

论公司债券市场化治理下的投资者保护

洪艳蓉

(北京大学 法学院, 北京 100871)

内容摘要: 我国公司债券从无到有, 经历了从严格管制到市场化自治的过程, 逐步建立起以市场配置资源为基础的债券市场。在这一过程中, 发行人日益获得融资自主权并占据主导地位, 投资者受困于集体行动难题和个体行动的理性“冷漠”而成为债券合约的被动接受者, 形成新的治理格局, 二者市场地位悬殊导致投资者维权困难, 这种困境在债券违约情形下更为突出。债券进行市场化改革的同时需要更好地发挥政府作用, 有必要适当引入公法规范, 限制发行人滥用融资自主权, 增强作为投资者利益代言人的受托管理人的功用, 提供便于投资者维权的司法救济机制, 才能弥补投资者在市场化治理格局下的劣势, 建立可持续发展的债券市场。

关键词: 公司债券; 市场化治理; 利益失衡; 投资者保护

中图分类号: D922.287

文献标识码: A

文章编号: 1000-2804 (2020) 06-0069-09

公司债券是一类基于公司信用, 帮助发行人直接从资本市场(投资者)融通资金的金融工具。自2007年8月, 我国启动《证券法》之下的公司债券^①以来, 在政策红利和市场创新的双重驱动下, 债券市场开启了一场从严格管制的计划经济时期向自主配置资源的市场经济阶段演化的进程, 并在短短十几年时间内取得了令人瞩目的成绩。截至2020年9月, 我国公司信用类债券托管余额达25.6万亿元^②, 规模位居亚洲第一、世界第二。

公司债券的市场化进程改变了资本市场资源的配置模式, 在更便利发行人直接从资本市场融通资金, 提供给投资者更多投资品种选择的同时, 也悄然打破债券刚性兑付, 改变了发行人与投资者之间的关系。近年来随着公司债券违约普遍化、常态化, 一些发行人滥用债务处置权利, 不公平对待投资者, 导致后者权益多有受损, 损害了其对债券市场的信心。市场化条件下如何及

时处置公司债券违约风险, 有效保护投资者合法权益, 已成为我国打好防范化解金融风险攻坚战的重要内容, 更关系未来公司债券市场服务实体经济功用的发挥, 意义重大。

基于此, 本文拟从公司债券市场化改革带来的发行人与投资者之间的治理新格局出发, 探求投资者日常行权, 特别是违约时维权失效的根源, 继而提出回应这种投融资双方地位与关系变化, 适应市场化治理新格局的投资者保护法治, 以助力我国建设可持续发展的公司债券市场。

一、公司债券市场化改革考察

不同于公司向商业银行申请贷款的间接融资, 公司债券作为一种直接融资方式, 是发行人通过资本市场与投资者建立的一种金钱债权债务关系, 发行人按债券约定按期还本付息, 投资者既可持有债券到期获得利息, 还可通过二级市场

收稿日期: 2020-09-11

基金项目: 银行间市场清算所股份有限公司(上海清算所)2019年课题“登记托管结算机构视角下的信用债违约处置及持有人权利救济”

作者简介: 洪艳蓉(1975-), 女, 福建厦门人, 博士, 副教授, 博士生导师, 从事证券法、公司法等研究。

^①我国目前存在三套公司债券制度, 即证监会主管的主要适用《证券法》《公司债券发行与交易管理办法》的“公司债券”, 国家发展改革委主管的主要适用《公司法》《企业债券管理条例》的企业债券, 中国人民银行通过银行间市场交易商协会实行自律管理, 主要适用《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》的中期票据。本质上三类债券都是基于发行人信用融资, 按期还本付息的直接融资工具, 近年来在监管竞争的推动下, 三套债券规则日益趋同。如无特别说明, 文章以公司债券统一指代并主要以“公司债券”为例进行分析。

交易证券,满足流动性需求。本质上,公司债券体现了发行人信用在资本市场上的定价,各种要素得以优化配置继而促进企业优胜劣汰。从海外经验来看,主要金融市场所在国大都建有发达的债券市场,是资本市场服务实体经济的有力抓手。

