

## 《证券法》债券规则的反思与重塑\*

洪艳蓉\*\*

**摘要:**《证券法》中被边缘化的债券规则,已难以适应蓬勃发展的债券市场需要,更阻碍了其市场化改革的进程。应摆脱延续自计划经济的公司负债管制思维,赋予公司发债自主权,并建立基于商业信用的激励约束机制和风险处置机制。有必要修改《证券法》,包括建立债券发行注册制并辅以禁止发债负面清单,反映公司偿债能力变化的信息披露制度,区分自我保护能力的合格投资者制度并辅以金融中介的适当性义务,保护投资者的债券受托管理人和债券持有人会议制度并协调二者功能,更灵活多元的债券发行、交易和登记结算制度,以及建立贯穿全程且统一的债券违法违规处罚规则等,通过统一的基本债券规则的规范和引导,避免监管竞争的负面影响,促进债券市场的健康发展与繁荣,有效地为实体经济服务。

**关键词:**《证券法》修改 债券规则 市场化  
监管竞争 统一立法

---

\* 作者曾以《〈证券法〉债券规则的批判与重构》为名在《中国政法大学学报》2015年第3期发表过相关文章。本文结合近一年的公司债券立法和实践做了资料更新和观点等方面的改进。

\*\* 北京大学法学院副教授,法学博士。

## 引言:信用债券市场大发展下停滞的债券规则

信用债券,主要指具有独立法人资格的公司/企业发行的,承诺于未来一定时期还本付息的一类直接融资工具。顾名思义,这类债券的还本付息主要建立在发行人的商业信用基础上,不同于利率债券,后者主要指基于国家信用、政府信用或者金融机构特殊信用而发行的国债、地方债和金融债。

根据融资优序理论,<sup>[1]</sup>债券融资应当是公司在内源式资本积累之外首选的外源性筹资途径,其顺序优先于发行股票,更位于银行信贷之前。也因此,在成熟的资本市场,债券是一国丰富公司融资渠道,推进利率市场化,促进金融深化和分流金融风险,构建社会信用并完善多层次资本市场的利器。正因为债券市场具有如此重要的金融功能,自2004年尤其是2007年以来,我国债券市场一改多年波澜不兴的局面,在国家“积极发展债券市场”系列政策<sup>[2]</sup>的大力推动下,获得了长足的发展。据统计,<sup>[3]</sup>截至2015年年底,信用债市场已累计为非金融企业筹集近20万亿元,目前债券余额11.42万亿元,特别是在2015年,各类公司信用类债券共计发行6.7万亿元,其净融资额占到同期社会融资规模增量的24%,信用债已然成为公司对外融资的主要途径,与

---

[1] See Myers and Majluf, *The Capital Structure Puzzle*, *Journal of Finance*, July, 1984, pp. 575 - 592.

[2] 例如,2004年1月的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》提出“积极稳妥发展债券市场”;2008年12月的《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》提出“扩大债券发行规模,积极发展企业债、公司债、短期融资券和中期票据等债务融资工具”;2011年3月的《国民经济与社会发展“十二五”规划》提出“积极发展债券市场”;2013年11月的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出“发展并规范债券市场”;2015年11月的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》提出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革,提高直接融资比重,降低杠杆率。开发符合创新需求的金融服务,推进高收益债券及股债相结合的融资方式”等。

[3] 本文所使用的数据,如无特别说明,主要来自中国人民银行、中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)、中央国债登记结算公司、上海清算所等。

此同时,我国信用债券的市场规模已居亚洲第一,世界第二位。

占据资本市场重要一隅的公司债券市场,其庞大的存量规模和牵涉众多投资者引发的种种问题,早已超出大政方针能够处理的范畴,需要寻求法制框架下长效而系统的解决方案。但回顾公司债券立法,2005年从《公司法》移至《证券法》的债券规则,不仅固守计划经济时期的管制思维,严格限制公司负债上限,忽视公司未来偿债能力和市场对风险的自我评判,造成债券市场实质安全与有效发展的矛盾日益突出;而且,《证券法》(2014年修订)中的债券规则寥寥无几,多年未见改动,其依附股票规则的边缘化状态已难以满足为债券市场发展保驾护航的迫切需求,更遑论在打破债券刚性兑付之后有效维护债券持有人的合法权益,以及实现肃正不端行为,统一债券市场竞争秩序的愿景。有必要借助《证券法》修改〔4〕的良机,充分认识债券市场的重要性,并顺应简政放权、回归市场的潮流,重塑债券市场规则。由此,未来我们才可能拥有一个可持续健康发展的债券市场。

由于监管竞争等因素的影响,目前我国存在三套公司债券规则和监管体系。〔5〕基于作者一贯倡导的以《证券法》作为规范公司债券基本法的主张,以及限于篇幅,本文只选取目前《证券法》规范下的,由证监会监管的公司债券作为探讨对象,并将研究结论延伸适用至性质上相同但名称不一的各类公司债券上。

## 一、《证券法》规范下的债券规则体系

### (一)《公司法》与《证券法》关于债券规范的分工

目前公司债的规定分立于《公司法》与《证券法》之中。除有关发

---

〔4〕 2013年10月,《证券法》修改被全国人大常委会列为《十二届全国人大常委会立法规划》“条件比较成熟,任期内拟提请审议的法律草案”第一类项目。

〔5〕 即证监会监管下的公司债券,中国人民银行和银行间交易商协会监管下的非金融企业债务融资工具(以下简称中期票据),以及国家发展改革委员会监管下的企业债券。参见洪艳蓉:“公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期。

行公司债券的内部股东决议规定散见各章外,《公司法》(2013年修订)主要在第七章“公司债券”第153~162条,规定了公司债券的定义、公司债券募集办法应载明的事项、公司债券应载明的事项、公司债券存根簿应载明的事项、公司债券的转让、记名公司债券与不记名公司债券的转让方式、可转换公司债的发行等。

2004年修订《公司法》时,有关公司债券发行的规定稍作完善之后全部移至《证券法》,划清其与《证券法》在证券发行上的监管边界,以避免再出现“一律两法”的现象。<sup>[6]</sup>目前,法律层面的债券规则主要体现在《证券法》第二章“证券发行”中的第16~18条,规定了公司债券发行的条件和核准制、公开发行的申报文件以及禁止再次公开发行公司债券的情形;第三章“证券交易”第二节“证券上市”中的第57~58条,规定了公司债券上市交易的条件、应向证券交易所报送的文件、公告债券上市文件、债券暂停和终止上市交易的情形;第三章第三节“持续信息披露”中依附上市公司股票信息披露规则,仅有的关于公司债券定期信息披露和公司债券募集虚假陈述的责任规定(第63至66条、第69条)。此外,未有关于公司债券临时信息披露、债券持有人权益保护的相关规定,也无针对公司债券违法违规的专门规定。

## (二)《证券法》中债券规则与股票规则的关系

根据《证券法》第2条的规定,其调整范围主要是股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,由于国务院长期以来未认定有关的金融创新产品为“其他证券”且对非公开发行(私募)规定一笔带过,<sup>[7]</sup>因此《证券法》被认为是一部主要规范股票和公司债券这两种证券公开发行和交易的法律。更进一步地,除了上述从《公司法》移至《证券法》的相关规定和补充的部分条款之外,关于公司债券的条文寥寥无几,更多的是调整股票的条文,或是冠以“证券”之名,实则调整股票关系的条文。整部《证券法》既没有关于公开发行公司债

[6] 参见“修改工作小组组长许健独家解读证券法”,载和讯网,<http://stock.hexun.com/2005-11-07/100323643.html>,2014年12月20日访问。

[7] 多年来,国务院只在2013年11月通过《国务院关于开展优先股试点的指导意见》认定了优先股的其他种类股份的地位;《证券法》通过界定公开发行的方式承认了私募的存在,但未做更多规定。

券临时信息披露的规定,也没有结合公司债券投资属性的交易规则,更缺乏对公司债券持有人合法权益的保障制度设计,以及针对公司债券特有的违法违规行为的认定和制裁条款。公司债券规则在《证券法》中整体处于边缘化的状态,或可以看作是隐身于股票规则之中,《证券法》实质上是一部关于股票公开发行和交易的立法。

从债券规则的历史沿革可以窥知这一立法领域多年来停滞不前的状态。公司债券制度起源于20世纪80年代中后期的企业债券,当时国务院先后制定《企业债券管理暂行条例》(1987年,已失效)、《企业债券管理条例》(1993年)进行规范,确立了由国务院控制并审批(由其授权部门执行)企业发债规模,发债应符合特定条件的监管机制。90年代初,随着股份制改造和公司制的普遍建立,《公司法》借鉴企业债券监管的内容,对相关规定稍作修改之后进行了平移;同时,1998年出台的《证券法》主要负责公司债券上市交易监管,由此形成“一律两法”的分割状态,并一直延续至2005年《公司法》、《证券法》的修改。此次修法,《公司法》仅保留少数公司债券条款,有关公司债券发行与监管的规定平移至《证券法》,最终奠定了目前的公司债券法律制度框架。从内容上看,除了将公司债券的监管从审批制调整为核准制,发债上限的计算基数从“累计发债总额”调整为更合理的“累计债券余额”之外,发行公司债券的条件原文照搬到了《证券法》,一脉相承在计划经济时期奠定的债券融资管控思维,而在监管机制上则区分发行与交易两个环节,前者从审批制调整为核准制,后者从证监会的权限下放到证券交易所层面执行。更值得注意的是,《公司法》、《证券法》后来的历次修订〔8〕,都未再涉及公司债券的任何内容,也即我们目前所适用的仍然是10年前——2005年《公司法》、《证券法》确立的公司债券规则。

