

《证券法》债券规则的批判与重构*

洪艳蓉 北京大学金融法研究中心

内容提要

《证券法》中被边缘化的债券规则，已难以适应公司债券市场的发展需要，更阻碍了其市场化改革的进程。应摆脱公司负债的管制思维，赋予其发债自主权，并建立基于商业信用的市场化约束机制。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，更灵活多元的债券发行、交易和登记结算制度，以及贯彻全程且统一的债券违法违规处罚规则等，以规范并引导债券市场的健康发展。

关键词

《证券法》修改 债券规则 市场化 统一立法

* 原文发表于《中国政法大学学报》2015年第3期。

引言：债市大发展下停滞的债券规则

发行债券，是具有独立人格的公司以商业信用为基础，承诺未来一定时期内还本付息的直接融资方式。根据融资优序理论，¹债券融资是公司首选的外源性筹资途径，优于银行信贷和发行股票。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。也因此，自2004年尤其是2007年以来，我国债券市场一改波澜不兴的局面，在国家“积极发展债券市场”系列政策的推动下，²获得长足的发展。据统计，³截至2014年底，公司债券市场已累计为非金融企业筹集6.97万亿元资金；截止2014年11月，公司信用类债券余额11.42万亿元，债券已成为公司对外融资的重要途径。

公司债券市场庞大的存量和众多投资者引发的种种问题，已超出政策处理的范畴，需寻求长效法制的系统解决。但回顾债券立法，2005年从《公司法》移至《证券法》的债券规则，不仅固守计划经济的管制思维，严格限制公司负债上限，忽视其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且多年未改动，其依附股票规则的边缘化状态难以满足为债券市场发展保驾护航的迫切需求，更遑论肃正不端行为，统一债券市场竞争秩序。有必要借《证券法》的修改，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。目

¹ See Myers and Majluf, “The Capital Structure Puzzle”, Journal of Finance, July, 1984, 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”；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”等。

³ 本文数据如无特别说明，主要来自中国人民银行、中国证券监督管理委员会（简称证监会）、中央国债登记结算公司、上海清算。

前我国存在三套公司债券规则和监管体系。⁴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并限于篇幅，本文选取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各类公司债券。

一、《证券法》规范下的债券规则体系

（一）《公司法》与《证券法》的债券规范分工

目前公司债的规定分立为《公司法》与《证券法》。除发行公司债券的内部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至162条，规定了公司债券的定义、债券募集办法应载明的事项、债券应载明的事项、债券存根簿应载明的事项、债券的转让、记名与不记名公司债券的转让方式、可转换公司债的发行等。

2005年修订《公司法》时，公司债券发行的规定稍作完善后全部移至《证券法》，划清了二者在证券发行上的监管边界，解决“一律两法”问题。⁵法律层面的债券规则主要体现在《证券法》第二章“证券发行”第16至18条，规定了债券发行的条件和核准制、公开发行的申报文件和禁止再次公开发行的情形；第三章“证券交易”第二节“证券上市”第57至58条，规定了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”依附上市公司股票信息披露规则，仅有债券定期信息披露和债券募集虚假陈述的责任规定（第63至66条、第69条）。此外，没有针对债券临时信息披露和债券违法违规的专门规定。

⁴ 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（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。

⁵ 参见“修改工作小组组长许健独家解读证券法”，和讯网，<http://stock.hexun.com/2005-11-07/100323643.html>，2014年12月20日最后访问。

（二）《证券法》中债券与股票规则的关系

《证券法》的调整范围是股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行交易（第2条），由于国务院长期以来未认定有关金融创新产品为“其他证券”且一笔带过非公开发行（私募），⁶因而被认为是主要规范股票和债券这两种证券公开发行和交易的法律。除上述从《公司法》移至《证券法》的规定和补充的部分条款外，公司债券的条文寥寥无几，更多是调整股票的，或冠以“证券”之名，实则调整股票关系。整部《证券法》既没有公开发行公司债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，更缺乏针对公司债券特有的违法违规行为的责任认定和制约条款。债券规则整体被边缘化，或可看作隐身于股票规则之中，《证券法》更多的是一部股票公开发行和交易的法律。

