

## 公司债券注册制的逻辑内涵与 法治构建

胡安金\* 徐承志\*\*

**摘要:**公司债券公开发行注册制应关注信息披露的质量,注重形式审核,与债券上市审核有所区分。我国现有债券市场条件和市场运行实践经验已经为实行公司债券注册制改革奠定了较好的基础。应通过对《证券法》的修改调整,将我国现行公司债、非金融企业债务融资工具和企业债三类公司债券品种统一纳入其调整范围,并明确公司债券市场准入条件与公开发行的原则制度。在此基础上,也需注重债券注册制的具体实施问题,并配备以相关制度约束,以督促市场参与主体归位尽责,维护注册制正常运行所必需的市场纪律。

**关键词:**公司债券 注册制 信息披露

随着我国公司债券市场的持续发展,债券发行体制深化改革也势在必行。从境内外公司债券市场发展路径来看,由严格的以“筛选项目,控制风险”为导向的发行审核理念向以“信息披露,市场自

---

\* 上海证券交易所债券业务部副总监。

\*\* 上海证券交易所债券业务部员工。

治”为导向的审核理念转变,是改革的普遍路径;从证券发行监管的逻辑内涵来看,实行以信息披露为核心的注册制改革,也是发行监管的应有之义。

市场化是我国公司债券制度的内在要求和发展方向,法制化则是实现市场化改革的基本路径和必要基础。<sup>〔1〕</sup>在我国资本市场发育水平和法制水平尚不够成熟的背景下,推进债券发行注册制改革应注重建章立制,明确规则,强化约束。当务之急,就是将市场化、法制化的理念融入债券发行制度改革之中,加快《证券法》修改和相应法规规章的完善,为注册制改革提供强有力的法律保障与支撑。

## 一、什么是注册制——公司债券注册制的内涵

分析公司债券注册制改革,应该基于对债券注册制相关内涵一定的认识基础上进行,即明确债券注册制“是什么”的应然状态。这种对于“应然状态”的探索则应该沿着制度的逻辑起点和推演路径进行分析。债券注册制是债券发行监管的重要内容,需要明确监管的广度和深度两个问题,并厘清债券发行监管与债券上市监管,以及与债券发行过程中的投资者适当性制度等相关问题的界限和关系。

### (一) 债券注册制的逻辑依据与制度内涵

发行注册属于对证券的发行监管行为,分析注册制的内涵,应该重点明确这一制度监管的范围与监管的涉入程度。注册制的范围方面,以欧美为例,美国在一般性证券发行的注册要求基础上,在《1933年证券法》第4(2)条明确了“与公开发行无关的相关交易”注册豁免制度。欧洲证券及市场管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)《募集说明书指引》规定的也是“向公众发行证券”的强制信息披露要求,并明确仅向合格投资者发行,或仅向合格投资者外不超过

---

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

100人私募发行,以及小额发行的豁免制度。<sup>[2]</sup>可见,从境外市场来看,证券注册的要求均来源于证券的公开募集,即因为证券募集行为具有涉众性,因此需要有关机构进行事前审查,以保护社会公众投资者利益。相反,为了支持企业的证券融资活动,对涉众性较弱的证券私募行为则应豁免注册。

注册制的监管涉入程度方面,应该基于发行监管的逻辑起点和所要实现的目标进行分析。美国证监会(SEC)表示,美国证券市场监管遵循的首要价值理念是所有投资者,无论是大型机构还是私人,都应该享有获取投资决策基本信息的通道,通过强制信息披露要求,形成充足的“信息池”从而满足投资者做出决策的需要。<sup>[3]</sup>ESMA也表示,信息披露体系的一体化要求募集说明书等文件的起草、批准和发布都予以公开,为公众知晓,为公众的投资决策提供基础。<sup>[4]</sup>在一个有效的市场内,相关信息的传播应是及时的和广泛的,并可以反映在定价程序中。为了实现证券发行交易市场的形成和发展,必须矫正证券发行过程中信息不对称这一问题,避免欺诈,维护市场信心,稳定市场秩序。这构成了证券发行监管介入的逻辑依据和起点,<sup>[5]</sup>也是国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions,IOSCO)界定的证券监管三项主要目标之一。

因此,证券发行监管的介入程度应基于这个逻辑起点进行设计,其介入程度应该是以确保市场信息充分、公开、透明为限。发行人及其中介机构对注册信息的真实性、准确性和完整性负责,并对注册信息负最主要和最终的责任,同时强调充分发挥中介机构的把关作用,注册审核应充分依赖中介机构的意见。注册审核绝不替代发行人的披露和中介机构的把关,其仅仅是督促信息披露义务人向市场提供充分有效的信息为市场抉择提供依据。这一逻辑思路的自然结果就是,注册实施过程中,应该对于市场主体的行为形成正常的约束和规制,发行人及其中

---

[2] Prospectus Directive 2001/34/EC, Article 3.

[3] 参见SEC介绍,载<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>。

[4] 参见欧盟信息披露一体化机制的介绍,载<https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>。

[5] IOSCO: Objectives and Principles Of Securities Regulation, May 2003.

