

公司的信用与评价

以公司债券发行限额的存废为例

洪艳蓉*

摘要 公司债券发行限额,被用于遏制公司过度负债,调和股东有限责任与债券投资者保护之间的利益冲突。这种在业主论指导下物化公司人格的资本信用观,以发债之时的净资产衡量公司信用,不能揭示公司真实的信用状况,容易落空债券投资者保护并诱发道德风险。应在企业主体论指导下承认公司的独立人格,树立以公司营业现金流为信用内涵的资产信用观,建立与公司持续经营状况一致的动态信用评价方法。《证券法》应废除由政府预判公司信用和兜底风险的发债限额规定,赋予公司自主发债权并落实债券投资者的“买者自负”责任,建立市场主导、政府辅助的公司信用约束机制,才能真正实现公司债券的市场化改革目标。

关键词 公司信用 发债限额 资产信用观 投资者保护 市场化 证券法

在公司法的研究上,主流观点认为,有限责任的引入使股东将其经营风险转移给了公司债权人。^{〔1〕}因此,公司法的一项重要任务是保护公司债权人,并发展出公司事务公开、资本维持及清算规则等制度作为基本的保护手段。^{〔2〕}从公司融资的角度看,其主动性债权人^{〔3〕}主要有两类:一类是通过贷款这种间接融资方式形成的银行债权人,另一类是通过发行债券这种

* 北京大学法学院副教授。

〔1〕 See D.W. Leebron, “Limited Liability, Tort Victims, and Creditors”, 91 *Columbia Law Review*, 1565, 1584 (1991).

〔2〕 See K.R. Abbott, *Company Law*, D.P.Publications, 1981, p.20.

〔3〕 根据缔约的主动性与否,可以将债权人分为自主性债权人和非自愿性债权人。凡是债权债务关系是基于其意思自治而形成的,为主动性债权人,反之则归为非自愿性债权人。参见虞政平:《股东有限责任——现代公司法律之基石》,法律出版社2001年版。

直接融资方式形成的公司债券投资者。在性质上,他们都是公司债权人,由于公司形式锁定了担保所有公司合同履行的总资产,其债权建立在公司信用基础上,需要公司在债权到期时具备清偿能力才能实现。然而,“公司债具有对公众发行债券所产生的集团性质”,〔4〕投资者存在集体行动难题,不如银行债权人是一家或少数几家银行组成的银团,便于形成决议和采取行动,并常常可以利用长期积累的风险管理经验保护自己。因而,在一般合同法和传统公司法保护债权人的手段之外,作为《公司法》特别法和规范公募融资问题的《证券法》,如何发挥维护公司信用,保障债券投资者如期受偿的作用,成为一个备受关注的问题。

实证研究表明,投资者保护水平与市场繁荣程度呈现正相关关系,〔5〕债券投资者受到的保护水平越高,公司就越容易以更低成本在资本市场融资,也就越能发展壮大公司债券市场。近年来,在国家政策支持下,我国公司债券市场获得了“跨越式”发展,〔6〕早在2011年底我国信用债市场规模就已位居世界第三,亚洲第二,〔7〕催生了数量庞大的债券投资者群体。但我国公司债券制度的改革并未跟上债券市场化的步伐,《证券法》至今保留了严格的“累计债券余额不超过公司净资产40%”的发债限额规定。这一延续自计划经济时期的债券投资者保护方式,能否协调好市场化背景下公司自主发债权与债券投资者保护之间的利益平衡,一如既往地起到维护公司信用的作用,正在遭受越来越多的质疑。〔8〕

基于在股东有限责任下保护债券投资者的必要性和重大意义,考虑到我国公司债券市场化过程中呈现的公司债券持有人保护的巨大需求,本文拟选取公司债券发行限额为切入点,深入探讨市场化条件下公司信用的内涵及其评价标准,以寻求在传统方法之外保护公司债权人,尤其是债券投资者的有效途径,借以推进《证券法》的修改和我国公司债券市场的健康发展。

一、公司信用的监管思路:以发行规模限制市场准入

(一)公司债券的发展状况与市场化改革

公司债券是具有独立法人资格的公司依法发行的,承诺在一定期限内还本付息的有价证券。其本质是公司以商事信用为融资基础,在资本市场上通过债券合同与投资者建立起来的一种借贷性的金钱债权债务关系。

在信息匮乏的年代,由于债券合同可以赋予投资者以债权人地位,确定债务的固定期限和利息支付来帮助投资者应对经济发展中的不确定性,债券融资因此成为公司可获得的最早和

〔4〕 (日)神田秀树:《公司法的理念》,朱大明译,法律出版社2013年版,页152。

〔5〕 参见(美)弗兰克·B. 克罗斯、罗伯特·A. 普伦蒂斯:《法律与公司金融》,伍巧芳、高汉译,北京大学出版社2011版,页173-213。

〔6〕 周小川:“中国债券市场实现跨越式发展 地位日益突出”,资料来源:中国人民银行网站 http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2012/20120831191208291109937/20120831191208291109937_.html,最后访问日期:2014年9月5日。

〔7〕 参见时文朝:“扩大直接债务融资 服务实体经济发展”,《求是》2012年第10期。

〔8〕 参见杜俊生:“债券市场‘40%天花板’问题及其解决路径”,《银行家》2010年第11期。

主要的直接融资方式；〔9〕在社会信息透明度大为增强的晚近时期，“融资优序理论”(picking order theory)等资本结构理论揭示，债券融资具有利息税前扣除和不削弱公司控制权的比较优势，成为公司直接融资的优先选择。〔10〕而从一国金融市场的建设来看，公司债券在丰富投资品种、拓展公司融资渠道的同时，可以推动利率市场化进程、平衡直接与间接融资、健全社会信用体系，调控宏观经济并降低金融系统性风险，是一国多层次资本市场建设的重要组成部分。

就我国情况而言，公司债券市场发端于计划经济时期。1985年，沈阳市房地产开发公司向社会公开发行第一只5年期企业债券，开启了这一市场；1987年国务院制定的《企业债券管理暂行条例》，成为第一部调整企业债券关系的行政法规。但受到我国社会信用体系不健全，银行主导间接融资的传统和制止企业乱发债、维护社会稳定的指导思想影响，公司债券市场多年来一直处于边缘，未能得到应有的重视。近年来，为配合我国金融体制改革进程，充分发挥公司债券市场的积极作用，并调整我国不合理的金融市场结构，〔11〕公司债券市场在国家政策的大力支持下启动放松管制，以市场化〔12〕为导向的改革，获得了蓬勃发展。

目前，我国形成了三足鼎立而又相互竞争的公司债券制度和市场：〔13〕一是由国家发展改革委员会负责监管，延续1985年首单债券发行而形成的企业债券市场；二是中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)负责监管，主要以上市公司为试点对象，在证券交易所交易的公司债券市场；三是中国人民银行授权银行间市场交易商协会自律监管，在银行间债券市场交易的非金融企业债务融资工具(以下简称“中期票据”)市场。三类债券本质上都是以公司商事信用对外融资的同一类金融工具，投资者能否如期获得本息，取决于公司在债券到期时的清偿能力。限于篇幅，本文拟将三类债券作为一个整体，统称为“公司债券”进行研究。如此，作为调整公司法律关系基本法的《公司法》，以及作为调整证券法律关系基本法的《证券法》，理应成为指导公司发行和交易债券的基本法。〔14〕评估《证券法》中关于公司债券发行限额的规定对维护公司信用、保护债券投资者的效用，也就具有了普遍意义。

(二)《证券法》中的公司债券发行限额条款

《证券法》第16条第1和第2款规定：公开发行公司债券，应当符合下列条件：“①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；②累计债券余额不超过公司净资产的40%；③最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的

〔9〕 See Jonathan Barron Baskin & Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1997, p.306.

