

## 公司债券持有人组织性保护制度的 理念更新与法律变革

——基于制度融合的视角\*

汪文渊\*\*

**摘要:**我国现行的公司债券投资者组织性保护制度兼采了公司债券受托管理人制度和公司债券持有人会议制度,从制度设置的初衷来看,是期望通过这两种制度的融合,为公司债券投资者的权益保护提供更为坚实的后盾。然而从实践来看,此二者还未形成有效合力,因此,需通过建立一套以债券持有人会议为主,债券受托管理人为辅的制度模式,通过制度本身互补的特性来调和两者的矛盾与冲突,实现两者有机的互联与融合,从而让现行公司债券投资者组织性保护制度发挥出应有作用。

**关键词:**组织性保护制度 公司债券受托管理人 债券持有人会议 融合

随着我国“从储蓄向投资转移”的市场导向型

---

\* 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)阶段性成果。

\*\* 武汉大学法学院博士研究生。

金融制度改革的逐步推进,<sup>[1]</sup>金融市场不断发展壮大,金融产品已成为公众日常生活中一个重要的组成部分。2015年1月15日中国证券监督管理委员会颁布了《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》),其中第四章“债券持有人权益保护”对公司债券持有人权益保护制度进行了多项修订,我国公司债券市场中债券持有人保护制度得到进一步加强,体现了监管层面对公司债券持有人权益保护的着力。根据《管理办法》,我国兼采了公司债券受托管理人制度和债券持有人会议制度。公司债券受托管理人制度和债券持有人会议制度的主要作用都是保护公司债券持有人的利益,那么,两个制度同时运行,在功能上是否构成重叠;是否增加了立法、司法成本;在实际运行中是否做到了充分协调、有效对接;整套制度的设计是否能够在实践中起到预期的作用?为了应对上述问题,本文拟从制度融合的角度出发,力求为两者的并存以及作用的发挥提供一条行之有效的路径。具言之,将围绕以下问题展开探讨:兼采两种制度是否合理,我国实践中两种制度并存的矛盾与冲突,如何有效地进行制度串联与结合。

## 一、公司债券持有人组织性保护的制度供给检视

结合各国实践来看,对公司债券持有人权益的保护,主要以组织性保护<sup>[2]</sup>为主。英美法系国家一般采用公司债券受托管理人制度,<sup>[3]</sup>

---

[1] 参见刘迎霜:“我国金融消费者权益保护路径探析——兼论对美国金融监管改革中金融消费者保护的借鉴”,载《现代法学》2011年第3期。

[2] 公司债券持有人组织性保护,是指债券持有人透过某种专门设立的机构,保护其所持有的公司债券利益。参见时建中:“论可转换公司债券债权人的法律保护制度”,载《政法论坛(中国政法大学学报)》1998年第6期;蒋大兴:“被忽略的债券制度史——中国(公司)债券市场的法律瓶颈”,载《河南财经政法大学学报》2012年第4期。

[3] 公司在向公众发行债券时应当为债券持有人指定一位受托管理人,以此来保护债券持有人的权益。考虑到债券持有人是众多的、分散的,因此由债券受托管理人来监督债券合同的履行、对债券持有人所持债券进行日常管理无疑对保障债券持有人权益起到重要的作用。

大陆法系国家和地区则一般采用债券持有人会议制度,<sup>[4]</sup>也有一些国家对上述两种制度兼而采之。公司债券受托管理人制度和债券持有人会议制度的作用都是保护债券持有人权益,前者的逻辑是引入一个相对独立的第三方机构来进行监督与管理,而后者的思路则是基于债券持有人自身的监督与管理。此两种制度诞生于不同的法律体系及社会背景下,在实践与发展的过程中都暴露出了一定的缺陷与不足,而这些经验无疑正是我国现阶段发展与完善公司债券持有人组织性保护制度所急需的。

### (一)公司债券受托管理人制度的局限性

首先,公司债券受托管理人由发行公司在债券发行时指定,其责任与义务由发行公司与受托管理人在债券发行前共同制定,并最终体现在债券认购合同中,投资者一旦购买公司债券,则视同为对上述条款的认可。由此,我们不难发现,整个契约的制定过程中债券持有人处在相对被动的位置上,一方面,债券持有人作为公司债券利益与风险的直接承担者,在购买公司债券时,他们的一部分权利就经由发行公司委托给了债券受托管理人,在多数情况下,这部分权利与义务的设定债券持有人无法参与,且这些条款往往都是复杂和难以理解的;<sup>[5]</sup>另一方面,债券持有人不得不选择接受这种缔约方式,并期望发行公司与受托管理人能设定周全的条款来保护自身的权益。这套制度作用的发挥,不但需要发行方和受托管理人具有较高的商业信誉与职业道德,还要求债券契约条款合理与完备,二者缺一,则债券持有人的权益能否得到切实保护就面临着巨大的挑战。由此看来,公司债券受托管理人制度的良好运行,极大地依赖于规范的市场以及完备的法治环境,而这两点,正是大多数发展中国家正致力解决的。

其次,公司债券受托管理人与债券持有人之间应当具有一种良好

---

[4] 债券持有人会议由同批次债券持有人组成,是同批债券持有人集体意志的体现,代表同批次债券持有人的共同利益。

[5] Robert I. Landau, *Corporate Trust Administration and Management*, Columbia University Press, 1992, p. 7.