债券规则的历史揭示了这一领域多年来的停滞不前。公司债券制度起源于上世纪80年代中后期的企业债券，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），确立了由其控制并审批（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，平移了相关规定；同时，1998年出台的《证券法》负责监管公司债券上市交易，形成“一律两法”的分割状态，并延续至2005年《公司法》、《证券法》的修改。此次修法《公司法》仅保留少数债券条款，有关债券发行与监管的规定平移至《证券法》。内容上除了将债券监管从审批制调整为核准制，发债上限计算基数从“累计发债总额”调整为更合理的“累计债券余额”外，发行债券的条件原文照搬到了《证券法》，一脉相承计划经济时期奠定的债券管控思维，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

⁶ 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私募的存在，但未做更多规定。

行。此后《公司法》、《证券法》的修订均未涉及公司债券的任何内容，⁷目前仍适用2005年《公司法》、《证券法》确立的债券规则。

（三）《证券法》体系内的债券规则

《证券法》第10、17条规定，申请公开发行公司债券，应当向国务院授权的部门或国务院证券监督管理机构报送相关文件并取得其核准，因此除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，证监会颁布施行《公司债券发行试点办法》（简称《试点办法》），按照“先试点、后分步推进”的思路，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》的债券发行规定，引入较成熟的股票发行审核委员会制度，落实发行核准制，并适用与之相同的保荐制；进一步细化公开发行债券条件，增加了对债券的信用评级要求；进一步强调债券发行中各方主体对信息披露真实、准确、完整的责任；引入一些市场化的债券发行机制，包括：采用储架发行（shelf offering），允许上市公司一次核准，分次发行；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；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。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。⁸

2015年1月，证监会发布实施《公司债券发行与交易管理办法》（简称《管理办法》），取代《试点办法》。新法除承继并完善《试点办法》创设的部分机制外，进一步加快债券的市场化改革

⁷ 《公司法》后来经历过2013年的修改，《证券法》经历过2013年、2014年修改。

⁸ “《公司债券发行试点办法》颁布实施”，证监会官网，

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/gzdt/200710/t20071031_69305.html，2014年12月20日最后访问。

并强化了投资者保护，其中包括：扩大债券发行人范围到所有公司制法人，取消公开发行债券条件，只保留禁止发债负面规定；全面建立债券私募制度；取消债券公开发行的保荐制和发审委制度，简化审核流程；增加债券交易场所，从证券交易所扩大到多层次资本市场；区分公开发行为面向公众投资者和面向合格投资者两类，完善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济的能力，同时加强市场监管，强化投资者保护。⁹基于历史沿革和本文旨意，下文关于证监会债券监管的分析主要基于《试点办法》的规定，兼评《管理办法》的得失与改进。

上海、深圳两大证券交易所分别制定了《公司债券上市规则》、《债券交易实施细则》及《债券市场投资者适当性管理暂行办法》等配套性规则；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》等后台操作规则，形成目前证监会主导下较系统的公司债券法律制度体系。

（四）《证券法》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外，中国人民银行于2008年4月发布实施《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，授权银行间交易商协会自律管理，于《证券法》之外建立起一套称为“中期票据”的公司债券体系。由于中期票据采用注册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、¹⁰保险公司等实力雄厚的机构投资者，其市场规模后来居上，约占半壁江山。¹¹

⁹ “证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》”，证监会官网，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116_266695.html，2015年1月16日最后访问。

¹⁰ 1997年6月，商业银行因违规资金入市问题，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》，但并未真正落实。

¹¹ 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为15.9%，36.3%和47.8%。

证监会虽不能改变《证券法》中债券公开发行核准制的强制规定,但在监管竞争下自2011年3月起采取简化核准程序,开设“绿色通道”的变通做法推进核准进程,¹²有效推动了市场规模的大幅度增长。¹³同时为丰富债券发行方式,解决中小企业融资难题,证监会于2011年10月发布实施《关于创业板上市公司非公开发行债券有关事项的公告》(2015年1月被《管理办法》废止),开辟这类公司私募发行债券的渠道;沪深两大证券交易所于2012年5月分别发布实施《中小企业私募债券业务试点办法》,以未在交易所上市的中小微企业为试点对象(排除房地产企业和金融企业),构建了面向中小企业的私募公司债券制度。

