纪70年代	黄金发展期	布雷顿森林体系的崩溃造成信贷紧缩，中小企业在银行贷款出现困难，一些新兴行业的“明日之星”企业，转向在公开市场发行债券融资。1977年，美国高收益债一级市场开始扩容，年度发行规模突破10亿美元
20世纪80年代	爆发式增长期	美国政府对金融管制的放松，叠加经济下行期并购需求增加，杠杆收购浪潮涌现，高收益债成为杠杆收购的重要融资手段，呈现爆发式增长。1982年，高收益债年度发行规模约50亿美元（同比增长120%），1984年突破150亿美元，1987—1989年平均保持在295亿美元
20世纪80年代末90年代初	政策打压期	美国监管层针对高收益债融资的限制以及各种反收购规则的出台，高收益债违约率迅速攀升，市场陷入萧条。1990年高收益债违约率超过10%，较1988年高出7.86个百分点，1990年发行规模仅15.9亿美元（同比减少260亿美元）
20世纪90年代	市场恢复期	美国进入史上最长的经济扩张期，1990年出台144A规则，在此规则下发行的 高收益债，可在合格机构投资者之间转售，快速提升了债券的流动性，高收益债市场恢复发展。1995—1998年，高收益债年度发行规模由119亿美元增至1161亿美元，复合增长率高达114%
21世纪初至今	市场成熟期	2001年互联网泡沫破裂和2008年美国次贷危机均对高收益债市场产生冲击，但都很快恢复，美国高收益债市场已经发展成为成熟且常态化的市场。2002年以来，从高收益债的违约率看，除2008—2009年（2008年金融危机，违约率攀升至11.81%），其余年份均较平稳（在2%—4%左右），从发行规模看，占全部企业债券发行规模的占比，维持在15%—25%的区间

资料来源：根据彭博固定收益检索、Wind 经济数据库整理。



投资人权益得到充分保护的前提下，以适度监管原则为导向，美国不断完善债券配套制度和机制建设，使交易流程和手续得到简化，投资者结构趋于多元，极大促进了高收益债券的繁荣发展。

美国高收益债市场发展史

美国高收益债市场，自20世纪70年代发展以来，已具有完备的定价机制和丰富多样性的投资机构。从美国高收益债市场的发展进程来看（表2），其同样是逐步探索发展而形成的。从最初始的制度机制体系建设不完善，逐渐根据市场发展而不断进行政策迭代调整，其发展速度同样伴随美国宏观经济周期的波动而起伏，发展至21世纪后，最终在全市场各参与方的共同推动下形成了成熟而稳定的高收益债市场。

在此过程中，也发展形成了美国高收益债市场稳定且丰富的一级市场发行主体，以及活跃且分散的二级市场投资机构主体，并形成了顺畅的退出和进入市场规则体系。

美国高收益债历年发行金额的波动，与经济周期呈现明显的正相关关系，即经济衰退期发行金额收缩，经济景气期发行金额快速上升。2020年美国高收益债券发行额达到4 209亿美元，占当年全部企业债券发行总额的18.49%。美国高收益债的市场成交活跃度高，流动性较强，其日均成交量占全部企业债日均成交总量的比例，呈现逐年攀升的趋势，从2002年的20%逐步攀升至2020年的39%，市场成交十分活跃。

美国高收益债市场可资借鉴是投资者结构多元，特别是秃鹫投资者

秃鹫基金的来源

秃鹫基金为私募基金的一种，又被称为不良资产交易者，其主要投向不良资产、陷入困境的企业的“垃圾债”等。秃鹫是一种食腐动物，这意味着它以死去的动物为食，“秃鹫基金”的名字来源于此，即这些基金是从不良资产中获取高额回报，如橡树资本、阿波罗资本、孤星资本等都是国际知名的秃鹫投资者。

表 3 美国高收益债的发行方式

发行主体 (主要有三类)	发行方式	面向投资者	优点	缺点
1. “堕落天使”，发行后信用资质被下调至投资级以下的企业； 2. “明日之星”，即新兴企业； 3. 因杠杆收购而亟须大量资金的企业	公募发行	全体投资者	面向全体投资者、转售无限制	需经美国证券交易委员会注册，效率低
	一般私募发行	合格投资者及不超过35名的非合格投资者	无需经美国证券交易委员会注册，效率高	转售有限制，流动性不高
	144A规则发行（属于私募发行）	合格机构投资者	无需经美国证券交易委员会注册，效率高；转售无限制，流动性高	仅面向合格机构投资者

