

论我国《证券法》中公司债券法律制度的适用与完善

张 媛*

摘要:在特定的市场环境和历史背景下,我国公司债券制度从体系到内容都呈现分裂状态。银行间债券市场的企业债务融资工具本质上属于公司债券,却游离于《证券法》之外,形成了一套相对独立的公司债券法律制度。基于法制统一原则和公司债券市场发展需要,应当重构公司债券法律制度,这有赖于《证券法》的修改。应当确立《证券法》调整规范公司债券的基本法地位,其中相关制度的修改,应本着公司债券法制基础统一、循序渐进推进监管体制统一、按照市场化导向实行制度重构、尊重公司债券基本特征的原则,借鉴银行间债券市场制度优势。

关键词:《证券法》 公司债券 适用 完善

长期以来,我国资本市场遵循“重股轻债”的发展路径,形成了股票市场大、公司债券市场小的“倒金字塔”结构,而且,相对滞后的公司债券市场,还呈现出分割对立状态,与近年来反复强调的大力发

* 上海证券交易所法律部员工。

展公司债券市场,努力将其发展成为提高直接融资比重的重要渠道的目标,相去甚远。^①目前,致力于发展公司债券市场的措施,主要集中在政策、业务和操作层面,如推进商业银行进入交易所债券市场、进行债券后台托管体系的互联互通,加快交易所市场公司债券发行审核步伐等,而配套制度的建设却按兵不动,对如何化解制约公司债券市场发展的制度分裂格局,完善基本法律制度,立法界、理论界关注不多。但事实上,法律制度是市场发展的基础性条件,无论正在努力摆脱边缘化危险的交易所债券市场,还是已经得到超规模发展的银行间债市场,具有普适性和稳定性的债券制度始终是主导市场发展和变迁的关键因素。在两大市场开始互联互通、制度规范呈融合端倪的背景下,^②正视和解决公司债券法律制度分裂困境,实行制度重构,健全和完善配套法制,已是未来《证券法》修改面临的重大课题,也是公司债券市场未来持续发展壮大的基础性、必备性条件。

一、多元化:我国公司债券法律制度体系的现状

(一)公司债券法律体系中的两部基本法律

公司债券法律体系,^③指调整公司债券的法律法规、行政规章和市

^① 早在2004年,国务院《关于推进资本市场改革开放和稳步发展的若干意见》就规定,积极稳妥发展债券市场。在严格控制风险的基础上,鼓励符合条件的企业通过发行公司债券筹集资金。2008年12月,国务院办公厅在《关于当前金融促进经济发展的若干意见》中再次强调,要扩大债券发行规模,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月通过的《国民经济和社会发展“十二五”规划纲要》更是明确要求,积极发展债券市场,完善发行管理体制,推进债券品种创新和多样化,稳步推进资产证券化。

^② 建立在国务院提出的发展市场化公司债券政策之上的交易所“公司债券”市场和银行间中期票据市场,具有相同的市场化价值定位和逻辑起点,在三年多的监管竞争实践中,伴随上市银行重返交易所债券市场的政策实施,两套模式的运作规则开始相互借鉴,呈现趋同的态势。

^③ 法律体系是由一国现行的全部法律规范按照不同的法律部门分类组合而形成的一个呈体系化的有机联系的整体。(参见张文显主编:《法理学》,高等教育出版社2003年版,第98页)在我国法制建设的过程中,法律体系原理能够指导立法活动,使得法律体系协调统一,共同发挥作用,避免法律之间的冲突(参见钱大军、卢学英:“论法律体系理论在我国立法中的应用”,载《吉林大学社会科学学报》2010年7月)

场业务规则之架构。在这一架构中,《公司法》、《证券法》是规范公司债券的基本法。《公司法》第七章“公司债券”集中规范公司债券的基本属性和法律特征,其中第154条明文规定,公司债券指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。依此,凡是公司法人,不论是股份有限公司还是有限责任公司、国有独资公司,所发行的约定一定期限内还本付息的有价证券,都属于法律意义上的公司债券,应当适用《公司法》。

《公司法》第154条还明确规定,公司发行公司债券,应当符合《证券法》规定的发行条件。由此,《证券法》作为资本市场基本法,也是规范公司债券的基本法律制度,特别是,《公司法》仅对“公司债券”给出基本法律定义和特性描述,对公司债券发行、上市交易的具体制度均规定于《证券法》中。由此,凡是公司制企业发行还本付息有价证券,以及发行后上市交易,主要受《证券法》的约束。在这个意义上,相对于《公司法》,《证券法》在公司债券的规范中发挥更为重要的作用。

(二) 三套公司债券制度并存的多元化现状

《证券法》是规范证券发行上市、交易、监管的基本法,公司债券法律制度的构建,应当以《证券法》为基本依据,相关的法律体系也应当以其为统帅,处于下一位阶的行政法规、部门规章以及公司债券市场交易组织者颁布的业务规则,应当与《证券法》保持一致。在已有《证券法》这部基本法律对公司债券发行、上市作出基本规定的情况下,就不应当再出现其他法律、法规、规章或规范性文件对公司债券基本内容的不同规定,更不应当有名义上不同于公司债券、但实质上仍然属于公司债券的约定还本付息之证券游离于《证券法》之外。