二、债市发展存在的问题与债券规则批判

总体上,在政策扶持下发展颇具规模的公司债券市场,便利了公司融资和民众投资,推进了利率、信息披露等市场激励约束机制的建立。但这一市场的发展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扩大,其投融资功能渐渐失调,投资者保护有所变味,风险隐患日显。这种弊端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。

(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

¹² 证监会专门建立独立于股票融资的债券审核小组,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:本期债券评级达到AAA;本期债券期限小于三年,而且债券评级在AA以上;公司净资产达到100亿元以上;在交易所申请固定收益平台,向机构投资者发行。之后的上港集团发债从递交资料到核准只用了两周时间,大大短于此前所需的半年时间。参见申屠青南:“公司债‘绿色通道’力推发行‘井喷’”,中国证券报, <http://bond.stockstar.com/IG2011081500000604.shtml>, 2014年12月20日最后访问。

¹³ 2010至2014年五年的公司债券发行规模分别为603、1262.50、2471.97、3219.91和2482.3亿元。

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，将发行主体限于上市公司，缩小适用对象。¹⁴

自2007年9月7日长电公司发行首只公司债券以来，这一市场主要服务于大型上市公司，稀缺的市场资金被导流至不乏融资渠道的大型企业。据统计，单只债券的平均发行规模在16亿元以上，按照第16条第（二）项的规定计算，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，偏向大企业融资的公司债券市场，显然不能满足或兼顾中小企业的融资需求。这种融资功能的人为限制，客观上可能恶化了中小企业的生存环境，进一步刺激了民间金融等非正规金融的盛行，埋下风险隐患。而中小企业私募债由于人为设定利率上限，背离风险与收益相匹配的市场规律，加之投资门槛过高，市场发展不兴，问题重重，未能解决中小企业的融资难题。¹⁵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，一些受国家信贷政策影响无法获取银行贷款的上市公司却转战债券筹资，受调控的房地产业上市公司就是典型。¹⁶这种融资变道削弱了国家宏观调控效果，使债券市场的功能某种程度上走向助力经济发展的反面。

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，限制了公司根据行业属性和生产经营状况管理资产负债状况

¹⁴ 指证监会2007年8月发布《试点办法》到2015年1月发布《管理办法》这段时间。

¹⁵ 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《关于加强中小企业风险防控工作相关事项的通知》。

¹⁶ 证监会从启动债券市场至2009年11月已批准发行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%）。参见作者：“A股掀起发债热 公司债券募资创新高”，来源：<http://jr.hztop.com/news/zairongzhidaotai/2010-02/22/99990928212.html>，2014年12月20日最后访问。

的可能性，降低了其利用债券融资的最大化效用。特别是对于那些轻资产型的公司及经营刚起步，盈利前景看好，未来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，虽出于监控募集资金流向和防范风险的初衷，但公司在经营过程中需求多样，其对融资资金应有适当的自主安排权，以更好地适应市场变化。

（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。

《证券法》第10、17条规定，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，虽取消国家对发债规模的总体控制，但未降低个体公开发行债券的标准；核准程序虽引入发审委审查机制，取消审批制更多的主观判断因素，但在2011年证监会未简化核准程序前，公司取得核准批文往往需半年周期。公司债券属于还本付息的固定收益债券，利率深受宏观政策和市场利率水平影响，漫长而不确定的核准批文等待，容易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，设置的高标准条件仍使许多急于筹集资金的公司止步。

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”，但长期以来民众通常认为核准制代表监管者对发债主体和相关发债条件的实质性审查，取得核准的公司往往有“信用过关”的隐喻。综观过往的公司债券制度，既以受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，加之缺失债券保荐具体要求等的复合作用，诱使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”，并将业绩报酬与债券承销

规模挂钩，从而弱化了保荐人作为市场中介替代监管者，为保护投资者而甄别发行人和债券风险的作用，削弱了借助金融中介的专业服务识别、分散和化解风险的功用和扭曲了相应的激励约束机制。