〔10〕 参见汪红丽：“中国企业债券融资与公司治理实证研究”，复旦大学2003年博士论文，页7—29。

〔11〕 这种不合理表现在：①在融资体系中，以银行贷款的间接融资为主，直接融资不发达；②在直接融资中，以股票融资为主，债券融资不发达；③在债券融资中，以国债、金融债为主，公司债不发达。

〔12〕 市场化是指“使市场在资源配置中起决定性作用”，参见《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(2013年11月12日)。

〔13〕 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”，《证券市场导报》2010年第4期。

〔14〕 参见陆文山：“推动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”，《证券市场导报》2010年第4期。

利息；④筹集的资金投向符合国家产业政策；⑤债券的利率不超过国务院限定的利率水平；⑥国务院规定的其他条件。公开发行公司债券募集的资金，必须用于核准的用途，不得用于弥补亏损和非生产性支出。”根据这一规定，在证券公开发行核准制的监管体制下，“累计债券余额不超过公司净资产的40%”的发行限额，与其他条件共同构成对公司债券的市场准入限制，成为制约公司过度负债，维护公司信用稳定的监管手段。

但上述发行条件并非都固若金汤，一些条款已被近年来公司债券的市场化改革所突破。例如，由于允许公司债券私募发行，符合条件的中小企业可以向合格投资者发行私募债券，^[15]摆脱了债券发行主体限制；再如，债券利率在引入发行保荐制之后逐步采用市场询价机制定价，而利率市场化改革进程的加快正在瓦解发债利率限制；在债券市场监管竞争下，银行间市场交易商协会允许中期票据发行人在债券存续期间调整募集资金用途，证监会采用较宽松的融资用途核准标准，允许公司将募集资金用于偿还银行借款等，也使得对募集资金投向的限制有所松动。第16条中对公司“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”的偿债能力要求，因契合公司应当具备清偿能力的经济标准而不易招致非议。因此，当讨论公司债券发行限制条件对公司信用的维护效用时，更多的问题和争议集中在“累计债券余额不超过公司净资产的40%”的发行限额条款上。

根据证监会《公司债券发行试点办法》及相关行政许可要求，申请公开发行公司债券时，发行人要向证监会提交近三年经审计的财务报告和审计报告，并且其最近一期末经审计的净资产应符合法律、行政法规和证监会的有关规定，也即公司在本次发行后，其累计的公司债券余额不得超过最近一期末净资产额的40%。^[16]在股东有限责任下，公司净资产构成公司对外承担债务的财产基础。将债券规模限制在公司净资产的一定比率内，可以直观地反映债券投资者投入的资金受股东权益保障的程度，从而制约公司过度举债，减少股东在有限责任保护下向债券投资者转移经营风险的可能性。在这个意义上，公司债券发行限额条款发挥了维护公司信用的作用。

（三）公司债券发行限额的一脉相承

追溯我国公司债券的法律调整历程，40%发债限额条款或类似条款由来已久，最初与计划经济下国家控制企业债券发行总量的举措相配合使用，调控企业负债水平；在1998年国家取消信贷规模控制以及2005年国家取消企业债券发行总量限制后，尽管企业对外融资已从计划经济下的配给制向市场经济下的自主供需调节转变，但针对单一融资主体的发债限额作为公开发行债券的条件仍得到保留，并适用至今。

申言之，最早调整企业债券法律关系的1987年《企业债券管理暂行条例》，在第16条规定“企业发行债券的总面额不得大于该企业的自有资产净值”，贯彻了“资债相抵”的资本信用观。此后，1993年取代《企业债券管理暂行条例》的《企业债券管理条例》在第16条对此作了原文保留，成为指导企业债券发行的硬性标准。与此同时，具有更高法律效力的1993年《公司法》

[15] 参见上海证券交易所、深圳证券交易所2012年颁布的《中小企业私募债券业务试点办法》。

[16] 《公司债券发行试点办法》第7条第1款第(6)项。

借鉴了这一从发行规模上控制企业过度负债的监管方法,其第 161 条明文规定,发行公司债券“累计债券总额不超过公司净资产额的 40%”。这一规定尽管注意到公司可能并存银行贷款等其他负债,首次将债券发行规模限制在公司净资产额的 40%之内,却未考虑到债券会因清偿而不再构成企业债务,“累计债券总额”的提法存在漏洞。在 2005 年开启的以放松管制为特征,以市场化为目标的《公司法》、《证券法》的修改中,有关公司债券发行的章节从《公司法》调整到《证券法》进行规定,虽然明确了法律调整的边界,避免再次出现“一律两法”的现象,^[17]但从内容来看,除了合理地将“总面额”调整为“累计债券余额”之外,发债规模不超过公司净资产 40%的要求得到了坚守。

总之,限制公司债券发行规模的做法,从计划经济时期沿用到市场经济时代,成为目前统辖公司债券公开发行不可逾越的法定条件。这种一成不变的监管沿革,一方面是因为过去债券市场不受重视,造成立法被边缘化,另一方面是因为《公司法》、《证券法》更多的是调整“股票”而非“证券”,导致立法“无暇顾及”。但在近 30 年时间里不同经济体制下采用相同的监管方法,更合理的解释是因为对公司信用的认知和评价始终如一,支撑这种一贯性的,是源于“资债相抵”的公司资本信用观。因此,评判公司债券发行限额的正当与否,需要从公司信用的内涵及其评价上寻求依据。

二、公司债券发行限额的本质与弊端

(一) 业主论指导下的公司资本信用观与发债限额

公司外部融资主要来自股东和债权人,这些资金进入公司之后被转化为各种资产形式,构成公司生产经营的基础。在法律属性上,股东投入的资金构成公司的自有资本,是公司对外承担责任的基础和对债权人的保障;债权人投入的资金构成公司的对外负债,需要在债务到期时由公司还本付息。由于主导公司控制权的股东受到有限责任的保护且享有剩余财产索取权,公司法需要为只享有现金流请求权的债权人提供对抗股东机会主义的保护,确保债权到期时公司具备债务清偿能力,也即确立并维护公司信用,以吸引债权融资。