的信赖联系,<sup>[6]</sup>债券受托管理人应当对债券持有人尽忠实义务,应当避免其自身利益与其债券受托管理人的地位相冲突,因为一旦两者发生冲突,则很难保证受托管理人尽最大的努力来保护债券持有人的利益。但从实践上来看,这种利益冲突是大量存在的,在美国,因公司债券受托管理人违背《信托契约法》禁止的利益冲突<sup>[7]</sup>情形而导致的诉讼大量存在。<sup>[8]</sup>究其原因,在于债券受托管理人责任与义务的制定过程中缺少债券持有人的参与,债券持有人的诉求往往在契约中得不到完善体现,双方的信赖基础相对薄弱,因此不能有效地控制利益冲突的产生。当然,在实践中,投资者们会根据发行公司的资产结构、信用等级,受托管理人的专业水平以及行业声誉等因素进行综合分析后再做出投资行为,以期获得一个风险相对较小的投资选择,但是投资者受自身专业性不足、市场上信息不对称等因素所限,往往很难对上述因素做出客观正确的判断,且这种制度下投资者们选择与取舍的空间相对有限,发债公司与受托管理人往往只能二选其一作为重要的参照,因此这种方法并不能有效克服上述问题。

最后,之所以采用债券受托管理人制度,目的是借助债券受托管理人的专业性来弥补债券持有人固有的弱势性(如分散性、专业性不强等问题),这就势必会面临债券受托管理人的赋权问题。如果要充分突出债券受托管理人的专业性特点,那么在合同约定的权利与义务范围内,赋予债券受托管理人更大的权利无疑更有利于其作用的发挥,但是这样势必会产生两个问题,一是削弱了债券持有人对自身权益的处

---

[6] Marcel kahan, *Rethinking Corporate Bonds: The Trade - off Between Individual and Collective Rights*, New York University Law Review, October, 2002.

[7] 常见的冲突类型有:(1)作为受托管理人与债券持有人之间有股权交错或董事交错关系。(2)发行公司在多次发行债券时(两次或两次以上)指定了相同的债券受托管理人。在这种情况下,该发行公司每一类的债券持有人可能对发行公司的同一财产展开竞争,受托管理人夹在多者之间,很难兼顾各方利益最大化地保障。(3)当银行作为受托管理人时,如若其本身也是债券发行公司的贷款人,那么其作为贷款人的权益与其债券受托管理人的义务可能会发生冲突。(4)受托管理人内设有金融咨询部门,那么当其客户为债券发行公司时,其向债券发行公司提供咨询意见时可能就同债券持有人的利益相冲突。参见时建中:《可转换公司法论》,法律出版社2000年版,第258页。

[8] 参见刘迎霜:“论公司债券投资者的权益保护”,载《社会科学研究》2010年第4期。

分权,二是如何有效地监督与制约债券受托管理人的权利?高权意味着高责,也意味着高成本,且先不论高权下的高责是否会过度加重债券受托管理人的压力与责任,为了让债券受托管理人发挥更为重要的作用,势必要求发行方支付更多的报酬,由此产生的高成本对其而言无疑是一个沉重的负担,且这种负担往往是其所不愿承担的。而如果采用“低权低责”,则债券受托管理人会失去有效的激励,从而影响整个债券受托管理人制度效能的发挥,无法保证其最大限度地保护债券持有人的权益,从而偏离了制度设立的目的。

综上,公司债券受托管理人制度对发行公司、受托机构、债券持有人等各方都具有较高的要求,其制度的设计十分依赖良好的金融交易秩序与法治环境,而这种条件在大多数发展中国家甚至一些发达国家中都是较为欠缺的。