公开发行债券要求信用评级，在监管者隐性担保的核准制下，债券大都能取得 AAA 级或趋同的评级。这不仅未能反映各家发行人真实的信用状况并揭示信用风险，反而因同信用评级带来趋同的债券利率，背离风险定价的市场规律，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。债券强制发行评级可辅助投资者进行投资决策，确有必要，但为降低发行成本而谋求高评级，加之评级机构间的恶性竞争，实践中以价定级、以级定价的现象并不鲜见，同样未发挥评级机构帮助投资者甄别风险的市场中介功能。

（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问责。

《证券法》第三章第三节笼统地以“证券”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，对债券的持续信息披露，除第 65、66 条规定发行人履行公开年度、半年度报告的要求外，没有类似第 67 条规定股票临时信息披露那样对可能影响公司清偿能力的重大事件要求发行人进行债券临时信息披露的规定。因此，第四节“禁止的交易行为”条文写明的对象虽是“证券”，但大多是结合股票而非债券的违法违规行为而设置的。

实践中为解决债券交易的信息披露问题，主要参考或采用股票临时信息披露标准或将之作为启动条件，带有依附性。股票和债券虽同为公司对外直接融资工具，但股票所建立的股东与公司间的股权关系，在法律属性上不等同于债券持有人与公司间的债权债务关系。前者更多地依靠公司未来的经营业绩，后者更多地取决于公司

在债券到期时的清偿能力，二者虽有重要联系，但不宜等同视之，更不能取而代之。

适用股票临时信息披露标准，无法准确向债券持有人揭示公司真正的信用风险，使之未能及时作出判断并可能错失采取有效措施时机；单方的股票信息披露可能干扰债券持有人判断公司信用，产生“信息噪音”，引发市场误解公司清偿能力，导致债券在无涨跌幅保护的情形下价格大幅异动，甚者被停止债券交易，¹⁷严重影响债券持有人交易权，剥夺其通过市场分散风险的可能性。

债券信息披露的不完善，除不能为潜在/现实的投资者提供充分信息外，也不利于以法为据问责发行人是否存在未真实、准确、完整、及时地披露可能影响债券价格重大信息的行为，也就无法有效查处以债券为对象，发生在债券发行、保荐/承销、交易等环节的违法违规行为，肃清债券市场环境。

（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》除了第10条明确规定什么是公开发行之外，只字未提与之相对的私募发行。由于主要内容都围绕着公开发行进行，《证券法》只在第16条规定了公开发行公司债券的条件，未预留私募发行空间。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，并在沪深证券交易所上市交易。

私募发行通常豁免监管，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，需要设定私募投资者的准入条件，要求其具备相应的自我保护能力。在建立私募制度的主要资

¹⁷ 2009年《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月上海证券交易所在《证券异常交易实时监控细则》第3条增加规定“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”，改写了此前债券交易无价格涨跌幅的历史。

本市场国家，常通过规定合格投资者（quality investor）制度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”。¹⁸对照《证券法》的规定，是以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，无法为债券私募发行提供安全阀保护。监管者主推的公募发行，面向的是公众投资者，但债券作为一类固定收益产品更适合机构投资者。¹⁹自1997年银行从交易所市场退出后，就一直缺乏资金雄厚的机构投资者，参与的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的适当性要求，并汲取上世纪90年代中期滥发企业债券造成兑付危机教训的背景下，证监会为金融维稳倾向于审慎挑选公开发行业务的对象，核准通过后的防控风险重任落于证券交易所，整个市场长时间呈现“风险防控型”特点，²⁰市场发展缓慢，欠缺应有的活力。

为更好地保护公开发行业务环境下的公众投资者，证监会在《试点办法》中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。²¹第25条要求发行人应为债券持有人聘请债券受托管理人，订立债券受托管理协议，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，并规定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，并规定应召开债券持有人会议的情形。

但《试点办法》中的这些制度的规定与适用却未如预期，存在：

¹⁸ 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；《合格投资者制度比较研究》，2010年1月。来源：<http://www.sse.com.cn/researchpublications/jointresearch/>，2014年12月20日最后访问。