### (三)《证券法》纵向分权下的债券规则体系

根据《证券法》第10、17条的规定,申请公开发行公司债券,应当向国务院授权的部门或者国务院证券监督管理机构报送相关文件并取

---

〔8〕 2005年至今,《公司法》经历过2013的修改,《证券法》经历过2013年、2014年的修改。

得其核准。因此,除了企业债券的发行核准由国家发展改革委员会行使之外,证监会主要负责公司债券的发行、交易等监管工作。

2007年8月14日,证监会颁布施行《公司债券发行试点办法》(以下简称《试点办法》),按照“先试点,后分步推进”的工作思路,将“试点公司限于沪深证券交易所上市的公司及发行境外上市外资股的境内股份有限公司”。《试点办法》细化《证券法》中公司债券的发行规定,引入股票发行审核中比较成熟的发审委制度落实发行核准制,并适用与股票发行一样的保荐制;进一步细化公开发行债券的条件,增加了对公司债券的信用评级要求;进一步强调了公司债券发行中各方主体对信息披露真实、准确、完整的责任;引入了一些市场化的公司债券发行机制,包括:(1)采用储架发行(*shelf offering*),允许上市公司一次核准,分次发行;(2)推进债券发行定价市场化,由发行人与保荐人通过市场询价确定;(3)建立专门用于保护投资者的债券受托管理人制度和债券持有人会议制度。总体上,证监会的立法愿景是放松行政管制,建立以发债主体的信用责任机制为核心的公司债券市场体系及相应的配套制度,更好地发挥市场机制在公司债券市场发展中的基础作用。<sup>[9]</sup>

2015年1月15日,证监会发布并实施《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》),取代了《试点办法》。新法除承继并完善《试点办法》创设的部分机制外,进一步加快公司债券的市场化改革并强化了投资者保护,其中包括:(1)将公司债券的发行人范围扩大到所有公司制法人,取消公开发行债券条件限制,只保留禁止发债负面规定;(2)全面建立债券私募制度;(3)取消债券公开发行的保荐制和发审委制度,简化审核流程;(4)增加债券交易场所,从证券交易所扩大到目前的多层次资本市场;(5)将公开发行区分为面向公众投资者的公开发行(“大公募”)和面向合格投资者的公开发行(“小公募”)两类,并完善相关投资者适当性管理安排等。新法主要是适应债券市场改革发展的新趋势,推动债券市场监管转型,提升债券市场服务实体经

---

[9] “《公司债券发行试点办法》颁布实施”,载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/gzdt/200710/t20071031\\_69305.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/gzdt/200710/t20071031_69305.html),2015年12月20日访问。

济的能力,同时加强市场监管,强化投资者保护。<sup>[10]</sup> 基于历史沿革和文章旨意,下文关于债券监管的评判将涉及《试点办法》和《管理办法》的相关内容,并同时反思我国长期以来仅以部门规章法律形式推进债券市场发展的得失。

上海、深圳两大证券交易所分别制定或修订了《公司债券上市规则》、《债券交易实施细则》、《非公开发行公司债券业务管理暂行办法》、《债券市场投资者适当性管理暂行办法》等配套性规则。其中值得注意的是,为落实证监会授权证券交易所进行“小公募”债券预审,简化核准程序的工作安排,<sup>[11]</sup> 两大证券交易所制定了《公司债券上市预审核工作流程》;为增强公司债券的流动性,在原来竞价式质押回购之外还制定了《债券质押式协议回购交易暂行办法》,开展灵活的协议式质押回购。与此同时,中国证券登记结算公司制定了《公司债券登记、托管与结算业务实施细则》、《非公开发行公司债券登记结算业务实施细则》等后台操作规则。此外,作为自律组织的证券业协会也积极发挥作用,配合《管理办法》的实施,制定了《非公开发行公司债券备案管理办法》、《公司债券受托管理人执业行为准则》、《公司债券承销业务规范》等规则,从而和上述各类机构的规则一起,共同形成目前证监会主导下比较系统的公司债券法律制度体系。

#### (四)《证券法》之外的债券规则与监管竞争下的改进

在证监会主导的公司债券之外,中国人民银行于2008年4月15日发布实施《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》,通过授权银行间交易商协会采取自律管理,在《证券法》之外建立起另一套被称为“中期票据”的公司债券制度体系。由于中期票据采用注册

---

[10] “证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》”,载中国证监会网站, [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116\\_266695.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116_266695.html), 2015年12月20日访问。

[11] 参见证监会2015年4月3日新闻发布会中,针对“对于仅面向合格投资者公开发行公司债券核准程序请问有何安排”的回答,载证监会网站, [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201504/t20150403\\_274661.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201504/t20150403_274661.html), 2015年12月20日访问。

制的制度红利和在银行间债券市场进行交易,存在商业银行<sup>[12]</sup>、保险公司等实力雄厚的机构投资者的缘故,这一金融工具后来居上,市场规模约占半壁江山。<sup>[13]</sup>

受到监管竞争的挑战,证监会虽然暂时不能改变《证券法》中公司债券公开发行条件和要求实施核准制的强制规定,但自2011年3月起开始采取简化核准程序,开设“绿色通道”<sup>[14]</sup>的变通做法推进核准进程,特别是2015年1月《管理办法》实施之后,证监会领导下的监管体系全面采取积极措施便利债券融资和促进债券的流通,有效推动了市场规模的大幅度增长。<sup>[15]</sup> 这些改善债券市场法制环境的重大举措,包括但不限于上述提及的内容,主要有:(1)放开发债主体限制,允许上市公司和非上市公司进行发债,并通过债券发行方式的分类监管(大公募、小公募和私募)进行高效管理,不再对公司规模和行业属性等进行制约<sup>[16]</sup>,从而为那些中小型企业以及在国家宏观调控和银行信贷

---

[12] 1997年6月,商业银行因存在违规资金入市问题,被要求全面退出交易所市场而进入银行间债券市场。尽管证监会2009年发布了《关于开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》,但商业银行重返交易所债券交易市场至今未真正落实。

[13] 截至2014年年底,公司债券、企业债券、中期票据的累计融资规模所占比例分别为15.9%、36.3%和47.8%。值得注意的是,2015年一年,公司债券、企业债券、中期票据的发行规模分别为10553.55亿元(占39.5%)、3431.02亿元(占12.8%)和12759.46亿元(占47.7%),其中公司债券占比的大幅度增长,主要得益于证监会放开发债主体和简化发行核准程序,提高发行效率以及存在相对宽松的货币政策、同期资本市场“资产荒”等因素的综合作用。

[14] 证监会专门建立独立于股票融资的债券审核小组,并采用分类简化审核程序,满足下列条件之一的,如无重大原则性问题,可在一个月内完成审核并发行公司债券:(1)本期债券评级达到AAA;(2)本期债券期限小于三年,而且债券评级在AA以上;(3)公司净资产达到100亿元以上;(4)在交易所申请固定收益平台,向机构投资者发行。摘得公司债“绿色通道”首单的上港集团,其发债从递交资料到核准只用了两周时间,大大短于之前所需的半年时间。参见申屠青南:“公司债‘绿色通道’力推发行‘井喷’”,载中国证券报网站,<http://bond.stockstar.com/IG201108150000604.shtml>,2014年12月20日访问。

[15] 例如,2010~2015年六年的公司债券发行规模分别为603亿元、1262.50亿元、2471.97亿元、3219.91亿元、2482.3亿元和10553.55(含4699.56亿元私募债)亿元。

[16] 对私募发行,设置了一些负面清单。参见中国证券业协会发布的《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》。



去杠杆约束下难以(再)融资的公司开辟了一扇方便快捷的融资之门。(2)不再对公司债券募集资金的用途作出窗口指导要求和限制(特别是非公开发行公司债券的募集资金可用于约定的用途),只规定该等募集资金的用途应当在债券募集说明书中披露并在后续的定期报告中披露其使用情况,大大提升了发行人充分利用债券融资,调整资产负债表的积极性和灵活性。(3)为弥补交易所债券市场缺乏诸如商业银行这一大资金机构投资者的缺陷,积极引入富有潜力的其他类型的机构投资者。例如,引导私募投资基金<sup>[17]</sup>进入交易所市场,丰富投资者来源。(4)允许公开和非公开发行的公司债券进行质押式回购,以增强公司债券的流动性,缓解交易所债券市场规模不足制约二级市场交易的问题,为投资者盘活债券资产提供新途径。

## 二、债市发展存在的问题与债券规则批判

总体而言,公司债券市场在国家政策的大力扶持和引导下从无到有,更在监管竞争的推动下不断放松管制,推陈出新,获得了跨越式的发展,到目前已颇具规模,既为各类公司提供了利用资本市场融资的新途径,也带给民众投资固定收益产品的新渠道,并借助相关制度的实施推进了利率、信息披露等市场激励约束机制的建立,功勋卓著。

然而,作为一类以公司信用为融资基础的金融工具,这一市场的发展并未如预期地实现资源的有效配置和风险的适当分担,反而随着市场规模的日益扩大,债券市场投融资的功能渐渐失调,投资者保护有所变味,其风险隐患日益突出。深究市场弊端根源,与债券规则自身的不足及其对债券市场的定位偏差而造成的种种障碍密切相关。当务之急必须先厘清债券市场的问题所在并找出其制度根源,才能使改革有的放矢,事半功倍。考虑到公司债券市场从2004年启动以来作为持续性