中介机构违背各自义务和职责的,投资者有权提起诉讼追究其法律责任,监管主体也予以行政惩戒;投资者在信息充分前提下做出投资买卖决策的,也应该买者自负,为自主决策行为负责。

证券发行注册制客观上需要资本市场发展满足一定的基本条件,如本国的市场经济环境比较完善,证券市场发育比较成熟,具有较为健全的法规制度作为保障,监管机构市场化的监管手段比较完善等。<sup>〔6〕</sup>但是市场什么时候适合推行注册制,市场成熟度的要求如何,可能理解各异。在一定的基础之上,应认识到市场是培养各主体尽责归位的最佳场所,实行注册制改革与培育成熟市场的工作可以协同进行。注册制改革之后,相关法律制度与相关市场主体的素质也会有更加长足的发展和提高。<sup>〔7〕</sup>投资者有更多的投资选择,可依据公开信息“用脚投票”,对发行人进行约束。<sup>〔8〕</sup>因此,实行注册制的市场和法制条件应与注册制良好实施的市场及法制环境有所区分。在具有一定基础之上,应尽早考虑研究摒弃“父爱式”监管思维,探索实施发行注册制改革。

## (二) 债券注册制的外延和定位——与债券上市审核的辨析

现行《证券法》把证券发行和证券上市区分为两个彼此独立的环节。从证券一般发行交易流程而言,证券发行与证券上市属于两个不同的环节,证券发行解决的是发行人能否公开向投资者发行证券的问题,是一种行政许可行为,应当通过法律规制;而证券上市解决的是公开发行后的证券如何进一步通过有效的渠道进行流通交易的问题,<sup>〔9〕</sup>涉及的是存量证券的流通问题,是一种民事行为,应该通过交易场所和发行人签订协议以及交易场所的自律管理进行约束。

实践中,境外市场运行证券发行注册与证券上市审核的关系是注册制的核心命题之一,在某种程度上影响甚至塑造了注册制的实施框

〔6〕 参见钱康宁、蒋健蓉:“借鉴国际经验推进股票发行制度改革”,载《中国金融》2011年第24期。

〔7〕 参见北京大学课题组:“证券发行法律制度完善研究”,载《证券法苑》2014年第10卷。

〔8〕 参见张守营:“证券业:摒弃父爱式监管思维越早越好”,载《中国经济导报》2013年2月28日。

〔9〕 参见郑域:“论证券发行监管的改革路径——简论注册制的争论困境及制度设计”,载《证券法苑》2011年第5卷。

架。第一,在发行与上市是合一还是分离的问题上,除香港市场上市吸收发行并一体化审核外,其他市场一般是发行与上市分离,分别由证券监管机关负责发行注册,交易场所负责上市审核。第二,在发行和上市审核的权重问题上,除美国市场证券监管机构发行审核所占权重较大外,其他市场交易所上市审核的权重基本都大于或至少不小于证券监管机构发行审核。证券发行注册基本不设条件限制或仅设最低限度的条件,证券上市一般都设置更复杂的上市条件,且多为对证券发行人的资质性要求,如收入、利润、现金流、市值、设立年限、资本额等指标。上市审查更多关注证券发行人的业务商业模式、诚信合规情况、经营财务状况等实质性因素。

可见,证券上市与证券注册一样,都属于市场准入的范畴,二者可以说是“你中有我、我中有你”的关系,紧密相关、密不可分。发行监管的管理范围应限于涉众性较强的公开发行人募集领域,管理程度也应该限于督促信息披露义务人向市场提供充分的决策有用信息,坚持形式审查,确保信息齐备完善,但对于证券的投资价值应不予判断。就上市而言,证券选择何种交易方式,是发行人与市场组织者之间协商的结果。各层次市场通过建立不同层次的上市标准、上市费用等,来吸引不同情况的证券进行交易;对发行人而言,面对多层次的交易市场,可以根据自身情况选择适合的交易市场。<sup>[10]</sup> 因此证券上市审核不应该回避证券投资价值方面的实质审查,甚至可以说是上市实质审查才是交易市场差异化发展,为不同投融资群体提供差异化服务的重要途径。

### (三) 债券发行注册的配套——与投资者适当性的关系

适当性是现代金融服务的基本原则和要求,也是成熟市场普遍采用的保护投资者权益和管理控制创新风险的做法,不同类型的金融产品有不同程度的风险,需要与具有不同风险识别和承受能力的投资者所匹配,避免两者错配造成的市场风险,这也构成了金融体系稳定和保护投资者利益的重要支柱。<sup>[11]</sup> 为了更好地发挥证券市场资本筹集、财

[10] 参见廖士光:“全球主要证券市场发行上市制度研究”,上海证券交易所研究报告,2012年6月。

[11] The Joint Forum of BIS, IOSCO, IAIS: Customer suitability in the retail sale of financial products and services, April 2008.

富增长等作用,需要高度认识资本市场的高风险性,并合理控制其波动性,将金融产品和服务的复杂性与投资者的风险承受能力相匹配,让投资者投资其适合的金融产品。<sup>[12]</sup>

境外实践中,个人和小机构主要是通过信托理财、基金份额等形式间接参与公司债券的投资,具有较高风险防范能力和专业理财能力的机构投资者成为了公司债券的主要投资者,公众投资者仅被允许适度参与高等级公司债券市场。债券发行注册制改革意味着发行监管的大幅度放松,通过信息披露的要求,允许不同信用等级的债券公开发行,在市场上寻找投资者。这种放松管制的过程不意味着发行过程中放任债券和投资者在公开市场上的匹配和选择,而是需要配套以投资者适当性制度对于发行销售过程进行疏导。目前我国证券发行过程中,新三板的股票发行“准注册制”以及银行间债券市场的注册制发行监管制度,都配套以严格的投资者适当性制度,一方面,提高发行审核效率,注重形式审查加大发行审批供应量为企业提供资金支持;另一方面,引导合适的投资者进入市场,使具有相当风险识别能力的投资者对于通过形式审查注册通过的证券进行投资价值分析判断,产生了较好的市场效果。可见,注册制实施过程中应配套以投资者适当性制度,核心在于“将合适的产品销售给风险识别能力和承受能力相当的投资者”,确保投资者免受超出其承受能力的投资风险的伤害,并形成以产品风险为区分标准的多层次市场体系。稳妥成熟的债券发行注册制设计必然应当考虑一个合理的市场层次划分,配套以完善的投资者适当性制度。