## (二) 债券持有人会议制度的局限性

债券持有人会议制度是以召集债券持有人开会的方式来进行意思表示。相较于公司债券受托管理人制度,债券持有人会议制度下债券持有人对自身权利的支配与处分更加直接与深入。但是债券持有人会议有个突出的缺陷,就是成本高、效率低。债券持有人会议是非常设机构,在出现涉及债券持有人重大利益的情形时召开,鉴于债券持有人由分散的、不特定的多数个体组成,很难及时召集所有债券持有人,一旦达不到符合出席要件的多数,会议就不能适时举行,从而难以采取有效措施来保护债券持有人的整体利益。债券持有人会议实行多数表决制,就单个债券持有人的权利来看,其对发行公司所享有的权利是平等的,应享有同等程度的保护,不应当采用牺牲部分债券持有人的权益来保障其他债券持有人的权益。且多数表决制本身就极易被持有公司债券份额达到一定比例的债券持有人操纵、滥用,一些小的债券持有人不仅要提防来自发行公司的威胁,还应注意其他债券持有人的机会主义。<sup>〔9〕</sup>当然,一些国家针对上述问题制定了应对机制,如日本《公司法》第732~734条规定,公司债券持有人会议的决议需在作出之日起一周内向法院提出认可申请,经法院认可的决议才具有效力。且还规

〔9〕 参见时建中:《可转换公司法论》,法律出版社2000年版,第245页。

定了法院不得认可公司债券持有人会议决议的四种情形:(1)程序不正当;(2)决议通过不正当的方法成立;(3)决议明显不公平;(4)决议违反公司债权人的一般利益。诚然,这种由法院对决议的有效性作出判断的方法能够起到一定的作用,但是在实际操作过程中会面临两个问题:第一,如果法院仅仅采用形式审查,则其监督作用可能会大打折扣,因为这些不合理行为往往具有很强的隐蔽性,一般的形式审查无法有效规制;第二,如果法院采用实质审查,会有利于其作用最大限度地发挥,但这种模式一则对法官的专业水平有较高的要求,二则牺牲了效率,增加了司法成本。由此来看,债券持有人会议的这个固有弊端是一个比较棘手的难点。

此外,债券持有人会议的参与主体为债券持有人,鉴于大部分债券持有人缺乏足够的专业性,且市场中存在信息不对称,其对自身权益的处分难免会产生偏差,并不能最大程度地保证全体债券持有人的利益,因此债券持有人会议在实际运行中的作用会大打折扣。尽管可以采用咨询专业机构的方式来弥补债券持有人自身专业性不足的缺陷,但是如果仅仅是寻求临时性的咨询,得到的报告可能因为缺乏连续性、全面性而失去了在长远利益角度下的参考性;如果采用长期咨询的模式,一则要涉及需建立咨询机构与发行方的信息输送渠道,二则支出的费用必然会成倍增加,加重债券持有人的负担,可操作性不强。

总的来说,虽然债券持有人会议符合债券持有人集体保护和民主控制的核心诉求点,但是在实际运行中由于制度固有缺陷以及债券持有人自身的短板,在单一制度的运行下的效率也未达到理想的水平。

### (三) 制度融合的合理性证成

债券受托管理人制度的优势就在于债券受托管理人的专业性,这个特质决定了其对于债券持有人权益保护的高质量与高效率,因为债券受托管理人往往对一段时间内整个金融市场的发展趋势有较为准确的把控,其对发行公司的整体情况以及所发行债券的未来走向也会有相对专业的预判,这些优势正是普通债券持有人所匮乏的。债券受托管理人专业性、针对性、灵活性、及时性等制度优势,也正是债券持有人会议所急需补充的,这些特质如果能被债券持有人会议所吸收合理运用,无疑会更有利于其作用的发挥。

债券持有人会议的优势在于程序规范、强烈的集团、民主特性,是债券持有人维护自身权益的直接体现,在此模式下,债券持有人对自己的权益会有更加深刻的认知,也更有参与感。这些优势,也正是债券受托管理人制度所缺乏的,通过建立起债券持有人会议与债券受托管理人的联系,不但能加强债券持有人与受托管理人之间的信赖基础,还能对受托管理人的履职进行监督,确保受托管理人最大限度地服务于债券持有人的权益。由此,我们不难得出,这两种制度之间具有较强的互补性,两者并立、共存、互相融合更加有利于债券持有人权益的保护。

同时,在构建公司债券持有人组织性保护制度时应先明确以下要点:第一,人数众多的、分散的甚至是不确定的公司债债券持有人几乎不可能采取一致的行动;第二,如果是单独设立公司债券受托管理人制度或者是债券持有人会议制度,公司债受托管理人或者债券持有人会议也无法确定每一个债权人或者其整体的意思;第三,了解和确定大多数债权人意思的最佳机制是“民主控制(Democratic Control)”。<sup>[10]</sup> 基于以上三点,我们不难得出,受托管理人制度与债券持有人制度其实都存在自身难以克服的缺陷,因此,这也为此两种制度的融合提供了一个理论支点,而一些国家(地区)也开始尝试将这两种制度结合起来,以期达到优势互补的目的,最为典型的有日本和我国台湾地区。