---

[17] 根据中国证券投资基金业协会的统计,截至2015年12月底,基金业协会已登记私募基金管理人25005家。已备案私募基金24054只,认缴规模5.07万亿元,实缴规模4.05万亿元。载中国证券投资基金业协会网站,<http://www.amac.org.cn/tjsj/xysj/smdjbaqk/390190.shtml>,2016年1月13日访问。

存在的状况以及文章的立意,下文的分析站在《证券法》债券规定的基础上,并综合了对《试点办法》和《管理办法》相关内容的反思。

### (一)公司债券发行门槛过高过严,剥夺中小企业的融资权,也限制了发行人的负债自主权

《证券法》第16条第1、2款规定:“公开发行公司债券,应当符合下列条件:(一)股份有限公司的净资产不低于人民币三千万元,有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元;(二)累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十;(三)最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息;(四)筹集的资金投向符合国家产业政策;(五)债券的利率不超过国务院限定的利率水平;(六)国务院规定的其他条件。公开发行公司债券筹集的资金,必须用于核准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。”证监会曾在试点期间,<sup>[18]</sup>将发行主体限于上市公司,进一步限缩了利用这一融资工具的对象范围。尽管目前适用的《管理办法》已取消了对试点期间发行主体的限制,但该《管理办法》第16条仍规定公开发行公司债券,应当符合《证券法》、《公司法》的相关规定,经中国证监会核准,显然,来自上位法的“紧箍咒”仍牢牢制约着可公开发行公司债券的主体范围。

自2007年9月7日长电公司发行首只公司债启动公司债券市场以来,这一市场主要服务于大型上市公司,将稀缺的市场资金导流至已有多种融资选择的大型企业。据统计,自公司债券市场启动以来,平均单只债券发行规模都在16亿元以上,如果按照上述条文第2项的规定计算,那么发行人的公司净资产总额平均约在40亿元人民币以上,只能是大型企业。考虑到资本市场资金一定时期内的有限性,《证券法》债券规则偏向大公司融资的立法旨意,显然未能满足或者兼顾中小企业的融资需求。这种债券市场融资功能的人为限制,客观上可能恶化中小企业的生存环境,并进一步刺激民间金融等非正规金融的盛行,埋下风险隐患。即使证券交易所后来于2012年推出专门的中小企业私募债,但由于人为地设定债券利率上限,背离了风险与收益相匹配的市

---

[18] 指证监会2007年8月14日发布《试点办法》到2015年1月15日发布《管理办法》这段时间。

场规律,加之投资者门槛过高,导致市场发展不兴,问题重重,未能解决中小企业的融资难题。<sup>[19]</sup> 2015年1月《管理办法》实施后,中小企业私募债的相关规定被废止,这一类型的债券统一并入非公开发行债券中,更无融资优势和便利可言。在公司债券的高门槛发行条件关上为中小企业服务之门的同时,一些在经济发展周期中受国家信贷政策影响无法从银行获取贷款的上市公司,却转战发行公司债券筹资,近年来受调控的房地产业上市公司就是典型。<sup>[20]</sup> 这种“东方不亮,西方亮”的融资变道削弱了国家宏观调控的效果,使债券市场的功能某种程度上走向了助力经济发展的反面。

对于那些能够利用债券融资的公司而言,《证券法》第16条中“累计债券余额不超过公司净资产的40%”的上限规定,亦限制公司根据行业属性和生产经营的具体情况管理公司资产负债状况的可能性,降低了公司利用债券融资的最大化效用。特别是对于那些“轻资产”型公司及经营刚刚起步,盈利前景看好,未来债务清偿能力有保障的公司,更大大限制了其通过合理负债扩大经营,促进经济发展的可能性。而《证券法》第16条中“公开发行公司债券筹集的资金,必须用于核准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出”的规定,尽管是出于监控募集资金流向防范风险的初衷,但公司在经营过程中需求多样,其对外部融资资金应有适当的自主安排权,以更好地管理资产负债表并适应市场变化。目前,尽管实践中证监会放宽了对核准用途的要求,但《证券法》的这一制约仍未最终消除。

---

[19] 根据规定,私募债的发行利率不得超过同期银行贷款基准利率的3倍,且要求向符合交易所规定条件的合格投资者发售。为治理风险,沪深交易所于2015年1月分别发布了《关于加强中小企业私募债券风险防控工作相关事项的通知》。

[20] 例如,证监会从启动“公司债券”至2009年11月9日已批准发行51只公司债,共计566.8亿元,其中房地产公司债18只(占35.2%),募集资金158.8亿元(占28%)。参见“A股掀起发债热 公司债募资创新高”,载 <http://jr.hztop.com/news/zairongzhidaotai/2010-02/22/99990928212.html>, 2015年12月20日访问。“在交易所2015年新发行债券中,房地产企业发行的私募债券合计占比约为42.78%,占据了公司债发行量的半壁江山,而发行人数量占2015年公司债发行人的比例仅为23.28%”,参见“盘点:2015年债券市场运行三大特征”,载 <http://www.zhixuan.com/toutiao/article/60237>, 2016年1月24日访问。

## (二)公司债券公开发行采用核准制,增加公司融资成本和不确定性,也扭曲了市场中介的作用

根据《证券法》第10、17条的规定,公开发行公司债券应当向证监会报送相关文件并取得其核准。核准制相比1993年《公司法》规定的审批制,虽然取消国家对发债规模的总体控制,但没有降低个体公开发行公司债券的标准;在核准程序上尽管取消审批制更多的主观判断因素,并随后引入发行审核委员会这一审查机制。在2011年证监会没有简化核准程序之前,公司从提交申请文件到取得发行核准批文,往往需要半年的周期。众所周知公司债券是一类还本付息的固定收益债券,利率水平深受国家宏观政策和市场利率水平影响,漫长而不确定地取得发行核准的等待,往往让公司错失最佳发债时机并徒增融资成本。即使证监会之后践行“绿色通道”,设置的高标准简化条件仍使许多急于筹集资金的公司止步于此。2015年《管理办法》实施后,证监会区分大公募、小公募和私募发行,实行分类监管放行,一方面大大地缩短核准时间至35天以内,甚至小公募的核准时间最快只需要不到两周,速度高过享有高效美誉的银行间交易商协会的中期票据注册机制,吸引了大批有急切需求的公司前来发债;另一方面对债券私募发行适用事后备案制,由证券业协会负责具体备案事宜,将监管从事前移至事后,大大提高了发行人的自主性。然而,尽管上述做法已无限接近注册制,但在《证券法》未做最终修改前,仍只能沿用条文中的核准制提法,事实上带来了法律规定与实践演进之间的冲突,在不协调之余更有滑稽之感,严重损害了《证券法》本身的权威,修法已时不我待!

尽管《试点办法》第6条规定中国证监会对公司债券发行的核准,不表明其对该债券的投资价值或者投资者的收益作出实质性判断或者保证。公司债券的投资风险,由认购债券的投资者自行负责,但长期以来民众通常认为债券发行核准制代表着监管者对发债主体和相关发债条件的实质性审查,取得核准发行的公司往往有着“信用过关”的隐喻。纵观过往的公司债券制度设计,既以受到严格监管的上市公司为发债对象,又有实质审查的核准制把关,加之立法缺失债券保荐方面的具体要求,种种因素复合作用,诱使债券保荐人更多地将精力放在监管

部门公关上,以谋求债券发行顺利“过会”,并更多地将业绩报酬与债券承销规模相挂钩,弱化了债券保荐人作为市场中介应替代监管者,为保护投资者权益而甄别发行人和债券风险的作用,从而扭曲了借助金融中介的专业服务识别风险、分散风险和化解风险的功用和相应的激励约束机制。取代《试点办法》的《管理办法》第9条大体保留了类似《试点办法》第6条的规定,同时取消了对债券保荐人的要求,将这一功能整合进债券承销商的职责范围。但如上所述,名头上核准制的制约、这种监管机制长期的后续影响,以及尚未形成的对证券承销商有效的市场激励和约束机制,使得在更宽松的监管体制和急剧爆发的业务规模下,旧的风险尚未解除,又滋生出新的风险。近期上海证券交易所就指出不少证券公司在公司债券业务建设和风险控制上存在一些突出问题,<sup>[21]</sup>如不引起高度重视并及时加以解决,将日益成为公司债券市场健康发展的隐患。

同样的,公开发行债券虽要求债券进行信用评级,但在监管者隐性担保的核准制下,上市公司发行的债券大都取得了AAA级的评级或者大体一致的风险评级;而一旦发行人出现一定的市场负面信息或者爆发某些风险,评级机构又往往采取步调一致的降级行动,以为自己免责提供退路,有时这种调级显得有些过激反应,并未体现评级机构在评判风险上的专业素养和审慎性。这种趋同的评级结果,不仅未能反映各家发行人真实的信用状况,有效地揭示信用风险所在,更因为同样的信用评级往往带来债券利率的趋同,背离了风险定价的市场规律,也会导致借助债券市场推进利率市场化,深化金融改革的功能大为削弱。公司债券的强制发行评级可以辅助投资者的投资决策,确有必要,但为谋求高评级以便降低发行价格,加之评级机构之间的恶性竞争,实践中

---

[21] 这些突出问题:一是勤勉尽责不到位,内核把关和质量控制不严,有的项目尽职调查不深入、信息披露不充分、申报发债规模不合理、申报材料质量不高;二是一些证券公司对公司债券的信用风险管理重视不够,风控机制和措施缺位,重业务发展、轻风险管理,申报项目重数量、轻质量;三是有的证券公司投行、固收等部门多头作业,多头管理,缺乏有效协调,执业标准不一;四是部分证券公司重承销,轻受托管理,受托管理制度不健全,人员配置不足,存续期管理形同虚设,没有有效履行受托职责,等等。参见上海证券交易所2016年1月29日发布的《关于加强公司债券及资产证券化业务风险控制的函》。