## 二、为什么开展注册制——实行债券注册制的现有基础

注册制是“交易者自慎”理论的自然衍生,反映了市场经济的自由性、市场主体的自主性以及政府干预的规范性和适当性。<sup>[13]</sup> 在积极实

---

[12] 参见冯育勤、王国蓓:“中国应构建投资者适当性制度”,载 FT 中文网,<http://www.ftchinese.com/story/001045926>,2016年2月1日访问。

[13] 参见黄运成、葛蓉蓉:“股票发行制度的国际比较及我国的改革实践”,载《国际金融研究》2005年第2期。

施股票发行注册制改革的背景下,审视债券市场的市场条件与业务实践,不难发现,实行债券发行注册制已经具备一定基础,值得制度探索与尝试。

### (一) 实质判断向形式审查过渡的市场理性基础

注册制奉行市场自治原则,认为投资者是理性成熟的经济人,可以根据公开信息做出最优的市场选择,其基础是市场自治有效,前提是投资者成熟,保障是法制发达。<sup>[14]</sup> 证券发行注册制之下,旨在实现信息充分下的市场自由选择,需要考虑投资者对于信息有效接纳与分析,以及“买者自负”市场理性与契约精神。<sup>[15]</sup>

目前,我国债券市场和股票市场的投资者结构分布存在明显差别。股票市场中个人投资者所占比例仍然较高,而债券市场个人投资者比例较小,以商业银行、券商、基金和相关专业机构理财产品等机构投资者为主。由于机构投资者在投资经验与资源配备等方面更具优势,其对于公开市场信息的获取能力和分析能力更强,可以更好地消化并利用市场信息,这使得信息输入端与注册制强制披露信息输出端能够形成有效配合,更好地发挥公开市场信息的投资决策参考作用。此外,成熟机构投资者具有更强的决策理性与契约精神,符合发行注册制的市场土壤要求。成熟机构投资者借助其专业判断能力,能够对市场走势敏感察觉,对发行人的信用评级、公司治理情况和偿债能力等做出专业判断,因而对于其他市场主体的市场行为有很强的引领示范作用。国内债券市场机构投资者的充分参与,有利于导入理性、成熟的投资理念,遏制投机;基于对交易价值的合理判断,也可以在发行端放松管制的过程中,形成市场对于债券的“优胜劣汰”自然选择,形成市场约束,起到市场“稳定器”的作用。<sup>[16]</sup>

前证监会主席郭树清在2012年上海陆家嘴论坛上曾提出,推进我

---

[14] 参见吴国舫、袁康:“构建我国股票发行注册制的法理逻辑”,载《证券法苑》2014年第10卷。

[15] Rohini Tendulkar Gigi Hancock: Corporate Bond Markets: A Global Perspective, IOSCO, Volume 1 April 2014.

[16] 参见何明娟:“我国公司债券发行市场法律制度的完善”,华东政法大学硕士学位论文,2005年。

国资本市场发展,需要以更大决心和更细致的服务培育机构投资者,发展各种专业化的机构投资者。唯有培育强大的机构投资者队伍,才有希望建立强大成熟的资本市场。<sup>[17]</sup> 在这一方面,一个以机构投资者为主的债券市场相较于一个以个人投资者为主的股票市场,在市场结构这一方面更加符合实行注册制的条件,也可以更好地贯彻和发挥注册制以信息披露为前提的市场自治理念。而且,从市场运行实践来看,由私募债券延伸至公募债券,由民营企业债券延伸到国企债券,公司债券违约事件已逐渐成为常态,债券市场价格波动更是常常出现。相较于股票市场剧烈震荡引发社会热议,成为影响社会和谐的重要因素,债券市场的波动和违约事件并没有引发媒体过度的热议或者抨击,我国债券市场呈现整体平稳态势。这一方面是由于我国债券市场的社会关注度较低,另外一方面也有赖于整个市场的投资者理性和契约精神。

## (二) 投资者适当性管理为前提的注册制实践基础

银行间债券市场自成立以来,一直坚持建设机构投资者债券市场的思路。根据《全国银行间债券市场债券交易管理办法》第8条的规定,商业银行及其授权分支机构,具有法人资格的非银行金融机构和非金融机构才可参与银行间债券市场,在投资者适当性方面明确仅有机构才能进入参与投资。2008年3月,人民银行发布公告,推出《非金融企业债务融资工具管理办法》,规定短期融资券以及中期票据等债务融资工具的发行,都采取在交易商协会注册的方式发行。银行间债券市场注册制实践中,以约束发行人信息披露为重点,通过对主承销商、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构业务行为的引导和规范,重视市场行为的公开透明,最终实现投资人自主判断、自担风险,并逐步探索以市场化的方式解决债务违约事件,逐渐形成市场理性和市场约束。期间,银行间债券市场在限定机构参与的投资者适当性制度基础上,通过公司债券发行注册制探索,已经产生了良好的市场效果。