但在我国资本市场中,公司债券法律制度除《公司法》、《证券法》这两部基本法律之外,还存在着三套公司债券法律制度:一是《企业债券管理条例》规范调整下的“企业债券”,监管机构为发改委,在银行间债券市场和交易所债券市场中交易;二是《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》及其配套规范性文件规范^④调整下的“企业债务融资工具”,行政

^④ 主要是银行间市场债券交易商协会制定的诸多业务规则。

监管机构为人民银行,主要由银行间债券市场实行自律管理,在银行间债券市场交易;三是《公司债券发行试点办法》及其配套规范性文件所规范调整的狭义上的“公司债券”,监管机构为证监会,在交易所债券市场交易(具体制度见下表)。

公司债券法律制度适用一览表

| 名称 | 颁布机关 | 法律属性 |
|------------------------------|--------------|---------|
| 1. 狭义公司债券适用的法律制度 | | |
| 公司法 | 全国人民代表大会 | 法律 |
| 证券法 | 全国人民代表大会 | 法律 |
| 公司债券发行试点办法 | 中国证监会 | 行政规章 |
| 公开发行人公司债券募集说明书 | 中国证监会 | 行政规范性文件 |
| 证券市场资信评级业务管理暂行办法 | 中国证监会 | 行政规章 |
| 证券交易所公司债券上市规则 | 沪、深证券交易所 | 市场业务规则 |
| 2. 企业债券适用的法律制度 | | |
| 公司法 | 全国人民代表大会 | 法律 |
| 证券法 | 全国人民代表大会 | 法律 |
| 企业债券管理条例 | 国务院 | 行政法规 |
| 关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知 | 发改委 | 行政规范性文件 |
| 关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知 | 发改委 | 行政规范性文件 |
| 3. 企业债务融资工具适用的法律制度 | | |
| 全国银行间债券市场金融债券发行管理办法 | 人民银行 | 行政规章 |
| 银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法 | 人民银行 | 行政规章 |
| 关于加强银行间债券市场信用评级作业管理的通知 | 人民银行 | 行政规范性文件 |
| 银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册规则 | 银行间市场债券交易商协会 | 市场业务规则 |
| 银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则 | | |
| 银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则 | | |

续表

| 名称 | 颁布机关 | 法律属性 |
|-----------------------------|--------------|--------|
| 银行间债券市场非金融企业债务融资工具募集说明书指引 | 银行间市场债券交易商协会 | 市场业务规则 |
| 银行间债券市场非金融企业债务融资工具尽职调查指引 | | |
| 银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引 | | |
| 银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引 | | |
| 银行间债券市场非金融企业债务融资工具非公开定向发行规则 | | |

在上表显示的制度框架下,公司债券这一在国外有着通用名称的证券产品,在我国因监管机构的差异而出现三种不同称呼,适用三套不同的各自为政的法律规则。其中,狭义公司债券、企业债券适用《证券法》,而“企业债券”及“非金融企业债务融资工具”采用了不同的称谓,实质上是从名称上刻意区别于《公司法》、《证券法》所规范的“公司债券”,进而游离于《证券法》的调整和规范,在其之外建立出独立的法律规范。但从本质上看,实践中大量存在的及“非金融企业债务融资工具”,事实上大多属于公司制企业发行的约定一定期间还本付息的有价证券,属于《证券法》意义上的公司债券。一个基本共识是,银行间债市之所以采用“非金融企业债务融资工具”、“中期票据”、“短期融资券”等名称^⑤,很重要的一个原因是为了规避《证券法》相关条款,免受公司债券发行条件、发行程序、交易场所与交易方式等规定的约束。这种三足鼎立的公司债券法律制度状态,导致我国公司债券法律体系政出多门,内在分裂。^⑥

^⑤ 其中,“债务融资工具”之称呼,在经济学上使用较多,并非法律概念;而将部分还本期限在3年以上的债务融资工具称为“中期票据”,更是名不副实,似是而非,与《票据法》意义上的票据相去甚远。

^⑥ 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。

二、公司债券法律体系多元化下的制度分割

多元化的法律体系通常伴生法律制度的分割。一套多头管理的公司债券法律体系下的具体法律制度,基于不同的市场环境、监管思路、价值取向和利益诉求,相应地缺乏共同的价值基础和逻辑起点,相互之间处在诸多的矛盾冲突中。

(一) 发行监管模式的分割

公司债券法律制度中,发行上市制度最为核心,目前之分裂,在公司债券发行层面表现得最为显著。发改委监管发行的企业债券、证监会监管发行的“公司债券”以及人民银行主管下的交易商协会监管的企业债务融资工具,在发行监管模式、发行人资格要求、募集资金投向、发行人履约担保、发行人信息披露、发行后的上市交易机制等方面,无论是监管理念还是制度逻辑和具体安排,都存在明显差异。

