

## 交易所公司债券市场发展 与《证券法》修改

——以公司债发行法律制度为重点\*

中信证券股份有限公司法律部

**摘要:**由于诸多原因,交易所公司债券市场发展相对滞后,现行的公司债券监管规则体系存在一定不足,既有理念层面重股轻债和行政管制的原因,也有制度层面顶层设计不足的原因,同时还涉及对投资者定位偏差的问题,一定程度上制约了市场的发展。文章从上述原因着手,以现行公司债发行监管规则的问题与完善为视角,提出了《证券法》及相关配套制度的修改建议。

**关键词:**公司债券 证券法修订 发行

---

\* 执笔人:姜涛、王科、孙参政;审校人:中信证券董事总经理关梦珠,法律部总监方哲。本文仅为课题组成员个人观点,文责自负,不代表所任职单位的意见。

## 一、交易所公司债市场发展现状及法律环境分析

从2007年公司债券启动发行至今,<sup>①</sup>我国公司债券市场发展多有曲折:2007年8月14日,中国证监会正式公布实施《公司债券发行试点办法》,标志着我国公司债发行正式启动,2008年四季度后,公司债发行陷入停顿,直至2009年7月,公司债发行才再度启动。从整体运行情况看,公司债券市场主要存在以下几个问题:<sup>②</sup>

### 1. 与资本市场整体发展势头相比较,发展速度相对较慢

截至2010年年底,我国上市公司共发行公司债92只,累计发行总规模2082亿元。其中,2007年发行5只,2008年发行15只,2009年发行47只,2010年发行25只。从发展历程看,除2009年在发行家数上有一个短暂提升外,公司债在发行数量和融资规模上发展速度缓慢,与我国资本市场规模快速发展的态势不相适应。

### 2. 与同类公司法人信用债市场相比较,发展相对滞后

2010年,企业发行公司债、企业债、短期融资券、中期票据共计筹资15,896亿元,<sup>③</sup>其中公司债603亿元,占比仅为3.79%。与银行间信用债市场相比,交易所公司债市场发展相对滞后,存在发行量少、托管量低、交易量小、流动性差等不足。

### 3. 与股票融资相比,规模结构不合理

对同属证监会监管下的股票融资和公司债券融资来说,两者发展的速度和规模明显不均衡,结构亟需优化。2008年至2010年的三年

---

<sup>①</sup> 从《公司法》、《证券法》的定义来看,公司债券应包含人民银行审批的金融债、发改委审批的企业债、交易商协会注册的中票短融等公司制法人发行并在一定期限内还本付息的有价证券。考虑到目前多头监管、市场分割的债券管理体制,本文主要讨论证监会核准发行的公司债券。

<sup>②</sup> 参见陈武装、吴奇超:“加快发展我国公司债券市场的思考和建议”,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublicofhn/other/201106/t20110609\\_196234.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublicofhn/other/201106/t20110609_196234.htm),2011年9月29日最后访问。

<sup>③</sup> 2010年,中期票据发行4924亿元,短期融资券发行6742亿元,企业债发行3627亿元。参见中国债券信息网 [www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn),2011年9月28日最后访问。

间,股票融资规模达18,750.53亿元,而同期公司债仅累计发行1534.4亿元,不足股票融资规模的十二分之一。

导致交易所公司债券市场发展滞后的原因是多方面的,既有债券市场多头监管的原因,也有银行间债券市场与交易所市场分割等市场体系不顺的原因;<sup>④</sup>既有重股轻债的立法及监管理念的原因,也有对公司债投资者定位的原因;<sup>⑤</sup>既有外部法律制度环境的原因,也有行政管制倾向性思维的原因。

我们认为,发展交易所公司债券市场,必须尊重其内在的规律和机制,科学构建市场体系和架构。从我国目前的情况来看,尤其需要确立完整、统一的法律制度,建立相对集中统一的监管体制,形成统一互联的场内场外市场体系。而这一切都需要以债券市场法制工作作为基础和保障,特别是主要依托于《证券法》、《公司法》等涉及债券发行交易的监管规则体系的系统性完善和有效执行。

目前,交易所债券市场基本形成了以《证券法》、《公司法》为基石,以《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》为指引,以证监会《公司债券发行试点办法》(以下简称《试点办法》)为框架,沪深交易所有关公司债券发行上市交易规则、中国证券登记结算公

---

<sup>④</sup> 实践中,金融债、次级债、企业债、短券、中票主要托管在中债登,公司债主要托管登记在中证登。交易所市场和银行间市场尚未实现统一互联。短券、中票只能在银行间市场流通,虽然国债、企业债、公司债等品种实现了跨市场发行流通,但由于登记托管体系的分割导致转托管的成本偏高、效率偏低,尽管人民银行早在2007年10月就发布了《就“公司债券”在银行间债券市场发行、交易流通和登记托管有关事宜的公告》(央行公告[2007]第19号),证监会也在2009年1月19日发布了《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》(证监发[2009]12号),人民银行、证监会及银监会2010年又联合发布《关于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》(证监发[2010]91号),上市商业银行进入交易所债券市场试点工作进入实质性操作阶段,但仅限于场内现券交易,加上两个市场交易、结算、托管体系总体突破还不是特别明显,可以说公司债券市场仍处于“二分市场”格局。参见洪艳蓉:“公司债券的监管竞争、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期;上交所总经理张育军:“加大银行间和交易所市场互联互通”,载 <http://bond.hexun.com/2011-05-21/129831055.html>,2011年9月29日最后访问。