公司债方面,2015年1月,证监会实施《公司债券发行与交易管理办法》,替代了2007年的《公司债券发行试点办法》。根据最新规则,

---

[17] 参见前证监会主席郭树清在2012年陆家嘴金融论坛上的发言“不改善金融结构中经济将没有出路”,载《国际经济评论》2012年7月刊。

公司债发行主体从上市公司放宽到全部公司制法人,发行条件也大幅降低,并丰富发行方式,简化发行审核流程,进一步贯彻落实“以信息披露为核心”的监管理念,开启了公司债发行“准注册制”的探索。<sup>[18]</sup>发行审核改革过程中,交易所债券市场也已经开始探索针对不同信用等级产品划分不同投资者群体的安排,高信用等级的债券继续向公众发行,其他信用等级的债券只向合格投资者(包括机构投资者和高净值个人投资者)发行,在投资者分层方面开始探索。<sup>[19]</sup>

可见,目前我国公司债券市场已经有银行间债券市场的注册制实践,与交易所债券市场的“类注册制”探索。两个市场的运行过程中,发行监管在信息披露把关,市场参与主体归位尽责,发行人和投资者市场在理性选择方面都进行了有益的尝试,形成了许多宝贵的实践经验,可以为全面发行注册制改革提供参考借鉴,也能够为市场接纳改革,减少市场冲击提供有效的缓冲与安全垫准备。

### 三、如何实现注册制——债券注册制的法制构建

改革必须于法有据,也应该兼顾现状。公司债券发行注册制改革是一项系统工程,既包括法律制度的修订统一,又包括法制意识的增强、执法能力的提升,配套规则的构建,需要统筹考虑。实施债券发行注册制,既需要对现行《证券法》进行修改,制定完善行政规章等法律实施配套制度,全面反映改革理念和责任配置的要求;<sup>[20]</sup>同时还应立

[18] 参见证监会官网:“证监会进一步提高公开发行公司债券审核工作透明度”,载 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gszqjgb/gzdtgszj/201508/PO20150810558060314542.pdf>,2016年2月1日访问。

[19] 根据2015年1月《公司债券发行与交易管理办法》规定的投资者适当性规则,资信状况符合该办法第18条标准的公司债券可以向公众投资者公开发行,非公开发行的公司债券应当向合格投资者发行,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式,每次发行对象不得超过二百人。

[20] 参见黄炜:“股票发行注册制的改革理念、责任配置与制度建构——黄炜主席助理在‘2015陆家嘴论坛’上的讲话”,载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201506/t20150626\\_279771.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201506/t20150626_279771.html),2015年12月2日访问。

足我国市场所处的发展阶段和既有的市场格局,结合既有的实践经验,考虑改革的成本及实施难度等因素,实现“应然理想”与“实然现状”之间的兼顾协调。

### (一) 统一准入标准,明确公司债券市场发行规则

我国现有的三类公司债券体系中,证监会体系监管的公司债明确以现行《证券法》为依据设计相关发行交易制度。企业债方面,《企业债券管理条例》第5条界定企业债券是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。国家发展改革委《关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》中已明确规定,企业在境内发行债券,应当按照《公司法》、《证券法》、《企业债券管理条例》等法律法规和国务院有关文件规定的条件和程序进行报批和发行,正式承认《证券法》的母法地位。唯有银行间债券市场方面,虽然《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第2条规定,非金融企业债务融资工具是约定在一定期限内还本付息的有价证券,但其界定的上位法依据是“《人民银行法》及相关法律、行政法规”,形成了开展证券业务然而游离于《证券法》监管之外的特殊现象。

作为一个独立运行的重要的公司债券市场体系,银行间中期票据、短期融资券等债务融资工具今后怎样在我国法律体系中进行定位,应该在《证券法》中有所交代。<sup>[21]</sup>从本质来说,公司债、企业债、中期票据、短期融资券等都是具有独立法人资格的公司或企业发行的,约定未来一定时间还本付息的有价证券。这种筹资者和投资者通过资本市场建立起来的借贷关系,应在《证券法》中受到统一监管和调整,以维护我国统一的资本市场法制体系,维护《证券法》作为这一市场基本法的严肃性和全面性。

公司债券发行规则方面,目前公司债和企业债适用《证券法》相关规定,实行核准制,并严格执行净资产比例、利息保障倍数等限制;短期融资券、中期票据等则依据人民银行制定的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》及相关规则实行注册制,不完全适用《证券法》相关要求。从而造成了同一个资本市场格局下,不同债券品种

---

[21] 参见王博森:《中国债券市场:分析与研究》,人民出版社2015年版,第225页。

规则适用不一,发行条件和发行约束等也存在较大差异的现状。实践中,由于三种类型公司债券在市场份额上存在一定的竞争关系,造成监管主体不断在公司债券发行准入、上市交易条件、融资费用、清算交收效率和市场服务便捷性等方面进行改革,以建立起比较优势。这客观上使我国在短期内建立起了一个迅速发展,市场化程度较高的公司债券市场,有一定的积极意义。<sup>[22]</sup>但是,监管竞争往往容易带来许多负面的影响,造成监管部门在竞争中减低监管标准,放松监管力度,以达到某种目标,进而可能演变成为政府部门之间的利益之争,造成“监管探底”(Race to the Bottom)的现象,不符合依法行政和合理行政的要求。<sup>[23]</sup>正如证监会副主席方星海所言,实际工作当中,有些部门还是把短期利益考虑得多了一点,就是所谓的把市场要做大,交易要多,量做大,但是风险管控的能力相对弱一点。<sup>[24]</sup>