¹⁹ 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。

²⁰ 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”，载张育军、徐明主编：《证券法苑》（第五卷），法律出版社2011年版，第784页。

²¹ 廖大颖：《公司法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》，台湾：正典出版文化有限公司2003年版。

1、受托管理人的利益冲突问题。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”，由证券公司兼任债券发行保荐人、承销商和受托管理人。前二者的利益与发行人一致，其法律责任与发行人相捆绑，后者却为保护投资者而设，用于监督发行人。证券公司身兼三职存在利益冲突，难以在发生债券纠纷时代表投资者与发行人有效交涉并维权。如果作为保荐人或承销商的证券公司，对债券发行负有责任，那么更无法自我追责。公司如多次发债并聘请同一家证券公司作为债券受托管理人，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。

2、受托管理人履职所需的身份与手段欠缺问题。《试点办法》原则性规定了受托管理人的职责，为赋予其履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》的规定，²²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。

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（例如需要绝大多数通过等），但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

²² 《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。

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。²³

4、受托管理人职责与债券持有人大会的衔接问题。《试点办法》规定了这两套保护债券投资人的制度，却未明确它们间的分工合作。受托管理人应在什么期间多大程度上履行职责，履职成效是否为投资者认同，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》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，立法空白容易造成二者僵局，延误投资者保护良机。2015年证监会的《管理办法》虽有所改进，但不甚完善，后文进一步分析。

（五）债券规则止步不前，固守计划经济下管制思维，遏制债券市场创新，也难以一统债券市场秩序。

债券规则自2005年从《公司法》移至《证券法》以来，基本沿用上世纪90年代的企业债券规则内容，侧重从公司融资准入入手，将公司净资产额与负债比率相挂钩，控制公司过度负债，并辅以核准制严格把关。²⁴这一做法固守了计划经济下对包括资金融通在内的企业生产经营各个方面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工作，客观上虽可避免重演上世纪的债券偿付危机，但强调堵截而非疏通风险的监管理念，既对公司融资构成巨大限制，也不利于市场创新，无法使宝贵的资金在公司之间优化配置，更好地服务于实体经济。而自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。这种法律上的滞后甚至会诱使市场为满足需求而剑走

²³ 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。

²⁴ 参见洪艳蓉：“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，第116页。

偏锋，创新“四不象”产品，徒增企业融资成本，人为制造金融风险。

而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，其体现的“放松管制，发展市场”，吸引了包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优势，很快占据市场规模的半边天。该市场的兴起，造成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，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。²⁵

尽管监管竞争加快了证监会主导下公司债券的市场化改革进程，²⁶但受制于《证券法》，其放松监管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，存在边缘化风险。而中期票据虽免受《证券法》约束，却暴露出依靠自律监管的不足。除信用风险仍滞留银行体系而未分散给适宜的市场主体外，该市场爆发的债券代持、债券发行利益输送、债券交易老鼠仓事件，²⁷以及地方政府倚重中期票据融资带来的政府隐性担保道德风险和债券刚性兑付等困扰，都集中反映了缺乏《证券法》建立的系统制度和强有力的执法机制的本源问题。总之，停滞不前的《证券法》债券规则对同质而名异的公司债券和中期票据未适用统一监管标准，既引发监管竞争的负面效应，纵容了违法违规行为，也造成市场分割和监管套利，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

²⁵ 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”，载张育军、徐明主编：《证券法苑》（第五卷），法律出版社2011年版，第789-793页。

²⁶ 例如核准制“绿色通道”、推出中小企业私募债等。

²⁷ 参见王培成：“反腐引发债市变局”，载《财经》2014年第28期，第36-39页。

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，其本质应是市场化的，即应遵循市场规律，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。在作为一国多层次资本市场重要组成部分的债券市场上，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积极功用，从而不断修正债券市场的定位，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，虽认同债券融通资金的功能，但为服从国家大一统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债券基于公司商业信用的本质属性，更有甚者视债券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祸害，一度暂停其发行，²⁸市场重启后仍延续计划经济的管制思维，在《证券法》中规定公开发行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，扼杀债券市场活力的同时，也造成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，在修订债券规则时需秉承如下理念：