资料来源：根据公开资料整理。



秃鹫基金的运作流程仍然遵循私募基金“募投管退”的思路，只因其投向主要为不良资产，而因此命名，其本质上是资金池，募资来源通常为大型机构投资者或高净值个人，由基金经理负责专业管理运作，根据风险共担、利益共享的信托原则对资金池进行整体运作。秃鹫基金生存的法则简单鲜明，即取得尽可能高的投资回报率。

秃鹫基金参与高收益债市场的方式

秃鹫投资者参与高收益债市场的方式一般通过对冲基金参与，对冲基金既能敏锐地捕获识别到违约债券价值被低估的信号（即债券价格远低于其应有的内在价值），又能通过信用衍生工具缓释高收益债券市场的整体风险。秃鹫投资者选择经营恶化的困境企业债券，充分评估风险，

并择机从二级市场上折价买入，后续介入企业重组，以此获得违约补偿。其中，秃鹫投资者在高收益债券市场的投资策略，又被称为“困境证券策略”（表4）。

秃鹫投资者参与违约债券交易市场，还可以推动困境企业重组，帮助其尽快走出困境。秃鹫投资者擅长资金运作和公司治理，大量购入困境企业债券成为其主要债权人，并主导重组计划向有利于基金的方向发展，协助困境企业谈判并与其他债权人达成债务减免等条件，以最终实现与困境企业的双赢。

秃鹫基金相较其他私募基金，其独特之处，在于投资对象主要为陷入困境或违约的企业，追求高收益，因而风险也最大，其投资工具通常为债转股，退出机制包括上市或转售（表5）。

表 4 困境证券策略运作方式

策略	运作方式
资本结构套利	秃鹫投资者针对资本结构不同的回收率做双向投资，例如买入优先或有担保债权的同时做空违约债权，或买入债券的同时卖空股票，其核心逻辑在于即使目标公司经营恶化，优先级债务工具的回收率远高于违约债券，或者股票下降比债券折价更快
信用风险对冲	秃鹫投资者买入一种与违约债券反向变动的信用衍生工具，比如购买信用违约互换（CDS）来实现信用恶化时带来的反向对冲

表 5 秃鹫基金与其他私募基金的区别

项目	秃鹫基金	风险投资基金	收购基金	夹层投资基金
投资对象	陷入困境或违约的企业	创业或发展初期的企业	成熟或衰退期的企业	急需资金的企业
投资工具	债转股	可转换优先债（股）	杠杆收购控股权	次级债
长期收益	收益最高	优于股票二级市场表现	等同或略高于股票二级市场表现	介于固定收益证券与股票二级市场表现之间
风险	风险最高	成功率较低	不能及时退出的融资成本风险	融资或并购失败的信用风险
退出机制	上市或转售	上市或转售	先退市，再上市或转售	被投资企业还本付息

资料来源：根据公开资料整理。



秃鹫基金的投资步骤

优秀并能成功作战的秃鹫基金，背后都有一支强大的多种专业技能兼备的人才队伍。既要有能准确全面评估困境企业价值的资产评估专业人才，又要有能充分识别预测困境企业在重组进程中可能面临的各种法律合规风险并提供专业化解路径的法律专业人才，还要有能提高困境企业公司治理水平，提升困境企业资源整合能力和企业价值重塑，最终达到基金得以增值退出的高级投融资顾问人才和专业财务会计人才。通过对秃鹫基金的典型成功投资案例进行研究分析，发现其运作方式，均严格遵循私募基金“募投管退”的核心原则，一般由表6所列示的五个步骤组成。

对我国高收益债券市场发展的建议

构建违约债券交易市场，进而发展形成符合我国国情的高收益债市场，吸引

国际投资者参与其中，促进多层次债券市场的形成，是我国债券市场发展成熟，提升国际影响力的必由之路。2018年以来，我国在探索发展中已取得诸多成效，但受制于投资者多样性培育不足，债券流动性不足等问题制约，趋向成熟之路仍任重道远。本文基于对国外成熟债券市场发展的研究，结合我国国情及现状，探讨提出如下发展策略与建议。