欧盟研究显示,监管框架的一体化,更加协调和简洁的法律体系对于公司债券市场的发展至关重要。<sup>[25]</sup>我国公司债券市场经过竞争中的相互模仿和经验借鉴,三套公司债券的发行思路已经逐步向注册制转变,规则也在互相学习借鉴,形成了日益趋同的公司债券规则和功能相近的市场结构与基础设施安排。<sup>[26]</sup>根据这一情况,应该在统一《证券法》母法权威的基础上,在法律法规和部委规章层面对于债券发行相关基础规则予以协调统一,明确规定实行债券发行注册制,强化市场约束,减少行政干预与监管层面的无序竞争。<sup>[27]</sup>在《证券法》法律规则

---

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

[23] 参见沈炳熙、曹媛媛:《中国债券市场:30年改革与发展》,北京大学出版社2014年版,第134页。

[24] 国务院新闻办公室于2015年12月25日举行国务院政策例行吹风会,证监会副主席方星海介绍《关于进一步显著提高直接融资比重优化金融结构的实施意见》的有关情况,在答记者问时的相关表态。

[25] Erwin Nierop: Developing corporate bond markets: a European legal perspective, European Central Bank, Proceedings of a BIS/PBC seminar, 17-18 November 2005.

[26] People's Republic of China Bond Market Guide, ASEAN + 3 Bond Market Guide, Volume 1, Part 2.

[27] 参见沈炳熙、曹媛媛:《中国债券市场:30年改革与发展》,北京大学出版社2014年版,第132页。

层面,应该对监管部门、债券种类、发行主体、发行条件以及负面清单等方面予以规定,明确公司企业公开发行债券融资,进入公司债券市场的标准和原则。并且,明确授权相关债券监管部门具体制定配套规则的权力,并对于权力范围做出限制,对于监管部门统一标准,加强监管协调做出要求。在监管部门的规章层面,进一步完善《公司债券发行与交易管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》等专门针对某类品种公司债券的综合性规范,在注册发行信息披露要求,投资者适当性管理,债券存续期管理,债券违约应对以及相关惩戒措施等方面做出规定,并根据上位法要求实现这些综合管理制度上的协调统一,避免尺度的原则差异与“监管标准下沉”的冲动。

## (二) 各债券品种协调并进,实行市场的差异化发展

资本市场制度改革应处理好积极推进与稳步实施的关系,公司债券市场的法制设计应立足全局、着眼长远,稳步实施,在积极推进改革的同时着力维护资本市场平稳发展。统一上位法依据及发行条件等原则性规则对于维护债券市场法制权威,减少监管套利具有重要意义,在此基础上,应结合我国债券市场三种公司债券品种分立的客观现实,思考各个债券品种以及各债券交易场所的差异化发展模式。

目前,常有文献用“五龙治水”来描述我国债券市场监管主体并存,债券品种林立的现状。究其核心,这些诟病源于规则的不统一,以及监管方面的不协调,造成监管空白和宏观审慎把控的失灵。<sup>[28]</sup> 结合我国债券市场发展实际,在明确规则,协调配合的基础上,必须承认“五龙治水”的状况可能还将继续存在,如何更好地“协调治水”应该是学术界和实务界更需思考的主题。目前,证监会、人民银行及国家发改委系统已经为公司债、非金融企业债务融资工具和企业债的发行交易建立了较为完备的监管机制和市场基础设施,在统一《证券法》母法规则的基础上,一方面可以考虑分别适用现有体制予以发行监管,以充分利用现有监管资源,减少改革阻力,避免发行监管巨变对于市场的冲击和不利影响;另一方面应充分利用现有公司债券部际协调机制,致力于

---

[28] Mangal Goswami and Sunil Sharma: The Development of Local Debt Markets in Asia, IMF Working Paper, WP/11/132, June 2011.

在现行发行监管框架下,促进相关部门依法加强监管协调和信息共享,发挥合力,推进市场协同发展。<sup>[29]</sup>

这种市场的差异化发展可以借助交易场所的上市规则差别和投资者适当性差别予以实现。如前所述,证券交易场所可以对通过发行注册进而申请上市的证券的流通价值进行“价值审查”以决定是否同意证券的上市。<sup>[30]</sup> 并可以根据市场地位的安排进行不同的投资者适当性制度引入风险识别和承受能力相当的投资者进入市场进行买卖交易。根据这一原理,应该允许并积极发挥交易所市场、银行间市场等债券市场良性竞争与协作的机制,提倡鼓励各交易场所结合本市场发展沿革、交易习惯、投资者群体等特色进行上市要求和投资者准入的差别化发展,为债券市场提供差异化、特色化的服务,满足不同类型投融资群体的需求。

#### 四、怎样开展注册制——债券注册制具体安排探讨

在完成法律法规层面对于债券注册制的顶层设计后,需要关注和探讨怎样具体开展注册制,即注册制的具体安排问题。一方面应明确债券注册实施制度,引导市场参与各方尽责履职,使顶层规则有效落地和贯彻;另一方面也应关注实施过程中对于市场参与各方的约束问题,严明市场纪律,规制各方按章办事。

##### (一) 发行注册的实施问题

开展债券注册制,首先应明确注册内容要求、注册程序要求和注册实施机构等具体实施操作过程中的相关法制理念与规则内容,以债券注册制的逻辑内涵为指导和依据,构建实施制度改革的规则体系。