第一，坚持债券市场发展的市场化导向。市场化是指债券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，

²⁸ 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。

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转型时期的债券市场化改革：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。即公司什么时候发债、发行多少债券、采用什么方式发行，应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，无需事先申请额度或被强加核准条件；投资者可根据风险承受能力和资金实力，自由选择投资品种和额度，证券和资金在不同交易场所的流动不应受限制并负担过重成本。②对监管者而言，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。即政府不再直接介入债券当事人间的法律关系，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，更多地充当市场规则的制定者、市场秩序的维护者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，放松管制进程需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。在市场经济条件下，债券反映了公司与投资者之间的信任和信用关系，能否发债成功主要取决于公司信用及因此获得的市场评价。为此需要在授予公司发债自主权时强调其信用责任约束，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融资行为负责，背信者应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，而非刚性兑付。当然，实现真正的当事人自己责任，需要在授予民众投资自由权时，甄别其风险识别和承担能力而作适当的投资准入分类管理并责令金融中介履行适当性要求，同时责令发行人履行信息披露义务并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，可能存在特色各异的公司债券，但只要其发行与存续基于公司商业信用，需要发行人债券到期时运用公司资金按券面条件偿付债务，那么它们本质上属于同性质的证券，应适用统一的法律规则：在发行条件和准入机制上不应有高低之别和宽严之分；在信息披露和交易场所上，不应深浅有别和分裂隔绝；法律约束和问责上，不应轻重不一和法内法外两套标准。同类事务适用同一规则调整，是避免监管套利，确保市场主体合理预期，体现公平竞争，减少价格波动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《管理办法》对债券规则做了较大幅度的修订，暂缓了制度供给与市场发展需求间的紧张关系，但《证券法》作为上位法，所确立的严格发债条件和繁冗的核准制等仍紧紧遏制住了债券市场发展的步伐，也限制了证监会在授权范围内的可为之处。在经历了公司债券市场从下而上的规则改进后，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，牵涉公司内部作出融资决议和后续还本付息事宜，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。

从公司法角度看，债券持有人是公司局外人，无法像股东那样行使表决权，参与公司经营并监督董事会行为。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损害，需要公司在债券上记载债权债务的详细信息，并设置债券存根簿表彰债券持有人对公司的债权请求权。同时为增强公司发债的吸引力，还需保障投资者这种债权请求权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。

从证券法角度看，公司债券不完全等同于一般的公司债权，二者在法律属性上虽都属于金钱债权，但公司债具有对公众发行债券所产生的集团性质，²⁹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等问题，通常采用发布募集说明书，提供格式化债券契约供投资者附和达成意思一致，并以定型化且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。相应的，法律上为有效处理这种“一对多”法律关系和标准化债券的流通问题，需规定债券公募与私募发行方式和操作要求、债券上市交易、登记托管事项，及为交易达成和保护投资者所必须的信息披露、监管措施和违法违规制裁等。

从海外公司法与证券法的分工看，各国虽不尽相同，但有关公司与债权人建立、变更和消灭债权债务关系的内容，通常由公司法规定，而有关债券发行及在资本市场交易流通的内容，通常由证券法规定。我国2005年修改《公司法》与《证券法》时虽做了调整，但仍有可完善之处。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（例如第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》调整的债券持有人权益保护的事项（例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》并合理安排二者的分工。例如可将包括公司债券募集说明书在内的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、债权人与公司之间的债权债务关系调整及相关权益保护，例如债券持有人会议等，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

²⁹ [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。

目前三套分立的债券规则和监管体制已给市场发展造成诸多困扰。在市场化条件下应对同一性质的金融工具及相应的业务行为适用统一的规则，是依法治市的必然要求。

首先应确立《证券法》调整债券法律关系的基本法地位，各监管部门制定的部门规章或自律规则需以此为基础，不能违背其确立的基本原则，更不能超越授权。这既基于债券作为一种证券应纳入《证券法》规范，更基于《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。