“以价定级”、“以级定价”的现象并不鲜见,同样没有发挥评级机构作为市场中介,帮助投资者甄别风险的辅助功能。

**(三)公司债券缺乏契合债券属性的信息披露规则,不利于投资判断,也不利于违法违规行为问责**

《证券法》第三章第三节“持续信息公开”以笼统的“证券”对象为表述,在第63条规定发行人、上市公司依法披露的信息,必须真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏之后,对公司债券的持续信息披露,除了在第65~66条规定发行人履行公开年度报告、半年度报告的要求外,并没有类似第67条规定股票的临时信息披露那样,规定发生可能影响公司清偿能力的重大事件时需要进行临时信息披露的具体情形。也因此,在该章第四节“禁止的交易行为”中,虽然条文的适用对象是“证券”,但实际上大多是结合股票的违法违规行为而非针对债券方面的违法违规行而设置。

为解决债券交易过程中的信息披露问题,实践中主要参考或采用股票临时信息披露的标准或将之作为启动披露的条件,体现出在信息披露方面公司债券规则对股票规则的依附性。尽管股票和债券同为公司对外直接融资的金融工具,但在法律属性上,股票所建立的股东与公司之间的股权关系,不等同于债券持有人与公司之间的债权债务关系。前者更多地依靠公司未来的经营业绩,而后者更多地取决于公司在债券到期时的清偿能力,二者之间虽然存在重要联系,但不宜等同视之,更不能取而代之。

采用股票的临时信息披露标准,一方面,无法准确揭示债券持有人面临的公司真正的信用风险,不能及时作出判断并可能错失采取有效措施的时机;另一方面,单方的股票信息披露可能干扰债券持有人对公司信用的判断,产生“信息噪音”,引发市场误解公司清偿能力受到影响,导致“无辜”的公司债券在没有每日涨跌幅保护的情形下价格大幅异动,更有甚者受临时信息披露中事件的影响实施股票停牌交易,并因

此停止公司债券的交易,<sup>[22]</sup>严重影响公司债券持有人的交易权,剥夺其通过市场分散风险的可能性。

而且,公司债券信息披露的不完善,除了不能很好地为潜在/现实的投资者提供充分信息以供投资判断外,在查处违法违规上也不利于以法为据问责发行人是否存在没有真实、准确、完整、及时地披露可能影响债券价格的重大信息的行为,也就无法有效地查处实践中以公司债券为对象,发生在债券发行、保荐/承销、交易等环节的违规行为,肃清债券市场环境。目前,《管理办法》在第45条中专门规定了公司债券的临时信息披露要求,在一定程度上填补了《证券法》中的公司债券临时信息披露空白。然而,作为一种对过往监管经验的总结,有些数量化的规定显得过于僵化,可能无法动态反映公司信用状况的真实变化,其有限的列举也有待未来加以丰富和完善。

#### **(四)公司债券缺乏投资者融资准入安排,市场发展侧重防范风险,投资者保护机制未能发挥作用**

《证券法》除了在第10条第2款中明确规定什么是公开发行之外,对与公开发行相对的私募发行只字未提,事实上整部《证券法》都围绕着“公开发行”进行,也因此被称为“公开发行法”。相应地,《证券法》只在第16条中规定了公开发行公司债券的条件,而没有为其私募发行预留空间。换言之,试点期间的公司债券,都是证监会核准下的公开发行,并在沪深两大证券交易所上市和交易。这种状况直到2015年1月《管理办法》实施之后才有所改变。

通常,私募发行豁免监管,简便快捷,具备适应市场的灵活性,但为保护投资者,维护金融市场稳定,需要对参与私募的投资者设定一定的准入条件,要求他们具备相应的自我保护能力。在建立私募制度的主要资本市场所在国家,往往通过规定合格投资者(quality investor)制度

---

[22] 例如,2009年的《上海证券交易所关于调整公司债券发行、上市、交易有关事宜的通知》第4条第3款规定:“公司债券发行人为本所上市公司的,若其股票停牌,本所可视情况决定暂停公司债券的现货交易及回购交易,直至相关当事人作出公告的下一交易日予以复牌。”2013年12月上海证券交易所《证券异常交易实时监控细则》第3条增加规定了证券交易所在债券交易价格异常波动时采取盘中临时停牌的举措,改写了此前债券交易无价格涨跌幅的历史。

并要求证券经销商履行投资适当性(suitability)义务来“将适当的产品销售给适当的投资者”。<sup>[23]</sup> 对照我国《证券法》的规定,更多的是采用核准作为融资准入手段控制风险,缺失投资准入的制度安排,无法为启动债券私募发行提供有效的安全阀保护。作为监管者主推的公募发行,其面向的是公众投资者,这主要是基于经济发展权利的公平性,需要向他们开放在公开市场交易的金融产品,以确保其分享经济发展成果的机会均等。就公司债券的属性和交易机制来看,这一固定收益产品更适合机构投资者这一投资主体,<sup>[24]</sup>自1997年商业银行退出交易月以来,这一市场就一直缺乏资金雄厚的机构投资者,场内参与交易的主体更多的是散户,其平均的资金实力、投资经验和抗风险能力远落后于机构投资者。

在缺乏债券投资准入和适当性要求,并汲取20世纪90年代中期滥发企业债券造成兑付危机教训的背景下,为金融市场维稳,证监会倾向于审慎挑选公开发行公司债券的对象,在其通过核准关后,这一防控风险的重担落在了证券交易所身上。也因此,在公司债券试点以来的很长一段时间,证监会主导下的公司债券市场呈现“风险防控型”的发展特点,<sup>[25]</sup>尽管投融资双方需求强烈,其交易方式和创新步伐却始终不温不火,市场处于缓慢发展阶段,欠缺应有的活力。当然,如上所述,随着证监会通过制定实施《管理办法》放松对公司债券的管制,合格债券投资者制度得以建立,特别是创设了面向合格投资者的小公募和私募发行,使得交易所公司债券的发行规模在2015年获得大幅度增长。然而,这种为提高发行效率的小公募(是否更类似于公募的豁免发行),其逻辑的自洽性,以及债券销售适当性规则的建立与有效执行,还有待进一步探索。

与公开发行公司债券面向公众投资者相适应,为更好地保护这种

---

[23] 上海证券交易所第20期“上证研究计划”课题——《合格投资人制度比较研究——基于行为金融、风险管理和系统工程的视角》(2009年12月)和《合格投资者制度比较研究》(2010年1月)。

[24] 冯光华:《中国债券市场发展问题研究》,中国金融出版社2008年版,第196页。

[25] 洪艳蓉:“公司债券制度的实然与应然——兼谈《证券法》的修改”,载《证券法苑》2011年第5卷。



开放环境下的投资者,证监会在《试点办法》同时引入英美法系的债券受托管理人制度和大陆法系的债券持有人会议制度。其第 25 条要求发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人,订立债务受托管理协议,并在债券存续期限内,由其依照协议的约定维护债券持有人的利益,同时规定了债券受托管理人应履行的职责;第 27 条要求由全体债券持有人组成债券持有人大会,发行人应当与债券受托管理人制定债券持有人会议规则,约定债券持有人通过债券持有人会议行使权利的范围、程序和其他重要事项,并同时规定应当召开债券持有人会议的情形。

后续的《管理办法》也沿用了债券受托管理人和债券持有人会议的制度设计,同时允许其他经证监会认可的机构担任债券受托管理人。

但这些看似引进海外成功经验的制度,在《试点办法》及《管理办法》中的规定却不尽合理完善,适用效果也未达预期,主要问题如下:(1)债券受托管理人的利益冲突问题。《试点办法》第 24 条规定,债券受托管理人由本次发行的保荐人或者其他经中国证监会认可的机构担任,即由证券公司同时担任债券发行的保荐人、承销商和债券受托管理人。保荐人、债券承销商的利益与发行人相一致,其法律责任也与发行人相捆绑,而债券受托管理人却是为保护投资者而设,处在监督发行人行为的另一端。证券公司身兼三职,存在固有的利益冲突,难以在发生债券本息偿还纠纷时代表投资者与发行人进行有效交涉,并维护投资者的权益。如果作为保荐人或承销商的证券公司在债券发行中也负有责任,那么之后更无法实现对自己的追责。实践中如果公司多次发行公司债券并聘请同一家证券公司作为债券受托管理人,那么之后发生纠纷时,可能不同次发行的债券持有人诉求不一,同为受托管理人的证券公司分身乏术,难以兼顾各方投资者利益,无法履职。《管理办法》虽然取消了公司债券的保荐要求,但并未最终消除证券公司担任承销商与受托管理人之间的利益冲突。其第 49 条第 3 款虽然要求发行人对债券受托管理人在履行职责期间可能存在利益冲突情形及相关风险防范、解决机制予以充分披露,并在债券受托管理协议中载明。但有些实质性利益冲突仅仅通过信息披露并不足以解决问题,而这种利益冲突处理和风险解决的有效性,也有待于实践的检验。(2)债券受托管