<sup>⑤</sup> 由于交易所投资者主体以个人和中小投资者为主,投资实力有限,对债券产品需求不足,市场容量小,一旦所发行的公司债规模较大,市场就难以承受。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2010年版。

司有关公司债券登记托管结算规则以及中国人民银行、中央国债登记结算公司和全国银行间同业拆借中心有关公司债券在银行间市场转托管及交易流通规则等点面结合的监管规则体系。<sup>⑥</sup>但现行的交易所公司债券监管规则体系在理念、制度以及逻辑根源三个层面上都存在一定的不足,相当程度上也制约了市场的发展。

### (一)理念层面

#### 1. 重股轻债的思维倾向导致公司债券的立法和监管资源投入不足

我国金融资本长期存在“重股权融资、轻债券融资”的倾向,这一倾向也反映在资本市场立法和监管实践中。我国的资本市场监管规则体系以股票为中心建立,公司债券在《公司法》、《证券法》中只有寥寥数句针对发行条件的规定,与股票相比处于附属地位,《证券法》很大程度上是一部“股票发行交易法”。<sup>⑦</sup>同时,证监会颁布的大量以“证券”冠名的规章、规定、办法等仅适用于股票或可转债,<sup>⑧</sup>即便是专门针对公司债券出台的《试点办法》,也仅就发行条件、发行程序、持有人权益保护等作了原则性的规定,没有详细的操作指引,更多还是依赖于交易所和登记公司有关公司债上市托管、交易、结算的业务规则。监管机关在制定公司债券发行、交易、登记、托管等相关法规和规则时,更多参考股票的相关制度、程序、方式和规则,忽视了公司债券的自身特性。

---

<sup>⑥</sup> 上交所和深交所分别制定了《公司债券上市规则》、《债券交易实施细则》、《关于公司债券发行、上市、交易有关事宜的通知》、《关于修订上海证券交易所公司债券上市规则的通知》和《关于调整公司债券发行、上市、交易有关事宜的通知》等关于公司债上市、交易的规则,并分别依据《固定收益证券综合电子平台交易暂行规定》及《综合协议交易平台业务实施细则》建立了交易所公司债券协议转让市场;中国证券登记结算公司则发布了《中国证券登记结算有限责任公司债券登记、托管与结算业务细则》,明确公司债登记托管结算的相关规则;同时,为促进公司债在银行间市场的交易流通,人民银行2007年发布了《公司债券在银行间债券市场发行、交易流通和登记托管有关事宜公告》,中央国债登记结算公司和全国银行间同业拆借中心还据此制定了相关操作细则,如《银行间债券市场公司债券发行、登记托管、交易流通操作细则》(中债字[2008]8号)。

<sup>⑦</sup> 参见陆文山:“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版。

<sup>⑧</sup> 如《证券发行与承销管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》、《证券发行上市保荐业务管理办法》、《发布证券研究报告暂行规定》、《证券投资顾问业务暂行规定》等。

## 2. 严格管制的思路仍然存在,限制了市场创新空间

从国外的经验看,公司债券在功能上是满足市场经营主体资金需求的有效融资方式,公司什么时候发债,发多少债,往往由公司根据自身财务需要,结合市场时机决定。公司能否发债成功,主要取决于其自身信用;投资者能否投资获利避险,主要依据信息披露和市场中介提供的包括信用评级在内的金融服务进行判断。这种市场化的公司债券定位和运作,有助于形成风险自负的成熟投资者群体和风险可控的市场体系,是公司债券的成熟发展理念。<sup>⑨</sup>

反观我国,由于早期的债券市场作为国家整体资金利用计划的一部分,受到政府的严格管制。债券市场服务于国家固定资产投资和国有企业输血解困,服从国家宏观经济调控安排的价值定位深刻地影响了公司债券的整体制度设计,以致交易所公司债市场监管规则体系不可避免地带有行政管制的色彩,存在市场自由度不足的弊端。<sup>⑩</sup>《证券法》及《试点办法》对公司债的发行条件、发行主体、发行方式、发行额度、审批程序规定的限制条款较多,一定程度上限制了业务创新空间(如高收益债、公司债券定向发行),束缚了公司债的市场化进程。反观银行间市场,由于采取了市场化发行的管理思路和立法原则,在市场准入、发行方式、发行利率等方面弱化行政干预,强化和完善信息披露、信用评级等市场约束机制,可以说在《证券法》的约束框架之外获得了快速发展。<sup>⑪</sup>