1. 企业债券采取“行政型”审批监管模式。1993年《企业债券管理条例》实施后很长一段时间,企业债券一直实行“先核定规模、后核准发行”的审批模式,由发改委核定每一年度发债规模后再核准每家的发行方案,以便监管部门安排年度资金使用和监管审核工作,带有浓厚的行政色彩,可以称之为“审批制”模式。2008年发改委在《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》中,将先核定规模后核准发行两个环节合二为一,简化了审批程序,放宽条件,并逐渐向“核准制”靠拢。

2. 狭义上的公司债券,实行“核准型”的行政监管模式。2006年1月开始实施的修订后的《证券法》,将公司债券发行监管模式由“审批制”调整为“核准制”。以上市公司为发债主体,在交易所市场上市交易的公司债券之发行,借鉴股票发行制度,实行“核准制”,试图通过建立发行保荐、债券受托人管理和债券持有人会议等一系列制度实行市场化运作。2010年年底,中国证监会推进公司债券发行审核市场化改革,进一步简化发行审核程序、缩短周期,《证券法》中公司债券发行所确立的“核准模式”进一步体现于公司债券市场。

3. 银行间债券市场的企业债务融资工具,实行“注册型”自律监管模式,所发行的短期融资券和中期票据,完全交由银行间市场交易商协会按照注册制模式实行自律监管。发行申请注册后,交易商协会召开会议,着重对发行人与债券发行相关的信息披露的真实、完整、准确、及时进行形式审核。除此之外,银行间债券市场还借鉴美国“储架发行”(shelf registration)制度,对符合条件的企业注册申请通过后,在两年有效的注册期内,可以一次或者多次发行债务融资工具,并且无须再次注册或审核。

(二) 发行条件制度的分割

1. 发行主体及数量要求方面。证监会主导下的“公司债券”之发行人,应适用《证券法》第16条规定的公开发行条件,该条对发行人的净资产规模、累计债券余额占公司净资产的比重、最近三年平均可分配利润、募集资金投向、债券利率等有明确要求。就企业债券,伴随发改委对相关制度的完善,企业债券发行制度已逐渐向《证券法》中的公司债券制度靠拢和回归,对企业债券发行的资格要求与《证券法》第16条等规定基本一致。^⑦ 而银行间市场的债务融资工具,无论是短期融资券还是中期票据,基于高度市场化的价值取向,发行条件十分宽松。一方面,无须遵守两法有关公司债券发行的规定;另一方面,银行间市场债券交易商协会制定的诸多业务规则也未规定发行条件,原则上,凡具有法人资格的企业申请注册登记通过后,即可发行,对于发行人的盈利情况和募集资金投向情况不作任何要求。可见各类制度对发行主体及数量具体要求并不一致。

2. 资金投向及变更方面。企业债券有严格的计划和要求,原则上累计发行额不得超过该项目总投资的60%,用于补充营运资金的,不超过发债总额的20%等。^⑧ 企业债券发行后一般均投向大型基础设施建设和一些政府项目,有浓厚的地方政府债券性质。公司债券在报送文件时需列明资金投向和用途,且在核准后不得擅自变更,不得用于弥补亏

^⑦ 参见2008年发改委《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》第2条。

^⑧ 具体要求参见2008年发改委《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》第2条第4项。

损和非生产性支出。^⑨《公司债券发行试点办法》规定,拟变更债券募集说明书的约定应当召开债券持有人会议。^⑩短期融资券和中期票据对资金投向要求不违反国家法律法规和产业政策即可,而对具体用途没有特别的要求。^⑪

3. 发行限制性条件方面。现行《证券法》第18条中对证券不得再次发行有明确规定,其中规定了前一次公开发行的公司债券尚未募足、违约、违反规定改变用途等情形不得再次发行公司债券。企业债券适用《证券法》,亦需遵守该条规定,但在银行间债券市场则无相应的限制和规则。

4. 信息披露方面。企业债券和公司债券信息披露要求的依据是《证券法》第三章第三节“持续信息公开”,另外还有证监会2007年开始执行的《上市公司信息披露管理办法》。^⑫短期融资券和中期票据的依据是银行间交易商协会自律文件《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》。各个规则中,对信息披露内容、期限及虚假披露责任等,均有比较详尽的规定,但仔细比较,具体内容亦有不同。《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》同时规范了股票和公司债券,且内容更加倾向适合股票发行上市的信息披露需求,比如《证券法》第67条临时报告的要求,前提是“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件”,这其中没有公司债券临时披露规定,而实际上,影响股价的事件并非必然影响公司债券价格,公司债券因其自身特点以及债券投资者与股票投资者不同的关注点,均决定了公司债券信息披露不宜直接引用股票信息披露规则。

此外,公司债券的信用评级制度、对承销机构、律师事务所及会计师

^⑨ 参见《证券法》第16条第2款。

^⑩ 证监会颁布的《公司债券发行试点办法》第27条规定:“存在下列情况的,应当召开债券持有人会议:(一)拟变更债券募集说明书的约定……”