理人履职所需的身份与手段欠缺问题。债券受托管理人被寄予保护债券持有人的厚望,但《试点办法》只原则性规定了职责,却没有赋予其履行职责所需的身份与手段。实践中突出的问题是,一旦公司陷入财务困境可能影响债券清偿能力时,需要受托管理人第一时间采取财产保全措施和相应的诉讼手段。但根据《民事诉讼法》的相关规定,<sup>[26]</sup>受托管理人未必符合要求,也就不能代表债券投资人及时维权;受托管理人在履职时需要知晓处于交易变动中的债券持有人名录情况并时刻督查发行人财务状况,但实践中其无权从证券登记结算公司查知当下的债券持有人名单,更无权查询债券发行人募集资金账户及使用状况,因而不能及时组织债券持有人大会并督查发行人。《管理办法》第50条根据实践的呼声,列举了债券受托管理人可以接受委托,以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼、参与重组或者破产的法律程序等权利,但其作为部门规章的法律效力,是否能够对抗如上所述的《民事诉讼法》等法律的相关规定,而在紧急情况下,如何确保债券受托管理人获得有效授权,快速行动,会是个突出而棘手的问题。(3)债券持有人会议的有名无实问题。债券持有人大会是决议投资者重大权益的最高机构,《试点办法》规定由发行人与受托管理人共同制定债券持有人会议规则,在债券发行后予以适用。实践中,发行人往往拟定高标准的债券持有人会议召开、表决生效条件(如需要绝大多数通过等),由于债券投资人分散且纠纷发生时各方立场不一,导致不能及时组织有效的债券持有人会议,更难以通过对全体债券持有人都有约束力的决议,极易错失维护债券持有人权益的良机。<sup>[27]</sup>(4)债券受托管理人职责与债券持

---

[26] 《民事诉讼法》第100条规定,申请保全和先予执行的主体是当事人。第119条规定,起诉的原告应是与案件有直接利害关系的公民、法人和其他组织。第58条规定,可以被委托为诉讼代理人的是律师、基层法律服务工作者;当事人的近亲属或者工作人员;当事人所在社区、单位以及有关社会团体推荐的公民。

[27] 例如,作为公司信用债券实质违约第一案的“超日债”,2014年未能筹集当期应付利息8980万元,3月7日仅支付利息400万元。受托管理人按照有关约定,尝试运用债券持有人会议的机制进一步明确其代理维权的职责范围、后续维权措施安排等,但由于个人投资者占绝大多数、意见难以达成一致,2013年召开的“11超日债”第一次持有人会议和2014年召开的第二次持有人会议,均由于出席会议的持有人所持债券额度未达到会议召开最低的要求比例而未能召开成功。

有人大会的衔接问题。《试点办法》、《管理办法》规定了这两套保护债券投资人的制度,却没有进一步规定它们之间的分工合作。受托管理人应在什么期间、多大程度上履行职责,其履职成效是否为投资者所认同,以及如何监督其履职,都与债券持有人会议功能的正常发挥有关,但《试点办法》、《管理办法》只规定了债券持有人大会应召开的情形,未提及与受托管理人履职的关系,造成立法空白,容易造成实践中二者的僵局,延误投资者保护良机。2015年证监会发布的《管理办法》注意到了上述部分问题,但相关改进不甚完善,后文将进一步分析。

**(五) 债券规则止步不前,固守计划经济下管制思维,与放松管制的实践操作相背离,既遏制债券市场创新和风险防治,也难以一统债券市场秩序**

如上所述,债券规则自2005年从《公司法》移至《证券法》以来,基本延续了20世纪90年代中后期适用的企业债券规则的主要内容,侧重从公司融资准入入手,通过将公司净资产额与负债比率相挂钩的方式,控制公司过度负债,并通过核准制的实施严格把关。<sup>[28]</sup>这一做法固守了计划经济下对企业生产经营的各个方面,包括对被誉为企业血液的资金融通进行“保姆式”管制的思维。

事先由监管者全面核查风险,并做足防范风险工作,尽管客观上可能避免重蹈20世纪90年代的债券偿付危机覆辙,但其强调堵截而非疏通风险的监管理念,既对需求资金的企业自主融资构成巨大限制,也不利于鼓励市场创新,促进宝贵的资金通过市场化机制在企业之间进行配置,更好地服务于实体经济的发展。而且,其自2005年以来未有实质修订的立法现状,也已不适应近年来债券市场迅猛发展的需要。这种立法的滞后有时还会诱使市场为满足需求剑走偏锋,创新出许多“四不像”产品,徒增企业融资成本,也人为地制造了金融风险。

值得注意的是,人民银行通过银行间交易商协会创设的中期票据制度,游离于《证券法》之外并采用更宽松的注册制,主要依靠自律约束运作。这套体现“放松管制,发展市场”监管取向的机制,吸引了包

---

[28] 洪艳蓉:“公司的信用与评价——以公司债券发行限额的存废为例”,载《中外法学》2015年第1期。

括地方政府融资平台在内的众多融资主体,并充分利用银行间债券市场存在商业银行、保险公司等资金实力雄厚的机构投资者的优势,很快占据市场规模的半壁江山。这一市场的兴起,带来证监会与银行间交易商协会(实则是人民银行)之间的监管竞争,形成了公司债券从发行到交易再到登记结算截然不同的监管体制,并客观上造成证券交易所债券市场与银行间债券交易市场的分割状况。<sup>[29]</sup>

监管竞争的存在,加快了证监会主导下的公司债券的市场化改革进程,<sup>[30]</sup>在2015年《管理办法》实施之后,证监会加快了债券市场创新和放松管制的进程,也因此带来交易所债券市场的勃兴,使之成为当下最受瞩目的公司债券市场。在作为法律的《证券法》未做基本修改的背景下,由身为监管者的证监会通过制定部门规章的方式推进公司债券市场的改革和创新具有一定的合理性和合法性,但遵循法治原则,这种模式在发展上未免会受到如下冲击,特别是当这一市场已经超规模迅速发展,而作为上位法的《证券法》修改却迟迟未动:其一,债券市场改革的边界问题。《证券法》确立了公司债券的基本制度,作为上位法制约着下位法的创新界限。尽管部门规章可以根据实践和市场需要推陈出新,但在最终意义上却无法真正突破上位法的规定,否则就会逾越法律位阶,带来合法性问题,也正因为如此,尽管目前公司债券的发行管理已无限接近注册制,却仍需要顶着“核准制”的名头,造成认知上的混乱;而在对受托管理人权限和债券持有人大会决议约束力等的规范上,由于缺乏《证券法》这一上位法的相关支持,许多操作还只能停留在通过个别授权进行或者难以约束全体的情形上,降低了效率和对债券持有人的有效保护。这样的法律位阶冲突和欠协调性的例子,比比皆是。其二,债券市场改革成果的法律确认问题。近年来,为发展债券市场,证监会和证券交易所结合过往的监管经验,推陈出新了如上所述的许多债券创新制度,某些制度已经成为公司债券具备作为一项融资工具的吸引力的根本所在,如债券私募制度、小公募发行等,以及作

---

[29] 参见洪艳蓉:“公司债券制度的实然与应然——兼谈《证券法》的修改”,载《证券法苑》2011年第5卷。

[30] 包括上文所述的核准制“绿色通道”、推出中小企业私募债以及2015年《管理办法》实施以来新的放松管制格局等。

为维护债券持有人合法权益的有效制度安排,如债券受托管理人制度、债券持有人大会制度、债券临时信息披露规则等。然而,如果《证券法》迟迟不进行债券规则的修改,也就无法将这些已经在部门规章层面制定并经过实践检验的,比较成熟有效的规则上升为法律规则,在更高位阶的法律层面得到最终确认,充分地发挥其积极作用。其三,债券市场改革中的违法违规行制约问题。如上所述,证监会推动下的债券市场改革创设了不少《证券法》中没有的新制度,在放松管制的同时也意味着需要加强相应的风险防范和处置。但证监会必须根据《证券法》的相关规定行使处罚权力,如果新制度并非《证券法》旧规定下授权的范围,那么对新制度的违反,证监会将在很大程度上难以施加有效的制裁。换言之,市场参与者将从新制度中获益,却免于违反时受到《证券法》的严厉处罚,这种激励与约束的失衡势必不利于发展一个健康稳定的债券市场,也应该是构成当下《证券法》迟迟不进行修改的一个痛点。

除了在《证券法》纵向分权体系下会出现的上述问题,在横向的监管竞争之下,《证券法》债券规则的落后与有限管辖效力,也会引发监管套利和风险跨市场转移等问题。长期以来,受制于《证券法》的上位法地位,交易所债券市场放松监管的尺度难以匹敌采用自律监管的中期票据,流动性更好的交易所债券市场规模及发展速度远落后于中期票据市场,有着被边缘化的风险。尽管这一市场状况由于近年来证监会采取加快放松管制等改革措施已有所缓解,但如果交易商协会在新的竞争压力下再加大放松管制力度,胜负谁家还一时难以定夺,而发行人势必也会更多地利用这种监管竞争进行套利,其隐含的风险不得而知。注意到,中期票据免受《证券法》僵化的约束而获得巨大发展,却暴露出其主要依靠自律监管的不足。除信用风险仍滞留在银行体系(通过购买中期票据)而未分散给适宜的市场主体承担外,近年来这一市场爆发的债券代持、债券发行利益输送、债券交易老鼠仓等事件,<sup>[31]</sup>以及地方政府倚重中期票据提供融资带来的政府信用隐性担保道德风险和债券市场的刚性兑付等问题困扰,都集中反映了缺乏《证券法》建

---

[31] 参见王培成:“反腐引发债市变局”,载《财经》2014年第28期。

立的系统制度和强有力的执法机制保障的本源问题。总之,停滞不前的《证券法》债券规则对性质相同而名称不一的公司债券和中期票据未建立并适用统一的监管标准,不仅带来监管竞争的负面效应,纵容了债券市场违法违规行为,也造成了市场的分割和监管套利的风险,有损公平的市场秩序,已成为阻碍债券市场发展的重大障碍。