强化我国高收益债市场的机制建设

构建跨市场统一的违约债券交易市场。目前违约债券交易分别在三个交易平台开展，严重影响交易效率和流动性。虽然违约前，债券发行时的发行场所和所属监管机构不同，但是，债券出现违约后的处置方式、法律事务关系及风险预案等都是类同的。所以，构建跨市场统一的违约债券交易市场，并同时完善市场机制建设和市场交易规则制定，有利于促进市场的

表 6 秃鹫基金投资运作的关键步骤

序号	关键步骤	运作方式
1	寻找投资目标	介入前，充分跟踪分析目标行业及行业内具备典型价值的困境企业，目标企业的选择上重点选择面临短期经营压力，或因偶发事件驱动影响导致违约，但其业务本质仍具备经济可行性的困境企业
2	寻找最合适的时机，低点折价入场	当目标企业经营恶化到一定程度时，秃鹫基金先评估重组的可行程度并进行估值测算，对困境企业的资产、负债等财务状况进行全面的研究和评估。同时伺机根据市场的负面舆情和负面情绪低落程度，寻找最合适的时机，低点折价入场，持有足够债权份额以主导重组计划
3	对困境企业实施并主导重组计划	秃鹫基金进入债权人委员会，发挥其善于公司治理的管理优势，主导重组计划，多方协商，以满足自身利益
4	持续改善困境企业盈利能力	对困境企业“输血”，或引入战略投资人，持续改善其盈利能力
5	出售或上市实现增值退出	待困境企业渡过难关并恢复正常运转，盈利向好，秃鹫基金则择时，选取最优的时机，通过出售或上市等方式实现增值退出，获取高额投资回报

资料来源：根据公开资料整理。



良性可持续发展。

建议设置针对性交易模式。由于目前违约债券的整体交易规模较小，属于低频且小众的业务，具有“非标产品”的特性，所以，交易双方来回议价的频次高且流程长，有很多个性化的交易要求。基于此，建议借鉴美国的成熟发展经验，建立自动报价交易系统，该系统并不进行实际交易，仅提供报价和信息，可充分整合分散信息，便捷查询搜索，有助于交易双方及时全面获取所需的交易信息，从而提高违约债券交易决策的效率。

积极培育买方主体，着力培育本国秃鹫基金

积极培育违约债券的市场买方力量，着力培育本国秃鹫基金，丰富投资者结构层，带动违约债券市场的活跃度和流动性，此举在提高违约债券处置效率的同时，更有利于推动部分困境企业重组及债务化解至恢复正常经营的进程。建议在市场培育的初期，对各类合格投资者参与违约债券市场投资提供适当的税收优惠政策或其他政策层面的鼓励和支持举措，以激发市场参与主体的投资热情。

培育发展本国秃鹫基金的同时，也可以将在不良资产处置方面已有丰富经验的国内四大资产管理公司和地方资产管理公司引入违约债券交易市场，同时，资产管理公司可以将不良资产处置与债券投资业务相结合，打通资金端到资产端的全流程，加快违约债券交易的决策和处置效率。

充分发展信用风险管理工具

为促进债券市场更加稳健的可持续发展，我国应着力建设债券保险市场，对违约风险进行分散、转移和交易，以分担缓释市场风险。目前，我国已推出CDS和CRMW等债券衍生工具，来缓释和对冲市场风险。近年，信用风险管理工具在提升民营企业，特别是房地产企业的融资效率、缓解融资难融资贵的问题上，发挥了积极作用。虽然信用风险管理工具的创新发展进一步提速，服务债券市场弱资质主体的质效持续增强，但因为我国打破刚兑的历史较短，目前债券保险市场的发展尚处于起步阶段，债券衍生品的交易规模较小，市场活跃度不足，后续仍需进一步健全定价机制，以充分发挥信用风险管理工具对违约债券市场的稳定调节器作用。