### (二) 制度层面——缺乏顶层设计、外部制度环境不健全

由于历史形成的原因,针对以公司法人信用为基础发行的性质相

<sup>⑨</sup> 参见洪艳蓉:“公司债券的监管竞争、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期。

<sup>⑩</sup> 参见洪艳蓉:“公司债券的监管竞争、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期。另根据JPMORGAN公司的研究,中国公司债券发行监管制度市场相对于亚洲其他国家而言,自由程度偏少。参见Bernhard Eschweiler, Bond Market Regulation and Supervision in Asia, 载 [http://www.google.com.hk/url?q=http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30zb.pdf&sa=U&ei=9l-ATrWnPOaaiAfC9KDiDg&ved=0CBMQFjAA&usg=AFQjCNGCN7LVbHL7\\_NKlm-DT\\_Faz9z3Y2xQ](http://www.google.com.hk/url?q=http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30zb.pdf&sa=U&ei=9l-ATrWnPOaaiAfC9KDiDg&ved=0CBMQFjAA&usg=AFQjCNGCN7LVbHL7_NKlm-DT_Faz9z3Y2xQ), 2011年9月11日最后访问。

<sup>⑪</sup> 参见中国银行间市场交易商协会:“中国债务资本市场从‘十一五’走向‘十二五’”,2011年3月;孔燕、冯光华:“我国公司债券市场发展的路径选择”,载《金融时报》2007年3月21日。

同的信用债券,立法机关没有进行顶层的整体制度设计,缺乏统一的立法规划,公司法人信用债券形成了多头监管、市场分割的现状:同样是公司法人信用债券,由于核准机关、交易场所的不同,出现了“公司债”、“企业债”、“非金融企业债务融资工具”等不同的称谓,分别适用不同的监管规则和程序:短期融资券、中期票据由交易商协会负责,企业债由发改委负责,而公司债审批权限则在中国证监会;在流通市场上,银行间债券市场由人民银行主管,交易所债券市场则由中国证监会负责。债券市场的多头监管造成各类债券在审批程序、发行程序、发行标准和规模、信息披露等各个环节宽严不一,从而影响了公司债券市场的制度建设。<sup>⑫</sup>以公司债券规范为例:《企业债券管理条例》规定的企业债券和《公司法》中的公司债券在法律概念上难以区分;企业债由于包括了铁道债等非公司法人债券,并不完全符合《证券法》规定的“公司债券”的特征;中期票据和短期融资券所依据的《非金融企业债务融资工具管理办法》则根据《人民银行法》制定,在形式上几乎脱离了《证券法》关于“公司债券”的范畴。

虽然有学者认为这种多头监管的体制一定程度上会引起监管竞争,从而能促进债券市场的发展,<sup>⑬</sup>但整体而言,债券市场的分散监管以及法规体系的不统一,使得相关法律制度不能反映债券市场的内在运行规律,难以真正起到促进和保障市场发展的应有作用。

此外,交易所公司债券市场相比较银行间信用债市场发展不均衡,其中一个重要原因还是两个市场竞争的法制基础存在重大差异。<sup>⑭</sup>交易所债券市场法制环境总体上受《证券法》和《公司法》的约束,如“个人与机构投资者参与债市必须遵守《证券法》中的经纪业务模式;在交易机制上,主要实行指令驱动、集中撮合,而诸如做市商、大宗交易、双

---

<sup>⑫</sup> 参见上海证券交易所—中信证券联合课题组:“交易所债券市场产品创新研究”,2010年。

<sup>⑬</sup> 例如,短期融资券和中期票据采取注册制发行,对公司债、企业债一度形成竞争优势,正是这种竞争,促使发改委开始对企业债的发行审批进行较大的改革。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2010年版。

<sup>⑭</sup> 参见陆文山:“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版。

边报价等符合债券交易特点的制度,由于一直以来商业银行等主体的禁止进入而难以有效发挥作用。相比之下,银行间债券交易市场发展迅猛,“因为在事实上,它脱离了《证券法》和《公司法》的制约,其另可依据的《人民银行法》、《商业银行法》等对银行间债券市场作出的原则性规定,使其享有较为充分的制度创新的法律空间,因此在其有关债券市场发展的大量的行政规章和政策性文件中,均可实行有别于证券交易所市场的债券发行与交易制度”。<sup>⑮</sup>

### (三) 逻辑根源层面——对投资者的定位偏差

有观点指出,“投资者定位错误是我国公司债券市场一系列失误的逻辑根源”,“正是因为将投资主体定位于风险分析和承受能力较弱的个人和中小机构投资者,为了防范公司债券违约可能带来的种种风险,管理部门只好对公司债券发行施行严格的零风险管理,对发行主体资格严格限制,极大地抑制了公司债券市场规模的扩张”。<sup>⑯</sup>