### 三、公司信用基础上《证券法》债券规则的重构

#### (一) 债市的定位与修改债券规则的理念

公司债券是具有独立法人地位的公司作为借款人,通过债券这种标准化的金融工具与作为债券持有人的投资者建立的一种债权债务关系。这种金融债权建立在公司的商业信用之上,取决于公司发债之时建立的市场信誉,需要公司在债券到期时具备相应的清偿能力,以及时地按照债券契约的约定向投资者还本付息。相比于银行贷款,公司债券使得那些信誉良好、经营稳健、未来具备清偿能力的公司,得以不受银行信贷的束缚和提供足额担保品的局限,直接面向市场实现一对多(投资者)的资金融通,更能满足公司根据生产经营需求调度和运用外部资金的要求,有助于提高效益并助力经济发展。

作为一种直接融资,公司债券体现了公司与债券持有人之间的信任和信用关系,其本质应该是市场化的,也应遵循市场规律,并使市场机制在通过债券促进储蓄向投资转化的过程中发挥主导作用。由众多公司作为发行人发行债券融资,众多投资者选购债券并在各交易场所交易流通所组成的公司债券市场,应当是构成一国多层次资本市场的重要组成部分。在这个市场上,通过债券的发行与交易,可以发挥其对信用和风险的定价作用,促进风险与收益的均衡,形成有效的利率曲线,引导市场资源在价值规律的作用下优化配置。对公司债券的这种信用关系认识得越透彻,就越能发挥公司债券市场的上述积极功用,从而不断修正公司债券市场的定位,形成二者的良性循环,最终服务于经济的健康发展。

我国在计划经济时期,虽然认同公司债券融通资金的金融功能,但

为服从国家大一统的社会资金调配和确保银行信贷融资的主导地位,以国家信贷规模分配和强制担保否定了公司债券基于商业信用的本质属性,更有甚者视债券市场为分流国有银行存款来源,破坏国家汇集并统一资金调度的洪水猛兽,一度暂停企业债券的发行,<sup>[32]</sup>即使市场重启也是延续计划经济的管制思维,在《证券法》规定公开发行公司债券的严苛条件和繁冗的核准程序。这种将公司债券市场定位为大型国有企业融资服务,从属于银行信贷市场的理念,在阻碍公司直接融资途径,扼杀债券市场活力而难以发挥其助力经济发展积极效用的同时,也造成了我国倚重银行间接融资的畸形金融市场结构和银行业系统风险的过度集中。有必要正本清源,回归对债券市场的上述定位并构建相应的法律制度。市场经济的本质是法治经济,制度具有根本性的意义,这既是过去债券市场发展滞后的教训,也是未来债券市场长治久安的基石。从契合债券属性,遵循市场规律并秉承法治精神的角度出发,有必要在修订债券规则时秉承如下理念:

第一,坚持债券市场发展的市场化导向。市场化相对计划和管控而言,是指债券所承载的债权债务关系的形成、变更和终止主要依赖于市场的自我调控,遵循价值规律,以追求效益最大化为目标。可以从三个方面更好地理解我国经济转型环境下的债券市场化改革:(1)对市场主体而言,市场化意味着赋予公司发债自主权和投资者投资自由权。申言之,公司什么时候发债、发行多少债券、采用什么方式发行,应当由公司根据生产经营需要,考虑融资成本并选择市场时机进行,无须事先申请额度或被强加其他核准条件;投资者可以根据自己的风险承受能力和资金实力,自由选择投资品种和投资额度,证券和资金在不同交易场所的流动不应受到限制并负担过重的成本。(2)对监管者(政府)而言,市场化意味着政府退居二线的角色转换和以服务为主的监管转型。申言之,政府不再直接介入债券当事人之间的法律关系,其监管工作从事前核准转向事中的交易监督和事后的违法违规查处,更多地充当市

---

[32] 例如,1993年开始经济治理整顿工作,企业债券发行计划改为新增银行贷款解决(债转股),实际只发行20多亿元的企业债券;1994年开始,企业债券品种归纳为中央企业债券和地方企业债券两个品种,当年发行规模仅为45亿元。

场规则的制定者、市场秩序的维护者以及市场发展方向的引导者。(3)就发展进程而言,市场化不意味着自由化或一步到位的市场“说了算”。相反,放松管制的进程需要辅以相应的市场化约束机制的建立、发挥作用和相互配合,需要坚持制度创新的渐进性和协调性,过快或不匹配的功能替代都将埋下风险隐患。

第二,坚持债券市场发展的信用基础和当事人自己责任。在经济条件下,公司债券是公司通过缔结平等的债权债务契约建立起来的资金融通关系,代表着公司与投资者之间的信任和信用关系。在市场化条件下,公司能否发债成功,主要取决于自身信用及因此获得的市场评价。因此需要在授予公司发债自主权的同时强调相应的信用责任约束,发行人应基于真实的自身信用筹集、运用资金,披露自身信用变动情况并为其融资行为负责,背信者应当为此付出代价并接受市场惩罚。投资者能否盈利,主要取决于对发行人信用的判断和相应的投资技巧,其应当对基于自己意思表示做出的投资行为和结果负责,也即买者风险自负,而不是刚性兑付,只赚不赔。当然,实现真正的当事人自己责任,需要在授予投资者投资自由权时,甄别其风险识别和承担能力而做适当的投资准入分类管理和责令金融中介履行适当性要求,同时需要责令发行人履行信息披露义务并通过建立信用评级等专业化服务机制帮助投资者识别、分析风险并作出决策。

第三,坚持债券市场发展的统一规则和公平秩序。由于历史发展和金融创新的缘故,可能存在名称不一而特色各异的公司债券,但只要这类债券的发行与存续是基于公司的商业信用,需要发行人在债券到期时运用公司的资金按照债券载明的条件偿付债务,那么它们本质上应属于同一性质的证券类别,应当适用统一的法律规则,这既包括在这类证券的发行条件和准入机制上,不应有高低之别和宽严之分;在这类证券的信息披露和交易场所上,不应深浅有别和分裂隔绝;在这类证券的责任约束和违法违规行为问责上,不应轻重不一和法内法外两套标准。同类事务适用同类规则统一调整的要求,是避免监管套利,确保市场参与主体合理预期,体现市场公平竞争,减少价格波动风险并维护市场长治久安的基本要求。



## （二）重构《证券法》债券规则的法理与建议

尽管证监会通过部门立法的方式,在总结前期试点经验的基础上颁布实施《管理办法》,对公司债券制度做了较大幅度的修订,暂缓了制度供给与市场发展需求之间的紧张关系,但《证券法》作为上位法,其所确立的严格的发债条件和繁冗的核准制等规则仍紧紧地遏制住了公司债券市场发展的步伐,也限制了证监会在授权立法范围内的可为之处。更重要的是,证监会在试点和改革探索基础上,总结的一套比较契合市场需求的债券规则,需要在更高的法律层面得到确认,以有效地保护债券持有人的合法权益和更有力地打击债券违法违规行。在经历了公司债券市场“从下而上”的具体规则改进之后,应高屋建瓴地确立并完善指导公司债券市场发展的系统性法律规则。

### 1. 《公司法》与《证券法》的合理分工

发行公司债券,牵涉公司内部自主作出融资决议和后续的还本付息事宜,也牵涉公司与投资者的投融资法律关系,因此需要协调《公司法》与《证券法》在债券规范上的分工,以便利公司更充分地利用这一工具并有效地保护债券投资者的合法权益。

从公司法的角度看,债券持有人是公司的局外人,不像股东可以参与公司的业务经营,也不能通过出席股东大会行使表决权,并对董事会的业务执行进行监督。因此,为确保债券持有人对公司的债权不因公司业务经营的变化受到损害,需要公司在债券上记载有关债权债务的详细信息,并在公司设置债券存根簿来表彰债券持有人对公司的债权请求权。为增强公司发债的吸引力,在确保投资者对公司债权请求权的同时,还需要保障投资者这项权利的流动性或是保障投资者“用脚投票”的权利,为此还需要规定公司债券可以进行转让、交易、质押等各种流通变现方式。

从证券法的角度看,公司债券不完全等同于一般的公司债权。尽管二者在法律属性上都属于金钱债权,但公司债券具有对公众发行债券所产生的集团性质,<sup>[33]</sup>而且从公司债券诞生之日起,为解决公司作为债务人与众多债权人谈判、签订同一举债条件契约的问题,通常采用发

[33] [日]神田秀树:《公司法的理念》,朱大明译,法律出版社2013年版,第152页。

布募集说明书,提供格式化债券契约供投资者附和达成意思一致,并以定型化而具有良好流通性的公司债券为权利持有并权利主张凭证的操作方法。与此相适应,在法律上为有效地处理这种“一对多”的法律关系和标准化债券的流通问题,必须规定公司债券公募发行与私募发行方式与具体的操作要求、债券上市交易、登记托管事项,以及为交易达成和保护投资者所必需的信息披露、必要的金融监管措施和违法违规制裁等。

从海外法制关于《公司法》与《证券法》的分工来看,各国虽因历史传统的原因有所不同,但有关公司与债权人如何建立、变更和消灭债权债务法律关系的内容,通常由《公司法》进行规定,而有关公司债券发行(公募与私募)及通过各级资本市场进行交易流通的法律关系内容,通常由《证券法》进行规定。我国2005年修法时,虽然调整了《公司法》与《证券法》的相关规定,但仍有有待完善之处。例如,《公司法》一方面规定应由《证券法》调整的关于公司债券发行的事项(如第154条关于公司债券募集办法的内容);另一方面却对应由《公司法》调整的有关债券持有人权益保护的事项(如公司债券持有人大会)未作规定。因此在修改《证券法》时,有必要同步完善《公司法》中的债券规则,并合理安排二者之间的分工。例如,可以将包括公司债券募集说明书在内的关于公司债券发行与交易的事项移至《证券法》进行规定,而有关各种公司债的创设、公司债权人与公司之间的债权债务关系的调整,以及相关权益保护,如债券持有人会议等,适宜放到《公司法》中进行规范。