^⑪ 参见人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册规则》。

^⑫ 除《上市公司信息披露管理办法》外,证监会还颁布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第23号——公开发行公司债券募集说明书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》,对公司债发行时的信息披露作了规定。另外,沪深交易所颁布的公司债券上市规则也对披露作了相关规定。

事务所等中介机构的具体要求等方面也适用不同的规则,^⑬此处不再赘述。

(三) 上市交易制度的分割

公司债券交易场所,主要包括证券交易所和银行间债券市场,此外还有金融机构的柜台交易场所。但近年来,随着银行间债券市场和交易所债券市场的发展,柜台交易逐渐萎缩,目前公司债券已经不在柜台交易。企业债券在两大交易场所均有交易,但以银行间债券市场为主。银行间市场发行的企业债务融资工具,如短期融资券和中期票据,均在银行间债券市场交易。而证监会监管发行的“公司债券”,只在沪深交易所交易。在这两个市场,公司债券交易制度的最大差异在于:在“发行”和“交易”之间,是否存在“上市”这个环节,是否受《证券法》规定的“公司债券上市、暂停及终止上市制度”的约束。

我国《证券法》规定,公司债券与股票一样,在发行完毕后进入依法设立的交易场所交易,需要经历“上市”这个相对独立的环节,^⑭并由此设立相对独立的公司债券上市制度,主要内容集中体现于《证券法》第三章“证券交易”第二节“证券上市”。^⑮不论是国家发改委审批发行的企业债券,还是证监会核准发行的公司债券,只要在证券交易所上市交易,即应遵守《证券法》中上市、交易的规定。而与此相反,在银行间市场的系列规定中并无公司债券上市制度,实践中,国家发改委审批发行的企业债券、在交易商协会注册的各类企业债务融资工具,可直接进入交易流通环节,无须按照《证券法》的上述规定提出上市申请,无须遵守其中的上市条件,也不会因为改变募集资金投向、连续两年亏损而暂停

^⑬ 以债券评级问题为例,我国目前有证监会2007年8月出台的《证券市场资信评级业务管理暂行办法》与人民银行2006年出台的《中国人民银行信用评级管理指导意见》,公司债券在不同的行政核准机构审批发行时,对信用评级要求和信用级别要求都适用不同的规则和不同的标准。

^⑭ 股票进入交易所市场交易,也被称为“上市交易”。

^⑮ 依此规定,公司债券上市制度包括如下几个主要事项:(1)公司债券上市交易,应当首先向证券交易所提出申请,由其审核同意,签订上市协议(第48条)。(2)公司债券上市交易,应当符合法定的上市条件,如公司债券的期限为一年以上、实际发行额不低于人民币5000万元、上市时仍符合法定的公司债券发行条件等(第57条)。(3)公司债券上市交易后,如出现发生重大违法行为、不再符合上市条件、不按核准的用途使用募集资金、最近两年连续亏损等情形之一的,证券交易所将暂停其上市直至终止上市(第60、61条)。

上市乃至终止上市。^⑩

(四)公司债券后台托管制度的分割

沪深证券交易所市场的登记、托管和结算机构为中国证券登记结算有限公司(以下简称中证登),实行二级托管制度。中国国债登记结算公司(以下简称中债登)为总托管人,实行一级托管制度。即投资者如果在交易所交易公司债券,需要通过交易所的会员单位——证券公司来开立证券账户,之后才能交易债券,而银行间债券市场的交易主体(主要为银行类金融机构)直接在中债登开立一级账户后即可交易,目前个人散户投资者尚无法直接在中债登开立一级账户。两大托管机构各自出台相关登记结算规则,登记、托管和结算的理念、方式和程序的差异都很大,以至于后台托管互联的困难成为统一债券市场难以突破的技术障碍。虽然目前已建立“转托管”制度,但投资机构仍然需要开设两个账户。不同的托管和结算方式使得两大交易市场价格形成机制、运行方式和交易主体等差异都非常大,最终导致债券市场发展离真正统一互联的目标还有明显差距。不同的托管理念和方式下形成的后台托管制度自然也不一致。

三、公司债券法律体系和制度分割的原因和影响

(一)《证券法》上的公司债券法律制度为何未能普遍适用

如上文所述,在现行公司债券市场运行中,存在相互割裂的两个市场:一是证监会监管的,以上市公司为发债主体,实行“核准制”,在上海、深圳证券交易所交易的“公司债券”市场;二是中国人民银行授权银行间市场交易商协会自律监管,以非金融企业为发债主体,实行“注册制”的银行间债券交易市场。^⑪《证券法》规定了普遍意义上的公司债

^⑩ 2010年,在上海证券交易所上市交易的“06沪水务”、“08广纸债”、“06大唐债”、“05铁通债”四只由发改委审批的公司债券,因为发行人2008、2009两年度连续亏损被暂停上市,但这四只债券在银行间市场交易转让的部分,无须暂停上市,仍可继续流通。由此出现了同一事物、两种境况的费解现象。