从国际经验来看,公司债券等固定收益产品由于收益率较低,价格波动较小,结构复杂,只有投入大量资金进行大批量交易才能获取较高收益。个人投资者资金规模较小,投资技巧欠缺,交易成本较高,并不适合直接投资债券产品,一般通过购买债券型基金间接进入债券市场。更重要的是,由于公司债券的信用等级差异很大,存在一定的信用风险,因此需要投资者有较强的风险识别和承担能力,更适合于机构投资者。公司债市场对投资者定位的偏差导致监管者的监管风格和立法理念偏于审慎,相关监管规则比照股票市场的监管逻辑以围绕中小投资者权益保护为中心设立,在风险防范的理解上发生偏差,促进市场发展和推动创新需求的动力不足。

<sup>⑮</sup> 陆文山:“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版。

<sup>⑯</sup> 孔燕、冯光华:“我国公司债券市场发展的路径选择”,载《金融时报》2007年3月21日。

## 二、公司债券发行制度改革面临的法规政策障碍

交易所公司债市场分为发行市场和交易市场,考虑到发行市场是交易市场存在和发展的基础,其发展程度直接体现了一国债券市场的发展程度,因此,发展我国公司债券市场的当务之急就是壮大发行市场。<sup>①</sup> 现行公司债发行法律法规限制性规定过多,致使公司债的一级市场发行面临诸多法律和政策障碍,一定程度上阻碍了公司债的扩容和创新。

### (一) 发行核准制市场化程度不高,发行审核效率较低

《证券法》、《试点办法》将公司债的发行制度定位为核准制,均明确了公司债的实质发行条件,而不是仅形式上审查发行人是否真实、完整、准确地进行了信息披露。对债券发行实质条件的审核,并没有消除债券固有的信用风险,反而掩盖了不同资质企业所发债券的真实信用水平,不利于投资者风险识别和控制能力的培养,也不利于债券市场的市场化发展。在这种发行核准制度下,监管机关在审核公司债发行时采用与股票发行同等的程序和通道,导致长时间以来公司债券发行量难以迅速扩容,市场规模远远落后于银行间市场非金融企业债务融资工具。

在核准制下,公司债券的发行审核效率虽然较之审批制有较大提升,但与银行间市场发行注册制模式相比仍缺乏竞争优势,这也是交易所公司债发行量一直难以扩容的重要原因。此外,《证券法》第24条规定证券监督管理机构核准证券发行的时限为3个月,《试点办法》则没有对审核时限作出规定。实践中公司债发行排队审核时间一般在半年以上,核准时间过长往往使得发行人错过市场时机。2011年以来,证监会对公司债发行实施了绿色通道制度,对一定净资产规模(100亿元以上)和信用评级(AAA级)的上市公司发行公司债实行快速通道

---

<sup>①</sup> 参见何明娟:“我国公司债券发行市场法律制度的完善”,华东政法学院2005年硕士学位论文。



核准,与股票发行分开排队。实行绿色通道后公司债发行一般只要一两个月的时间,公司债发行由此出现了井喷的扩容趋势,<sup>⑩</sup>但这种绿色通道机制仅仅是临时的窗口指导,并没有规范化、制度化、常态化,且局限于国有大型上市公司,尚未惠及所有符合条件的公司债发行人。

### (二) 发行主体条件限制过严,无法满足中小企业的融资需求

《证券法》规定公司债的发行主体为公司制法人,其中股份有限公司的净资产不低于3000万元,有限责任公司的净资产不低于6000万元,最近3年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息。《试点办法》进一步将发行主体试点范围限定为上市公司。实践中并非所有的上市公司都能发行公司债,根据监管部门的窗口指导,能够发行公司债的主体仍局限于主板上市的净资产在10亿元以上的国有控股的大公司。<sup>⑪</sup>对大部分主板上市公司、中小板和创业板上市公司而言,虽然它们的资产规模、盈利能力已远远超出了《证券法》规定的法定发行条件,但实际上仍难以发行公司债。此外,将试点范围局限在上市公司,也给公司债发行设置了较高的门槛。大量存在急迫融资需求的未上市的中小企业无法发行公司债。<sup>⑫</sup>

### (三) 发行方式限于公开发行为,非公开发行为尚待进一步明确

《证券法》将“向不特定对象发行证券”或“向特定对象发行证券累计超过二百人”的情形定义为公开发行,并规定“证券的发行、交易活动,必须实行公开、公平、公正的原则”。《证券法》没有禁止公司债券的非公开发行,也没有明确允许公司债的非公开发行,只是笼统规定“非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”。《试点办法》也没有限定公司债的发行方式,但实践中公司债仅限于公开发

<sup>⑩</sup> 据统计,2011年前8个月,共有38家公司发行了45只公司债,合计发行总额823.2亿元,远超2010年全年发行规模。

<sup>⑪</sup> 证监会有关人员在《试点办法》出台时曾表示,试点初期仅限于净资产规模10亿至15亿元的大型上市公司发行无担保公司债,中小公司在采用担保、质押等手段提升信用基础上的发债将跟进。以2009年为例,发行公司债的45家企业中仅2家为非国有企业,发行额占比仅2.4%。