长期以来,我国以商业银行(间接融资)为主导的金融市场结构,导致金融风险主要集中于银行体系,潜藏金融危机隐患并造成了金融市场发展的严重失衡,因此2008年次贷危机之后,我国提出“积极发展债券市场”的公共政策并将市场化作为改革主方向^①,由此揭开了我国公司债券改革和发展的新篇章。

(一) 发行人视角下的市场化

对发行人而言,市场化意味着其有权根据生产经营需要,自主选择发债时间、规模、利率、方式等,能否发行成功、利率如何主要取决于公司的商业信用,是投融资双方意思表示一致,达成债券契约的结果,不同于计划经济之下严格管制公司发行债券融资的做法。我国公司债券市场化改革史,其实是一场逐步放松债券发行条件和简化审核机制,还权于发行人,赋予其市场经济之下应有的举债自主权的过程。

1. 严格管制债券发行阶段。该阶段发生于20世纪90年代至2007年7月之间。我国上世纪90年代初曾一度放开债券发行,结果造成企业滥发债券却无清偿能力,最终以地方政府/财政买单解决^②。也因此,1993年《公司法》第159条严格限制发债主体^③,第161条严格规定发债条件^④,由国务院确定公司债券发行规模并采用审批制(第164条),这一规定为1998年《证券法》所执行(第11条)。2005年《证券法》进行重大修订时,除个别语词调整外几乎平移《公司法》第161条内容到《证券法》第16条,延续了对债券发行的严格管制并沿用至2020年新《证券法》施行之前。

之所以严格限制发行人的举债自由,除了上世纪90年代的债务偿付危机的教训使然,更重要的是计划经济思维仍占主导,公司债券融资被定位于支持基础设施和重大项目建设,构成国家信贷计划的一部分,既是国家调控宏观经济的工具,也为了将社会闲置资金导流至国有大中型企业,并避免债券这种直接融资方式削弱银行主导的传统融资体制^⑤。这个阶段,发行人并不享有举债自主权,能否发债未必与企业信用直接相关,偿债问题往往通过刚性兑付解决。

2. 简化债券发行核准阶段。该阶段发生于2007年8月至2014年12月之间。在积极发展公司债券市场政策的推动下,证监会于2007年8月发布《公司债券发行试点办法》启动“公司债券”市场,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”以控制发债节奏和风险,在监管上一方面改公司债券发行审批制为核准制,另一方面适当引入一些市场化发行机制,例如由发行人与保荐人通过市场询价确定债券发行价格;要求债券经资信评级机构评级并获得良好评级;引入储架发行(shelf offering)机制,允许发行人一次核准,分次发行等。尽管这一阶段《证券法》规定的发债条件没有松绑,取得发行核准的时间仍长达6个多月,但一些上市公司据此得以发债,拓展了融资渠道。据统计,从启动试点到2010年底,公司债券共发行了79次,融资规模约1550亿元。2011年1月,在中期票据采用注册制大力发展市场的竞争压力下,证监会简化公司债券发行核准程序,缩短核准时间至1个月,不再要求最近一期财务数据需经审计,进一步便利了公司利用债券方式融资。

3. 债券市场蓬勃发展阶段。该阶段发生于2015年1月至2020年2月之间。随着公司债券市场化改革的深入,在《证券法》框架下如何更高效地便利发行人融资成为改革的重点,特别是在

① 参见2008年12月8日发布的《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》(国办发〔2008〕126号)之三(十三)、2011年3月16日发布的“十二五规划”之第四十八章第二节、2019年9月17日发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》第四章第二节等。

② 该条规定,股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司,为筹集生产经营资金,可以依照本法发行公司债券。

③ 该条规定,发行公司债券,必须符合下列条件:(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。

中期票据市场未明确规定发债条件且采用发行注册制，极大地促进债券市场发展的监管竞争压力下，证监会于2015年1月发布《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称《管理办法》）构建便利公司发债的更为市场化的融资机制：将债券发行人范围扩大到所有公司制法人；取消公开发行的保荐制和债券发审委制度，简化核准流程；推出面向合格投资者的公开发行（俗称“小公募”），为其设置“证券交易所初审，证监会终审”分工式的核准机制，在简化核准程序的同时更将核准最快时间降至一周左右；债券公开发行的价格或利率以询价或公开招标等市场化方式确定；全面建立债券私募制度等。