统一债券规则应充分理顺债法统一与统一监管、监管竞争的关系。债法统一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。在现有监管格局一时难以改变的情况下，过渡性的安排是建立债券部际协调机制，³⁰并确保其发挥作用。但保留监管竞争要倡导债券规则的统一，在《证券法》中规定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”³¹等要求。这些要求是大势所趋，也是债券市场平稳发展的根本。保留目前债券分市场监管，应利用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非监管套利；各市场之间在交易机制、托管、登记结算等方面的互联互通应在《证券法》中法定化并细化于部门规章落实。

3. 《证券法》下债券规则的完善

面对我国日益膨胀的债券市场规模，应在《证券法》中确立《管理办法》中行之有效的债券规则，使之获得更高位阶法律认同的正当性。

³⁰ 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》。

³¹ “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的建立而沉寂。

(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。

债券立足于公司信用，需要建立一套监督公司保持良好信用并具备足够清偿能力的法律机制。许多新兴国家在欠缺有效市场约束机制的情况下，为协调发展市场和保护投资者的关系，常采用对公开发行债券设置严格条件并由监管者审查的事前监督方法，包括规定严格的主体准入条件（起债基准），限定公司发债规模，及设定各种财务限制条款，如要求提供担保、限制公司盈余分配、要求公司维持一定的资产净值，及维持一定的收益以足以偿付债券本息等。³²我国《证券法》第16条的规定即为体现。

事前监管有助于公司与投资者早期建立信任关系，但过严和僵化的规定会产生诸多弊端，且随着一国金融改革的深入和市场约束机制的增强而更明显。因而一国在资本市场成长过程中，会逐步允许公司自主发债，并转由市场约束机制监督公司清偿能力，通过提升违规成本和强化投资者风险自负制约公司滥用发债权。就我国而言，早期试点已初步建立承销商、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。因此，可废除《证券法》第16条关于债券发行的硬要求，赋予公司发债自主权，并修改第10、17条的债券核准制为形式审查的注册制，相应调整发债申报材料，突出发债的信息披露要求。

就商业信用而言，公司如不具备清偿能力，就不应再发债融资，否则构成权利滥用，甚至是欺诈。在授予公司发债自主权后，需防范这类道德风险，即要在《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。它们的发生可能出于经营调整或是

³² 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。

市场利率波动。在实行注册制和储架发行后，公司可自主决定发债时间和数额，不宜将其自由裁量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。但考察信用不仅应从偿债能力入手，还包括其偿债愿望及相关信用因素，才能构建一个系统而完善的市场信用体系。如公司在其他方面有背信行为（如过去因背信受到惩罚，或当下提交的文件存在欺诈），也应列入禁止条件。而且公司作为一个独立实体也背负社会责任，一旦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，清偿这些债务可能减少公司资产，并在偿还上优先于公司债券，从而可能损害债券投资人的权益。因此应对此有所限制，并由监管部门解释和执行。证监会《试点办法》第8条和《管理办法》第17条，规定了较合理的禁止发债条款，可借鉴到《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。

相比债券公募发行，私募发行豁免于监管要求，但所受监管少了，就需要提高投资者的自我保护能力，建立合格投资者制度。投资者范围包括机构和富有的个人，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。债券通常被认为更适合于机构投资者，但基于公平原则不宜将公众投资者拒于公募之外。作为协调，可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），而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。

《管理办法》遵循上述思路，形成面向公众、面向合格投资者的债券公募及面向合格投资者的债券私募三种做法，借由投资者分类管理而允许公司公募发行（并确立储架发行制度）、私募发行债

券并建立适当的投资者保护，具有合理性，可为《证券法》所借鉴。为区分后两种发行，《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。《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，主要为避免风险扩散而不可控制，如私募发行的投资者已是合格投资者，叠加监管要求似乎没必要，公司还可能受累于此而无法筹集到足够资金。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该条。未来《证券法》更合理的规定是，如公司拟向包括公众在内的投资者公募发行债券，那应满足更高的信用要求；反之，如向合格投资者发行，则免受200人的限制。