日本公司债券持有人组织性保护制度兼采了公司债券受托管理人制度和债券持有人会议制度。<sup>[11]</sup> 其将公司债券划分为附担保公司债和无担保公司债,附担保公司债由《附担保公司债信托法》规制,要求企业发行附担保公司债券时发行人需与受托人订立信托合同,由公司债信托管理公司代表债券持有人履行合同权利,同时《商法》规定,为防止债券受托人的失职行为和滥用权利的行为,可以通过债券持有人会议来实现对债券受托人的监督;<sup>[12]</sup> 无担保公司债则依据《公司法》和《商法》的规定,其中《公司法》第4编第2章内容为公司债管理人,第3章内容为公司债权人会议,整套制度以债券持有人会议为主,债券

[10] 同前注[9],时建中:《可转换公司法论》,法律出版社2000年版,第265页。

[11] 参见习龙生:“公司债券受托管理制度的国际比较及立法建议”,载《证券市场导报》2005年第2期。

[12] 参见刘成杰:《日本最新商法典译注》,中国政法大学出版社2012年版,第297页。

受托管理人为辅,债券持有人会议是决议机关,是债券持有人权益保护的核心,债券受托管理人主要负责召集债券持有人会议以及执行债券持有人会议的决议。

我国台湾地区也兼采了这两种制度。根据我国台湾地区“公司法”的规定,受托人是代表债权人利益对公司债进行监督管理的一种机关,以金融或者信托事业为限,由公司于申请发行时约定,并承担其报酬。如果公司为发行可转换公司债设有抵押权或质权,信托人应为债权人保管担保物并代其实现抵押权或质权。信托人于必要时可召集债权人会议,就事关全体债权人共同利益的重大事项进行决议。<sup>[13]</sup> 其模式与日本所采用的模式有一定的共通点,有台湾学者总结:“从现行之规范观之,公司债的管理以公司债债权人会议制度为主,再以公司债信托制度为辅助之次要角色。”<sup>[14]</sup>

## 二、我国债券持有人组织性保护制度的内生性冲突

### (一)我国债券持有人组织性保护制度的发展沿革及现状

我国立法中首次出现“债权代理人”和“债券持有人大会”制度,是在证监会2003年8月公布的《证券公司债券管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)中,《暂行办法》第13条规定了发行公司应当为债券持有人聘请债权代理人,对债权代理人的范围进行了限定,第49条规定了债权代理人的义务。而第46、47条则对债券持有人会议的召开情形做出了规定。虽然这些规定从现在看来不甚详尽,但无疑是我国监管部门加强公司债券持有人权益保护的体现,同时也为债券持有人组织性保护制度的发展与完善奠定了基础。

2007年8月,证监会出台了《公司债券发行试点办法》(以下简称《试点办法》),《试点办法》第四章为债券持有人权益保护,这体现了监

---

[13] 参见我国台湾地区“公司法”第248、256、263、264条。台湾现行公司债券制度中,公司债券受托管理人需依从债券持有人会议的决议行事,债券持有人的核心权益掌握在债券持有人会议手中。

[14] 参见王秦铨:《公司法新论》,三民书局2002年版,第384页。



管当局对债券持有人权益保护的极大重视。《试点办法》中首次明确了“债券受托管理人”制度,并对债券受托管理人制度作出了较为详尽的规定,债券受托管理人的自主权得到增强。但是,《试点办法》依然没有对债券持有人会议的召集程序、议事规则、决议效力、少数债券持有人的异议处理等问题做出规定,只是简单地列出了六种应当召开债券持有人会议的情形。

2015年1月,证监会发布了《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》),《管理办法》第四章针对实践中所出现的问题增加了多项债券受托管理人的职责,如“在债券存续期间内监督发行人募集资金的使用情况”,“对发行人的偿债能力和增信措施的有效性进行全面调查和持续关注,并至少每年向市场公告一次受托管理事务报告”<sup>[15]</sup>等。通过这些规则的设置,债券受托管理人的职能进一步增强,制度的设置进一步完善。债券持有人会议方面,增加了几种需要召集债券持有人会议的情形,如“发行人、单独或合计持有本期债券总额百分之十以上的债券持有人书面提议召开”,“发行人管理层不能正常履行职责,导致发行人债务清偿能力面临严重不确定性,需要依法采取行动的”,“发行人提出债务重组方案的”。<sup>[16]</sup>虽然在会议的召集方面做了完善,但是依然没有确立债券持有人会议的整体制度框架,债券持有人会议的具体运作方式依然没有得到确定。<sup>[17]</sup>