<sup>⑫</sup> 发改委推出的中小企业集合债和银行间市场推出的中小企业集合票据,为中小企业提供了直接融资渠道,但因担保制度不完善、发行规模限制、发行利率管制等原因,市场规模难以扩大。

行,私募发行公司债将可能构成非法“资金借贷”,<sup>②</sup>从而存在被法院认定合同无效的风险。

#### (四) 发行对象较窄,投资者投资范围受限

目前公司债在交易所市场发行并挂牌上市,发行对象主要是交易所市场的机构和个人投资者。机构投资者以证券公司、保险公司、基金为主,目前已允许上市商业银行进入交易所市场。根据证监会、中国人民银行、银监会2010年联合发布的《关于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》,上市商业银行可通过租用券商席位的方式在证券交易所集中竞价交易系统进行债券现券交易。但根据前述通知,目前还只有上市商业银行能进入交易所市场,非上市银行不能进入交易所债市。此外,上市商业银行也只能通过集中竞价系统进行交易所内的现券交易,尚不能开展债券回购这一主要交易品种,也不能在固定收益平台或综合协议平台进行交易。上述限制性规定大大降低了交易所债市对商业银行的吸引力。

保险公司作为公司债的重要发行对象,其投资公司债也有较严格的监管限制。根据《保险资金运用管理暂行办法》和《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》等规定,保险机构只能投资信用评级A级以上的有担保公司债券和信用评级AA级以上的无担保公司债券。此外,证券公司自营资金、证券公司集合理财计划、债券型基金、货币市场基金、社保基金等机构投资者投资公司债也有一定的“投资级”限制。这些规定限制了机构投资者对低评级高收益公司债券的投资。

#### (五) 发行额度受限,“天花板效应”明显

《证券法》第16条规定,公开发行公司债券,累计债券余额不得超过公司净资产的40%(俗称“天花板规则”)。这条针对公司债发行额度的天花板规则本身含义并不明确,如关于累计债券余额的计算,是否包括1年期以内的短期债券(如银行间市场的短期融资券和超短期融资券);公司债、企业债、中期票据在各自发行时是否应将其他两种债

---

<sup>②</sup> 禁止企业间资金借贷的法律依据主要包括《商业银行法》第11条、《贷款通则》第61条、最高人民法院《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》、《关于对企业借贷合同借款方逾期不归还借款的应如何处理问题的批复》等。

券计入债券余额;②发新债还旧债时,旧债是否计算在债券余额内;关于净资产的计算,是否包括少数股东的权益,还是仅指母公司的所有者权益;这些问题都缺乏权威的立法解释。《试点办法》第7条规定的额度限制条件是“本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十”,仅将公司债计入债券余额,显然对《证券法》的前述规定作了狭义解释。目前,证监会在计算发行人债券余额时,已不将其已发行的企业债、中期票据和一年期以内的短期债券计算在内,只计算已发行的公司债。这一指导性的政策对公司债的扩容起到了重要作用,但是否符合《证券法》“天花板规则”的本义,有待商榷。

在天花板规则的限制下,很多资质良好、财务稳健、偿债能力充足的企业因已用完发债额度而无法再发行公司债,而一些盈利能力强的中小企业则因为净资产少、可发债额度低、发行成本高而不能也不愿发行公司债。可以说,天花板规则在很大程度上已成为我国信用债券市场发展的瓶颈。

#### (六) 发行利率仍受到限制,未完全市场化

《证券法》第16条规定,公开发行的公司债券的利率不得超过国务院限定的利率水平。国务院发布的《企业债券管理条例》第18条规定,企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的40%。由于银行居民储蓄定期存款最长期限为5年,因此发行5年期以上的公司债,其发行利率可不受前述条款限制,发行5年期以内的公司债仍要遵守前述利率限制的规定。但在实际发行过程中,很多5年期以内的企业债、公司债都已突破了该规定的利率限制,《证券法》对公司债券发行利率的限制对高收益率公司债的发行构成了法律障碍,也不利于具有高成长性的中小企业、民营企业进行公司债的融资,不符

---

② 如何计算累计债券余额,目前属于窗口指导,缺乏统一的立法规定。证监会、发改委、银行间市场交易商协会分别有自己的认定标准。如《企业债券管理条例》第16条规定,企业发行企业债券的总额不得大于该企业的自有资产净值;《关于推进企业债券市场发展、简化发行程序有关事项的通知》则规定,累计债券余额不超过企业净资产(不包括少数股东权益)的40%;《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》规定,短期融资券待偿还余额不得超过企业净资产的40%;《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》第4条规定,中期票据待偿还余额不得超过企业净资产的40%。