^⑪ 而国家发改委监管的企业债券可以同时两个市场分别交易。

券,却未能起到统帅发改委、人民银行等不同部门监管、在银行间市场交易的以不同名称命名的公司债券。究其原因,可以从公司债券的发展历程、部门利益本位下的路径依赖以及“两法”中公司债券管理制度的缺陷等几个角度分析。

1. 历史原因

《证券法》未能普遍适用所有实质意义上的公司债券,是有历史原因的,是在经济体制改革的背景下,在资本市场新兴加转轨的发展进程中逐步产生的。

首先,企业债券及其配套制度在《证券法》实施之前已经存在,不适用《证券法》具有某种历史正当性。与改革开放相伴随的经济体制改革,激发了企业筹集资金的内在需求。继1985年5月第一只企业债券试点发行后,1987年国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》,经1993年修改后适用至今。企业债券由当时的国家计划委员会(后改为发展改革委员会,简称发改委)监管发行,发改委会同人民银行、财政部等机构拟定企业债券年度发行规模和规模内的各项指标,报国务院审批后,下达各省人民政府及有关部门执行,之后企业再根据需要层层上报发债计划,一次审批需花费半年甚至更长的时间,完全是一套计划经济的思维模式。企业债券刚开始发行时是在银行等柜台柜面上发行和交易,1990年12月沪深交易所相继成立后,发行与交易开始逐渐转向交易所。1992年,为加快发展资本市场,我国确立了对金融机构的分业监管原则,即由政府机构分别组建成立证监会、银监会、保监会,对金融行业中的证券业、银行业、保险业分业监管。并且,为了确保分业监管原则,监管证券行业和公司债券的发行,以《公司法》(1993年正式颁布实施)、《证券法》(1998年正式颁布)的基本法律制度形式确立公司制企业 and 公司债券。然而这一时刻,企业债券并未退出市场,《企业债券管理条例》依然有效,出现法律规定的监管主体与行政法规规定以及实际的监管主体不一致的情况,而实际上直至2007年后我国资本市场才出现第一只以“公司债券”命名的证券。

就银行间债券市场而言,其另辟蹊径、飞速发展以及制度上独树一帜,是在交易所债券市场整顿后逐步形成的。在20世纪90年代中期,交易所债券市场曾经盛极一时,特别是1995年8月禁止国债在场外交

易,债券发行和交易从此统一到证券交易所市场进行,交易所债券市场更是成为主导性市场。然而,继1995年因“2·23事件”关闭交易所国债期货市场之后,1997年又出现大量银行资金通过回购违规进入股票交易市场。为化解和防范交易风险,国务院决定自1997年6月起所有银行退出交易所市场,从此证券交易所失去了商业银行这一资金雄厚的机构投资者。而2003年之后集中爆发的证券公司挪用客户债券及交易所债券回购风险处置和制度性反思中,借鉴主要发达国家债券场外发展模式的经验,采取“轻交易所市场,重银行间市场”的政策导向具有了充分的现实说服力。交易所债券市场危机成为银行间债券市场的历史机遇。1997年6月,为确保资本市场的稳定和分业监管,阻断银行资金入市,人民银行下发了《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》(银发[1997]240号),要求所有商业银行退出证券交易所国债市场,同时启动了全国银行间市场,并依据《人民银行法》第4条获取监督管理银行间市场之权力。银行间市场形成后,一大批被定位为“企业债务融资工具”、以中期票据等名称出现的事实意义上的公司债券,依据人民银行和交易商协会制定的相关规章和自律规则,直接在银行间债券市场发行交易。目前,已经形成了庞大的以“企业债券”、“中期票据”、“短期融资券”等命名的“企业债务融资工具”,而实质上均为广义的公司债券的银行间债券市场,债券成交数额和票面金额都远远超过了交易所债券市场。

而证监会主导下的上市公司债券市场,在股票市场处于资本市场核心地位的背景下,长期没有受到重视,《证券法》上的公司债券制度很长一段时间处于闲置状态。直到2007年年初,全国金融工作会议提出“加快发展债券市场、大力发展公司债券”之后,证监会才根据《证券法》于2007年8月15日发布了《公司债券发行试点办法》,启动了以上市公司和发行境外上市外资股的境内股份有限公司(以下统称为上市公司)为试点对象,要求债券发行之后在上海、深圳证券交易所上市交易,并通过中国证券登记结算公司进行登记和结算的“公司债券”市场。一个《证券法》框架下规范的“公司债券”模式方才有真正的用武之地。近年来,证监会按照市场化价值取向,加大了公司债券发展力度,但总体而言,公司债券市场仍然规模偏小,《证券法》上的公司债券制度仍没有很大的

