

公司信用类债券信息披露制度的 统合建构

——以偿债能力为中心展开*

张 阳**

摘要:囿于“重股轻债”观念桎梏,我国公司信用类债券的本质与特性被漠视,现有制度过多依赖和参照股票,致使公司信用债信息披露陷入“同质、粗糙、形式”的碎片化困局:监管架构“四龙治水”,信息披露监管错位失序;制度供给碎片零散,规范内容空洞乏实;信息披露平台割裂分散,重复建设低效拉锯。解决问题的关键在于厘清股债差异,明晰公司信用债的本质与特性,从总体思路与基本进路出发,以统合规制为主线,以偿债能力为中心,建构契合债券属性的信息披露法律制度。

关键词:偿债能力 公司信用类债券 信息披露 统合建构

* 本文系教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”(项目编号:14JZD008)的阶段性成果。本文以作者的硕士学位论文为基础修改而成。

** 武汉大学法学院博士研究生。

受益于日新月异的金融创新和稳定利好的外部环境,公司信用类债券市场发展迅猛,市场化程度日益加深。自2007年发轫以来,发债规模节节攀升,2016年更是突破8万亿元“大关”,紧逼传统“劲旅”政府债券和金融债券。然而,市场规模急剧扩容的背后实则暗含种种危机,既存的制度架构难以有效因应市场情势,作为资本市场运作基石的信息披露制度欠规范问题尤为突出。现行规范不仅在制度架构上混乱割裂,而且在制度内容上欠缺债券特性。一方面,央行、证监会、发改委以及银监会的多头监管,致使本质并无殊异的公司信用类债券被生硬割裂为企业债、公司债以及非金融企业债务融资工具等债种。在基础性法律尚付阙如的情形下,“不同”债券适用的规则繁芜错杂,信息披露规则更是欠缺体系性,碎片化严重。另一方面,由于“重股轻债”的观念桎梏,公司信用债信息披露制度“参考”甚至“照抄”股票的问题十分突出,其内容鲜涉债券本质与特性,无法真实反映债券投资风险。碎片化的披露规定,非但无法适应公司信用债市场日新月异的需求,还可能滋生道德风险、监管套利等现象,投资者违心逆向选择,酿成债券“柠檬市场”等恶果。公司信用债券信息披露混乱的制度格局,亟须在凸显债券本质的基础上进行系统化重构。本文旨在通过拨开公司债、企业债及非金融企业债券融资工具外在的名称假象,厘清公司信用类债券信息披露行为的内在法律关系,辨清其与股票的主要差别,从证券特性和契约属性出发,充分认识其实然本质。在客观分析我国公司信用类债券信息披露“碎片化”“边缘化”问题的基础上,从总体思路与基本进路切入,提出以偿债能力为中心,以统一化建构为主线的具体操作性方案。

一、公司信用类债券的本质与特性:信息披露制度统合的逻辑缘起

(一)公司信用类债券的本质:发行人与投资者的债权债务关系

目前,公司信用类债券^[1]多达十余种,称谓各有不同,既有“债券”(bond)“融资券”(commercial paper)等基础类型,又有“票据”(note)“支持证券”(X-backed security)等衍化品种,且随着金融创新的深入和监管竞争的加剧,其种类将日益多样。纷繁复杂的外在命名和千头万绪的分类方式虽看似“乱花渐欲迷人眼”,实则万变不离其宗。无论是基于既有制度规范作概念解构,还是立足于学术分类作义理审思,形态各异的债券其本质并无不同,均是债的证明书,是发债主体为满足资金需求向投资者发行且承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。^[2] 各类债券在其记载法律关系上的这种同质性,为债券信息披露制度统一性的建构提供了理论基础和解释依据。

从相关制度对不同债券品种的定义表述来看,公司信用类债券均有以下共同点:(1)债券均为有价证券;(2)债券发行人还本付息;