在解决股东有限责任与债权人保护的利益冲突这一问题上,“累计债券余额不超过公司净资产的 40%”的规定,本质上是用发债之时债券余额与公司净资产的比率衡量公司未来的债务清偿能力,通过限制公司超出其净资产过度负债来保护债权人。“公司成立之初的实收资本,即股东们的实际出资,构成公司的原始资本信用基础;而公司存续期间的净资产,即与实收资本(包括公司成立后股东继续缴纳的资本)比较之盈亏,构成公司实际资本信用能力”,^[18]体现了一种“资债相抵”的资本信用观。一如我国台湾地区学者指出的,“在股份有限公司股东有限责任原则下,公司财产为全体债权人之总担保,为避免发生公司资产不足清偿债务,宜对

[17] 许健:“修改工作小组组长许健独家解读证券法”,2005 年 11 月 7 日,资料来源:<http://stock.hexun.com/2005-11-07/100323643.html>,最后访问日期:2014 年 8 月 26 日。

[18] 朱慈蕴:“公司资本理念与债权人利益保护”,《政法论坛》2005 年第 3 期。

发行公司之举债行为加以限制,使发行公司有稳固之财务基础”。〔19〕

“资债相抵”的公司资本信用观,其根源在于业主论(proprietary theory)指导下的公司地位及其资产属性。根据公司法一般理论,股东对作为法人的公司享有所有权,作为法人的公司对公司资产享有所有权。公司法人作为这种“双重的所有关系”的中间项,同时起着人和物的作用:对于本来是物的公司资产而言,是所有关系的主体,起着人的作用;对于本来是人的股东而言,是所有关系的客体,发挥着物的作用。〔20〕但在业主论看来,公司成为股东投入资本进行运作而形成的一个财产集合,是股东能够共同、方便地从事经营活动的手段,其资产抵偿一切负债之后的余额(净资产)都属于股东,公司更多的是发挥一种承载股东投入的资本并以此为债务提供担保的“物”的作用。只要自始至终维护股东投入并沉淀于公司的资本的充足和稳定,并使债务不超过这个净资产总额,就能使公司保持良好的信用评价,保护公司债权人。由此,公司资本被赋予保护债权人的重要功能,并发展出法定最低资本制,资本确定、资本维持、资本不变三原则和债权优于股权受偿、资不抵债的清算规则等相关制度。回看发债限额,《证券法》使用“净资产”作为公司信用衡量基准,这一直接来自会计准则的术语〔21〕代表着“所有者权益=资产-负债”的会计等式,体现了业主论思维下以公司发债这一特定时点的清算价值(净资产)为债权人提供债务履行担保的制度逻辑。

如果资债相抵是公司信用的边界,那么如何解释我国独有的40%发债上限?有学者认为,这是晚近以来受公司稳健财务结构影响而确立的公司负债合理水平,也有学者认为这是根据公司资产在破产时通常只有不超过四成的变现率而确定的比率。〔22〕在笔者看来,40%发债上限的规定配合债券利率限制〔23〕等政策的综合运用,还起到了限制公司债券融资优势,确保银行融资主导地位的作用,以便国家通过控制信贷资源调控宏观经济。申言之,如果公司能够以全部净资产对外举债,那么最多只能发行不超过其净资产额40%的债券,剩余60%资金可能由银行供给。考虑到债券融资更复杂的操作带来的成本,以及与银行贷款利率相比无明显优势的债券利率水平,即使公司的信用再良好,也会优选银行融资。这种确保银行融资地位的政策目标或许是造成我国独有40%发债上限的根本原因。

〔19〕 柯芳枝:《公司法论(下)》,台湾三民书局2004年版,页391。

〔20〕 参见神田秀树,见前注〔4〕,页6-7。

〔21〕 “由于我国是实行立法会计制的国家,会计术语直接反映在国务院或财政部制定的会计法规中,在一定意义上变成了法律词汇。因此,我国《公司法》在规范所有者权益的构成项目时,大部分情况下都是直接使用相关的会计术语,如净资产、资本公积金等。因此,二者之间的差异不太显著。”刘燕:《会计法》,北京大学出版社2009年版,页296。

〔22〕 在2012年10月27日召开的清华大学第12届商法论坛上,针对笔者的发言与问题,北京大学法学院的刘燕教授和中国政法大学的管晓峰教授分别提供了上述两种解释。笔者目前尚未找到相关文献中的解释。

〔23〕 从1987年《企业债券管理暂行条例》第18条规定的“不得高于同期居民储蓄定期存款利率的40%”,再到1993年《企业债券管理条例》的原规定保留,最后到1993年《公司法》第161条、2005年《证券法》第16条规定的“债券的利率不(得)超过国务院限定的利率水平”。

(二)发债限额背后的监管理念与政府作用

公司债券发行限额产生于我国计划经济时代,并沿用至市场经济时期。从海外市场来看,日本曾设有严格的公司债券发行规模限制,我国台湾地区至今仍保留着对公司债券发行规模的限制。^[24]如下文所要阐述的,发债限制可能在计划经济下得到强化,但未必是计划经济的特产。更理性的解释是,市场发展的不同阶段决定了由政府还是市场来解决债券融资中的信息不对称和风险规避问题。

作为一种直接融资,债券能否成功发行取决于发债公司与投资者之间如何建立信任。由于无权参与公司经营管理,债券投资者只有在能够获取公司有效信息并确信公司具备还本付息能力的情况下才会做出投资决策。一旦公司财务制度及信息披露制度不完善,社会信用体系不健全,成熟投资者群体远未成型,那么“为了维持正常的市场交易秩序(信任),如果企业或个人不讲信誉,基于信誉的信任就不存在,市场要运行的话,就只能依靠管制的信任”。^[25]在债券发展史上,债券品种经历了从政府债券向公司债券,从担保债券到信用债券再到垃圾债券的发展轨迹,其实蕴含着债务融资最早依靠政府、财产提供信息与信用,再到市场自我信息供给和信用建构的过程。

在债券市场培育初期,政府优位的监管理念决定了政府的主导作用,作为投资者公共利益的代言人,政府需要选择“有效”的公司信用维护手段。相比其他监管方法,发债限额以净资产作为公司信用本身,以负债占净资产的比率作为评价公司信用的指标,容易理解也便于监管操作。将发债限额作为债券发行条件规定于《证券法》中,可以直观地呈现给投资者简单明了的公司负债信息,再通过政府监管的实质审查替代市场判断,构建所谓的公司“安全”信用,达到赢取投资者信心和保护投资者的目的。

