

交易所的要求。对法律意见书和律师工作报告进行管制，这也是证券监管机构的监管措施，不是任何法定的明文要求。因此，父爱式监管都是在证券法之外进行的。证券法无论如何修订，似乎都无法解决证券监管机构在证券法之外所采取的监管行为模式。

其实，减少政府干预、发挥市场主体作用，这一注册制背后的核心理念，并不会因为证券法修改或者不修改，就被证券监管机构接受或者放弃。在证券法并未贴上注册制这一标签的情况下，证券监管机构也会尝试新三板注册制，尝试法律产品监管措施的简化。在证券法要求实行注册制

的情况下，《12号准则》也仍然继续适用，律师的行为模式并未发生明显变化。因此，父爱式监管有它自己的逻辑，父爱式理念的调整，很大程度上取决于证券监管机构的自我调整，以及被管制行业的自我调整。考虑到本文提到被监管者行业基础的变化、父爱监管可能带来的问题，证券法能做的，也许仅仅也是强调注册制背后所反映的以信息披露为中心、减少政府干预、减少政府管制、发挥市场主体（如律师）作用这些原则，从而给市场主体提供准确的作用认知和责任认知，鼓励有准确认知的律师进入证券发行市场，避免父爱监管带来的逆向选择问题。■

《证券法（三审稿）》债券规则评析

■ 洪艳蓉 北京大学法学院副教授

基于资本市场基本法的功能预设，证券法的相关规定及其历次重大修订，都能引发界的关注和热议。在历经多年探索之后，我国2005年重大修订的《证券法》终于迎来了2019年5月的三审稿修订。尽管草案的重点是体现中央“推进股票发行注册制度改革”的要求并增加科创板注册制的相关规定，但其中根据资本市场发展的实际情况，适当修改完善信息披露规则、设立投资者保护专章及强化证券违法行为惩处力度的新规定都令人耳目一新，值得肯定。

相比债券规则一直以来在证券法内容上依附股票规则的边缘化状态，这次《证券法（三审稿）》专为调整公司债券规定了相应的条文，尽管所涉内容不多，但已是打破旧格局的历史性进步。然而在

肯定之余，这些新规内容是否真正回应了我国债券市场的发展现状和投资者保护需求，是否真实体现了契合债券信用融资属性及其治理规律的市场化约束，则还需要进行冷静观察与理性思考。唯有如此，才能不枉此次修法的良好时机，真正制定行之有效的债券规则，保障我国债券市场的健康有序发展。

一、我国信用债券市场蓬勃发展之后的问题与投资者保护需求

信用债券是具有独立法人地位的企业作为借款人，通过债券这种标准化的金融工具与作为债券持有人的投资者建立的一种债权债务关系。这种金钱债权建立在企业的商业信用之上，取决于企业发债之时建立的市场信誉，需要企业在债券到期时具备

相应的清偿能力,并及时按债券募集说明书的约定向投资者还本付息。根据融资优序理论,¹债券融资应是公司在内源式资本积累之外首选的外源性筹资途径,其顺序优先于发行股票。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。

尽管海外资本市场早已达成对信用债券功能的共识,但我国信用债券市场的萌发与建设,在政府驱动型的金融发展战略下,却走过不少弯路,正如中国人民银行前行长周小川指出的,这种市场早期发展失误源于计划经济思维主线、市场定位(以散户为投资者)逻辑主线错误以及金融生态环境主线缺失等,缺乏整体思维。²总结而言,我国信用债券市场至今的发展道路走过了严格管控到大力扶持发展,再到合力防范并处置债券风险的三个阶段。

吸取20世纪90年代中期企业滥发债券导致债务兑付危机的教训,1998年的《证券法》通过规定债券公开发行审批制并执行1993年《公司法》第161条³关于发行公司债券的严格规定,将社会闲置资金导流至国有大中型企业,同时避免债券这种直接融资方式削弱国家通过银行信贷手段调控社会资金的有效性。2005年《证券法》进行

重大修改时,除了将《公司法》中的债券规则平移至《证券法》,结束两法调整债券的分割状态外,其几乎原文照搬⁴并适用至今的债券规则,一脉相承的是计划经济时代奠定的债券融资管控思维和以股票为抓手、服务大型国企证券化的资本市场发展路线。《证券法》更多的是偏重股票而非股债并行,从而导致我国信用债券市场在21世纪初期发展十分缓慢。