## 2. 统一的债券规则与协调的债券监管机制

如上所述,我国目前三套分立的公司债券规则和监管体制,其形成固然有历史沿革和利用法律空白进行金融创新的综合因素,但已给市场发展造成诸多困扰。当旧格局的弊端远超其可能的积极效应时,就有必要进行调整,在市场化条件下对同一性质的金融工具、围绕之开展的业务和交易行为适用统一的规则,是依法治市的必然要求。

首先应当确立《证券法》在调整债券法律关系上的基本法地位,各监管部门制定的部门规章或自律规则需要以此为基础,不能违背《证券法》确立的基本原则,更不能超越《证券法》的授权。这不仅是债券作为证券的一种,理应纳入《证券法》的调整范围,而且《证券法》长期

积累的规范证券发行和交易行为及惩处违法违规行为的系统制度,可为债券市场的健康发展和保护债券投资人提供最佳保障。

当然,统一债券规则应当充分理顺债法统一与统一监管、监管竞争的关系。债法统一并不意味着只能有一个监管机构和一套监管机制,适当的监管分权和监管竞争有利于激发金融创新,保持市场活动。在现有的监管格局一时难以改变的情况下,作为过渡性的安排是建立债券部际协调机制,<sup>[34]</sup>并确保这一机制名至实归,发挥作用。当然,保留多头监管竞争的前提是债券规则的统一,也即需要在《证券法》中规定同样适用于各套监管机制下的债券“统一准入条件、统一信息披露标准、统一资信评估要求、统一投资者适当性制度、统一投资者保护安排”<sup>[35]</sup>等要求。这种债券监管要求的统一是大势所趋,也是保持债券市场可持续平稳发展的根本。保留目前债券的分市场监管,应当利用的是各市场的监管长处而非谋求法外特权,监管竞争应用于市场发展而不是监管套利;同时各个市场之间在托管、交易机制、登记结算等方面的互联互通应该在《证券法》中法定化并通过部门规章的细化真正落实。

### 3. 《证券法》下债券规则的完善

面对我国债券市场日益膨胀的规模,应在《证券法》中确立《管理办法》中之有效的债券规则,使之获得更高位阶法律认同的合法性和正当性。

(1) 废除债券发行核准制,确立发行注册制,并基于商业信用实行负面清单管理

债券基于公司信用发行和偿付的属性,需要建立一套监督公司持续保持良好信用并具备足够清偿能力的法律机制。许多新兴国家在不具备有效市场约束机制的情况下,为协调发展债券市场和保护投资者的关系,往往采用事前监管的方法,对公开发行债券设置严格的条件并借由监管者的审查而实施,具体如下:规定公司债券严格的主体准入条

---

[34] 2012年4月,国务院批复同意成立公司信用类债券部际协调机制,人民银行、证监会和发改委审议通过了《公司信用类债券部际协调机制》。

[35] “五统一”最早由时任证监会主席的郭树清在2011年12月第九届中小企业融资论坛的讲话“深化证券期货市场改革 促进实体经济科学发展”中提出,后随着2012年4月债券部际协调机制得到建立而归于沉寂。

件(起债基准),限定公司发行债券的规模(发行限额),以及设定各种公司财务限制条款,如要求发债提供担保、限制公司盈余分配、要求公司维持一定的资产净值,以及维持一定的收益以足以偿付债券本息等。<sup>[36]</sup>我国《证券法》第16条公开发行债券的条件即为体现。

这种事先的监管规定有助于公司与投资者早期建立起彼此间的信任关系,但过高的准入门槛和僵化的限制条款,已如上述会产生诸多弊端,并随着一国资本市场改革的深入和市场约束机制的增加可能更加明显。因而,一国往往在资本市场成长的过程中,逐渐放松对公司债券发行的诸多限制(允许公司自主发债),而转由市场约束机制监督公司清偿能力,通过强化违法违规执法和投资者风险自负来制约公司的发债权滥用。就我国情况而言,早期试点已初步建立通过承销商、评级机构、债券受托管理人等市场主体约束公司信用的机制,而中期票据采取注册制成功运行带来的监管竞争压力,也促使证监会加快放松管制,走向市场化的进程。因此,需要废除《证券法》第16条关于公司债券发行的硬性规定,赋予各类公司享有发债自主权,同时修改第10条、第17条的公司债券核准制为形式审查的注册制,并相应调整公司发债的申报材料,突出公司发债的信息披露要求。

从商业信用的角度出发,如果公司不具备清偿能力,那就不应再发债融资,否则即构成权利滥用,甚至是欺诈。在授予公司发债自主权之后,需要限制公司权利滥用的道德风险,因此有必要在《证券法》中规定禁止发债的条件。《证券法》第18条将“前一次公开发行的公司债券尚未募足”和“违反本法规定,改变公开发行公司债券所募集资金的用途”作为禁止发债条件,不尽合理,应予废除。这些情况的发生可能出于经营调整或是市场利率波动。在实行注册制和储架发行后,公司可以自主决定发债时间和发债数额,不宜将公司自由裁量的事项作为禁止发债事由。第18条中“对已公开发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实,仍处于继续状态”体现了对债券本身违约和交叉违约的关联和制裁,具有合理性,应予保留。但注意到考察信用不仅应从偿债能力入手,还包括对其偿债愿望及相关信用因素,才

---

[36] 廖大颖:《公司债法理之研究》,台湾正典出版文化有限公司2003年版,第38页。

能构建一个系统而完善的市场信用体系,因此,如果公司在其他方面有背信行为(如过去因背信受到惩罚,或者当下提交的文件存在背信等),也应作为禁止发债的条件予以规定。而且公司作为一个独立实体参与经济活动,其本身背负社会责任,如果公司存在严重损害投资者权益或社会公共利益的情形,如环境污染、责任事故等,就可能需要承担侵权责任或其他法定强制责任,这些债务的清偿可能减少公司的资产,并在偿还上优先于公司债券的清偿,从而可能损害债券投资人的权益。因此应对此有所限制,并由监管部门进行解释和执行。证监会在《试点办法》第8条和《管理办法》第17条,规定了比较合理的禁止发债条款,可以借鉴到《证券法》中。

(2)建立系统的公司债券私募制度,规定合格投资者制度并配套规定金融中介的适当性销售义务

相比债券的公募发行,私募发行豁免于监管要求,在提高公司发债效率,节约发债成本的同时满足其避开公开市场融通资金的经营要求,但由于所受监管少了,需要对投资者的自我保护能力提出更高的要求,也即建立合格投资者制度,其范围包括机构投资者和富有的个人,他们不仅应具备风险识别和承担能力,也要有达标的金融资产为基础。同时债券通常被认为更适合于机构投资者投资,但基于公平原则《证券法》不宜将公众投资者拒于公募债券之外。作为一种协调,可以对面向公众公开发行债券的公司提出更高的信用要求(如良好的偿债保障,较高的债项评级等),而对面向包括机构投资者在内的合格投资者发行债券的,则奉行较宽松的融资准入要求。

从《管理办法》的规定来看,主要遵循上述思路,形成面向公众的债券公开发行、面向合格投资者的债券公开发行以及面向合格投资者的债券私募发行三种做法,这种藉由投资者分类管理而赋予公司包括公募发行(并确立储架发行制度)、私募发行在内的多元发行方式并建立适当的投资者保护的实践,具有合理性,可为《证券法》修改的借鉴。为区分后两种发行做法,《管理办法》第26条规定面向合格投资者私募发行的债券,每次发行对象不得超过200人。注意到《证券法》第10条将“向特定对象发行证券累计超过200人”视为公开发行,主要是为避免风险扩散而不可控制,如果私募发行中投资者已是合格投资者,这

种监管要求的叠加似乎没必要,公司还可能受累于此而无法利用私募筹集到足够的资金。因此应明确的是合格投资者不宜简单地被认为是特定对象而触犯了公开发行的底线,未来《证券法》更合理的规定是,如果公司拟向包括公众在内的投资者公募发行债券,那么应满足更高的信用要求;反之,如果是向合格投资者发行,则不用遵守并免受200人发行人数量限制。

合格投资者只是在理论上区分了投资者的不同类别,其具体认定还有待位居销售一线的金融中介予以落实。这种要求金融机构在了解客户、了解产品基础上将适当产品销售给适当投资者的规则,即为适当性制度,目前已在证监会的部门规章层面上多有规定,未来《证券法》应汲取相关经验确立适当性规则,弥补立法空白。需注意的是,这一制度应当是针对金融中介在销售所有金融产品时应履行的义务,其最低的要求和必要的程序不应不同,只是针对具体金融产品,可留待金融中介根据该项产品的合格投资者要求而细化操作。

(3) 区分股票与债券的信息披露差别,建立适用于债券的包括临时信息披露在内的完整信息披露制度

“公司债乃公司债债权人对公司之债权,此种债权纯属普通债法上之债权,与对公司之普通债权无异。公司债债权人得以债权人之身份,居于公司之外部,按期请求公司支付利息,于清偿期届至时,并得请求公司返还所贷与之原本,而无须考虑公司经营情况之良窳。从而,公司债与股份完全异其法律性质。”<sup>[37]</sup> 对公司信用债而言,主体诚信及其“专以偿债为主要内容的特殊经济能力”如何是决定债券能否成功发行并兑付的关键。“当事人是否通过信用与另一方进行交易,取决于他对债务人的人格、偿还能力和提供的担保的评估”,<sup>[38]</sup> 这些事项构成了公司债券信息披露内容的核心。