目前,我国经济正处在一个高速发展的时期,企业的发展离不开资金的支持,而发行公司债无疑是一个十分重要的融资渠道。如何在发展公司债券市场的基础上对发行公司进行有效监督,防止违约事件的发生,切实保护债券持有人的利益显得尤为重要。但是从近年来“山东海龙”、“江西赛维”、“新疆中基”、“11超日债”等债券的兑付风波来

---

[15] 《公司债券发行与交易管理办法》第50条(证监会令第113号,发布日期:2015年1月15日)。

[16] 《公司债券发行与交易管理办法》第55条(证监会令第113号,发布日期:2015年1月15日)。

[17] 关于债券持有人会议相关的规定仅有中国银行间交易商协会2010年发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》,但公司债券持有人会议的依据显然还是应当以《管理办法》为依据。

看,抛开政府的隐性刚性兑付来谈,我国现存的这套债券持有人组织性保护制度存在严重的不足。如“11 超日债”事件,在发债公司经营出现困难,预计会有违约风险发生时,召开的债券持有人会议中出席的债券持有人仅占发行总额的 15.25%,<sup>[18]</sup>以至于发行公司所提的债务解决方案无法获得合法表决的条件,且债券受托管理人在整个“11 超日债”爆发违约风险期间一直都缺乏有效的应对措施,以至于债券违约的风险进一步的扩大。显然,我国现今采用的这套债券持有人组织性保护制度并未发挥出理想的功效。

## (二) 成因分析——制度设计上的矛盾与冲突

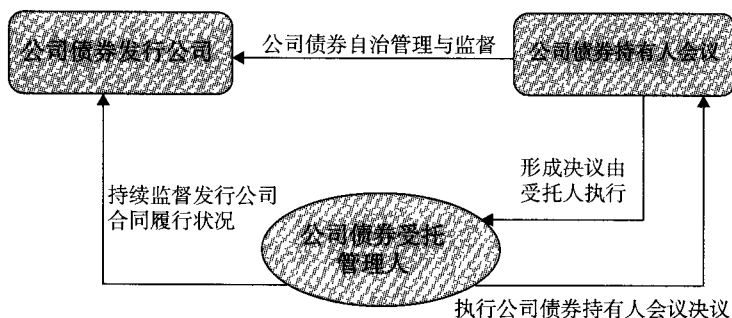
我国在构建公司债券持有人组织性保护制度时,之所以兼采公司债券受托管理人制度与债券持有人会议制度,其目的在于有效利用这两种制度的互补性,通过两者的结合发挥出更大的功效从而更好地保护债券持有人的权益。但是从实践上来看,这两种制度并没有得到合理的调配。

第一,既然选择了两种制度并存,且两种制度本身在功能上有一定的重叠,那么首要任务就是在整体制度设计时对债券受托管理人和债券持有人会议加以分工和定位,一则厘清权责增进效率,二则突出主次便于资源调配。而这两点,正是我国在制度设计时欠考量的。从上文对我国债券持有人组织性保护制度的现状分析来看,债券受托管理人的规则设置较债券持有人会议显得更为详尽,《管理办法》对公司债券受托管理人的设置、资格、责任与义务等方面做出了较为全面的规定。从这点来看,债券受托管理人的作用更为凸显,但从更深层面来分析,较之主要采用债券受托管理人制度的英美法系国家,我国债券受托管理人需“在出现可能影响债券持有人重大权益的事项时,召集债券持有人会议”,<sup>[19]</sup>债券受托管理人在某种程度上属于债券持有人会议的一个执行机关,涉及债券持有人重大权益的事项都由债券持有人会议决定,整套制度的核心是债券持有人会议(见下图)。但矛盾的是关于

[18] 参见佚名:“持有人会议‘画饼充饥’,超日债违约迷雾难散”,载《中国证券报》2013年1月24日版。

[19] 同前注[16],《公司债券发行与交易管理办法》第50条第1款(证监会令第113号,发布日期:2015年1月15日)。

债券持有人会议,《管理办法》只列举出了应当召集债券持有人会议的情形,至于债券持有人会议的召集方式、议事规则、决议效力、少数债券持有人的异议处理等方面都缺乏应有的设置。债券受托管理人占用了立法者大量的笔墨,而掌握债券持有人核心权利的债券持有人会议却缺乏相应的规则制定,以至于制度在实际运行的过程中主次混乱,效率低下。