用武之地。

2. 路径依赖

路径依赖是公司债券制度分割的逻辑原因。路径依赖(path - dependence)的核心意思是人类社会中的技术演进或制度变迁均有类似于物理学中的惯性,无论是好是坏,一旦进入某一路径惯性的力量会使这一选择不断自我强化,并难以挣脱,其他制度体系即便更优,也难以替代。^⑩ 制度统一由于路径依赖很难快速得到改善,我国1987年便出台了第一部行政法规《企业债券管理暂行条例》,后被1993年《企业债券管理条例》替代。而《公司法》颁布于1993年,《证券法》于1998年颁布,在两部法律实施前,市场上已经存在企业债券和相应的行政法规,当时的监管主体即国家计划委员会(后更名为发改委)。两部法律相继颁布后,首次以基础法律制度形式规范了“公司债券”,且为实现金融行业分业监管,《证券法》中规定包括“公司债券”在内的证券业的监管主体是“国务院证券监督管理机构”。但企业债券和相应条例因路径依赖原因并未相应变更或撤销,出现法律规定的监管主体与行政法规规定以及实际的监管主体不一致的情况。也正是因为这一制度的路径依赖,企业债券发行审批程序通过监管机构的自我完善得到进一步强化和改进,自2007年第一只由证监会监管的依据《公司法》和《证券法》发行的“公司债券”问世,企业债券也仍然与“公司债券”并存至今,甚至发行数量远大于狭义“公司债券”。也是因为路径依赖,银行间市场一旦形成,配套制度一旦建立,同样不断自我强化,展现优势,既成事实;要打破这一路径依赖,不予承认《证券法》之外建立和发展起来的银行间市场,绝非易事,此可谓现实“胁迫”法律。

在公司债券发展的路径依赖中,起主导作用的是行政力量,是行政本位作用的结果。特别是公司债券监管体制分割状态,在《证券法》颁布后之所以依旧存在并不断加剧,还可以从行政分权格局下部门利益本位中寻求答案。早期的“企业债券”由国家计划委监管发行,当《公司法》和《证券法》开始规定由证监会监管发行“公司债券”时,就应当即时理顺“公司债券”和“企业债券”所涵盖的范畴以及具体的监管机构,但

^⑩ 参见卢文道:《证券交易所自律管理论》,北京大学出版社2008年版,第16页。

因为涉及划分监管权力这类敏感话题,至今未能解决,《证券法》也只好迁就现实。而银行间债市的金融债券,出于分业监管原则,不由证监会统一监管又似乎顺理成章。再后来银行间债市将债券发行主体及交易主体逐步扩大至非银行金融机构甚至非金融企业,并大力发展“中期票据”、“短期融资券”等企业债务融资工具,则是部门利益本位主义扩张的进一步体现。

3. 《证券法》滞后

现行《证券法》出台的重要背景是1998年亚洲金融危机的爆发。规范市场发展、防范金融风险成为1998年《证券法》的主导性立法思想,并最终体现在整部法律条文中。2005年《证券法》修改,放松了对证券市场的管制,同时加强了证券监管,但比较1995年《公司法》、1998年《证券法》有关公司债券的内容,不难发现,2005年《证券法》除了将1995年《公司法》的公司债券内容放至《证券法》中,将债券发行“审批制”修改为“核准制”,将债券上市权授予证券交易所核准之外,并未对公司债券制度的立法原则、公司债券市场发展的指导思想、具体的制度安排作实质性调整。总体而言,现行《证券法》中的公司债券立法指导思想,仍然带有浓厚的为大型国企融资服务和侧重风险防范的市场发展思路烙印,特别是对公司债券制定的保荐、上市审核、暂停及终止交易等规则,均源于股票发行上市思想和制度,严重忽略了公司债券的“债权性”特点。再加上《证券法》中对公司债券发行、上市的规定和审核确实过于严格,实际上阻碍了我国资本市场中公司债券的发展,也使银行间债券市场不得不“良性违法”、另辟蹊径,转而发展“企业债务融资工具”,绕过“两法”对公司债券发行和上市的过于严格的不适宜规定,有了制度上的“借口”。

(二) 公司债券法律制度分割的影响

公司债券的发展历程形成了现今分散的公司债券监管体制,分散的监管体制导致公司债券法律制度和规则的进一步分裂,而公司债券法律制度和规则的分裂,又将会对我国公司债券市场的发展产生一系列不良影响。这几者之间的关系都是紧密联系、相互影响、环环相扣的。

1. 造成监管套利。现行公司债券市场分散的监管体制,曾对公司债券市场的发展产生过积极的作用,这是历史发展的结果,有其存在的合理性。甚至从某种角度来说,分散的监管体制造成的监管竞争,为企

业发行债券提供多个融资申请部门和交易地点,一定程度上有利于促进监管改革。然而,在公司债券市场发展有一定规模以后,这一体制内在的制度性缺陷也逐步暴露,对公司债券市场的高效运行和良好发展产生了负面影响。多部门监管的一个最大问题就是政出多门,公司债券的发行、上市(交易)标准不统一。在同一事务由多个部门监管的情况下,由于每个部门的理念、认识、经验不同,其所制定的规则、标准出现差异是正常的,甚至是必然的。但一旦监管标准不一,就很容易出现“劣币驱逐良币”现象,^⑩造成监管混乱,使监管套利有机可乘。