申言之,债券的债权属性使债券投资者更关心影响公司清偿能力的信息,凡是有损于公司清偿能力,可能危及债券及时清偿的事项,都

[37] 柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第349~350页。

[38] [英]戴维·M.沃克(David M. Walker):《牛津法律大辞典》,李双元等译,法律出版社2003年版,第282页。

应是债券信息披露的内容,这不同于股票的权益属性使股东更关心影响公司未来盈利能力的各种因素,包括公司控制权、治理结构、投资经营以及负担的债务等。股东只有在公司有盈余时,才能主张盈余分配,其数额取决于盈余的多少。从资产负债表的结构看,公司总资产扣除负债之后才是股东盈余,债券利息作为成本必须从公司经营收入中税前扣除。从这个角度看,公司负债的高低是影响股东盈余多少的因素,在公司股票的信息披露上可能部分地包含了公司债券的信息披露内容,但公司债券与股票的上述差异,决定了二者有所交叉的同时侧重点又不同,因此不能完全以股票的信息披露替代或涵盖公司债券的信息披露,而应针对影响公司债券的更具体因素做专门化的信息披露要求,以便利投资者决策。

为此,应改变《证券法》中只注重股票信息披露的现状,确立契合公司债券属性的债券信息披露制度,包括目前未必纳入其中的债券临时信息披露要求。证监会2015年1月初颁布的《管理办法》第45条总结了实践中可能影响发行人偿债能力或债券价格的重大事项作为启动债券临时信息披露的要求,可以作为《证券法》相关内容修改的参考。

(4)规范并统一金融中介为债券提供服务的标准,建立透明、高效、统一的债券市场基础设施规则

公司债券的市场化,意味着在监管者取消行政管制之后,需要借助市场力量建立起替代的风险约束机制,也即对债券风险的识别、分散和化解的功能将主要通过市场机制完成,堪当重任的是为债券提供承销的金融中介和提供信用评级、资产评估、会计审计以及法律服务的证券市场服务机构。市场竞争的存在,容易造成服务中介的良莠不齐,如果缺失对他们准入条件的监管,或要求的服务标准不一,很容易导致劣币驱逐良币的恶果,不利于其发挥专业特长,制约债市风险。因此应加大《证券法》中对金融中介和市场服务机构的规定,设定他们准入相应领域的最低要求,以确保其具备提供服务的条件并能为此承担责任;同时需要规定他们提供某一类服务的行为标准,以统一市场评价体系,便于投资者利用和比较。

债券市场的有序运行和繁荣,离不开一套行之有效的债券基础设施的支持,其中包括债券交易场所及交易机制,也包括债券登记、托管

和结算等后台服务体系。我国目前正在建设和形成多层次的资本市场,囊括沪深两大证券交易所、全国中小企业股份转让系统和国务院批准的其他证券交易场所,公司债券在这些场所流通应是大势所趋。《证券法》应打破公司债券只在交易所上市的规定,首先确立发行人有权选择在不同层次的市场上市债券,以增强债券的流通性;其次,授权各大交易场所有权创设交易机制,并辅以对应的投资准入要求;最后,在确立债券统一登记的基础上,放开债券结算和托管等环节的业务,并建立多个市场之间后台服务体系互联互通的有效机制,避免因市场分割妨碍价格的生成和风险的转移,阻碍了资源的有效配置,也会徒增交易成本和诱发系统风险。

(5) 确立债券受托管理人和债券投资人大会制度并增强二者的联动作用,更好地为投资者提供保护

债券受托管理人制度和债券投资人大会制度的设置,解决了投资者日常监督发债公司的财务状况,以及在公司有违约预兆或发生违约之时,及时采取一致行动,保护投资者合法权益的难题,是通行成熟资本市场重要的投资者保护机制,《证券法》应在修改债券规则时确认这两项制度安排的法律地位并规定其运作的基本规则。

针对《试点办法》由保荐、承销债券的证券公司兼任受托管理人的“三位一体”做法潜在的利益冲突,《管理办法》虽然取消债券保荐,将这项工作内化为承销商的职责,但仍保留由其兼任受托管理人的规定,利益冲突问题并未就此消弭。考虑到专业能力和所掌握的信息,由券商在承销结束后担任受托管理人具有一定的合理性,但应对如何防范利益冲突做出规定。注意到受托管理人在公司债券违约后,其作用将从平时接收信息等消极角色转变为采取维权行动的积极角色,因此在公司债券违约前,可以容忍这种潜在的利益冲突,而一旦债券发生违约,特别是这种违约的诱因与承销商的责任有关时,那么就不应允许这种利益冲突的存在。换言之,《证券法》要规定受托管理人应在一定的期限内就如何排除或消除利益冲突做出安排(事先在受托管理协议中约定或事后及时做出),如无法消除,则受托管理人必须辞任并安排好后续者。

为确保受托管理人更好地代表投资者履行监督发债公司的职责,



需要赋予其必要的履职手段,通常查询权、调查权和代表投资者参与诉讼的权力必不可少,但这些权力的行使往往会侵害相关人受法律保护的权益或者需要履行复杂的授权程序,通过部门规章的规定未必能够达到目标,因此《证券法》需要规定受托管理人有权向金融机构、登记结算机构查询履职所需的信息,有权代表投资者申请保全措施或代表投资者参与司法诉讼等,以更好地维护债券投资者的合法权益。

债券持有人会议如果召开的标准过高,设置的程序过于复杂,或者其最终能够决定的事项非常有限,那么可能无法发挥保护投资者的作用。实践中,债券持有人会议规则由发行人与债券受托管理人事先制定,再适用于之后购买并持有债券的投资者,为避免这种事前安排背离目标或被滥用,《证券法》需要规定制定者应秉承公平、合理的原则制定会议规则,并法定化持有人大会有权决议的事项,要求决议一旦作出对所有的投资者都有约束力,以激励投资者参与会议并提高会议的决议效果。

此外,一个需要处理的问题是,受托管理人是常续存在的专业化管理机构,债券持有人会议是投资者发挥自治管理,非常设性的合议团体。基于其定位,《证券法》需要对二者进行职能分工并引导其合作,可以考虑的是,区分公司债券管理事项的属性,将一般管理事务授权给受托管理人行使,保留债券持有人会议对关键事项的最后决定权,并建立二者之间的联动机制。也即,建立以受托管理人制度为主,债券持有人会议为辅的公司债券管理体系,同时确保债券持有人作为最终的债权人,其合议体对重要事项享有更高和最终的决定权。

(6)完善针对债券的违法违规行为制裁,建立基于发行人信用的责任约束机制和惩罚机制

债券违法违规行为可能随着公司债券市场规模的迅猛发展而呈现,对此进行打击是保护投资者、维护市场信心的需要,也是监管者在放松融资准入管制之后,维护市场秩序、防范金融风险的主要工作。但打击违法犯罪,需要有法可依,依法进行。《证券法》关于违法违规行为的规规定偏重从股票角度进行,不利于这项工作的展开。

因此,在修改《证券法》时,需要先结合上述内容对债券市场各参与主体设定相关义务,包括但不限于发行人的定期/临时信息披露义

务、金融中介和其他市场服务主体的履职行为标准、投资者应有的审慎和投资责任自负,以便各方归位尽责,为执法工作提供违法与否的评判标准。之后是针对这些义务一一设置对应的问责条款,严重的以犯罪论,移交司法机关处理,避免出现责任空白。应注意的是,不同于股票主要采用竞价交易,债券交易更多地采用磋商机制,并有多种交易机制创新,目前基于股票发行与交易特点而规定的内幕交易、操纵市场等行为模式,可能无法涵盖借助债券进行的违法违规行为,因此更需要《证券法》在总结近年查处债券市场黑幕中获得的经验,提炼成抽象的行为模式,在法律层面予以制衡。

## 结 论

追溯历史,我国公司债券市场从无到有,经历了近年来在国家政策大力扶持下发展到逐步走上法制化规范之路的历程。公司债券市场作为满足企业直接融资需求,拓展居民投资渠道,有效引导储蓄转化成投资,服务于实体经济的功用已得到共识,市场化成为我国公司债券市场发展和监管转型的方向。遵循法治精神和依法治市的要求,需要在国家政策之后,为公司债券市场的健康稳定发展,寻求一套行之有效的债券规则。

目前,《证券法》中被边缘化的债券规则已难以适应在政策推动下蓬勃发展的公司债券市场的需要,更阻碍了债券的市场化改革进程。为此,需要检视当下公司债券规则的状况和存在的问题,摒弃计划经济下制约公司债券发展的管制思维,总结证监会近年来规范、发展公司债券市场的经验与得失,借《证券法》修改之机,全方位地在这一资本市场的基本法中统一债券规则,建立契合债券商业信用属性,约束市场参与各方归位尽责,公平有序的公司债券规则。这一以商业信用及其约束为核心的系统的债券规则,至少应该包含如下几方面的内容:赋予公司发债自主权,建立债券发行注册制,并辅以禁止发债负面清单;建立反映公司偿债能力变化的定期和临时信息披露制度;建立区分自我保护能力的合格投资者制度并辅以金融中介的适当性义务;建立保护投

投资者的债券受托管理人和债券持有人会议制度；建立更灵活多元的债券发行、交易和登记结算制度；建立贯彻全程且统一的债券违法违规处罚规则等。