情况的改变得益于2004年《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》提出了“积极稳妥发展债券市场”的政策导向,其旨在改变金融风险过度集中于银行体系的状况,提高直接融资比重,建立信贷与资本市场双轮驱动的融资机制。尽管2005年《证券法》进行重大修订时仍未顾及债券规则,但政策层面的持续推动⁵助力监管者逐步放松管制,监管思维从防范市场风险转变为大力发展市场,⁶更在多部门的监管竞争中大大加快了信用债券品种、发行与交易机制等的不断创新和日益市场化、国际化。尽管法律层面始终缺乏《证券法》的有力支持,但在上述原因的综合作用下,我国信用债券市场获得了蓬勃发展,其市场规模一跃成为亚洲第一、世界第二。根据中国人民银行的统计,截至

1 See Myers and Majluf, "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, July, 1984, pp.575-592.

2 参见周小川:《中国发展企业债券“要吸取教训以利再战”》,在2005年10月20日中国债券市场发展高峰会上的讲话,载《中国工商》2005年第10期。

3 该条规定“(一)股份有限公司的净资产额不低于人民币三千万元,有限责任公司的净资产额不低于人民币六千万元;(二)累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十;(三)最近三年平均可分配利润足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)债券的利率不得超过国务院限定的利率水平;(六)国务院规定的其他条件。发行公司债券筹集的资金,必须用于审批机关批准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。”

4 仅将《公司法》第161条的债券发行条件第2项“累计债券总额”修改为“累计债券余额”,以及在《证券法》中将审批制修改为核准制,将债券上市交易核准权下放至证券交易所层面执行,除此之外,未有其他显著改动。参见洪艳蓉:《〈证券法〉债券规则的批判与重构》,载《中国政法大学学报》2015年第2期。

5 包括但不限于2008年12月的《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》提出“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”;2013年11月的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出“发展并规范债券市场”;2015年11月的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》提出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革”等。

6 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—789页。

2019年4月,我国公司信用类债券的未偿余额为21.98万亿元,⁷债券融资已成为企业重要的直接融资工具之一和主流的资本市场固定收益产品,是资本市场服务实体经济的重要抓手。

受制于历史遗留的监管分权,目前我国形成了三套债券规则和两个分割的债券市场:(1)证监会主导的,主要适用《公司债券发行与交易管理办法》并在证券交易所交易,由中国证券登记结算公司办理登记结算的公司债券市场;(2)国家发改委主导的,主要适用《企业债券管理条例》等规则,同时在证券交易所和银行间债券市场交易并办理相应登记结算的企业债券市场;(3)中国人民银行主导的,由银行间市场交易商协会(以下简称交易商协会)自律监管,主要适用《银行间市场非金融企业债务融资工具管理办法》并在银行间债券市场交易,由上海清算所办理登记结算的中期票据市场。尽管公司债券、企业债券实行核准制,不同于中期票据一步到位地采用注册制,但在监管竞争压力之下,近年来前两类债券通过简化核准程序、开通绿色通道等举措,在市场准入环节及所需时间上已与中期票据相差不大。更值得注意的是,尽管仍然存在分割的债券交易市场和登记结算体系,但这种监管竞争在加快我国信用债券市场化进程中,正日益促进信用债券市场发展战略和相关行为规则的趋同:例如不断扩大债券发行人范围,简化发行监管要求,提供灵活多样的发行和交易机制,建立债券持有人大会和受托管理人等债券治理机制,完备债券发行及持续信息披露要求,拓展投资者范围,要求提供偿债保障措施及出台投资者保护示范条款等。

诚如所有的监管竞争,债券市场的监管竞争在“竞争向上”的同时也难免产生“逐底竞争”,并可能因此诱发市场的道德风险与监管套利。尽管从目前的状况看,三套债券规则的实质内容正在走向趋同,但有关具体操作规则、实施方式在

平行发展过程中,仍存在一些差异。因此,部分企业特别是一些受宏观政策调控的企业,利用三套债券规则监管松紧程度不一及对企业发债累计余额等风险管控指标的不透明和不同步,同时在两个债券市场寻求发债机会,大大提升了企业负债杠杆率并累积了更多信用风险,并在一定程度上破坏了宏观调控政策的效果。除了这种市场资源错配及其对政策调控效果的扭曲之外,二分市场及其不同交易规则(例如,直至今日的评级机构、信息披露、投资者保障措施、登记结算等规则)的存在,人为割裂产品和投资者在两类市场之间的自由流动,也使市场参与者需要同步适应多套操作机制并配备相应的人财物力,造成资源浪费的同时也影响了交易效率。此外,尽管监管思维和市场导向正在趋同,但监管者们推进实施的步伐却未必一致,在这一过程中监管竞争的驱动可能导致过度放松监管,从而造成市场监管与风险控制的不尽协调,埋下制度和市场风险。⁸