在中国语境下,发债限额除了作为一种信用监管手段,更被政府用来确保银行融资的主导地位和维持债券市场的稳定。在计划经济时期,由于国家把债券融资作为筹集社会闲散资金以支持基础设施和重大项目建设的工具,企业没有自主发债权,发债与企业信用脱钩,限制发债规模成为调控固定资产投资和制约银行存款流失的措施。与此同时,个人长期以来是我国债券市场的投资主体,在20世纪90年代中期曾发生过大量企业滥举债陷入偿付危机,国家为维护社会稳定最终动用财政资金兜底的状况,由此导致更严格地执行发债限额并强制企业发债时提供担保以强化债务的自我清偿。^[26]在债券市场化改革趋势下,虽然取消了债券总体

[24] 参见廖大颖:《公司债法理之研究: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,页37、111;我国台湾地区2013年1月30日最新修订的“公司法”第247条规定:“公司债之总额,不得逾公司现有全部资产减去全部负债及无形资产后之余额。无担保公司债之总额,不得逾前项余额二分之一。”

[25] 张维迎:《信息、信任与法律》,生活·读书·新知三联书店2003年版,页17—18。

[26] 参见安义宽:《中国公司债券:功能分析与市场发展》,中国财政经济出版社2006年版,页216—217。

规模限制并开始承认企业的自主发债权,但随着担保要求被突破,^[27]信用债成为主流且债券市场规模日益扩大,“积极稳妥化解风险隐患,守住不发生系统性、区域性金融风险底线”成为政府介入资本市场的主要目标。^[28]在监管的路径依赖下,政府沿用发债限额这一简便直观的控制公司信用透支的监管方式,却没有注意到随着债券市场的发展,企业信用约束条件的改善和投资者机构化趋势的形成对监管基础的冲击。

(三)发债限额保护债券投资者功能的空洞化

限于篇幅,本文对发债限额制约债券市场发展和延缓利率市场化改革等宏观层面的负作用,以及其因漠视公司差异性并牺牲公司融资自主权对融资主体产生的不良影响从简处理,主要分析发债限额作为一种信用监管手段,在保护债券投资者上的效用。

如上所述,发债限额建立在资债相抵的公司资本信用观上,以发债之时的公司净资产衡量债券到期时公司的清偿能力。根据“所有者权益=资产-负债”的会计等式,“资产”、“负债”、“所有者权益”(净资产)是对资金存在状态的静态反映,“它揭示了企业在一个特定时点上占用的资源与承担的债务”,^[29]这种“以静制动”的信用衡量方法,在笔者看来不能真实反映公司偿债时的信用状况,其保护债券投资者的功能容易趋于空洞化并诱发道德风险。

从资产的角度看,公司通过外部途径融通的资金投入生产经营之后,转化为形态各异的资产。在公司持续经营中,难以保证这些资产不受市场变化影响仍保持期初价值或其价值不发生激烈波动,同时也难以遏制股东利用各种方式从公司转移或置换资产。理论上公司以净资产作为偿债基础,实际操作时却需要变现净资产所代表的资产才能偿债。但许多资产只有在正常经营的企业中使用才有价值,或者因其专用性需要配套资产或在特定环境下才能产生价值,因此可能存在高价值的账面资产难以变现或在变现中大打折扣,导致清偿能力急剧下降的情形。

从负债的角度看,公司作为一个经营实体,其债务可能是多元且持续的。发债限额只考虑公司发债之时已存续的债券余额,无法遏制公司此后直至债券到期时新增的负债。同时,发债限额只统计了债券债务,未涵盖公司可能的银行贷款或向信托公司等金融机构举借的债务;而由于债券市场的监管竞争和债券法制的不一,公司在银行间债券市场发行的短期融资券、中期票据等债券并未统计在内,“累计债券余额”反映的可能只是公司债务的“冰山一角”。另外,即使公司不再主动负债,也可能因产品责任、环境侵权等因素造成非自愿负债,这类债务数额难以预先估算,有时需要耗费公司大量资金,甚至超出公司的支付能力。

从净资产的角度看,许多大陆法系国家在公司法发展初期,“由于资本被设定为担保功能,因此较低的公司资本意味着其偿债能力相对不高…公司拥有的自有资本比例越高,这个公司

[27] 2006年5月,中国长江三峡工程开发总公司发行第一只真正意义上的无担保债券,公司发债的强制性担保被取消。

[28] 参见《金融业发展和改革“十二五”规划》第七章“强化监管 维护金融稳定和安全”。

[29] 刘燕,见前注[21],页93。

的安全度和信用度就越高”，^[30]为此采用法定资本制(及修正的折中资本制)并执行资本维持三原则，建立以资本为信的公司信用观。正如韩国学者所指出的，“公司的对外信用的基础是意味着实质性清偿能力的净财产。但是，在判断公司的信用程度时，资本起不次于净财产的重要作用…对外来说，净资产并非经常公示，因此资本额成为衡量公司信用及活动能力的尺度”。^[31] 股东投入的资本虽然构成净资产的主要来源，但如果公司持续亏损或者出现巨额亏损，必然侵蚀资本，导致净资产变为负值，仰赖注册资本作为公司承担责任的最后一道防线并不牢靠。晚近以来，以资本为信被质疑为保护债权人的伪命题，^[32]法定资本制更被认为对保护债权人并无显著效果，“经济发达世界中的许多其他国家已经抛弃了这些规则，转而采取一套结构更为开放的，以清偿能力为基础的标准”。^[33] 我国在 2013 年底修改《公司法》，彻底废除法定资本制，实行尊重公司自治的授权资本制，^[34]可以说是从法律上瓦解了依靠法定资本保护债权人的信用基础。“公司资本制度的缓和在适应现代企业融资的同时，也有利于重新架构新型的债权人利益保护的制度，并约束债权人怠于采取自我保护措施的行为”，^[35]债权人需要重新寻找确信公司具备清偿能力的根据。

从监管的角度看，由于采用政府实质审查发债条件，预判和控制公司信用的方式，容易诱发市场主体的道德风险。发行人可能在发债时点通过监管套利、创新融资工具规避^[36]或财务造假满足“累计债券余额不超过净资产 40%”的要求，而不必担忧发债之后的公司信用核查问题，但事实上公司并不具备未来的债务清偿能力。而投资者基于实质审查下政府信用的隐性担保，确信公司高额“净资产”保护下的清偿能力，而放松对债券信用风险的审查或者盲目买入更多高风险高收益债券，埋下市场不稳定的风险隐患。

三、市场化条件下公司信用的诠释与监管重构

(一)公司信用的内涵与新的衡量方法

1. 基于公司持续经营的债券投资者保护

根据融资人享有的是对公司的控制权还是现金流请求权公司外部融资，可区分为股权融资与债权融资，并对应股东和债权人两类投资者身份。作为授予掌握公司控制权的股东有限责任的交换条件，公司法必须保护只享有现金流请求权的债权人，才能取得利益平衡。换言之，保护债权人的理由在于其不能参与公司经营管，难以对抗股东在有限责任保护下的机会