合市场化的发展方向。

### (七) 发行承销制度不完善,相关立法不健全

承销制度是债券发行的关键环节,《证券法》对公司债券承销制度作了原则性规定,明确了代销和包销两种承销方式,但对于发行人、主承销商、分销商、投资者各自在发行过程中的权利、义务缺乏相关规定予以规范。<sup>②</sup>此外,对组建承销团的条件过严,根据《证券法》第32条,向不特定对象发行的证券票面总值超过人民币5000万元的,应当由承销团承销。目前市场上公司债发行规模普遍在5亿元以上,随着证券公司资本实力和风险控制能力的增强,独家承销数亿元的公司债券对证券公司来说并不困难。组建承销团的标准过低导致债券承销市场中的名义承销、虚假承销现象,即名为承销团承销,实为独家承销,分销商并不承担实际的销售义务,仅象征性地参团,从而获得数万元的“参团费”。这样的规定容易滋长小券商的搭便车现象,不利于优质券商将债券承销业务做大做强。

## 三、交易所公司债券市场发展与《证券法》修改建议

交易所公司债券市场的良性稳健发展,对于扩大直接融资比重、改变金融市场结构失衡,对于我国金融体制改革和资本市场发展,均具有至关重要的意义。可以预见,随着中国利率市场化改革的不断深入,重股轻债的倾向逐渐发生改变,通过发行公司债券进行融资也将会成为企业融资的优先选择之一。为完善公司债券发行制度,促进交易所债券市场的发展壮大,应及时修订《证券法》及其他法律、法规中有关公

---

<sup>②</sup> 反观银行间市场对于非金融企业债务融资工具的承销制度的相关规范比较完善。银行间市场交易商协会根据《非金融企业债务融资工具管理办法》,分别制定了非金融企业债务融资工具《中介服务规则》、《发行规范指引》、《尽职调查指引》、《承销人员行为守则》等一系列承销制度规范,并对主承销商的后续管理提出要求,如《主承销商后续管理工作指引》、《突发事件应急管理指引》、《现场调查工作规程》等。这些规范性文件形成了非金融企业债务融资工具承销制度规范体系,对非金融企业债务融资工具市场的快速发展起到了保障和促进作用。金融债承销方面,人民银行出台了《全国银行间债券市场金融债发行管理操作规程》,对商业银行金融债及次级债的承销相关事宜作了详细规定。

公司债券的规定。

### (一) 以《证券法》为中心,对公司债券相关监管规则进行整合

为解决长期以来困扰公司债券市场发展的多头监管、市场分割的问题,应确立公司债券监管规则的顶层设计,明确《证券法》在公司债券监管规则中的中心地位。

首先,应理顺《证券法》中规定的证券监督管理部门对债券市场的监管与《中国人民银行法》所规定的人民银行对债券市场监管的关系;其次,应在《证券法》中明确,凡属公司法人发行的债券均属《证券法》中规定的公司债券,均适用《证券法》中关于公司债券的规定;最后,应在《证券法》关于公司债券的原则性规范之下,稳妥展开对《公司债券发行试点办法》、《企业债券管理条例》、《非金融企业债务融资工具管理办法》关于公司债券的发行主体、条件、程序规定的调整,明确公司债的统一监管主体,按照现行《证券法》第7条的规定,逐步建立公司债发行统一、权威、高效的监管体制,实现无缝监管。

### (二) 放松管制,引导公司债券发行市场化

#### 1. 将公司债券发行由核准制改为注册制

从境外发达债券市场来看,公司债券的发行大多采用强制信息披露基础上的注册制。例如,美国1933年《证券法》规定,公司债的发行,只要向SEC申请登记注册后,SEC在20天内未作出不准发行的命令,即自动获准登记。美国证券相关法律中并未设置公司债券的实质发行条件,SEC也不对公司债券发行进行实质性审查,由市场投资者自行判断公司债券风险。只要发行人将发行主体及拟发行债券相关的信息充分公开,履行了信息披露义务,不管该债券的质量怎样,利率如何,发行人都可以在市场上发行公司债券。<sup>⑨</sup> 2008年金融危机后,美国对金融衍生产品的发行加强了监管,但对于公司债券的发行则仍实行完全的注册制。

与交易所公司债的发行核准制不同,我国银行间市场推出的非金融企业债务融资工具也实行了注册制。《非金融企业债务融资工具管

<sup>⑨</sup> 参见崔明霞:“证券发行制度研究”,载中国民商法律网,<http://www.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=31954>,2011年9月10日最后访问。

理办法》没有设置发行人的发行条件。《非金融企业债务融资工具注册工作规程》明确作为审核机构的注册会议仅“对发行企业及中介机构注册文件拟披露信息的完备性进行评议”,并不审核发行人的资产规模、盈利状况、负债水平等实质条件。只要发行企业依法披露相关信息,交易商协会均会接受企业发行注册,除非2名以上注册委员认为企业没有真实、准确、完整、及时披露信息,发表“推迟接受注册”意见。债务融资工具的发行注册制突破了《证券法》中债券发行核准制的规定,带来了银行间市场债务融资工具的快速发展。