我国债券市场发展存在的多部门监管竞争、债券规则不统一且未能形成系统性的债券投资者保护规则,以及缺乏《证券法》上位法支持的负面影响,在2014年“超日债”发生违约,从而打破我国信用债券市场刚性兑付成规之后,得到了更充分的体现。近年来,随着债券市场规模扩大及进入偿付周期,加之受制于经济下行周期,部分发债企业缺乏有效的商业经营模式和财务管理机制,导致其信用风险频发,债券成为违约的重灾区。据不完全统计,截至2019年4月底,包括公司债券、企业债券和中期票据等在内的各类信用债券出现实质违约的发行人共有94家,涉及261只债券,违约本金共计2390亿元,数量庞大。如何及时处置违约,化解信用风险,有效保护投资者的合法权益,正在成为信用债券市场日益突出的问题,也是对债券规则提出的最基本要求;与此同时,随着“五洋债”欺诈发行并于

7 资料来源:中国人民银行网站: <http://www.pbc.gov.cn/diaochaotongjisi/116219/116319/3750274/3750288/index.html>, 2019年6月5日访问。

8 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。

2018年1月被行政处罚,成为债券欺诈发行受罚首单之后,越来越多的债券欺诈发行、虚假信息陈述、内幕交易等不法行为不断曝光,承受损失的投资者,如何有效地进行维权,也考验着债券规则保驾护航的作用,并直接影响到投资者对债券市场的信心及债券市场未来的健康有序发展。

被视为资本市场基本法的证券法,有必要对构成资本市场重要支柱之一的债券市场,确认各市场参与方的基本权责及行为规范,构建公平透明的市场秩序,制约各类债券违法违规行,并为投资者提供充分而有效的权利救济机制,如此才能彰显证券法回应经济生活需求,保障经济生活健康发展的基本作用。在某种意义上,这种目标导向应成为证券法修改的行为指导。

二、《证券法》三审稿回应债券市场发展的规则亮点与改进

延续一贯做法,《证券法(三审稿)》很大篇幅的条文仍然以“证券”,或者实质上是以股票为内核进行规则修订,⁹从而使债券规则以依附股票规则并在形式上通过“证券”表述的方式呈现,这种在基本法内容上的边缘化特征,并未因近年来债券市场的迅猛发展和投资者迫切的维权要求而得到根本性改变,因此仍存在对债券市场系统性规则体系设计的不足,留待后文分析。

值得注意的是,相比2005年《证券法》进行重大修订时对债券市场的忽视,2019年《证券法(三审稿)》专门列出如下条文规范债券权责,且所涉的都是攸关市场透明度及投资者权益保护的重大事项,某种程度上体现了这次证券法修订予以债券市场法治化建设的必要关注以及对债券投资者保护迫切需求的积极回应。但在肯定之余,这些条款是否真正反映了债券治理的逻辑并具有实践可操作性,却还有待进一步分析。

(一)第91条的债券临时信息披露新规评析与完善

众所周知,信息披露是现代资本市场发展的基石,也是现代证券监管的着眼点。除了首次公开发行的信息披露之外,发行人还需遵循持续信息披露要求,包括定期披露和临时披露,以便动态反映公司状况,便于投资者对证券价格作出判断并决策,这也是资本市场进行风险定价和资源配置,证券监管得以落实“卖者有责”“买者自负”责任的重要抓手。信息披露的完备性、系统性和有效性,对于资本市场发展和投资者信心维护的重要性不言而喻。

现行《证券法》未对公募发行债券的临时信息披露作出规定,从而给约束债券发行人及时披露必要信息及其问责带来重重困难。实践中主要由证监会参考股票临时信息披露标准在《公司债券发行与交易管理办法》第45条进行规定,并由证券交易所在其自律规则中进一步细化施行;而未在《证券法》规范体系之内的中期票据,主要依靠交易商协会制定相应的信息披露规则实施自律监管。由于缺乏《证券法》的对应规定,当发生可能影响发行人清偿能力或债券交易价格的重大事件而发行人未进行披露时,存在无法及时责成其进行披露并予以有效问责的问题,严重损害投资者的合法权益。在这一方面,在采用自律监管,缺乏执法权限及执法措施的中期票据市场问题更加突出。尽管经国务院同意,人民银行、证监会、发改委于2018年11月23日联合发布了《关于进一步加强证券市场执法工作的意见》,建立了由证监会依据《证券法》相关条文¹⁰对包括公司债券、企业债券和中期票据等在内的信用债券的信息披露违法违规、内幕交易、操纵市场及其他违反证券法的行为统一进行执法的机制,在某种程度上缓解了中期票据市场信息披露违规等执