##### 1. 注册什么——注册内容和文件的充分性与有效性

境外实践中,普遍要求注册内容应该覆盖发行人全部相关有用的

---

[29] 参见王博森:《中国债券市场:分析与研究》,人民出版社2015年版,第232页。

[30] 参见郑斌:“论证券发行监管的改革路径——简论注册制的争论困境及制度设计”,载《证券法苑》2011年第5卷。

财务信息和经营信息,确保信息充分性。美国《1933年证券法》中明确规定,发行人注册登记文件及公开说明书须符合披露要件,且必须向潜在的投资者提供其全部的、实质性的信息。<sup>[31]</sup>其立法精神是保证股票发行人提供足够的信息和材料,禁止在证券发行过程中有欺骗或不实的宣传,但并不保证投资者可以通过购买证券而获利,而是让投资者自行判断投资的必要性。ESMA《募集说明书指引》规定的文件要求中也明确,披露的信息应当充分,尽可能客观地反映发行人的财务状况以及与证券有关的其他权利。

在强调信息披露全面和充分的前提下,注册制的信息披露要求也应该考虑成本与效率。SEC披露规则也明确,注册文件应简洁易懂,有利于投资者理解为标准。正如SEC所言,完整披露不是指冗长披露,而是对“相关”信息进行充分披露,<sup>[32]</sup>对不相关的信息则应一笔带过或干脆略去。从而确保证券发行人提供重要信息的前提下,也能降低披露成本,提高信息对于投资者的可理解性和有效性。<sup>[33]</sup>这一点充分体现在美国证券市场募集说明书详略得当的篇幅安排上,其正文部分一般在一百多页,如Facebook为170页, Twitter为173页。<sup>[34]</sup>ESMA信息披露一体化构建中,也明确表示需要在投资者信息需求和发行人信息披露成本方面谋求平衡,<sup>[35]</sup>要求文件应以易于分析和理解的形式列报。根据《募集说明书指引》的规定,为确保此信息易于理解,募集说明书应包含一份摘要,简述发行人、任何担保人及证券的基本特征以及相关风险,此类摘要还应当以非技术性语言撰写,正常情况下篇幅不超过2500字。<sup>[36]</sup>

可见,从境外市场看,证券注册均采用信息披露为本的监管理念,要求披露对投资者投资决策有重大影响的所有信息,要求提交说明书

---

[31] 1933 Securities Act, Sec. 8.

[32] 参见 SEC 职责介绍,载 <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#laws>。

[33] OECD: Corporate Bond, Bondholders and corporate Governance, OECD Corporate Governance Working Papers No. 16.

[34] 参见潘妙丽、徐洋:“‘注册制’下审什么?——以美国 SEC 及中国证监会发行审核反馈意见为例”,上海证券交易所资本市场研究所研究报告。

[35] 参见 ESMA 介绍,载 <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>。

[36] Prospectus Directive 2001/34/EC, Preface.

或公开募集书(各市场的具体名称有所不同),并辅之以财务报表等注册文件。在这种理念和要求下,注册机构为提高实际操作性以及披露精确度,一般就公开募集书的内容和格式、注册所需提交文件清单出台细则,构建框架式的披露格式要求,强调信息披露的充分性和有效性的平衡。我国债券市场发行监管实践中,银行间债券市场信息披露表格体系已经有较好的实践基础,值得其他市场学习借鉴。在此基础上,应结合我国债券市场现有特色,借鉴欧美框架式披露模式,对于需要披露的文件以框架指引的方式予以明确,一方面确保信息披露的充分性,另一方面也尽量降低发行人披露成本。

## 2. 怎么注册——注册程序的确定性与自由裁量的弹性

注册制之下,注重披露文件的形式审核,主要审查注册文件及其信息是否完备、是否符合信息披露规范的要求,因此注册过程也是一个对于信息披露文件不断完善的博弈过程。具体程序上,注册机构一般会对注册文件进行意见反馈,要求修改或补充注册信息,反馈意见的数量和轮数因市场而异,申请人修改或补充信息后即注册生效,没有类似我国股票发审委的审核机构设置。在注册的时限上,因市场而异,从几个工作日到数月不等,取决于各市场注册审核内容的复杂程度,但一般对于注册机关的审核进度有严格的时限规定,从而实现审核程序与审核时限的可预期性。以美国为例,审核过程中,SEC并不去核实这些内容的真实性 and 可靠性,对信息的正确性不做任何判断,也不去判断该项证券发行能否给投资者带来利益。注册过程是SEC与发行人就信息披露进行对话的过程,过程公开透明,时间可以预期。<sup>[37]</sup>

同时也应注意到,根据注册制的完全披露原则,涉及证券投资价值的、与投资者决策相关的所有实质性信息都应当进行披露,这个探索全部实质信息的过程也是一个注册机构与发行人对于实质信息判定进行博弈和沟通的过程,不可避免会涉及两方的自主判断与自由裁量。美国《1933年证券法》第8条规定,SEC在确定注册文件生效的过程中,必须考虑发行人信息的充分性,并要关注拟注册证券的性质,拟注册证券与发行人资本结构之间的关系以及证券持有人的权利被他人理解的

---

[37] 参见刘君:“美国证券公开发行如何做到‘注册制’”,证监会规划委研究院报告。

便利程度等问题,同时还要考虑维护公共利益和保护投资者。可见,SEC工作人员在具体审核中,对于何为“实质性”信息,以及实质性信息是否得以真实、准确、完整的披露,需要在大量专业性、综合性的判断中运用自由裁量权。<sup>[38]</sup> 发行文件的注册过程无法排除注册机构人员的自由裁量,也不应回避这种自由裁量。