区分合格投资者有待一线的金融中介落实，要求其在了解客户、了解产品基础上将适当产品销售给适当投资者，即为适当性制度，目前这已在证监会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这一规则，弥补立法空白。这一制度应是针对金融中介销售所有金融产品应履行的义务，其最低要求和必要的程序不应不同，只是针对具体金融产品，金融中介根据该项产品的合格投资者要求细化操作。

（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。

“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”，³³主体诚信及其“专以偿债为主要内容的特殊经济能力”构成公司债券信息披露的核心内容，凡有损于公司清偿能力，可能危及债券及时清偿的事项，都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信息，包括公司控制权、治理结构、投资经营及负担的债务等。股东只有在公司盈余时，才能主张盈余分配，

³³ [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。

数额多少取决于盈余额。从资产负债表结构看，公司总资产扣除负债之后才是股东盈余，债券利息作为成本从公司经营收入中税前扣除。可见公司负债高低是影响股东盈余多少的因素，在股票信息披露上可能包含部分的债券信息披露内容，但二者的上述差异决定了它们有所交叉但侧重点不同，因此不能完全以股票信息披露替代或涵盖债券信息披露，而应针对影响债券的更具体因素做专门化的披露，以便利投资者决策。

应改变《证券法》只注重股票信息披露的现状，确立契合债券属性的债券信息披露制度，包括尚未纳入的债券临时信息披露要求。证监会2015年的《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，可作为《证券法》修改时的参考。

（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，在监管者取消行政管制之后，需要借助市场力量，包括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，建立起替代的风险约束机制，由他们完成对债券风险的识别、分散和化解功能。但服务中介可能良莠不齐，缺失必要的准入条件或服务标准不一，容易造成劣币驱逐良币的恶果。应加大《证券法》中对金融中介和市场服务机构的规定，设定他们准入专业领域的最低要求，以确保其具备提供服务的条件并能为此承担责任；同时规定专业服务的行为标准，以统一市场评价体系，便利投资者使用 and 比较。

债券市场的有序运行和繁荣离不开行之有效的债券基础设施的支持，包括债券交易场所及交易机制，债券登记、托管和结算等后台服务体系。我国正在建设和形成多层次资本市场，囊括沪深交易所、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》应打破债券只在交易所上市的规定，允许发行人选择在不同市场上市债券，以增强其流通性；授权各交易场所创设交易机制，辅以对应的投资准入要求；在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，建立多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生成和风险转移。

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

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做法存在潜在的利益冲突，《管理办法》虽取消债券保荐，将之内化为承销商职责，但仍保留其兼任受托管理人的规定，该问题并未就此消弭。考虑到专业能力和所掌握的信息，券商在承销结束后担任受托管理人具有合理性，但须防范利益冲突。受托管理人在债券违约后，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，因此在债券违约前，可以容忍这种潜在的利益冲突，而一旦债券违约，特别是这种违约与承销商责任相关时，就不应允许存在利益冲突。也即，《证券法》要规定受托管理人应在一定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后续者。

受托管理人为更好地履行监督发行人职责，需要拥有必要的履职手段，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，但行使这些权力往往会侵害相关人的法益或需要履行复杂的授权程序，部门规章的规定未必可达目标。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。

债券持有人会议如召开的标准过高，设置的程序过于复杂，或最终可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，该会议规则由发行人与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，要求决议一旦作出即对所有投资者都有约束力，以激励投资者参与会议并提高会议决议效果。

受托管理人是常续存在的专业化管理机构，债券持有人会议是发挥投资者自治管理，非常设性的合议团体。《证券法》需要区分二者职能并引导其合作，可以考虑根据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为主，债券持有人会议为辅的债券管理体系，并确保债券持有人作为债权人，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。

打击可能随债券市场发展而增加的违法违规行为是保护投资者、维护市场信心的需要，也是监管者放松融资准入管制后，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》的相关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，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，为执法工作提供评判

标准。之后是针对这些义务设置对应的问责条款，严重的以犯罪论，移交司法机关处理，避免责任空白。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，更需要《证券法》在总结近年查处债券市场黑幕获得的经验，提炼成抽象行为模式，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。债券市场作为满足公司直接融资需求，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，至少应包含如下内容：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；以及建立贯彻全程且统一的债券违法违规处罚规则等。