如此，尽管该阶段的《证券法》关于公司债券的硬性发行条件未最终废止，但发行人通过选择私募发行、小公募等途径，得以及时高效地满足融资需求，越来越多地享有融资自主权。基于这些日益放松发行管制、提高融资效率的市场化改革，我国公司债券市场获得迅猛发展，三类公司债券2015年至2019年底的发行额累计高达390 897亿元^①，成为银行贷款之外公司最为重要的融资途径，也助力我国公司债券市场规模入列亚洲第一、世界第二。

4. 债券市场化改革完成阶段。该阶段启动于2020年3月1日。当日新《证券法》正式施行，带来了公司债券制度的重大变化，是债券市场化改革的里程碑事件，意味着发行人开始全面享有市场经济下的发债自主权，同时接受以信息披露为核心的监管，承担“卖者尽责”的法律责任^④。申言之：（1）新《证券法》第15条^②取消了旧法第16条关于发行人资格、发行规模、利率及募集资金用途等方面的限制，便于各类公司充分利用债券融资^③；（2）新《证券法》全面实行

以信息披露形式审查为主的证券发行注册制，由证券交易所等审核公开发行申请，证监会负责最终注册（第21条），公司债券成为最早落地实施注册制的证券^④，程序简化并且发行注册效率大大提高^⑤。

（二）投资者视角下的市场化

对投资者而言，市场化意味着打破债券本息的刚性兑付，回归市场主体本位，自行评估债券风险、自主投资决策并对自身投资行为负责，摆脱像存款那样投资债券的思维定式。这种转型背后是防范投资者的道德风险，防止应由市场主体承担的投资风险责任不合理地转嫁给政府承担，真正落实“买者自负”的市场风险分担规则。在公司债券市场化改革进程中，投资者市场准入随着监管的精细化而呈现分类管理趋势，过往的刚性兑付随之被打破，“买者自负”成为投资者责任承担的指导原则。

1. 刚性兑付债券本息阶段。2015年之前，我国公司债券市场以公众投资者为开放对象，监管上主要采用严格的融资准入限制，控制债券发行节奏及其规模以保护投资者，没有建立从投资准入视角管理投资者并分类予以保护的监管思路与制度安排，公开发行的债券允许在一级市场向所有公众投资者进行销售，所有公众投资者也可以在二级市场买卖债券。

由于公众投资者在投资知识、技能、经验，乃至能够承担风险的财产等方面都弱于机构投资者或成熟投资者，是资本市场最需要保护的群体，一旦投资遭受损失，将严重影响其对资本市场信心，并可能影响金融稳定。也因此，我国在发展资本市场早期，在没有投资准入限制的情况下，主要采用严格限制融资准入的做法，即通过审批、核准等实质审查方式确保发行人质量，并

^① 数据来源于中国人民银行历年统计数据（<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/index.html>）。

^② 第15条第1、2款规定，公开发行公司债券，应当符合下列条件：（一）具备健全且运行良好的组织机构；（二）最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；（三）国务院规定的其他条件。公开发行公司债券筹集的资金，必须按照公司债券募集办法所列资金用途使用；改变资金用途，必须经债券持有人会议作出决议。公开发行公司债券筹集的资金，不得用于弥补亏损和非生产性支出。

^③ 2020年2月29日发布的《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》第二条第二项补充规定“申请公开发行公司债券的发行人，除符合证券法规定的条件外，还应当具有合理的资产负债结构和正常的现金流量”，尽管有所限制，但总体上不影响发行人的自主举债权。

^④ 2020年2月29日《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》发布；3月1日，证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》；同日，上海、深圳两大证券交易所分别发布《公开发行公司债券实行注册制相关业务安排的通知》，完成制度配套。

^⑤ 2020年3月2日新《证券法》实施后第一个工作日，沪深交易所就已合计受理5个公开发行公司债券申请，拟募集资金规模高达322亿元；深交所首只注册制公司债券从项目申报至完成注册仅用7个工作日，上交所的则历时11个工作日。