9 股票与债券同属“证券”,以“证券”之名统一进行规定有合理性,但一些条文规定的内涵却是基于股票而设,未必能够真正适用于债券关系的调整。

10 主要依据《证券法》第180、191、193、202、203、223、226条等。

法困境。但如果加以细究，中期票据在信息披露等方面不遵循《证券法》规范要求，只是引用相关责任条款予以制衡，始终存在法律逻辑难以自洽的问题。而这也是证券法修订需要回应的现实问题。

尽管《证券法（三审稿）》未明确将中期票据纳入调整范围（这一问题留待第三部分分析），存在调整空白，但在第91条专门规定了公开发行债券的临时信息披露义务，这既是对公开发行债券及其监管制度内容的补白与完善，也是总结实践操作，部分回应现实需求，上升监管规则至法律基本规定，体现行为规范与责任追究逻辑自洽性的有力之举。细究该条规定，可以更好地改进相关内容，具体而言：

（1）补充修改第1款触发债券临时信息披露的条件为“发生可能影响发行人清偿能力或者对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响的重大事件……”。理由在于债券基于发行人的信用而发行，需要其到时还本付息，清偿能力是判断债券违约与否的重要“风向标”，而且一些债券可能持有到期或者不存在活跃的交易，无法通过交易价格的变化予以反映，抓住清偿能力这一基本指标更能督促发行人有效履行临时信息披露义务。

（2）总结实践经验，区分股票和债券信息披露的差异，补充完善债券临时信息披露的其他重要事项。基于股票与债券的不同属性，其信息披露内容应有所区分与侧重：前者更多地依靠公司未来的经营业绩，后者更多地取决于发行人在债券到期时的清偿能力，二者虽然存在重要联系，但不宜等同视之或者相互替代，也因此对应的信息披露内容需要做适当调整。考察第91条第2款列举的11项重大事件内容，在很大程度上是股票临时信息披露的另一种表述，尽管这些规定具有如上所述的合理性，但还需总结实践经验，列入体现债券特征或需求的一些重大事件，包括但不

限于：发行人主要资产被查封、扣押、冻结；保证人、担保物或其他偿债保障措施发生重大变化；受托管理人的资格发生变化或其行为可能影响履职；发行人关于市场传闻的说明；发行人遭遇自然灾害、发生生产安全事故等，对其生产经营造成重大影响等。

（二）第102条债券治理机制与受托管理人诉讼担当新规评析与完善

不同于股票基于对公司控制权及其生产经营的重要影响而建立起的完备治理架构——股东会、董事会、监事会及其相应的表决与决策机制，公开发行的信用债券尽管也是面向开放环境下的公众投资者，却长期未能建立起有效沟通人数众多的债券投资者的意见并代表投资者利益与发行人进行协商谈判的代言人机制。及至2007年证监会颁布实施《公司债券发行试点办法》（以下简称《试点办法》）启动公司债券市场，才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，¹¹旨在更好地为债券投资者提供法律保障，两项法律制度安排的主体内容在后续取代《试点办法》的《公司债券发行与交易管理办法》中得到承继并沿用至今。

然而，这些看似引进海外成功经验的债券治理规则，既存在根源于证监会的行政部门规章，无以突破基本法律制度规定的效力缺陷，也存在因制度设计不尽合理，实践中运用效果未达预期的问题。相关缺陷在近年来处理债券违约事件时更暴露无遗，无法为保护债券投资者合法权益提供充分的保障，主要体现在：¹²

（1）债券持有人大会会有名无实，难以发挥集中民主、高效决策的功能。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），由于债券投资人分散且纠纷发生时立场不一，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

11 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，第159页。

12 洪艳蓉：《〈证券法〉债券规则的批判与重构》，载《中国政法大学学报》2015年第2期。

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，也容易造成债券持有人在与银行等传统债权人争夺对发行人的债务清偿过程中处于劣势。