参考境外发达债券市场公司债券发行及我国银行间市场债务融资工具发行实践经验,建议尽快修订《证券法》、《试点办法》等相关规定,将交易所公司债的发行制度由核准制改为注册制。

## 2. 放宽发行主体的限制

在国外成熟债券市场,公司债的发行主体非常广泛,基本不存在净资产规模、公司类型等方面的限制。我国《证券法》中对公司债券发行主体最低净资产规模的限制导致很多规模较小的中小企业无法通过发行公司债的方式进行融资,也在某种程度上阻碍了公司债市场的扩大。

因此,建议修订《证券法》、《试点办法》,将公司债发行主体扩大至非上市股份有限公司及其他净资产规模较小的有限责任公司,降低公司债发行门槛;同时建议借鉴银行间市场中小企业集合票据的模式,在立法中明确中小企业可以发行集合公司债,缓解中小企业的融资难问题。

## 3. 在立法中明确规定公司债券的非公开发行,逐步发展私募公司债

国际上大量的债券,特别是由中小型成长企业所发行的公司债券,都是非公开发行的,由为数非常有限的一个或多个投资者与发行企业讨价还价达成发行及购买协议。美国《证券法》关于非公开定向发行证券的144A规则明确,发行人可以向合格机构投资者非公开发行证券,但所发行的证券只能在机构投资者之间进行交易。据此,发行人可快速实现向合格机构投资者融资,而不必向SEC进行注册。债券非公开定向发行在逐步放松管制中得到大发展,至2010年末共募集资金

2602.95 亿美元。<sup>⑤</sup>

在信用债市场中,目前银行间市场的非金融企业债务融资工具已经实现了私募发行的机制安排。根据《非金融企业债务融资工具非公开定向发行规则》的规定,非金融企业可以在银行间市场面向机构投资者非公开定向发行债务融资工具。与公开发行相比,非公开发行具有审核程序简单、信息披露方式灵活等特点,因此,定向债务融资工具一经交易商协会推出,就获得了快速发展,发行规模迅速扩大。

鉴于非公开发行方式自身的特点及企业非公开发行债券的客观需要,为促进公司债的进一步发展,扩大公司债规模,有必要在《证券法》中明确规定非公开发行公司债券的条件和程序,逐步发展私募公司债。

#### 4. 放宽发行额度、发行利率限制

对于发行额度,从国际经验来看,欧美等债券市场发达国家均没有对债券发行额度作限制。实践已经证明,影响发行人偿债能力的主要是其现金流状况和资金筹集能力,与其债务余额占净资产的比例关联不大,即便债务余额占净资产的比例很低,也并不能完全保证发行人如期偿债,债务余额占净资产的比例很高并不一定意味着发行人失去了偿债能力;对于发行利率,成熟资本市场国家证券监管机构对公司债券的发行利率一般没有限制,即使在亚洲国家中也只有中国的证券法规对发行利率作出限制。<sup>⑥</sup>

建议借鉴国际立法经验,修订《证券法》中的天花板条款,合理提高发行债务余额占净资产的比例,或废除该比例限制;同时,取消《证券法》中关于公司债发行利率的限制,由发行人根据市场供需情况与承销商协商决定公司债发行利率。

5. 放宽投资主体的限制,加快推动非上市商业银行等机构投资者进入交易所债券市场

<sup>⑤</sup> 参见高飞、叶可松:“各国非公开定向发行制度与实践”,载和讯网站 <http://news.hexun.com/2011-05-21/129829543.html>,2011年9月11日最后访问。

<sup>⑥</sup> Bernhard Eschweiler, Bond Market Regulation and Supervision in Asia, 载 [http://www.google.com.hk/url?q=http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30zb.pdf&sa=U&ei=91-ATrWnPOaaiAfC9KDIDg&ved=0CBMQFjAA&usq=AFQjCNGCN7LVbHL7\\_NKMDT\\_Faz9z3Y2xQ](http://www.google.com.hk/url?q=http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30zb.pdf&sa=U&ei=91-ATrWnPOaaiAfC9KDIDg&ved=0CBMQFjAA&usq=AFQjCNGCN7LVbHL7_NKMDT_Faz9z3Y2xQ),2011年9月11日最后访问。

从普遍的国际经验看,公司债市场最主要的参与者是商业银行等机构投资者。统计资料表明,美国的商业银行约持有 19% 的公司债,日本的商业银行约持有 30% 的公司债,韩国的商业银行约持有 15% 的公司债。<sup>②</sup> 而我国却对商业银行等机构投资者进入交易所债券市场设置了投资限制。

为促进交易所债券市场的进一步发展,建议加快推进非上市商业银行等机构投资者进入交易所市场,取消交易品种和场所的限制,完善各项配套制度;放宽政策吸引银行理财产品、基金、信托产品、保险产品、券商资产管理计划、社保基金等非法人集合理财产品进入交易所市场;修订保险公司债券投资的相关规定,减少各类机构投资者投资公司债的政策限制。