在发生风险时,往往通过政府兜底或动用公共资源的方式化解危机,形成了刚性兑付的投资者保护模式。

债券刚性兑付虽然在我国债券市场发展早期起到了吸引大量投资者入市的作用,却有违市场经济规律,客观上造成发行人与投资者滋生道德风险,政府兜底形成的金融风险财政化也不利于资本市场安全与可持续发展,正如曾任中国人民银行行长的周小川指出的,这种以散户为债券投资者的市场定位,是债券市场发展逻辑主线的错误^[9],应予以打破并建立适应市场经济的责任约束机制。

2. 投资者风险自负阶段。2015年可谓施行投资准入分类管理,以及打破刚性兑付、落地投资者风险自负的分水岭。随着证券监管理念与技巧的提高,我国汲取海外资本市场的有益经验,开始引入合格投资者的制度安排,从投资准入方面分类投资者并区别保护。申言之,2015年1月15日,证监会发布全新的《管理办法》,建立了债券合格投资者制度^①:(1)面向公众投资者的公开发行(俗称“大公募”)按正常核准流程进行;(2)面向合格投资者的公开发行(小公募),证监会则简化核准程序;(3)允许向合格投资者进行债券非公开发行。

这种对投资者的分类管理和保护,既能节约有限的监管资源,便于监管者集中力量保护公众投资者,也能令投资者根据自身风险识别与承担能力准入不同的投资市场,在获得更多投资选择的同时更愿意为自身行为负责,落实“买者自负”责任。这一监管做法为2019年修订《证券法》时所吸收,成为第89条将投资者区分为普通投资者与专业投资者并区别对待的实践来源之一。

事实上,随着我国公司债券市场规模的扩大及发行人来源的日益多元化,债券违约开始出现,再实行完全的刚性兑付客观上已不现实。2014年3月“11超日债”违约打破刚性兑付之后,

近年来我国债券违约呈现常态化、普遍化并维持在高位^②,在发行人获得融资自主权的市场化环境下,强调投资者自主评估风险并对投资行为负责,施行“买者自负”已刻不容缓,更是市场经济的必然要求。惟有如此,才能真正让“市场之手”替代“政府之手”发挥作用,促进资源优化配置并保障我国公司债券市场的可持续发展。

二、市场化治理下投资者保护的困境与根源

(一) 公司债券治理新格局

公司债券本质上是发行人与投资者以有价证券为载体建立起来的金钱债权债务关系^{[6][98]},具有一般民商法意义上的债权债务属性,又涵摄证券法对证券发行、信息披露和投资者保护等作出的特殊安排,是复合民商法与证券法、融合公私法律规范的债权债务法律关系。

在严格管制债券的计划经济时期,一方面公司缺乏举债自主权,发债事项与公司信用存在脱节,另一方面投资者像存款那样购买债券,发生损失时往往能得到刚性兑付,公司债券功能总体受到扭曲。在这种环境下,发行人与投资者的诉求出发点不同,最终主要靠政府/财政兜底处置风险,也因此发行人与投资者之间无需更多的对话(同时也没有建立相应的机制),更缺乏有效的风险与责任分担机制,政府代替市场起到了资源配置的作用。

但当债券发行去行政化,功能复归为公司融资的有效工具时,发行人与投资者之间的法律关系随之恢复常态。投融资双方成为市场经济条件下自由表达意志,对债券还本付息等条款达成共识并缔约的平等市场主体,从二级市场购买债券的投资者继受一级市场投资者与发行人达成的契约等内容,建立彼此之间平等有偿的债权债务关系。

① 该法第14条第1款规定:本办法所称合格投资者,应当具备相应的风险识别和承担能力,知悉并自行承担公司债券的投资风险,并符合下列资质条件:(一)经有关金融监管部门批准设立的金融机构,包括证券公司、基金管理公司及其子公司、期货公司、商业银行、保险公司和信托公司等,以及经中国证券投资基金业协会(以下简称基金业协会)登记的私募基金管理人;(二)上述金融机构面向投资者发行的理财产品,包括但不限于证券公司资产管理产品、基金及基金子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品以及经基金业协会备案的私募基金;(三)净资产不低于人民币一千万元的企事业单位法人、合伙企业;(四)合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII);(五)社会保障基金、企业年金等养老基金,慈善基金等社会公益基金;(六)名下金融资产不低于人民币三百万元的个人投资者;(七)经中国证监会认可的其他合格投资者。