国内公司债券注册制度设计中,应该结合现有的注册制和准注册实践予以改进。确定性方面,不仅对反馈时限设定明确要求,对于反馈的内容也有所限定和规范,比如应考虑规定第一次反馈需全面要求补充相关材料,后续反馈应针对第一次反馈所确定的范围内的信息进行补充,提高整个反馈过程的有效性和可预期性。在反馈的沟通过程之外,也应该重视节点签批、公文流转、盖章签字等行政性事务的约束和规范,确保时限与流程的透明公开,进而维护从申请注册到完成注册全流程的可预期与规范化。并且,在这个过程中,充分借鉴框架式信息披露思维来维护信息披露要求的规范统一,约束具体注册工作人员的行为,并应允许适当程度的自由裁量空间,对于哪些材料属于“与偿债相关信息”的范围认定上容许合理空间的自主判断与理解。

### 3. 谁来注册——注册机构模式选择以及与上市审核的关系

从境外市场来看,注册机构主要有证券监管机构和证券交易场所两种模式,分别以美国和香港地区为典型。香港地区模式中,证券交易场所承担注册任务,证券监管机构有监督和否决的权力,保留最终权威。美国模式中,则由证券监管机构负责注册,取消发行条件,以信息披露为中心,交易所仍然负责上市审核。目前,我国公司债“准注册制”改革中,仍然明确由交易所实行“上市预审核”,由证监会进行发行核准,外观上实行的是发行审核和上市审核分离,形成了监管层实行发行监管,交易所实行上市审核的“类美国模式”。银行间债券市场中,作为监管主体的人民银行直接授权交易所银行间交易商协会进行注册,属于比较明显的发行审核与上市审核合一的“香港模式”。

在不同外观下,不同市场注册制内在的法理与逻辑并无本质差别,

---

[38] 参见沈朝晖:“流行的误解:注册制与核准制辨析”,载《证券市场导报》2011年第9期。

内涵与外延有诸多共同之处,注册制的架构搭建,均在明确价值目标取向的前提下,紧密结合当地市场实际情况进行,并无明显的高下优劣之分。在我国公司债券注册制设计过程中,如果实行发行注册上市审核合并,则应由交易所予以审核,确保公司债券公开发行与上市的衔接;如果实行发行注册与上市审核分离,为充分利用监管资源,并适用注册制信息披露为核心的逻辑思路,应该强化上市审核的作用,相应降低发行注册的权重。具体安排上,可以继续上市审核在注册后进行的现行做法(如美国),也可以上市审核前置,改为在注册申请或生效前进行(如我国台湾地区、日本、新加坡等),但上市前置可能更切合注册制改革的目标和要求。

## (二) 发行注册的约束问题

SEC 官方表示,证券领域的有效监管高度依赖其强大的执法体系,对于市场参与各方形成有效震慑和约束以严明市场纪律,确保各方根据现有规则规范运作。<sup>[39]</sup> 美国《1933 年证券法》作为追求“证券真相”(truth in securities)的法律,有两大监管目标:其一是保证证券投资者获取所有相关财务信息和其他重要信息,其二是与第一个目标配套的防止欺诈、误导和证券销售过程中的其他类型虚假行为,形成有效规则约束。正面引导与反面惩戒需要协同实行,可见,开展债券发行注册过程中,不仅要构建实施注册制的全套制度,也要注重对于市场主体的约束机制,约束与威慑各方根据注册制的要求参与债券发行过程。<sup>[40]</sup>

### 1. 信息披露义务人的“如实披露”约束

发行人及中介机构作为注册制“信息充分市场前提”下的信息披露义务人,在发行过程中负有全面的信息披露义务,应该成为注册制约束的首要主体。如何形成对于发行人和中介机构的有效约束,也会成为影响我国债券市场发行注册制实际效果的重要内容。对于信息披露义务人建立纪律约束的首要任务,便是打击财务造假及其他信息披露违法违规行为。发行人的质量优劣放手给市场判断,但财务报告“真

[39] 参见 SEC 执法权限介绍,载 <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org>。

[40] 参见金幼芳、李有星:“论证券发行注册制的理想与现实”,载《证券法苑》2014 年第 11 卷。

与假”、信息披露“虚与实”，证券监管主体应管得住、管到底。<sup>[41]</sup> 国内证券市场目前对于加强事中事后监管的探讨已经持续许久，证监会等监管主体在加强行政执法资源，强化执法手段，实行处罚惩戒等方面也有诸多探索。对于我国债券市场而言，监管分裂的现实情况对于中介机构和发行人监管提出了更为棘手的挑战：监管套利问题。三个债券品种和两大债券市场之间如何实现执法的互认与协同，直接关系到监管措施的实际执行效果。

ESMA 作为协调欧盟多个金融市场政策的监管机构，其有益经验可以提供相应借鉴。根据 ESMA 介绍，其最重要的监管抓手就是风险监控、市场规则统一以及促成各国的监管协同。<sup>[42]</sup> 监管协同需要不同的发行监管主体和交易场所自律组织对于类似的市场失当行为予以惩戒，避免监管套利和监管探底，维护高标准的管理体系。具体需要在以下几个方面做好工作：监管经验的共享与交流，市场参与主体相关诚信及守法信息的互联共享，市场主体行为守则的借鉴和协同，监管实践经验的交流以及监管人员的交流学习，不同监管主体惩戒措施的互认与执行。<sup>[43]</sup> 在我国债券市场目前已经形成了多个发行审核主体，多个上市交易场所的市场格局下，借鉴欧盟相关经验促成监管协同，形成对于发行人和中介机构的有效约束，具有十分重要的借鉴意义。