（2）债券受托管理人的法律地位不明，并可能存在履职的利益冲突。《公司债券发行与交易管理办法》第48、49条只规定发行人应为债券持有人聘请债券受托管理人（由该次债券发行的承销机构或其他经证监会认可的机构担任），受托管理人应当勤勉尽责，公正履行受托管理职责，不得损害债券持有人利益。如此规定的缺陷在于未能明确发行人、受托管理人与债券投资者之间的法律关系属性，受托管理职责虽名为“受托”却难以廓清其履职标准与边界，而证券公司兼任承销机构和受托管理人潜藏利益冲突，难以有效代表投资者与发行人交涉，且承销机构如对债券违法违规负有责任，则更无法对自己追责。此外，实践中公司如多次发行债券并聘请同一家证券公司担任受托管理人，发生纠纷时可能因不同批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有效履职。

（3）债券受托管理人欠缺履职所需的法律身份与有效手段。债券受托管理人被寄予保护债券持有人的厚望，但《公司债券发行与交易管理办法》只在第50条原则性地规定了职责，却没有赋予其履职所需的手段，例如查询权、复制权等，也未能要求相应的职能单位或部门予以协助或配合。特别是尽管第50条的第8项规定“发行人不能偿还债务时，可以接受全部或部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼、参与重组或者破产的法律程序”，立意虽好，却不符合《民事诉讼法》中关于诉讼主体、诉讼代理人或财产保全申请人的条件，也不能剥夺持异议或未委托的债券持有人的另行起诉资格，从而导致在发行人陷入经营、财务等困境

可能影响其清偿能力，需要受托管理人快速采取保全措施或启动诉讼时，面临重重法律障碍而束手无策，最终不利于债券持有人权益保护。

（4）债券受托管理人职责与债券持有人大会分工不明，难以有效协调，影响功能发挥。公司债券治理中的债券持有人大会与受托管理人如何在保护债券持有人权益上进行分工：前者主要起什么作用，对后者的指示与约束何在；后者应在什么期间、多大程度上履行什么职责，其履职成效是否为投资者所认同；如何监督其履职并相应问责。这些在《公司债券发行与交易管理办法》中均未得到明确的规定，债券募集说明书中往往也所涉不深，导致空有债券治理机制的设置，却难以互动和制衡从而发挥最佳效果。

细读《证券法（三审稿）》第102条的规定，其亮点值得肯定，在法律上填补了债券规则重要的一些空白：（1）正视公开发行人公司债券的群体性、集团性，¹³肯定了建立公司债券治理机制的重要意义，首次在法律层面规定债券持有人大会和受托管理人这两大机制，确立了公司债券治理的抓手；（2）首次在法律层面明确受托管理人的任职资格及履职要求，排除了不适格的人选作为投资者利益代言人，以及因代言人的不适当履职可能给投资者权益保护造成的损害；（3）首次在法律层面明确受托管理人可以以自己的名义代表债券持有人参与诉讼，破除了《民事诉讼法》《公司法》《企业破产法》对诉讼主体资格和相关程序资格的障碍，更有利于维护债券持有人权利。

然而，比较第102条与《公司债券发行与交易管理办法》的相关内容，《证券法（三审稿）》并未超过这一行政部门规章的内容，甚至还因其基本法固有的简洁明了特性而删减了不少重要内容。因此尽管第102条点出了信用债券治理的重要性的核心要害，却浅尝辄止，未能解决上述提及的目前债券持有人在维护合法权益方面的问题。尊重债券市场自治和当事人自主协商，优先

13 [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。

适用募集说明书及债券相关协议的约定，符合市场规律，具有正当性，但如果考虑到债券合约签署的附和性，沟通利益诉求不一的众多债券持有人非一时之功，以及通过临时召集债券持有人大会难以及时满足债券违约维权的应急之需，有必要强调法律对合同自由、当事人自治的适当干预并在一定情况下通过法律强制统一债券持有人内部意见，推选适当人选充当其维权代言人。综上，未来可进一步修订完善第 102 条的内容如下：

（1）在肯定债券持有人会议在债券治理机制中的重要性及尊重市场自治拟定债券持有人会议规则的基础上，为更好地保障投资者利益并发挥会议集思广益、提高治理效率及效果的作用，需要通过法律规定召开债券持有人会议的几种必要情形（可参考《公司债券发行与交易管理办法》第 55 条的规定，对需要债券持有人行使最后决定权的事项做适当限缩），针对特别事项的绝对多数通过要求，以及部分持有人大会决议（特别是授权受托管理人对外维权等）对全体债券持有人的有效约束力，以激励投资者参加会议并提高会议的决议效率和效果。