[30] 仇京荣：《公司资本制度中股东与债权人利益平衡问题研究》，中信出版社 2008 年版，页 65—66。

[31] (韩)李哲松：《韩国公司法》，吴日焕译，中国政法大学出版社 2000 年版，页 546。

[32] 参见傅穹：《重思公司资本制原理》，法律出版社 2004 年版，页 81—90。

[33] 转引自(英)艾利斯·费伦：《公司金融法律原理》，罗培新译，北京大学出版社 2012 版，页 180。

[34] 参见 2013 年 12 月 28 日全国人大常务委员会对修改《中华人民共和国公司法》的决定。

[35] 朱慈蕴，见前注[18]，页 131—132。

[36] 例如，利用三足鼎立的债券监管格局，在银行间债券市场发行大量中期票据，但又不记入《证券法》上的“累计债券余额”；再如，创设没有偿还期限的“永续债”，产生公司虽然举债但无需纳入负债统计的效果。

主义行为。因此,在考虑是否需要保护债权人时,需要考察其是否拥有公司的控制权,否则将丧失权益保护的正当性。

如上所述,发债限额以净资产为公司信用基础,为核查公司负债是否超标,需要公司提供发债时点经审计的资产负债表。“为计量净值的变化而对资产和负债进行清算是业主权学说的预兆”,^[37]这种做法无异于对公司进行了一次清算,是以公司清算之后的价值,也即净资产来保护公司债权人。然而,“就控制之观点而言,基本上公司之经营管理控制权,由股东以资本多数决方式决定之,而于公司破产时,控制由股东转移至债权人”。^[38]债权人由于在公司破产之时掌握对公司事务与资产的控制权,丧失了受到专门保护的正当性,此时破产法的主要功能是保证全体债权人公平受偿,^[39]而不再是像公司法那样保护在公司持续经营时处于弱勢的债权人。

如果以此衡量,发债限额以公司清算基础上的净资产为债权人提供专门保护,在制度逻辑上是自相矛盾的。为此,必须基于公司持续经营的假设考察和评价公司信用,此时公司法才具备保护只享有现金流请求权的债权人的正当性。否则,一旦公司陷入破产,不仅公司已丧失信用再无评价之必要,债权人必须承受公司失信风险,而且控制权发生反转,债权人可以运用所掌握的控制权从公司破产财产中获得优先于股东的受偿,无需再进行专门保护。

2. 企业主体论指导下的公司资产信用观及其衡量方法

根据企业主体论(entity theory),公司作为“法律上的人”的地位得到肯定和尊重,不仅仅是相对于股东的“物”。申言之,公司是具有独立意志与持续经营活动的市场主体,对股东投入公司的资本和运营产生的利润享有法人所有权,自主经营、自负盈亏,不是单纯装载股东所投入资本的财产集合。股东与债权人作为提供公司融资来源的两大主体,同样要承受公司经营过程中信用的变化,需要从公司动态的资金运动中主张各自的权益。如果公司经营良好,现金流充沛,债权人可以如期收回债券本息;如果公司经营亏损,耗尽股东投入的资本,债权人到时只能承受债券违约的损失;股东只有股利分配的期待权,除非公司进入清算并有结余,否则不能主张对公司净资产的权利。二者都无法在向公司投资之时预设投资回报或者确保放贷本息的安全回归。

将公司看作是一个自主的持续经营的市场主体,公司的信用将在此基础上建立,与其商事活动密不可分,并随着市场环境的变化而波动。一个公司在不同发展阶段,其信用可能不同;同一行业内竞争力有差异的公司,其信用也会分化;不同行业的公司,信用更是千差万别。如此,很难预设通用的、数量化的公司信用衡量指标,否则要么是制约了公司运用财务杠杆的能力和权利,要么是放任了公司滥用举债权并滋生财务造假。公司动态经营状态下的信用“含金

[37] (美)迈克尔·查特菲尔德:《会计思想史》,文硕、董晓柏等译,中国商业出版社1989年版,页343。

[38] 黄铭杰:《公司治理与企业金融法制之挑战与兴革》,台湾元照出版社2006年版,页147。

[39] 安建主编:《中华人民共和国企业破产法释义》,法律出版社2006年版,页3。

量”，取决于公司未来的盈利能力，也即公司拥有的各类“资产”〔40〕综合作用下能够创造的现金流，体现的是一种基于盈利能力的公司资产信用观。正像美国曼宁(Manning)教授深刻指出的，“企业债务最终并非源于资产负债表上的资产，而是源于现金。这往往意味着经营利润。担保权益、抵押、清算优先权等等，不过是灾难性补救——就像紧急出口”。〔41〕

以公司在持续经营中创造的现金流为公司信用，那么衡量公司信用的手段将从对净资产的计量转移到对现金流的分析上。经济全球化可能使投融资双方相距甚远，分析公司信用将变得更加困难，但一个达成共识的趋势是“分析重点的转变：从资产负债表转向现金流…现金流分析是一个强有力的工具。它之所以是强有力的，因为它几乎总是能够揭示出一个公司存亡的关键机制”。〔42〕由此，公司的现金流量表应当取代资产负债表的地位，成为第一财务报表。更进一步的，不同于以累计债券余额与净资产的比率来衡量公司未来的清偿能力，现代“标准的证券分析技术用债务保障比率(息税前利润/利息费用)来衡量公司偿还债务本息的能力，这个比率越大，偿债能力越强。债务保障比率指标受到欢迎，是因为它用动态的现金流充做偿付债务本息的手段，而不是用一个时点上的资产，因而更具有科学性。”〔43〕当然，债务保障比率只反映了公司偿付短期债务的能力，并非完美无缺的公司信用衡量手段。回到公司现金流产生的本源，“真正应当关注的是用以评估业绩和证实公司价值的盈利性比率”。〔44〕尽管这些衡量公司信用的手段不尽相同，但共同的特征却是紧随公司的经营状况，“以动制动”诠释公司信用的真谛。

在以公司持续经营产生的现金流作为公司信用的情况下，有必要澄清资不抵债与丧失清偿能力之间的关系。正如上述，公司拥有账面价值很高的资产，不一定意味着信用有保障，债务的清偿有赖于资产的可变现性和变现率；高负债率的公司即使拥有的只是“轻资产”而非传统意义上的“重资产”，〔45〕只要商业模式具有竞争力，经营良好能够产生可观的现金流，也是很有市场信用的公司，例如许多高负债高增长型的科技公司和互联网公司。因而，当出现资不抵债时，不是直接将公司推向破产，而是要评估公司的可持续经营性。一旦公司被认为能够通过未来的经营产生现金流偿还债务或者通过筹资等途径还债，度过流动性危机，就不宜被认为丧失了清偿能力。这正是我国现行《企业破产法》第2条同时采用“资不抵债”标准和“明显缺