而且，由于证券监管主体普遍对于发行人没有直接监管职权，对于发行人的信息披露约束更加困难。这一过程中，应该注重中介机构对于防范欺诈不可替代的作用。整个发行过程中，中介机构对发行人的情况最为熟悉，最可能发现欺诈情形。而中介机构在有力的诉讼制度和行政执法的压力下，整体上注重品牌建设和维护，建立了有效的风险控制制度，基本上能有效履行职责，防范欺诈，是“注册制”顺利运行的关键。<sup>[44]</sup> 公司债券发行承销市场竞争激烈，更应该注重引导中介机构建立长期理性的工作制度，注重对于发行人的筛选和约束，维护市场声

[41] 参见王啸：“我们需要什么样的注册制”，载《上海证券报》2013年11月20日版。

[42] 参见 ESMA 监管介绍，载 <https://www.esma.europa.eu/supervision/supervision>。

[43] Prospectus Directive 2001/34/EC, Preface.

[44] 参见李国运：“美国资本市场信息披露制度监管体系研究”，载《财会通讯（学术版）》2007年第6期。

誉,构建良性的生态系统。

## 2. 投资者的“买者自负”约束

实行债券发行注册制改革,以市场化思维构建发行制度,相应地,充分信息披露前提下对于完成发行销售的债券,其后续的市场价值波动和违约事件管理,也应该以市场化的方式实现,避免行政化的干预,明确“买者自负”的市场纪律,对于投资者形成市场约束,避免反向激励。债券市场违约是正常的市场规律起作用的结果,应客观、理性地看待。任何市场化的融资方式都存在违约的可能性,美国、欧洲等境外成熟市场每年也有一些违约事件发生。国内债券市场过去一直存在隐性信用背书,随着政府与市场边界的厘清,债券市场出现局部违约,只要不是普遍性、连锁性的违约事件,应属于正常现象。如证监会副主席方星海所言,经济在变化,谁也不能保证,买了债券,每一家发债的主体都能够按时兑付,具备一定能力的投资者有一定风险分析的能力,还有风险承担的能力。如果发生风险,那就打破刚性兑付,市场该怎么解决就怎么解决。<sup>[45]</sup>

实践中,银行间“福禧事件”、“海龙事件”等事件的妥善处理,交易所债券市场“超日事件”、“华锐风电事件”等债券违约风险事件的处置,充分说明市场化措施可以实现对突发事件及时反应并果断处置,可以在一定程度上有效化解单体信用风险,<sup>[46]</sup>有效降低个体事件对市场平稳运行的冲击,并不一定需要政府资金支持才能处理相关违约事件。我国信用类债券市场监管主体,自律主体和发行人中介机构等都从中汲取和积累了一定的经验,较好地实现了市场理念的宣传教育。下一步,在明确债券发行注册制度,加大市场化改革力度,推进“宽进严管”的行政管理体制改革前提下,应该更加重视完善以市场自治为导向的违约应对机制,包括加强债券市场信息披露和投资者教育,督促债券发行人、中介机构以及投资者按照法律规定以及债券契约切实履行各方权利和义务。根据市场发展进度,对于类城投和国企等有政府“隐性

---

[45] 国务院新闻办公室于2015年12月25日举行国务院政策例行吹风会,证监会副主席方星海介绍《关于进一步显著提高直接融资比重优化金融结构的实施意见》的有关情况,在答记者问时的相关表态。

[46] 参见时文朝主编:《非金融企业债务融资工具规则解析》,中国金融出版社2013年版,第180页。

担保”的公司发行的债券,更应该明确行政介入的边界,让市场的归市场来处理。一方面约束该类企业无限膨胀的举债冲动,另一方面也给投资者释放正确的信号,去除隐性担保,督促投资者形成“买者自负”的市场约束。

## 五、结语

证券发行监管应确保市场的透明度,使有关交易的信息(包括交易前和交易后的信息)在实时的基础上公之于众。债券发行注册制,是遵循市场经济规律和法制政府理念的应然选择,是在发行监管环节由“替民做主、准入管制”向依法行政、公共服务转变的有益探索。实行债券注册制改革,需要重视和厘清行政监管与市场自治的权限和范围,以证券发行监管的逻辑起点为依据,注重维护市场信息透明与尊重市场自主决策权利。

结合国内债券市场的市场格局和运行实践,不难发现实行债券注册制已经有一定的市场基础。目前,银行间债券市场根据人民银行规章实行的注册制实践,以及交易所债券市场在现行《证券法》框架下建立的“准注册制”体制都证明了放松管制,以注册制理念管理公司债券市场具有巨大活力与潜力。特别是交易所市场,自2015年全面推行市场化改革以来,公司债市场取得了突飞猛进的发展,为拓展企业融资渠道,降低融资成本,支持利率市场化改革发挥了很大作用。

下一步,应结合我国现有债券市场实践经验,吸收行之有效的规则制度,积极稳妥推进债券发行注册制度的改革,坚持法制化、规范化的原则,明确债券市场监管职责,统筹债券市场运行体制、市场准入和市场日常监管,避免规则冲突或监管盲区。当前,更应借助《证券法》修法的历史契机,一方面,争取将所有公司债券品种统一纳入《证券法》管理体系,明确规则,完善配套制度;另一方面,探索将股票发行注册制与债券发行注册制统筹考虑。在此基础上,完善实现市场化所必需的配套体系,鼓励不同类型公司债券协调发展,走差异化发展道路,维护公司债券市场的稳定与发展大局。