[1] 根据风险收益配比关系的差异,债券可划分为信用债(credit bond)和利率债(rate bond)。其中,利率债是利率水平接近无风险的收益债券,其还本付息由国家或中央政府信用作直接或间接背书,违约风险极低,收益率接近无风险利率。信用债则指不同私人主体发行的债券,其还本付息由私人部门承担,违约风险相对较高,因而其收益率在无风险收益率基础上增加了风险溢价,溢价程度取决于发债主体信用。二者风险收益殊异的背后暗含国家信用对不同债券的影响,利率债有国家或中央信用作直接或间接背书,如国债(直接)、地方政府债(间接)、央行票据(间接)、政策性金融债(间接);信用债则无此殊遇,发债主体自身信用是偿债的根本保证,如金融债、公司信用类债券,但实际上由于金融债发债主体一般资产雄厚,且惯受“太大不易倒”(too big to fail)理念的影响,关乎国家经济命脉稳健运行的金融业主体发行的信用债亦受到国家信用的潜在保障,实际上已被业界视为特殊“利率债”,其违约风险远低于公司信用类债券。故,本文探讨的公司信用债是指金融企业外的一般主体发行的相对“高风险高收益”型信用类债券。

[2] 冯果主编:《证券法》,武汉大学出版社2014年版,第10页。

(3)债券双方为契约关系;(4)偿债需历经一定期限。具言之,《企业债券管理条例》第5条规定“企业债券,是指企业依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券”。《公司债券发行与交易管理办法》第2条界定“公司债券,是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券”。《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第2条亦明确说明“非金融企业债务融资工具是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的,约定在一定期限内还本付息的有价证券”。上述诸多“债券”虽然名称或有不同,发行人和投资主体范围或存差异,但实质上并无差别,^[3]均无一例外地具有债券基本特征和法律结构,其主体为债权人与债务人,发行基础重在商业信用,到期需还本付息,发行人与持券人之间均为债权债务关系。

从债券学理分类的视阈观察,各种划分大多立足于债券的不同特性,或基于发行主体的差异,或考虑募集方式的差别,或着眼于债券外在形态,或关注存续期限的长短,或按照付息形式的差异。虽然不同债券外在特征有所差异,但内在本质上具有高度一致性,不同债券所记载的权利义务关系均未脱离发行人与投资者之间的债权债务关系这一基础性法律关系,并不会因债券品种的不同而存在债券权利义务关系的差异。例如,公募债券与私募债券(如交易所市场的中小企业私募债、银行间市场的非公开定向债务融资工具)的划分是基于发行对象的差异,前者公开发行人,对象不特定,后者则私下发行,主要以与其有特定关系的少数投资者为募集对象,如此差异虽对投资人范围有所影响,但对于特定双方之间的契约关系并无影响;实物债券、凭证式债券和记账式债券的不同在于债券形态差异,这种外在表现形式的不同仅是针对债券载体的区分,对发行人与投资人之间的法律关系无所影响;短期、中期、长期债券的分类基于债券不同的偿还期限,此划分主要考虑发行人偿还债务日期和债券风险高低,发行人与债务人之间债权债务关系不会因此有所不同;至于贴现债券、零息债券和付息债券的区别则主要是付息方式存有差异,这种差异仅是针对债券利息支付方式所做的契约,

[3] 王升义:《我国公司债券法律制度完善之初探——以对两个案例的分析为视角》,载《证券法苑》2011年总第4卷。

并不会改变双方之间具体法律关系。是以,尽管债券学理划分标准多种多样,但从债券所记载的权利义务关系分析,其本质上仍然恪守发行人与投资者之间当为债权债务关系这一根本准绳。

(二)公司信用类债券的特性:产品区别、主体差异与定价分歧

作为公司关键的外源直接融资工具,股票与公司信用类债券在资本市场以有价证券形式广为发行流通,二者均具有“证权性”“标准性”“财产性”“流通性”及“投资性”等基本法律特征。^[4]这种证券意义上的共性特征使二者信息披露法律制度在体系建构、价值取向、基本进路以及责任方式等方面有所相似。然而,共性并不能掩盖个性,公司信用类债券的本质是债权债务凭证,而股票本质乃所有权凭证,^[5]二者本质上法律关系的不同使其在“产品属性”“主体结构”和“定价机制”方面呈现出显著差异。厘清股票和公司信用债的差异,也是债券走出信息披露制度过多依赖股票桎梏的基本前提。