为更好地推进市场发展，前期可重点发展简单化、标准化的信用风险管理工具，同时，加大对信用评级机构评级质量管理，更大发挥“投资者付费”评级机构公正、客观信用等级作用，提升信用等级对高收益债券信用风险的定价参考意义。完善交易规则和监管规则，以此推动市场基础建设。监管部门出台相关鼓励政策，引导商业银行、担保公司、保险公司等市场机构积极参与信用风险管理工具各环节中，各尽其责，各显其能，形成决策自主、责任自负、风险自担的良性市场发展环境。[N]

学术编辑：韦燕春



参考文献:

- [1] 边赛.违约债券如何交易?[J].金融市场研究,2021(02):73-75.
- [2] 陈学彬,武靖,徐明东.基于LSTM和MCM的债券违约风险分析[J].新金融,2021(06):54-59.
- [3] 陈关亭,连立帅,朱松.多重信用评级与债券融资成本——来自中国债券市场的经验证据[J].金融研究,2021(02):94-113.
- [4] 储溢泉.我国信用债市场违约特征、原因及风险防范研究[J].新金融,2021(07):10-14.
- [5] 杜国庆.债券违约风险市场化处置机制研究[J].西部金融,2015(08):83-86.
- [6] 霍志辉,刘骁,石翊龙.理性认识中国债券市场违约风险水平[J].金融市场研究,2018(07):51-62.
- [7] 刘镜秀,何亮,周林.海外高收益债券市场的发展与启示[J].现代管理科学,2019(05):81-83.
- [8] 李雅丽,朱文清,肖昂.违约事件频发下的中国债券市场信用风险管理研究——基于“11超日债”违约案例的思考[J].西南金融,2018(07):39-45.
- [9] 赖小鹏,曹东坡.违约债券处置中存在的问题及改进途径[J].新金融,2020(04):38-43.
- [10] 罗小伟,梁晨.我国企业债券违约的特征趋势、融资特点及风险处置机制研究[J].金融发展研究,2020(04):44-53.
- [11] 马廷明,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.
- [12] 牛雨.“新常态”下企业债券违约的应对与管理——以东北特钢为例[J].财会学习,2016(15):233+236.
- [13] 阮昊.论违约信用债交易市场之构建[J].商业研究,2019(10):136-143.
- [14] 张艳丽,方兴劼.我国信用债违约的市场分析及违约债券处置研究[J].新金融,2019(05):54-59.
- [15] 张强,隋学深.债券市场违约风险分析及应对策略[J].西南金融,2019(11):42-50.
- [16] 张帆,李同帅.违约债券交易化处置方式实践与探索[J].金融市场研究,2019(10):50-60.
- [17] 郑步高,王鹏.我国债券市场违约成因、影响及对策研究[J].新金融,2021(01):44-47.
- [18] 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).
- [19] Po-Hsuan Hsu, Hsiao-Hui Lee, Alfred Zhu Liu, Zhipeng Zhang. Corporate innovation, default risk, and bond pricing[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 35.
- [20] Mathias Kronlund. Do Bond Issuers Shop for Favorable Credit Ratings?[J]. Management Science, 2020.
- [21] Hwang Hee Lee, Jung-Soon Hyun. The asymmetric effect of equity volatility on credit default swap spreads[J]. Journal of Banking and Finance, 2019, 98.

Research on Constructing a High-Yield Bond Market
——A Market for Trading Defaulted Bonds

ZHU Xianyan
(China Guangfa Bank)

Abstracts This paper examines the development experience of high-yield bond markets overseas and explores development strategies for the domestic market, including the trading of defaulted bonds. The paper suggests strengthening the framework for trading high-yield bonds, creating unified cross-market trading of defaulted bonds and eliminating regulatory arbitrage. It also addresses the need for ensuring adequate liquidity for trading defaulted bonds and promoting effective risk pricing, while establishing an automated quotation and trading system. In order to attract distressed debt investors, a concerted effort should be made to cultivate domestic vulture funds and introduce asset management companies to the trade. Credit risk management tools also need to be developed to mitigate market risk.

Keywords High-Yield Bond, Market for Trading Defaulted Bonds, Vulture Fund, Credit Risk Management

JEL Classification G1 G14 G15