第二,既然选择兼采债券受托管理人制度和债券持有人会议制度,目的就在于利用两种制度的先天优势,避免单一制度本身难以克服的固有缺陷,最大化地保障债券持有人的利益。那么,问题的关键点就在于如何实现两者的互联互通,有机融合。观之我国现阶段的制度构建,债券受托管理人制度和债券持有人会议制度的互联性存在严重的不足。一方面,债券受托管理人承担了大量的信息搜集、分析、传递等任务,这些职责设定的目的在于利用债券受托管理人的专业身份对发行公司进行有效的监督,及时反馈重要信息给债券持有人会议;另一方面,债券受托管理人却在涉及债券持有人重大权益的事项中缺乏话语权,因为按规定这些事项都由债券持有人会议进行决议,而债券受托管理人除了负责召集债券持有人会议外,制度中并未对债券受托管理人在债券持有人会议中的角色定位以及作用做出规定,这势必会把这两者割裂开来。债券受托管理人掌握第一手的信息资源且具有专业的背景,能对债券持有人持有的公司债券的未来走势做出具有重要参考性的判断,但是在决策层面,其被排除在债券持有人会议之外,长此以往,

势必会打击债券受托管理人的积极性,大量涉及债券持有人权益的事项极有可能被债券受托管理人消极地推向债券持有人会议,这样带来的结果就是债券受托管理人程序化地履行义务从而逃避事后追责,而债券持有人会议的繁杂和低效的弱点又被重新凸显。显然,这种情况偏离了兼采这两种制度的初衷。

第三,发行人的信息披露属企业自身监督,评级机构的信用报告属外部监督,债券受托管理人被要求对这些信息进行全面调查、持续关注。这种制度设定是对债券受托管理人利用其专业性所做出的判断的肯定,设计思路是合理的,但问题在于既然加强了受托人的职责与义务,就应当同时提升其相应的权利,而从现行法律法规中我们并未看到对应的条款,这种过于偏向责任与义务的设置很可能造成具有相应资质的机构不愿担任受托管理人,或是迫于监管部门的压力下担任受托管理人时消极履行义务,不求有功,但求无过。再者,在最容易影响债券受托管理人功效的利益冲突的规制上,仅在《管理办法》第49条第3款中有所涉及:“对于债券受托管理人在履行受托管理职责时可能存在的利益冲突情形及相关风险防范、解决机制,发行人应当在债券募集说明书及债券存续期间的信息披露文件中予以充分披露,并同时由债券受托管理协议中载明。”相对于债券受托管理人庞杂的事务与权限,仅仅这一条略显模糊的规则,显然是无法做到有效调整,更何况在实践当中债券受托管理人一般由本次发行的承销商来担任,如果不从法律法规上对利益冲突的类型做出详尽的列举,则现实中债券受托管理人的客观性、独立性是很难得到保障的。

债券持有人会议制度的问题则来得更加简单直接,如上文所述,至今都没有专门的法律法规对公司债券持有人会议制定完整运行模式。在我国整个债券持有人组织性保护制度中,债券持有人会议处于最核心的地带,涉及债券持有人重大权益的事项都需要经由债券持有人会议决议,但是债券持有人会议的规则只有一则条文简单掠过:“发行公司债券,应当在债券募集说明书中约定债券持有人会议规则,债券持有

人会议规则应当公平、合理。”<sup>[20]</sup> 缺乏公正严谨的运行模式,债券持有人会议对债券持有人的保护功能必然会受到削弱。

以上这些问题在“11 超日债”事件中得到了极大的体现。一方面,在发债公司出现违约行为时,债券受托管理人应当及时履行其职责召集债券持有人会议,代理债券持有人与发行公司之间的诉讼事务,但实际中债券持有人却以聘请代理律师的方式来进行诉讼活动,并未在其中看到债券受托管理人履行相应职责。彼时《管理办法》还未出台,公司债券发行时的保荐人制度还未移除,按原《试点办法》规定超日债保荐人和债券受托管理人同为中信建投,而当时中信建投正处于超日债涉嫌欺诈发行的风波中心,已自顾不暇,遂无力履行其作为受托管理人代理诉讼的职责。新出台的《管理办法》中虽已移除了保荐人制度,但是依然规定债券受托管理人为承销机构,这里面也涉及了大量的利益冲突,且《管理办法》并未对利益冲突的情形做出合理规定,鉴于此,债券受托管理人能否依然能发挥预期的目标笔者持怀疑态度。另一方面,债券持有人会议应当在涉及债券持有人重大权益时召开,但是债券持有人会议却一直迟迟未能及时召开,且之后召开到会的债券持有人也只占少数,无法作出有效的决议,债券持有人会议也未能发挥其应有作用。

### 三、走向制度融合模式:债券投资者保护的合理选择

我国债券持有人组织性保护制度之所以选择兼采债券受托管理人制度和债券持有人会议制度,既是对相关国家成熟经验的借鉴与学习,更是对这两种制度互补性的实践与证成。如何更好地实现两种制度的协调与融合,笔者拟从以下几点给出建议。