（2）在肯定设置债券受托管理人作为债券投资者利益保护代言人的理念指导下，进一步明确受托管理人与投资者之间受托义务的内涵和要求。同时，考虑到容许承销机构同时兼任受托管理人，潜藏的利益冲突可能在发行人违约之后，因受托管理人职责从平常的接收及传递信息等消极角色转变成需要采取相应维权行动的积极角色而引爆，需要将第 102 条第 2 款的最后一句修改为“债券受托管理人应当勤勉尽责，公正履行受托管理职责，避免利益冲突，不得损害债券持有人利益”。此外，与要求受托管理人履职相适应，《证券法（三审稿）》应在相应部分补充对受托管理人渎职的处罚，以及要求失职的受托管理人因此给投资者造成损失的，应承担损害赔偿责任的问责规定，如此才能形成完整而有效的义务责任约束。

（3）考虑到在性质上债券持有人大会是投

资者发挥自治管理的，非常设会议团体，而受托管理人是常续存在的专业化管理机构，因而二者在债券治理及功能发挥上应分清主次并协调运作，在证券法中应建立以受托管理人制度为主、债券持有人会议为辅的公司债券管理体系，同时确保债券持有人作为最终的债权人，其会议体（债券持有人大会）对重要事项享有更高和最终的决定权。除非属于必须召开债券持有人大会的情形，平常的债券管理事务交由受托管理人基于债券投资者利益最大化原则进行处理；对于重大紧急事项，通过召开债券持有人大会予以决议及授权，并对全体债权人具有约束力，以助力受托管理人采取行动；如果受托管理人怠于履职或者严重失职，那么应允许持有一定债权比例（如 10% 以上）的投资者采取相应的补救措施。

（4）如果赋予受托管理人以债券投资者利益代言人的法律地位，并期待其更好地履行监督发行人、助力投资者维权的作用，那么有必要在作为基本法的证券法层面授予受托管理人于法定情形下可行使一定的查询权（例如，向证券登记结算机构查询债券投资者持股明细、在发行人债券违约情况下向商业银行查询）、复印权等履行受托职责必要的手段。与此同时，考虑到债券投资者的群体性特征及维权的紧迫性等，应确立受托管理人作为投资者利益代表优先进行维权并限制投资者的个体求偿（但允许在受托管理人未及时履职或存在重大失职时进行个体救济），其基于正当履职获得的合法救济结果约束所有债券持有人。如此设计是因为，第 102 条第 3 款虽然认同了受托管理人作为投资者利益代言人的合法性，但仍然采用“可以”这种需要经由债券持有人大会授权的方式，以及并未提及这种代表效力是否及于所有债券持有人的缺省规定，客观上可能延续之前的受托管理人基于利益考虑和投资者分头救济而导致的难以有效帮助投资者维权，无法发挥受托管理人作为债券治理抓手和投资者利益代理人假设的作用，存在着明显的规则缺陷。

此外，在形式上将如此之多的内容统一放在

一条法条内，似乎不妥，宜根据债券持有人大会、受托管理人的主体差异拆分成两到三条规定。在内容上，公司债券治理涉及发行人与债券持有人的对话和权利制衡问题，似乎又与《公司法》有着密切的关系，未来《证券法》和《公司法》的修改需要同步进行，并考虑公司债券持有人会议等保护债券投资者权益的内容，应如何在《公司法》与《证券法》中做规范上的合理分工。

三、《证券法（三审稿）》构建债券规则体系的不足与未来期待

尽管《证券法（三审稿）》史无前例地规定了调整公开发行的债券临时信息披露的要求并在第六章“投资者保护”专章中兼顾了对债券投资者的特殊保护，同时也通过在整部草案中更体现股票规范特点的条文中采用“证券”的统一表述，增加了对资本市场新问题的回应，让人感受到证券法修订从股票法向股票、债券法并行的新动向。但如果将这些好比枝头新绿的规则放置在目前我国品种多元、交易多样且规模位居世界第二的债券市场背景下，以及如果充分考虑当下因债券违约和违法违规事件触发的巨大而迫切的债券投资者保护需求，那么这种债券立法的新动向不过是深水微澜，证券法作为基本法对债券市场健康发展所要提供的保驾护航作用还远未得到发挥。申言之，《证券法（三审稿）》在构建债券规则方面，除了第二部分提及的在构建有利于投资者保护的债券治理规则方面存在缺陷之外，还显著地存在如下不足，这些恰恰是未来需要明确于法案的主要考虑事项。