1. 产品:风险收益及品种数量的股债区别

公司信用债与股票在收益与风险方面存有不同。债券乃约定期间还本付息的凭证,清偿期满后投资者可基于还本付息请求权获取本息收益,其预期收益确定,只是预期收益能否取得尚不确定;股票是对企业价值的剩余索取权,其不仅预期收益实现的风险不确定,预期收益本身亦不能得到保证。债券届期可回收本金,债权人拥有固定收益请求权,倘若发行人不幸破产,债券清偿等级将仍在股票之上。即使其他债券发生违约,合同属性下其专门的违约条款仍会力促债权人行使求偿权。股票则无到期之说,如果股东不将所持股票交易或置换,其股权将一直存在。但公司一旦破产,股权的劣后请求权只能寄希望于公司剩余资产清盘状况来决定股东的清偿金额。除收益“确定性”不同外,二者投融资经受的市场风险也有所不同。系统性风险方面,债券受利率波动和购买力变化影响明显,而股票则体现为经济周期变化和政策变动。关于非系统性风险,公司信用债主要是信用风险(credit risk),即

[4] 陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第17~21页;叶林主编:《证券法教程》,法律出版社2010年版,第5~8页;冯果主编:《证券法》,武汉大学出版社2014年版,第9~11页。

[5] 甘培忠:《企业与公司法学》(第7版),北京大学出版社2014年版,第280页。

债券收益能否得到保证取决于发行人到期时的偿债意愿及偿债能力；而股票则体现为经营风险（operating risk），其收益多寡主要依靠公司盈利能力驱使下的未来经营业绩。持续经营风险定然诱致偿债风险，但即使公司经营良好，若缺乏债务结构的合理安排，届期现金流不足，也会面临棘手的偿债风险；而一些暂时经营欠佳的公司也可能有充裕现金流来偿还债券。^[6] 风险来源的差异意味着债券与股票信息披露的重点应有所不同，股票需多关注影响主体经营能力的因素或事件，债券则应重点披露发行主体的偿债能力变化及其潜在信用风险。

公司信用债与股票的品种数量差异较大。公司信用债品种相对丰富，而股票品种则较为单一。仅按业界实务大类划分，公司信用债品种就多达 10 余种，包括企业债（EB）、公司债（CB）、超短期融资券（SCP）、短期融资券（CP）、中期票据（MTN）、中小企业集合债（SMECB）、中小企业集合票据（SMECN）、资产支持证券（ABS）、分离可转化债券（SCD）、可转换债券（CD）等，而且随着市场化进程的加快和金融创新的持续深入，公司信用债券品种将不断衍化扩充。较于债种的丰富多样，股票的品种结构相对简单，除根据投资者、上市地、交易币种等区别，股票有 A 股、B 股和 H 股之分外，当前主要划分方式乃基于股东承担风险程度和享有权利的不同，将股票分为普通股和优先股。同时，公司信用债品种多样化的背后暗含复杂纠葛的监管主体，除证监会外，还包含央行、发改委、银监会等机构，呈现出“四龙治水”的混沌格局，其中利益盘根错节。而股票监管主体则明确得多，证监会“一家独大”，利益冲突相对较小，股票监管脉理清晰。复杂的品种结构与多头的监管架构增加了公司信用类债券信息披露制度建构的难度系数，在着眼于“债券本质”进行统一化顶层设计的同时，也需根据“债种差异”进行相应的制度安排。

2. 主体：发行人及投资者范围的股债差异

从发行人角度看，公司信用债发行人类型相对多样，财政部、央行、

[6] Michael Hartzmark, Cindy A. Schipani, *Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market*, Columbia Business Law Review, available at https://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/85377/1158_Schipani.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