〔40〕 这里的资产应做广义解，包括管理经验、人力资本、品牌、销售渠道等各种未必可具体计量或列入资产负债表的资产。

〔41〕 转引自傅穹，见前注〔31〕，页88。

〔42〕 (美)约翰·B. 考埃特、爱德华·I. 爱特曼、保罗·纳拉亚南：《演进着的信用风险管理——金融领域面临的巨大挑战》，石晓军、张振霞译，机械工业出版社2001年版，页114—115。

〔43〕 杨如彦、魏刚、刘孝红、孟辉：《可转换债券及其绩效评价》，中国人民大学出版社2002年版，页205。

〔44〕 (美)布莱·甘吉林、约翰·比拉尔代洛：《公司信用分析基础》，魏巍、许勤译，上海财经大学出版社2007年版，页68。

〔45〕 从企业拥有的资源角度看，轻资产指企业品牌、管理经验、客户关系、人力资本、研发能力、渠道控制等可变资本或无形资产；重资产指机器设备、厂房、原材料等有形资产。从经营管理角度看，轻资产公司是能摆脱对重资产的依赖，高效运用企业资源来获得发展的公司，所体现的是一种充分挖掘公司拥有的所有生产要素潜能和作用的商业模式和经营理念。

乏清偿能力”标准作为破产原因的理由。^{〔46〕}

注意到公司债务清偿能力高低与净资产多寡的背离,一些原先实行严格的公司债券发行限额的国家/地区要么废除这一规定,要么适度松绑发债限额。前者如日本,其《商法典》第297条第1款曾规定“公司债不得超过最近资产负债表上公司现存净资产额而募集”,^{〔47〕}这一内容于1993年修法时被完全废除,公司得以自主发债。后者如我国台湾地区,其“公司法”最早在第237条规定“公司债之总额,不得逾公司现有全部资产减去全部负债后之净额”;1966年修改“公司法”时,改为“公司债之总额,不得逾公司现有全部资产减去全部负债及无形资产后之余额。无担保公司债之总额,不得逾前项余额二分之一”并调整为第247条,2013年1月30日最新修订的“公司法”继续保留该条内容。可见,我国台湾地区的“公司法”虽然注意到担保对公司信用风险的分流作用,但仍固守净资产信用观。然而,2000年修订“证券交易法”时,新增第28-4条,规定“已依本法发行股票之公司,募集与发行有担保公司债、转换公司债或附认股权公司债,其发行总额,除经主管机关征询目的事业中央主管机关同意者外,不得逾全部资产减去全部负债余额之百分之二百,不受公司法第247条规定之限制”,开始注意到受到更多监管的公募公司优于普通公司的经营能力足以更好地保护债权人,因此允许其在净资产两倍范围内举债,2013年6月5日最新修订的“证券交易法”继续保留该条内容。除了从公司角度防范信用风险,我国台湾地区“立法者”尝试从投资者角度提升他们分析公司信用和应对风险的能力,以便在更开放的市场条件下建立有竞争力的债券制度。2001年修订“证券交易法”时,“立法者”增补了第43-6条并沿用至今,该条规定“普通公司债之私募,其发行总额,除经主管机关征询目的事业中央主管机关同意者外,不得逾全部资产减去全部负债余额之百分之四百,不受公司法第247条规定之限制”,充分考虑私募债投资者通常具有更高的风险识别、衡量和承担能力的特点,允许公司大幅度提升私募债券发行额。我国台湾地区“立法”的上述演进,尽管还保留发债限额的监管思路,但已突破了传统资债相抵的资本信用观,开创了根据公司债券有无担保、公募私募发行与否等多途径衡量公司信用的方法,事实上承认了公司信用根植于资产盈利能力的道理。

(二)债券市场发展的基石:当事人自己责任

承认公司是以未来经营创造的现金流来履行对投资者还本付息的承诺,那么建立这种直接信用关系,无法由政府预判或事先划定统一的标准,而是需要投融资双方自主决定达成共识,并对基于自己意思表示的行为负责,承担决策后果。也即一个正常的可持续发展的债券市场,应当建立在当事人自己责任之上。

对作为融资方的公司而言,当事人自己责任的要义是赋予公司自主发债权。由于公司最了解自身经营状况并掌握未来的经营规划,是否发债、何时发债、发多少债、设定怎样的债券条款,都应由公司自行决定。“依据证券设计研究之主张,公司融资并非一条直线上的负债或权

〔46〕 参见《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(一)》(2011年9月)第1-4条。

〔47〕 王书江、殷建平译:《日本商法》,煤炭工业出版社1994年版,页79。

益之选择关系,而系以现金流量与控制为轴所构成的坐标关系;融资方式并没有固定形态,而系于效率最大化目标下,设计出符合特定状况的证券或融资契约”,〔48〕公司应当成为自身最佳财务结构的规划者和责任担当者,其享有自主发债权是债券市场化的应有之意。

在新兴市场国家,政府对发行债券的严格管制和过分干预严重制约了债券市场的发展,导致新兴国家债券市值占 GDP 的比率远远低于实行市场化的发达国家的这一比率,〔49〕阻碍了债券市场充分发挥促进经济发展的功能。反观国内,计划经济下严格的发债限额使债券从属于银行贷款,金融系统性风险仍然滞留银行体系;而脱离企业信用的发债规模分配在政府信用的过度保护下,反而滋生企业的赖账机制,制约了债券市场的良性发展。〔50〕由于漠视公司信用与举债自主权之间必然的责任联系,国内债券市场一度陷入停顿且困难重重。为此,恢复公司自主发债权应成为监管者推动公司债券市场化改革的逻辑起点,正如证监会在阐述《公司债券发行试点办法》的监管思想时指出的,“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”。〔51〕

对提供资金的投资者而言,当事人自己责任的要义是落实投资者的“买者自负”(Caveat Emptor)。“中国法律目前的思路是通过行政审核方式来过滤投资风险,偏重行政保护。这种保护方式不可靠之处在于——行政机关的审核人员无论是在智力还是体力上,都不可能超越市场力量,而其责任心又必然低于利益直接相关的市场参与者”,〔52〕只有投资者才是自身利益和风险承担能力的最佳判断者。“以何种价格?以何时?买卖何种有价证券?基本上皆系投资人自己作成之投资判断。对于因自己之判断所造成之盈亏,投资人理应自负其责任,政府无须也不应在证券市场上担任保险公司之角色”。〔53〕

当然,投资者“买者自负”需要以投资者具备相应的风险识别和承担能力为前提,如此才能真正使投资者对自己意思而为的投资结果负责,否则投资泛大众化带来的是风险承担的法不责众,政府出于市场发展和社会维稳目的考虑只能最后兜底。公司债券作为一种固定收益类金融工具,收益相对稳定且安全度较高,是金融资产配置的必要组成部分,但其收益较低,需要通过大额交易取得规模效应,扣除交易成本获利。而且,公司以自身信用举债,不同公司之间信用差异很大,债券条件各不相同,交易机制灵活多变,债券到期收益易受国家宏观调控、市场环境和利率变化等多种因素影响,这些属性决定债券投资更适合具有较强市场分析能力和风

〔48〕 黄铭杰,见前注〔37〕,页 147—148。

〔49〕 The World Bank & International Monetary Fund, *Developing Government Bond Markets, an Handbook*, World Bank Publications, 2001, p.366.