在银行间债券市场中,公司债券发行条件限制除总发行量的控制外,基本无其他限制,即无论狭义公司债券、企业债券、中期票据,还是短期融资券,各监管机构都规定发债数额“累计债券余额不超过公司净资产的40%”。依据该规定,公司发债数额达到上限尚未到期时,便不得再发行新的债券。^⑪在企业资源有限的情况下,分散的管理体制必然带来各监管部门对公司债券及其关联的经济资源的争夺,监管者通过行使规则制定权和监督权,通过放宽监管标准来塑造利己的制度和监管格局。目前中期票据实行比较宽松的发行和监管标准,在资金投向上并没有明确限定,对募集资金用途缺乏持续性的监管,不利于宏观调控政策和产业结构调整政策的贯彻实施,也无法适应未来债券发行主体多元化和资信等级多样化的发展,亦会增加债券到期不能兑付的风险以及投资人的风险。

2. 降低监管效率。历史原因形成的公司债券多头监管体制,必然产生相应的制度重复、交叉甚至矛盾。比如说,商业银行、信托公司等金融机构在银行间公司债券市场发行金融债券时,银监会负责审查债券发行者的资格,人民银行负责金融债券的发行审批。但在实际操作中,银监会对发行人的债券发行申请逐期审批,形成了金融债券发行管理中的

^⑩ “劣币驱逐良币”是经济学中的一个著名定律。该定律是这样一种历史现象的归纳:在铸币时代,当那些低于法定重量或者成色的铸币——“劣币”进入流通领域之后,人们就倾向于将那些足值货币——“良币”收藏起来。最后,良币将被驱逐,市场上流通的就只剩下劣币了。

^⑪ 无论企业债券、公司债券还是中期票据,发债主体基本集中在优质大型国企,自2010年起,众多企业发债数额达到规定上限且未到期,大型企业发债空间越来越小,这点从人行及其他相关机构极力呼吁解除这一限制亦可证实。

双重审批。显然,双重审批制度包含着监管重复,不仅延长了审批时间,降低了监管效率,而且影响了发行人对最佳发行时机的选择。

在制度分裂的情况下,各监管主体都希望自己监管的这一部分能够做大做强,这种想法固然有其合理的一面,在某个特定的时期,甚至还能促进公司债券市场的较快发展。但另一方面,可能导致只从部门角度考虑问题,影响公司债券市场的统一和发展。一个部门审批的债券不能在其他部门监管的公司债券市场发行和交易,发行市场和交易市场的分裂,又进一步导致公司债券无法形成合理的、客观的市场交易价格,从而进一步阻碍公司债券的流动性,最终导致公司债券发展缓慢。

3. 制约公司债券市场功能的全面发挥。制度分裂及多头监管,使得银行间债券市场和交易所债券市场一直受制于“场内场外市场之分”的传统观点束缚,不利于充分发挥和融合银行间债券市场和交易所债券市场各自的优势,也不利于实现债券产品、资金和投资者的互联互通,特别是市场分割使得个人投资者无法参与高等级信用债投资。^②我国债券市场经历了从国债起步,逐步向高风险债券市场品种过渡的发展历程,在早期主要采用总量控制和全额担保的做法来控制市场信用风险。随着未来市场的深化发展,债券发行主体将逐渐多元化,发债体之间的信用差别日益多样化,亟须建立市场化的风险管理机制。但从目前情况来看,市场化的风险承担、识别和管理机制还不完善,发债规模和偿债能力的比例管理、资产抵押担保、投资者适当性管理等风险承担机制尚不健全,债券信息披露、信用评级、债券持有人会议和受托人制度等风险识别和管理机制等都因不同的监管机构掌握不同的标准而有所差异,尚待进一步完善。

四、《证券法》中的公司债券法律制度完善的基本思路

(一) 坚持公司债券法制统一的立法原则

基本主张是确立《证券法》调整实质意义上的公司债券的基本法地

^② 目前个人投资者对短期融资券和中期票据的持有额均为零,这与个人投资者对公司债券持有额日益增加的国际趋势不相符合。这种状况一方面不利于拓展居民投资渠道和增加居民财产性收入,另一方面也不利于真正发挥债券市场的直接融资功能。

位,逐步将广义的公司债券纳入《证券法》的调整范围。如上文所述,短期融资券和中期票据的实质应当是公司债券,公司制企业发行的企业债券也应当属于公司债券。据此,这类广义的公司债券均应受《证券法》的调整,均应统称为公司债券。公司债券市场的法律体系,应当以这两部法律为基础、为龙头,凡是公司制法人发行的还本付息的有价证券,不论以何种名称命名,也不论是在交易所市场还是在银行间债券市场上市交易,都应当遵循《证券法》,法律之外的行政法规、规章以及市场业务规则,可以根据时间需要有针对性规定,但基本原则应当同《证券法》保持一致,尊重《证券法》调整公司债券的基本法地位。但是,《证券法》的修改需要经历一个比较漫长的过程。作为修改《证券法》中公司债券基本法律的过渡,可以由国务院先出台一部统一的《公司债券发行及上市管理条例》,详细规定公司债券的发行条件、上市条件、交易场所、托管机构、信用评价以及债券担保等制度,适用于各类广义公司债券的监管机构及债券交易场所。