政策性银行、商业银行、证券公司、财务公司等非银行金融机构和非金融企业均可在符合相关规定下,按法定要求和程序发行债券。尤其非金融企业债务融资工具推出后,债券发行主体类型更是得到极大丰富。由于债务融资工具的发行采用注册制,^[7]发债主体的权利乃自然取得,无须像其他债券核准制下需要审查机关特别授权或核准,无论央企、地方国企、私营企业,还是内资企业、港澳台地区投资企业、外资企业,抑或股份有限公司、有限责任公司或集体企业,均在银行间债券市场平等享有发债权利。相较而言,股票发行人范围则局限得多。由于股票是股份有限公司股东所持股份的凭证,其发行人仅限于权益总额被等额划分的股份有限公司。发行主体的结构影响信息披露制度设计,股票市场较易根据发行人属性制定统一信息披露规范,而公司信用债市场信息披露制度由于要兼顾不同发行人特征,须有区分性披露制度安排。

从投资者角度看,公司信用债与股票也存在重大差别。首先,投资者地位不同。债券是债权债务关系凭证,公司信用类债券持有人作为债权人,属于公司“外部人”范畴,其固定收益请求权性质导致其原则上无权介入公司经营活动;股票是所有权凭证,股东是公司财产最终所有者,享有公司剩余价值索取权,其为公司“内部人”,有权通过股东大会管理公司事务以及选择公司管理者。^[8]其次,投资者构成不同。由于公司信用债产品交易分割严重,不同交易市场的投资人结构也差异较大。目前上市商业银行、非银行金融机构和部分非金融机构可参与交易所市场和银行间市场,特殊机构(央行、政策性银行)、商业银行、信用社等主要参与银行间市场,部分非金融机构和个人投资者则参与交易所市场和银行柜台市场。而股票市场投资者构成则相对简单,截至2016年12月31日,个人投资者股票账户数量占总交易账户的

[7] 注册制,是指证券发行人依法将有关资料和信息公开,制成法律文件,送交监管机构进行以“信息披露”是否到位为核心的形式审查的一种制度。当前股市“注册制”呼声高涨,在《证券法(修订)》(草案)中得以体现,但注册制不是股票的“特权”,债券发行亦有注册制的正当制度需求。

[8] 仇晓光:《公司债权人:利益保护对策研究——以风险控制与治理机制为中心》,中国社会科学出版社2011年版,第99~100页。

99.72%,^[9]个人投资者(“散户”)占据绝对优势。不同类型投资者在信息获取、处理、分析方式以及对风险评估、控制、化解等能力存有显著差异,较于个人投资者,机构投资者具有更强的经济实力、专业水准和风控能力。在信息披露制度统合建构中,应充分关注不同市场差异化的投资者结构。

3. 定价:价格生成及价格修正的股债分歧

公司信用类债券与股票产品属性的差异亦深刻影响二者定价机制的生成与修正。作为固定收益证券,公司信用债的定价是根据持有期内的现金流入,以市场利率或要求回报率进行贴现而得到的现值,^[10]其定价主要考虑对应期限的无风险利率、信用溢价及流动性溢价。由于影响定价的因素相对较少,发行人偿债能力的高低和市场的基础利率水平便基本决定了债券利率。债券价值比较稳定,价格波动较小,^[11]债券发行后经过一段时间持续交易,市场对债券定价就基本完成。股票定价机制则相对复杂,理论上其价值表现为公司盈利能力影响下未来现金流的折现,但未来现金流只可能是一个估值,而且影响企业未来现金流的因素众多,不仅有公司经营管理等内部条件变化,还有宏观经济走势、区域经济状况、产业发展态势等外部环境变动,因而其定价难度较大。股票不可能在上市后经过一段时间交易即被准确定价,围绕未来现金流折现的定价是一个不断重复修正的动态过程。影响“债”“股”价格因素的差异亦折映出信息披露的内容应有所不同。公司信用类债券定价受“期限”“利率”和“信用”的影响,其信息披露应强调发行主体偿债能力(尤其是现金流)的变化。而股票定价关注公司未来成长性,其信息披露应重点描述与盈利能力变化相关的因素或事件。