〔50〕 参见吴腾华:《新兴债券市场发展》,社会科学文献出版社 2005 年版,页 212—213。

〔51〕 中国证监会:“《公司债券发行试点办法》颁布实施”,2007 年 8 月 14 日,资料来源:中国证监会网站 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/200708/t20070814_68516.html,最后访问日期:2014 年 9 月 5 日。

〔52〕 蒋大兴:“被忽略的债券制度史——中国(公司)债券市场的法律瓶颈”,《河南财经政法大学学报》2012 年第 4 期。

〔53〕 林国权:《证券交易法研究》,中国政法大学出版社 2002 年版,页 23。

险承担能力,拥有大量资金的机构投资者。^[54]从海外经验来看,20 世纪 70 年代机构投资者发展起来之后,债券市场以共同基金、养老基金和保险公司等机构投资者为主体的特征越来越明显,“在英、美、日三国债券市场中,机构投资者持有债券的绝大部分,个人投资者(大多是富有的个人或家庭)持有债券存量不超过债券总存量的 5%”,^[55]其他普通投资者主要通过参加机构投资者管理的基金或理财产品间接持有债券,分享债券市场成长收益。我国“在计划经济的思维主线和不完善的市场环境主线下,错误地将公司债券市场定位于个人和中小投资者的投资者定位错误是导致我国公司债券市场一系列失误的最重要的逻辑根源,也是造成目前公司债券市场发展严重滞后的主要原因”。^[56]因此,不宜只满足投资者作为“经济人”的诉求,使之像存款那样投资债券,而应强调投资者的“理性人”责任,设立必要的债券投资准入。这种从债券发行准入到投资准入的监管思维转变,在为公司松绑发债约束的同时,可以更好地让投资者自负其责,并构成维护公司与债券投资者之间信用关系的最强有力的市场硬约束。

(三) 市场约束与政府监管的协调

在当事人自己责任基础上建立债券市场,意味着由市场主导处理债券信用关系中投资者的信息不对称和风险规避问题,政府退出替代投资者预判公司信用和兜底风险的角色。“随着企业和个人信誉的提高,对管制的需求就相应减少;当信誉高过一定点后,管制就不再必要,市场可以自行正常运转”。^[57]

由于以公司未来经营产生的现金流作为公司信用,投资者在这种动态的信用评估中取代没有比较优势的政府成为主导者,但面对多样化的公司及其业务经营,投资者该如何解决获取信息和评估风险的问题?公司债券发展史揭示,“在有关企业绩效或企业经营状况的信息来源非常有限的年代,分红,或者可理解为暗示将发布分红公告的事件,似乎都成了重要的反映企业盈利能力和偿付能力的客观线索”,^[58]信息匮乏的投资者在很长时间内依赖分红作为获取公司信息的重要途径;而规避风险的诉求,促进了公司信用与国家信用的联合,那些具有准公有性质、天然垄断的行业或者享有某项垄断权的公司发行的债券最受投资者青睐。然而,这种完全依靠投资者个体力量解决问题的方式效率并不高,也遏制了公司债券总体规模的有效增长。“降低风险与提高信任需要有比较充分的信息分享机制,如果交易者相互之间缺乏建立信用关系的基本信息,显然无法在信任的基础上达成交易”,^[59]现代财务会计制度的规范化和普及解决了衡量公司信用的方法和标准问题,但专业而复杂的会计报表可能使投资者在摆脱

[54] 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,页 777。

[55] 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,页 49 页。

[56] 同上注,页 198;参见周小川:“在 2005 年 10 月 20 日中国债券市场发展高峰会上的讲话——吸取教训,以利再战”,资料来源:中国人民银行网站, http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/2950/1151/11519/11519_.html,最后访问日期:2014 年 9 月 5 日。

[57] 张维迎,见前注[25],页 18。

[58] Jonathan Barron Baskin & Paul J. Miranti, Jr., *Supra* note 9, p.87.

[59] 王坤:《财产、契约与企业——商事信用形成的法理分析》,法律出版社 2012 年版,页 161。

信息匮乏之后陷入信息噪音的困扰,发债公司能否严格执行财会制度并真实、准确、完整而及时地对外披露,也会影响信息不对称的解决效果。

在市场化条件下,享有自主发债权的公司可能更容易滋生机会主义行为。尽管投资者可以采取自助措施,但一方面,“公司债具有整体债务性,债券契约中的条款对所有债券持有人都有效,债券投资者往往并无法与发债公司个别协商公司债券契约内容,而只能附从合同约定”,^[60]未必事先能获得有利的债券条件;另一方面,投资者人数众多且分散各地的特点加剧了集体行动的困难,可能延误制衡公司机会主义行为的时机。而且,投资者的有限理性与行动上的“羊群效应”,容易造成非常情况下债券价格巨幅波动和引发系统性风险,这是滞后的市场优胜劣汰作用无法应对的。

市场可以主导投融资双方信用关系的建立,却未能解决所有问题。“政府管制是一种制度安排。基于这种制度安排的信任和基于企业信誉的信任之间存在着一定的相互关系,这种关系可能是替代的,也可能是互补的”。^[61]在市场化条件下,政府不应也无需再替投融资双方做主,却可以给予必要的辅助,“由于公司形式锁定了担保所有公司合同履行所需的总资产,公司所有的缔约方都会从债权人保护措施中获益”。^[62]市场自治主导的监管思维和当事人自己责任的基石限定了政府干预的合理边界,起互补作用的政府监管行动,应致力于帮助投资者提高市场信息透明度和信息处理的有效性、惩戒公司机会主义行为、提升投资者自助行动的效率、拓展信用风险规避途径,以及维护市场公平秩序等方面。这些由政府建立并维护的市场化配套机制包括但不限于:引入债券发行保荐制,由投资银行作为资本市场“看门人”(gatekeeper),帮助投资者核实公司信息,督导公司建立规范的法人治理制度并依法履行信息披露义务;引入强制性债券信息披露制度,使投资者可以及时获得影响债券价格的重大信息;引入债券评级制度,借助评级机构的专业能力帮助投资者收集公司信息并评估信用风险;引入债券信用增信和风险对冲机制,为投资者提供分流或者转移投资风险的多元化途径;引入有组织的债券投资者集体行动机制,例如设立债券受托管理人制度和债券持有人会议制度,帮助投资者提高监督公司和处置风险的效率;强化证券市场执法,制裁并威慑公司的机会主义行为,构建市场中介的诚信档案并规范其营业活动,避免利益冲突,维护债券市场的公平竞争和有序运作,等等。