第一,提升立法层级。从 2003 年证监会发布的《证券公司债券管理暂行办法》,到 2007 年出台的《公司债券发行试点办法》,再到 2015

---

[20] 同前注[16],《公司债券发行与交易管理办法》第 54 条第 1 款(证监会令第 113 号,发布日期:2015 年 1 月 15 日)。

年1月发布的《管理办法》，都体现了我国监管部门对公司债券持有人权益保护的重视，且关于公司债券持有人权益保护的立法也一直处于完善过程中。但是这些规定都是证监会制定的部门规章，立法层级不高，权威性不强、影响力都不大。反观各国的立法实践：日本《公司法》第四编为公司债，其中第二章为公司债管理人、第三章为公司债权人会议，对公司债券持有人的组织性保护制度极为重视；法国《商事公司法》第五章第三节内容为公司债，对公司债债权人大会做出了非常翔实的规定；意大利《民法典》第2415~2419条也对债券持有人大会和债券持有人的个人诉权做出了详细规定。既然债券持有人权益保护在整个公司债券市场甚至整个金融市场中显得越来越重要，那么在我国《公司法》《证券法》中对债券持有人组织性保护制度加以确定无疑显得尤为必要，通过《公司法》《证券法》的统领作用，可以极大地促进公司债券持有人组织性保护制度的完善与实施，更加有益于公司债券持有人的权利得到切实保护。

第二，如上文所述，既然兼采了公司债券受托管理人制度和债券持有人会议制度，那么首要任务是在整体框架内合理分工，分清主次。鉴于我国属大陆法系国家，因此在立法时可以重点考察其他大陆法系国家（地区）的成熟经验。以日本和我国台湾地区为例，其所采用的都是债券持有人会议为主，债券受托管理人为辅的制度设计，核心权利由债券持有人会议所支配，债券受托管理人为债券持有人会议的执行机关，负责对发行公司的日常监督以及债权人会议决议的执行。这种制度的设计模式，一方面是因为大陆法系的立法继承，因为债券持有人会议制度在大陆法系国家被广泛地采用，制度实践积累较丰富与完善；另一方面，债券受托管理人制度是英美法系通过漫长的实践不断总结与完善而形成的，其具有强烈的英美法系特征，因此在制度的移植上需要更多地参考本国实际，在对其适用上也相对谨慎。

笔者建议我国应尽快确立由债券持有人会议为主，债券受托管理人为辅的债券持有人组织性保护制度。原因如下：

首先，债券持有人会议能够有效降低债券受托管理人、发行公司、债券持有人之间利益冲突的发生。债券受托管理人制度依赖于发行公司、债券受托管理人、债券持有人三者之间良好的信任基础，但是债券

受托管理人由发行公司指定并承担费用,而其作用却是代债券持有人监督发行公司,鉴于发行公司与债券持有人的利益相对,债券受托管理人可能会在履行职责时受发行公司影响,不利于其职能的良好发挥;同时,债券受托管理人与发行公司的其他利益关系,也可能对其债券受托管理人的身份产生冲击从而影响债券持有人的权益维护。因此,债券持有人会议能够监督债券受托管理人尽职,还能制约其因意义冲突而造成的权利扭曲。其次,关于债券受托管理人的赋权问题。英美法系国家由于相对良好的市场秩序以及完备的法制保障,当发生违约事件时,受托管理人会“以一个谨慎的人在相同的环境下管理自己事务所有的谨慎和技术来行使信托合同所赋予他的权利”,而我国公司债券市场还处于发展初期,制度配置还不甚完善,这种模式显然具有极大的不确定性与风险性,因此在关系到债券持有人重大利益的事项时,依然需要通过债券持有人会议决议的方式来降低风险。最后,在市场各方信任基础较弱的情况下,债券持有人的自身管理无疑是最直观也是最适宜的方式,债券持有人会议借助于债券受托管理人的专业性信息,民主地处分自身权利,这种模式在现阶段来看无疑更有效。综上,采用以债券持有人会议为主,债券受托管理人为辅的模式显然更加符合我国的国情。

第三,在确立了制度的总体框架后,接下来就需要解决债券受托管理人和债券持有人大会的分工与互联互通问题。我国现行的制度中已经对债券受托管理人和债券持有人大会的职责做出了划分,债券受托管理人主要负责对发行公司进行日常监督、妥善管理受托财产权利以及在必要时召集债券持有人会议,债券持有人会议主要负责对涉及债券持有人重大权益的事项进行讨论并拟定决议。这种分工具有相当的合理性,因为债券持有人会议不是常设机构,会议程序较为烦琐,所以只有在涉及债券持有人重大权益时才由债券受托管理人召集。但这种分工方式并不是问题的症结所在,问题的关键点在于债券受托管理人和债券持有人会议之间的信息传递。正如上文所指,其实在更多的时间里,是债券受托管理人在发挥保护债券持有人权益的作用,现行制度给债券受托管理人制定了大量的责任与义务,债券受托管理人在日常履行职责的过程中积累了大量的对债券持有人具有重要意义的信息。