② 据统计,截至2019年年底,我国已有160余家发行人,480余只债券发生违约,违约主体涵盖国有企业和民营企业,违约规模高达3000多亿元。2020年上半年,受疫情影响,违约情况有增无减,情况更为严重。

由于采用有价证券载体，不记名发行且于资本市场自由流通，公司债券的投资者往往人数众多、彼此陌生，但又基于同一债券募集文件/债券契约与发行人在同一时点建立同一的债权债务关系（即基于同次债券发行），因此债券持有人之间具有集合性特点^①，是作为发行人交易对手方的整体债权人，有别于合同法锁之下完全独立、与发行人分别缔约的一般商事债权人。

基于债券投资者的这种分散性与集合性并存的特点，加之实践中发行人因生产经营活动或其他日常事宜的发生，可能影响公司信用并因此影响债券价格/债券还本付息，在“卖者尽责、买者自负”的市场化环境下，不仅投资者之间需要建立议事机制，以便高效地形成集体决策，投资者与发行人也需要建立彼此之间的对话机制，以便有效沟通债券清偿事宜。如此安排，既是投资者及时了解公司清偿能力，避免错失维权良机的需要，也是发行人在陷入债务危机时得以高效地与投资者沟通，取得宽限条件以渡过困境的需要。

也因此，《管理办法》因应市场化条件下投融资双方的对话需要，一方面汲取大陆法系国家的经验，在第54条^①规定发行公司债券，应设立债券持有人会议以便形成集体决议；另一方面汲取英美法系，特别是美国《1939年信托契约法》（*The Trust Indenture Act of 1939*）的经验，在第48条规定发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人，后者应勤勉尽责，按规定或债券受托管理协议的约定监督发行人，处理债券持有人与发行人之间的谈判或诉讼事务，维护债券持有人的利益。这一行政规章层面的规定为2019年《证券法》第92条所确认，并进一步补充债券持有人会议可决议变更债券受托管理人，强化对后者的监督。

尽管公司债权人传统上一般无权参与公司管理，但上述制度安排既便于分散的投资者集中表达意见，形成集体决议，又能借助受托管理人的履职，监督发行人并建立密切联系，可谓形成了不同于计划经济时期的公司债券治理新格局，其深远意义在于债券投资者得以倚重这一抓手依靠

自力救济进行维权，第一时间保护自身合法权益，是市场经济条件下平等市场主体之间为分配风险和分担责任而构建的运作机制，其有效性决定着我国公司债券市场的稳健发展。

（二）投资者维权困境及其根源

近年来我国公司债券违约普遍化并维持在高位，导致投资者向发行人求偿债券本息的维权诉求日益强烈。如上所述，尽管市场化条件下围绕投资者保护建立了公司债券治理的新机制，但从实践来看，这套机制并未充分发挥作用，投资者维权存在着重重困难，具体而言：

其一，债券持有人会议未能发挥议事平台并形成集体决议的作用，反而成为投资者维权的绊脚石。不少债券持有人会议规则内容比较简陋，有关议决事项、会议通知与召集程序、表决机制及会议决议约束力等内容要么语焉不详，要么欠缺可操作性，导致实践中一些应及时开会的事项未能列入议案；会议召开没有出席人数与表决人数的双重约束，导致会议容易被大额债券持有人操纵；会议设置严格的开会条件/表决标准，造成无法及时召开，或因未能取得债券持有人的一致同意而无法做出集体决策，错失维权良机；会议决议是否对全体债券持有人都具有约束力语焉不详或缺乏强制性，导致强势债券持有人不遵守集体决议内容，私下与发行人进行协商并获得优先受偿，或一些已在会议上投了赞成票的投资者事后采取个别行动维权，破坏集体决议约束力及维权的整体性等。