其一，《证券法（三审稿）》未能展现构建统一、透明、开放、公平的债券市场发展和监管理念。证券法始终还是证监会监管下的公司债券法（第2条），未能将市场规模更大的中期票据等在银行间债券市场发行和交易的信用债券类型

纳入证券法的统一规范和监管，也因此始终未能解决不同市场同类信用债公平竞争，防范监管套利和金融风险过度积累的问题，以及未能赋予银行间债券市场对债券监管具有强制法律效力的法律依据，无法有效地对该市场的参与方进行强有力的约束和问责。未来，应通过统一债法规则整平债券发展和竞争市场，统一信息披露和违法违规问责（尤其是反欺诈的统一规则），但又允许债券发行和交易机制在各个交易市场进行创新和独立运作，实行不同的债券日常监管和登记结算托管机制（并通过互联互通建立有效联系），促进良性竞争，激发债市活力。

其二，《证券法（三审稿）》的一些规定落后于实践的发展和需求，未能及时回应市场需求并总结实践发展经验，未能构建逻辑自洽的信用债券监管逻辑。

1. 三审稿（第17条）仍延续《证券法》第16条的公开发行条件规定，因循守旧，不仅因为利率市场化改革和市场的自我约束使“债券的利率不得超过国务院限定的水平”成为没必要的约束，而且在取消资本实缴制，更多地强调通过评估发行人的营业现金流作为信用内涵和偿债能力保障的趋势下，固守“累计债券余额不超过公司净资产40%”的僵化规定和视而不见发行人在其他市场的发债规模而单独计算发行人的负债率，已不能动态地揭示发行人信用变化并对投资者形成有效保护。¹⁴

2. 与发行条件相对应，三审稿第19条也延续了《证券法》第18条关于不得再次公开发行公司债券条件的规定，同样也已不合时宜。一方面，实践中一次核准/注册、分期发行的储架发行机制已经成熟并广为运用，对发行人更好地把握发债时机，减少融资成本大有裨益，值得肯定，再强调“前一次公开发行的公司债券尚未募足”似乎于时不宜；另一方面，为保障债券投资者的

14 参见洪艳蓉：《公司的信用与评价——以公司债券发行限额的存费为例》，载《中外法学》2015年第1期。

合法权益，要求发行人将发债募集资金投向于募集资金用途，具有正当性，但考虑到债券存续周期较长及近来经济状况更频繁的波动性，如果僵化地予以执行可能反而使募集资金发生损失。因而，应允许发行人通过正当程序变动（例如基于正当理由或取得债券持有人大会决议同意等）适当变动债券募集资金用途并予以及时、充分的信息披露，应该防范的是发行人“擅自改变公开发行债券所募资金的用途”。此外，注意到债券发行考验的是发行人的信用，需要进行系统的考察与甄别，如果从更好地保护投资者，避免交叉违约或其他领域的重大失信行为影响发行人偿债能力的角度考虑，在放开发行人发债自主权，采用更宽松的发债监管机制（见第3点的分析）的情况下，宜适当拓展禁止发行人再次发债的负面清单，将发行人存在重大失信行为或重大违法违规行为，以及有严重损害社会公共利益行为等情形纳入禁止条件。

3. 在公募发行公司债券的监管上，三审稿仍承继了《证券法》对公开发行公司债券的核准要求，但实践中由于将公募债券市场的投资者重新定位并主要调整为机构投资者，以及在监管竞争之下，证监会不仅放松了对公募债券的发行核准，更探索出面向合格投资者公开发行（俗称小公募）的发行方式而使用更简便快捷的核准机制（事实上已有了注册制的雏形），而银行间交易商协会在创设之初，采取的就是市场化的注册制。这两套放松管制下的债券发行体制被证明行之有效，有力地促进了我国公司债券市场的迅猛发展；如果《证券法（三审稿）》未能改变旧有的发行监管体制，那么不仅这些被实践证明的有益发行方式将面临基本法上合法性的考验，也会不利于我国债券市场的做大做强。

4. 证券发行是发行人面向投资者的直接融资，尽管主要取决于发行人的自身信用并主要通过实行完全信息披露帮助投资者进行投资决策，但发行人披露的大批量信息需要通过专业分析才能得出更直观的参考价值，需要借助市场力量