### (三)完善公司债券信息披露法律制度

充分的信息披露是提高市场效率,保证公正、公平、公开市场原则的基础,有助于投资者准确判断债券价值和潜在风险,对于扩大债券发行、促进市场发展具有重要意义。《证券法》对公司债券信息披露的规定不完善,如《证券法》第 67 条仅规定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时上市公司的临时披露义务,而没有就对公司债券价格或发行人偿债能力产生较大影响的重大事件发生时发行人的披露义务作出规定。《试点办法》也没有对公司债的信息披露制度作出专门规定。<sup>③</sup> 目前,公司债券发行人均为上市公司,其信息披

<sup>②</sup> 参见楚天舒:“公司债的发行、交易与监管研究”,深圳证券交易所博士后工作站研究报告,第 95 页。

<sup>③</sup> 证监会《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》对公司债发行时信息披露作了规定,《上海证券交易所公司债券上市规则》、《深圳证券交易所公司债券上市规则》则对公司债存续期的信息披露作出相关规定。但“从实践的角度看,许多公司的披露形式大于实际,缺乏真正有效的信息披露”,参见毛珊珊:“论我国公司债发行市场法律制度之完善——兼评《公司债券发行试点办法》”,华东政法大学 2008 年硕士学位论文。相比较而言,银行间市场债务融资工具相关信息披露法规比较细致完善,例如交易商协会制定了专门的《非金融企业债务融资工具信息披露规则》,对发行人的信息披露义务作出规定,并明确信息披露的最低要求。2011 年,发改委针对近年来城投债信息披露严重违规的现象发布了《关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》,明确规定了发行人发生重组等重大事件时的信息披露要求。



露可适用上市公司信息披露的相关规定。但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人的信息披露义务,并配套制定《公司债券信息披露规则》,结合债券信息披露的特点,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。

#### (四) 完善公司债券持有人权益保护法律制度

与其他债券品种相比,公司债持有人包括个人投资者,因而更加具有分散化、大众化的特征,在发行人出现偿付能力危机或其他应急事件时难以充分有效地保护自身权益,有必要建立集体维权的机制。持有人权益保护制度的完善可以提升投资者信心,降低发行人的信用和道德风险,从而扩大一级市场发行,促进市场发展。在持有人权益保护方面,英美法系一般采用受托管理人制度,大陆法系则大多采用持有人会议制度。<sup>⑨</sup>我国《证券法》没有对公司债受托管理人或持有人会议作出规定。《试点办法》规定的公司债受托管理人制度明确了受托管理人的聘任、职责以及应当召开持有人会议的情形,但没有对持有人会议的召开程序、决策机制、法律效果等作出规定,也没有对主承销商违反受托义务的责任以及作为受托管理人的利益冲突防范机制作出规定,影响了实践中投资者权益保护的效果。<sup>⑩</sup>

建议在《证券法》中明确公司债券受托管理人和持有人会议的法律地位,确立受托管理人与发行人、债券持有人之间的基本权利、义务和责任;此外,公司债监管部门应制定公司债券受托管理人和持有人会

<sup>⑨</sup> 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2月。

<sup>⑩</sup> 相比较而言,非金融企业债务融资工具则设立了主承销商后续管理和持有人会议制度。《非金融企业债务融资工具持有人会议规程》从自律角度对债务融资工具相关各方就召开持有人会议相关的权利义务进行了规范。主要特点有:推荐主承销商为持有人会议的首选召集人;在会议触发条件上区分法定召开情形和约定召开情形;坚持“同券同权”、“绝对多数有效”原则,并设计了关联方回避制度;在会议召开形式上设计了现场与非现场结合的形式。

议相关准则,对受托管理人的违约通知义务、加速清偿的决策机制、持有人会议决议的法律效果等关键问题作出更明确的规定。

#### 四、结 语

自2007年10月启动至今,交易所公司债市场的发展过程并非一帆风顺,与公司信用债券市场乃至整个资本市场的发展相比,其发展相对滞后。当初业内人士预期的“市场跨越发展,融资规模直逼股票市场”的远景并没有如期实现,证券市场股债失衡的跛脚格局也没有得到明显改观。究其原因,与我国公司债券监管规则体系中立法思维、监管理念、投资者定位均存在偏差不无关系。尽管自2011年实行发行绿色通道以来,公司债迅速扩容,但这种井喷式、缺乏制度规则保障的繁荣势头能否持续下去还存在疑问。

我们认为,促进交易所公司债券市场发展壮大的一个重要基础在于尽快完成公司债市场监管规则体系的顶层设计,修改完善以公司债券发行法律制度为重点的《证券法》及相关配套监管规则:首先,要以《证券法》为中心,统一公司法人信用债券的发行条件、标准和程序,整合同类债券的监管规则;其次,应适度放松行政管制,修订《证券法》相关条款,在公司债审核程序、发行额度、发行利率、发行主体等方面实现市场化改革;最后,应完善信息披露和受托管理人制度,充分发挥公司债作为场内债券品种的独特制度优势。