鉴于大部分债券持有人对市场风险的认知水平有限,最为缺乏的就是债券受托管理人所积累与掌握的这些信息,而手握重要信息的债券受托管理人,很可能因为现行法规的设置无法参与到债券持有人会议最终的决策过程中去。因此,实现债券受托管理人与债券持有人会议的联通显得颇具意义,且笔者认为这同时还是两种制度融合的关键。

关于这个问题,笔者有两点建议:第一,赋予债券受托管理人派代表出席公司债券持有人会议的权利,并允许其对会议的议项陈述意见或做出充分的说明(债券受托管理人的报告应当做到对其所掌握的信息做到全面反映,如实陈述)。在这里,债券受托管理人是一个重要的信息提供者,为债券持有人会议提供重要的参考。第二,关于债券受托管理人的责任界定问题,也就是前一点制度的补充。之所以在前一点中规定债券受托管理人对其所掌握的信息做到全面反应,如实陈述,目的就是便于在市场状况发生悖于其判断或超出其判断范围的变化时的归责。关于归责模式的设置,可以借鉴美国的做法,债券受托管理人应当对自己故意、过失行为负责,如果债券受托管理人是出于善意的目的而作出错误判断,债券受托人可以排除过失责任,除非可以证明债券受托管理人在确认相关事实时具有过失。由此,一方面可以更好地保障债券受托管理人与债券持有人会议之间信息共享,增强两者的连通性;另一方面还赋予了债券受托管理人参与债券持有人会议决策过程的权利,提高了其积极性,相应免责条款的设置也容易产生良性的激励。

第四,关于债券受托管理人,现行制度并未对利益冲突作出界定与详细规制,这显然会对债券受托管理人的客观性、独立性造成巨大影响。关于利益冲突的规制,一些国家采用了最大限度列举的方式,如美国1939年《信托契约法》Sec. 310. (b)中对利益冲突的情形做出了9项列举。诚然,最大限度地列举利益冲突的类型更有利于辨析责任与明确执法,但是立法成本相对较高。所以,笔者建议转换一种思维,可以采用阻吓的手段——制定严厉的赔偿责任来规制利益冲突的行为。在债券受托管理人因为利益冲突而给债券持有人的权益造成侵害时,债券受托管理人应当承担严格责任,除非其能证明自己已经尽到忠实义务或能够证明利益冲突与发行公司的违约行为不存在因果关系。这种严格的归责方式无疑会对潜在的利益冲突产生巨大的威慑力,从而



在一定程度上降低利益冲突所带来的负面影响。最关键的地方在于可以用相对简便的方式填补制度的漏洞,为制度之后的逐步完善提供缓冲。关于债券持有人会议,如上文所述,我国现行制度中只对应该召集债券持有人会议的情形做出了具体规定,对于债券持有人会议从会议构成、召集方式、决议流程、决议效力的认定、决议的执行、少数债券持有人利益保护等必要方面均未做出具体设置,这从某种意义上体现了立法者对债券持有人参与公司治理的消极态度,但是考虑到债券持有人会议在整个债券持有人组织性保护制度的核心地位,这显然不利于公司债券市场的长期发展,填补空白势在必行。笔者建议可以参考中国银行间交易商协会2010年发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》来进行相关设置,设计时应当紧密结合债券持有人会议的特点。

#### 四、结论

相对于股票市场,我国债券市场的活跃度相对较低,但其在金融市场、整个国民经济的发展中占重要地位。公司债券作为债券市场的组成部分,同时又是现代企业融资过程中极为重要的一环,其重要作用可见一斑。2010年年初,“加快债券市场的制度建设与完善”被国务院列为当前金融领域改革的八个重大课题之一,这凸显了国家大力发展债券市场的决心。2015年颁布的《管理办法》独辟专章(第四章)对债券持有人权益保护进行制度建构,这体现了监管部门在公司债券持有人保护上的着力。检视我国公司债券持有人组织性保护制度,在兼采债券受托管理人和债券持有人会议这两种制度后,并未实现两者的有机互联、和谐共融。因此,通过借鉴域外国家(地区)的成熟立法实践,并结合本国实践,完善兼采债券受托管理人和债券持有人会议制度的优势,既能规范公司债券市场的运作,还能有效降低市场风险,保护债券持有人的利益。这对于促进我国债券市场的发展,无疑具有重大的现实意义。