才能有效完成对债券风险的识别、分散和化解，在债券融资中更离不开包括承销机构、评级机构、会计师事务所及律师事务所等在内的市场服务中介。证券交易所和银行间债券市场对这些证券服务中介的市场准入与行为标准不一，容易造成其适用上的资源浪费并产生劣币驱逐良币的问题，需要通过统一业务操作规范进行调整（也应作为债法统一的一部分）。这些问题已如上述，此处不赘。需要提及的是，《证券法》因一直侧重股票规则而未对债券保荐作出规定，2007年证监会在《试点办法》中曾要求债券发行保荐，但在2015年取而代之的《公司债券发行与交易管理办法》中予以取消，只保留了债券承销并沿革了由负责承销的证券公司充当债券受托管理人的做法。但考察监管部门和证券交易所对承销机构的相关要求，其实难以区分其履行的是保荐还是承销职责。换言之，立法上似乎并未对此作出严格区别，只是使用了不同的表述，果真如此，对应于《证券法（三审稿）》中更多地强调了对保荐机构的约束与问责，如果拘泥于法律用语，可能实质上介入债券发行前期尽调并起到保荐作用的承销机构反而可能因缺乏相应的条文约束而免于被追责，实则是对投资者维权的一大损害。为此，《证券法（三审稿）》有必要对债券的保荐与否及其与承销之间的区分作出反应，并规定对应的责任约束，如此才能避免投资者维权无门。

5. 过去以来，《证券法》的一个通病是侧重股票而忽略债券，看似包括债券在内的“证券”规定实质只适合调整股票的法律规范，这次《证券法（三审稿）》在很大程度上仍然没有摆脱这个立法思维定势。例如在第三章第三节“禁止的交易行为”中对各类市场违法违规行为的构成要件描述，是否真正适用于债券的违法违规情形，值得斟酌。再如在第六章“投资者保护”专章，除了第102条是专门针对债券投资者的保护，其他许多条款或者明确指明服务于股票投资者，或者虽然采用了“证券”的表述，但其内容却更适用于股票，即使可适用于债券，也可能产生

如何与第102条的规定进行协调的问题（如第104、105条）。也因此，未来需要更深入地区分股票和债券在治理机制和救济机制上的差异，并对应地规定可合用或宜分别使用的救济规则，才能真正保护各类投资者的合法权益，提供证券法的救济法功效。

四、简要的结语

《证券法（三审稿）》涉及作为资本市场基本法的证券法方方面面的重大规划与建设，更牵涉之前鲜有提及的债券市场的系统性制度安排问题，限于篇幅，上文无法一一进行评点并提出完善之策。债券市场的发展离不开证券法这一基本法中债券规则的保驾护航，正像我国债券市场的发展过程一样，完备的债券规则也并非一蹴而就，相反需要深思熟虑，不断累积经验并逐步完善。但为制定一部更符合市场需求，更令市场自愿遵守的包括债券规范在内的证券法，笔者认为很有必要做到：

一方面，充分重视债券市场在我国资本市场

乃至社会融资中的重要地位和建立有效而统一的债券规则的重要意义，在理顺二者关系的基础上通盘考虑并深入研究债券规则应有的体系和相关规则（基于发行人信用的市场化的约束和激励机制），而不是通过局部点缀和错节嫁接，导致前后难以自洽，再次错失证券法修法良机。

另一方面，积极回应实践发展和现实需求，深入总结债券市场短期迅猛发展的有益经验及因此潜藏的风险或带来的教训，在现代金融监管和风险管理理论、先进理念和方法的指导下，正视债券与股票作为证券的共性和个性，探索契合债券属性的发行、交易、登记结算等市场机制，构造适合我国债券市场投资者构成情况，便利债券治理及有利于权利救济的系统的投资者保护机制。

综上，这次《证券法（三审稿）》对部分债券规则的引入和更新，已令人窥见未来债券法制的发展前景，但毕竟只是初露端倪，更好的债券法制的推出，需要倾听更多市场与公众的声音。■

评《证券法（三审稿）》第四章“上市公司的收购”

■ 张 巍 新加坡管理大学法学院助理教授

一、大额持股信息披露

《证券法（三审稿）》第71条涉及大额持股信息披露，这一稿可谓迄今最严格的披露规则。自“宝万之争”激起中国资本市场上敌意收购的千层浪之后，如何监管敌意收购也是这几年的一

个热点话题，笔者曾发表过一些拙见。¹应当认识到敌意收购可以对公司治理产生积极作用，因此，在设计可能阻碍敌意收购的大额持股信息披露规则时须特加谨慎。

大额持股信息披露制度发源于美国，故此，

1 张巍：《美国的上市公司收购防御及其对中国的启示》，载黄红元、卢文道主编：《证券法苑》（第十九卷），法律出版社2017年版，第135—153页。