[9] 中国证券登记结算有限公司:《2016年12月份统计月报》,载中国结算网,http://www.chinaclear.cn/zdjs/xtjbg/center_tjbg.shtml,2017年7月24日访问。

[10] 王飞:《证券市场基础知识》,机械工业出版社2013年版,第48~52页。

[11] 标准差(standard deviation)是反映数据离散程度的重要量化指标。数字最大代表波动越大。据WIND提供数据显示,2016年1月1日至12月31日,沪深300指数标准差为336.3556,中债综合指数(财富)标准差为2.0478。由此可见,债券价格波动程度远低于股票。

综合上文“债”“股”差异,公司信用债风险主要是信用风险,而股票风险则主要源于经营风险;公司信用类债券收益较为确定,而股票收益则难以预估;公司信用债品种多样且主体结构复杂多元,股票品种则相对单一且主体结构简单;公司信用债定价逻辑相对简单,偿债能力大小与市场利率水平高低是主要影响因素,而股票定价较为复杂,其更为看重企业盈利能力的变化和未来成长空间的大小。如此诸多不同的特征折映出公司信用类债券与股票作为投资工具的本质差别,债券本质乃债权债务关系凭证,而股票则是所有权凭证。理论上“债”与“股”的本质区别和外在差异决定了公司信用类债券应有一套契合其法律属性的信息披露制度体系,然而现实的制度架构却问题丛生。

二、公司信用类债券信息披露制度的碎片化困局

历经二十余年发展,我国公司信用债市场信息披露制度由无到有,在“股票中心论”盛行的证券市场夹缝中艰难成长,从起初寥寥条文到如今规范迭出,其制度数量已有较大增长。然而,囿于过度依赖股票规则的思维惯性和多头监管导致的畸形发展,现有规范的演进革新却未能从根本上贴合债券本质与特性,远不能满足市场信息披露发展需求。债市规则趋于“边缘化”的问题突出,公司信用类债券市场割裂,信息披露制度严重“碎片化”。从要素市场(factor market)构成^[12]构成角度观察,其问题凸显于监管架构错位失序、制度供给空洞乏实以及信息披露平台割裂分散三个方面。

(一) 监管架构:“四龙治水”格局下信息披露监管的错位与失序

目前,公司信用类债券市场信息披露处于“四龙治水”的局面,监管机构包括发改委、人民银行、银监会、证监会等部门,不同机构对各自“治下”的债券信息披露要求各不相同,监管弥散,政出多门。按照发

[12] “要素市场分析”(factor market analysis)是经济学概念,后因“法律经济学”的出现而渐入法学视野,其更为关注研究对象的制度架构、监管执行以及基本设施。现已成为法学问题现状分析的通识进路。

行市场与交易市场的区分,如图 1 所示,监管主体错综复杂。首先,一级发行市场以“机构监管”(institutional regulation)^[13]为主,不同公司信用债品种的信息披露归属于不同监管主体。企业债、中小企业集合债券受发改委监管,超短期融资券、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、PPN,由银行间交易商协会自律管理,但实质监管部门为该协会的主管机构人民银行,公司债、中小企业私募债和分离交易可转化债券由证监会监管,资产支持证券如在交易所挂牌,由证监会监管;银行间市场的信贷资产支持证券和资产支持票据,由银行间市场相关机构监管。其次,二级交易市场以“行为监管”(behavior regulation)为态势,信息披露的监管主体根据交易场所的划分而迥然不同。在交易所市场交易的债券,其信息披露受证监会监管;在银行间市场交易的债券,则受人民银行监管;在银行柜台市场交易的债券,由人民银行与银监会共同监管。复杂的“四龙治水”格局使信息披露监管呈现出“错位失序”的乱象。



图 1 发行市场与交易市场的信息披露监管机构分布

首先,监管多头,权力边界模糊不清。我国公司信用债市场的监管权力配置并非依据债券自身法律属性,而是基于各自部门的监管

[13] 机构监管是按照不同机构来划分监管对象的金融监管模式。对机构的监管大多通过对机构业务、机构产品进行监管,在债券发行市场,主要体现为对不同主体发行的各类“债券”进行规范。