四、代结论:公司债券发行限额的废除与《证券法》的修改

在公司法上,股东掌握经营控制权与债权人只享有现金流请求权的权利分野,决定了同为公司资金提供方的股东与债权人之间必然的利益冲突。由于公司形式锁定了履行所有公司合

[60] 林国全:“公司债之整体债务性”,《月旦法学杂志》第74期,2001年7月。

[61] 张维迎,见前注[25],页17。

[62] (美)莱纳·克拉克曼、(英)保罗·戴维斯、(美)亨利·汉斯曼、(瑞士)杰拉德·赫蒂格、(德)克劳斯·霍普特、(日)神田秀树、(美)爱德华·洛克:《公司法剖析:比较与功能的视角》,刘俊海、徐海燕等译,北京大学出版社2007年版,页83。

同的资产范围,作为赋予股东有限责任的交换条件,公司法必须建立一套维护公司信用的有效方法,以保护债权人免受股东机会主义行为的侵害。这种股东与债权人的权利失衡在公司破产时因控制权转移至债权人而打破,因此只有在假设公司持续经营的情况下,才有必要讨论公司法维护公司信用为债权人提供保护的问题,并获得正当性支持。

在世界范围内,不少新兴市场国家采用类似我国《证券法》第 16 条的“累计债券余额不超过公司净资产 40%”的发债限额条款预防公司过度负债。这种源于资债相抵的资本信用观,以发债之时的净资产作为公司信用,是业主论指导下物化公司人格,把资本视为公司债务担保的必然结果。由于从财产法角度静态地衡量公司信用,不能实时地反映公司作为一个独立的、持续经营的市场主体商事信用的变化,发债限额条款落空了对债券投资者的有效保护。政府采用便于操作的发债限额条款,虽然反映了在市场发展初期,借助政府信用帮助公司建立与债权人之间信任关系的必要性,但这种监管方法实质上是政府替代投资者预判公司信用并隐含政府信用的风险兜底,不可避免地会诱发投融资双方的道德风险,也会阻碍债券市场未来的健康发展。

相反地,许多发达国家早已放开了债券发行规模限制,赋予公司自主发债权,以便其权衡生产经营需要和融资成本规划最佳财务结构,提升市场资源的运用效率。在企业主体论看来,公司是具有独立意志与持续经营活动的市场主体,不仅仅是股东眼中的“物”,更是相对于公司资产的“人”,自主经营,自负其责。与公司的持续经营活动相一致,公司信用呈现动态性,取决于公司所拥有的资产在综合作用下在未来创造的现金流,体现的是一种基于公司盈利能力的资产信用观。因此,不同于业主论下采用累计债券余额与净资产的比率衡量公司信用的做法,企业主体论下采用营业现金流分析来评估公司的清偿能力,“以动制动”实时诠释公司信用。作为自身利益的最佳判断者,投资者取代在这种动态信用风险评估中没有优势的政府,成为与公司的信用关系中解决信息不对称和风险规避问题的主导者,并对基于自己意思表示的行为后果负责。在市场化条件下,赋予公司自主发债权与要求投资者自负其责,构成了债券市场可持续发展的基石,但这并不意味着政府将无用武之地,对于维护公司与债权人之间信用关系的平衡,政府的作用可以是互补性、辅助性的。

反观我国《证券法》第 16 条关于“累计债券余额不超过公司净资产 40%”的规定,这一从计划经济时代承继至今的监管手段,不仅因为目前债券市场的监管竞争在某种程度上已被突破,更因为落后的监管理念和僵化的衡量标准,已难以准确揭示公司信用,保护债权人。因此,在我国公司债券市场化改革已成趋势和市场条件逐步完善的时代背景下,^[63]理性的做法不是保留,而是废除“累计债券余额不超过公司净资产 40%”的管制规定,通过引入债券发行注册制赋予公司自主发债权,建立以发债公司的信用责任为核心的市场约束机制,打破投资者对政府预判信用和兜底风险的预期,真正落实投资者买者自负责任。当然,在强调基于当事人自

[63] 我国债券市场经过 30 多年发展,在法律制度、市场结构和市场运行机制等方面已发生重大变化,初步建立了市场化的框架体系。可参见沈炳熙、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;时文朝主编:《中国债券市场:发展与创新》,中国金融出版社 2011 年版。

已责任发展债券市场的同时,需要政府转变监管职能。目前在监管机构部门规章层面,虽然设置了债券发行保荐、信息披露、信用评级、债券受托管理人和债券持有人大会等制度,但这些规定的效力层级过低,也存在诸多不完善之处:要么依附股票的规定而没有针对债券的特点,例如债券信息披露制度;要么存在利益冲突难以有效保护投资者,例如证券公司同时充任保荐人、承销人和受托管理人;要么过于原则无法操作,例如债券违法违规行为的惩处等。因此,在《证券法》废除公司债券发行限额规定的同时,有必要同时在《证券法》中增加规定保护债券投资人的具体制度和惩处公司背信行为的责任条款。^[64]限于篇幅,本文只提出了废除公司发行限额条款之后的市场化约束机制和政府监管的建设路径,对其中可能涉及的各项具体制度的完善,留待日后进一步撰文探讨。

Abstract: The issuing ceiling of corporate debenture is used to curb a corporation from excessive indebtedness and reconcile the conflict between investor protection and limited liability of shareholders. The credit conception based on capital guided by the proprietary theory materializes the corporate personality which measures corporate credit through its net assets at the time of debenture issuing. However, it could not reveal the true credit condition of corporation which might make debenture investor protection failed and cause moral hazard. It is necessary to acknowledge the independence of corporate personality guided by the entity theory, establish a credit conception based on assets and a dynamic assessment methodology on cash flow generated from the corporation continuing operation. Thus, in order to fully achieve the object of market-oriented reform in corporate debenture, the Securities Act should abolish issuing ceiling which hints the government to assess risk in advance and take risk in the end, establish a market-based duty constraining mechanism of corporate credit supported by the government.

Key Words: Corporate Credit; Issuing Ceiling; the Credit Conception Based on Assets; Investor Protection; Marketization; the Securities Act

(责任编辑:邓 峰)

[64] 2014年12月5日,证监会发布《关于就〈公司债券发行与交易管理办法(征求意见稿)〉公开征求意见的通知》,对《公司债券发行试点办法》进行修订,其中涉及取消发债限额、允许债券非公开发行、建立投资者适当性制度、加强信息披露和强化债券持有人权益保护等多项改革,可谓先行一步。参见证监会网站公告,资料来源:http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201412/t20141205_264785.htm,最后访问日期:2014年12月5日。