(二) 循序渐进地推行公司债券监管体制统一

目前有观点认为,公司债券若要取得长远发展,就必须统一监管。对一项工作、一事情,能够由一个部门去处理的,就不要分成几个不同的部门去管理,否则,政出多门,不仅会使人们无所适从,也会为钻法律漏洞和政策空子创造条件。而我国公司债券市场监管体系的主要问题是多头监管,导致监管标准不一,监管权威不足,监管效率低下。由此,建立统一、权威、高效的监管体系,是公司债券市场监管体制改革的基本方向,要解决我国公司债券市场监管体系存在的多头监管问题,根本出路是建立一个统一的监管体系。但如前文所述,公司债券市场分头监管体制是在历史中逐步产生的,并具有路径依赖之特征,若直接将企业债券、短期融资券及中期票据并入公司债券,并由证监会或者其他监管机构统一监管,在现实中较难实现,时机尚不成熟。相比较于统一监管机构,先统一公司债券监管的理念、发行制度、交易制度及托管制度及公司债券适用的基础制度等,更具现实可能性。

(三) 遵循市场化导向的制度建设理念

市场化是让市场对资源配置起主要作用。开放的市场应以市场的需求为导向,以平等竞争为手段,最后实现效率最大化目标。就完善我

国公司债券制度而言,实质就是让决策的权力从行政部门逐渐转交到市场经济主体手中。相对企业债券和狭义公司债券,短期融资券和中期票据的发债条件比较宽松,交易门槛较低,重点规范信息披露和信用评级,将是否投资于某个债券的决策权交给投资主体自行判断,并不确保发债主体的盈利能力和偿债能力。这种以市场为导向的思路和制度,使得短期融资券和中期票据自上市以来即快速发展。实践证明,市场化导向的债券制度应当成为证券法上公司债券制度完善的基本准则。当然,坚持“市场化导向”,不易绝对,公司债券配套制度改革也难以一步到位,相关制度设计也应当关注我国资本市场整体环境、公司债券发展基本条件,考量政府与市场、安全与效率、创新与监管等综合要素的协调变革。如令人称道的银行间债券市场“企业债务融资工具”的发行和交易,虽然比《证券法》中的公司债券更加适应市场需求,但是其发行条件又过于宽松,发债的具体要求和注册流程没有相对完善的规定,加上发债主体集中于有政府背景的大型国企和金融机构,债券持有人以商业银行为主,所蕴涵的市场风险已有端倪,过度的缺乏必要约束的市场化之弊端已经显现。在制度安排层面,公司债券市场化体现于多方面,包括引进注册制审核模式,实行发行主体分类管理方式,对有担保的债券、私募债券、大型央企以及权重指数股企业发行的公司债券进行形式审核;在规定公司债券公开发行的同时,推进债券私募发行,并通过细化私募的条件或公开发行的例外,发展丰富的债券发行方式,放宽发行主体的限制,允许债券非公开发行;进一步发挥中介机构在债券发行定价和投资者保护中的市场化职能,推进发行利率市场化改革,等等。本文在此不一一展开。

(四) 尊重公司债券的基本规律

《证券法》一直被认为是一部股票发行上市法,制度设计均以股票的特点为基础,公司债券成为附属部分。例如,《证券法》第17条第2款“依照本法规定聘请保荐人的,还应当报送保荐人出具的发行保荐书”等规定就沿用了股票发行制度。公司债券属于债权类融资,相对于股权融资风险较小,且公司债券有其特有的担保制度,如再将有一定担保性质的保荐人制度强加于公司债券的发行过程,则会增加发行人成本,实无必要。而《证券法》中这类规定还有不少。股票和公司债券不同的性

质决定二者不能适用完全一样的发行上市制度,公司债券制度需要重点关注其“债权性”的特点,应当对公司债券发行上市标准、交易场所、信息披露、信用评价、承销机构、担保制度以及后台托管等单独规制。以公司债券上市交易为例,《证券法》第60条及第61条中关于公司债券上市后,因改变募集资金投向或者连续两年亏损而暂停、甚至终止上市交易等规则,属于沿袭股票市场之规定,已经严重制约公司债券市场的发展,急待修改和完善。其中,对第60条第3项、4项和5项内容,可以适当放宽、修改甚至取消,因为“发行公司债券所募集的资本不按照核准的用途使用”、“未按照公司债券募集办法履行义务”以及“公司最近两年连续亏损”这三点并不必然影响公司债券到期后公司的偿债能力,没有必要一定暂停或终止上市。又以信息披露为例,公司债券信息披露有其自身的特点,与上市公司股东更关注企业的盈利能力指标不同,债券持有人更关注发行人的现金流状况和偿债能力,因此,债券发行人信息披露的要求和重点与上市公司也不尽一致,建议在《证券法》中单独规定公司债券发行方的信息披露义务,并配套制定《公司债券信息披露规则》,明确公司债信息披露的内容、时限、程序要求,进一步严格发行人违反信息披露义务的法律責任。