其二，债券受托管理人未能充分发挥作为投资者利益代言人的作用，维权效果不佳。尽管《管理办法》第48条规定发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人，但受托管理人、投资者之间的法律关系属性如何却语焉不详^②，实践中存在着代理说、信托说、为第三人利益说等多种主张，无法为受托管理人应如何“勤勉尽责”提供对标的评价标准，实则弱化了相应的监督与约束。同时，一方面《管理办法》第49条第1款规定受托管理人由债券发行承销商或其他经证监会认可的机构担任，实践中更多的是由主承销商担任，但这种角色兼任本质上存在一定的利益冲

^① 该条规定，发行公司债券，应当在债券募集说明书中约定债券持有人会议规则。债券持有人会议规则应当公平、合理。债券持有人会议规则应当明确债券持有人通过债券持有人会议行使权力的范围，债券持有人会议的召集、通知、决策机制和其他重要事项。债券持有人会议按照本办法的规定及会议规则的程序要求所形成的决议对全体债券持有人有约束力。

突,特别是在承销商本身对债券发行也负有责任或也购买了该只债券的情况下,难以令其为投资者利益最大化采取积极行动,虽然立法规定其“不得损害债券持有人利益”,但如何评判又缺乏可操作性。另一方面《管理办法》第50条虽然规定受托管理人应履行诸多职责,但“勤勉尽责”标准模糊很难评判,更何况实践中主承销商兼任受托管理人基本不再收费,后续履职及垫付的费用如何主张不明也削弱了其履职的积极性。更进一步的,这些职责包含了受托管理人代为采取财产保全措施、以自己名义提起民事诉讼、参与重组或破产法律程序、查询债券持有人名册及相关登记信息等,范围广泛,要求受托管理人付出诸多心血,也需要相应法律制度提供依据,但根据《民事诉讼法》及其他法律制度,受托管理人是否具备上述诉讼主体资格及是否有权进行调查、查询等,欠缺法律规则的相应规定。也因此,遑论受托管理人主观履职愿望如何,客观上这些制度设置无法充分发挥受托管理人作为投资者利益代言人的作用,造成其不能有效执行债券持有人会议决议或为投资者利益最大化采取必要维权措施,在向发行人的求偿过程中,一般债券投资者常弱于其他债权人,处于不利地位。

其三,部分发行人滥用债务处置自主权,私下协商与个别清偿并存,侵害投资者公平受偿权。近年来债券违约普遍化使得如何高效地处置违约成为首要需求,实践中除了监管者推出违约债券继续交易、债券回购转售、债券置换等依靠资本市场途径处置风险的做法外,更多的是由发行人自主采用各种债务处理方法,例如引入第三方代偿债务、增加债券担保、取得债券持有人同意修改债券条款、将债券转换成一般债务进行场外处置等。虽然多元化的处置方式为化解债务危机提供了有力途径,但一些发行人主导的债务处置,绕开了证券交易所及登记结算机构,存在信息不透明问题;发行人迫于压力或急于解决问题,与个别强势或大额债券持有人私下协商,为其提供更优惠的清偿条件;部分转化成场外处置的债券未充分告知投资者相应转换带来的权利保障变化,也未对外公布最终结果,更加剧了信息不对称情况,投资者对发行人再次违约缺乏制约力,维权处于弱势地位。

债券治理新格局下投资者陷入追究发行人违

约责任困境的根源,在于市场化改革虽然还原了发行人与投资者的市场主体地位,但实际上,由于发行人掌握融资和债务处置的主导权,占据企业生产经营的信息优势,投资者尽管在同次债券发行中与发行人建立了债权债务关系,但分散各地、彼此陌生,既存在集体行动难题,也有个体行动的理性“冷漠”,看似市场经济条件下平等的投融资双方,其实存在地位失衡且以投资者居于弱势为常态。同时,相较于计划经济的管理模式,公司债券市场化改革主要强调去行政化,着重凸显当事人意思自治及合同约定优先。如此,投资者只能被动接受发行人事先拟定的债券持有人会议规则、受托管理人协议等债券募集文件内容,发行人选定的主承销商兼任受托管理人,缺乏激励约束机制事先为投资者谋划最优的合同条款,如此债券募集文件更多体现的是利于发行人的诉求,在合同条款不完备且修订困难重重的情况下,投资者基于这些有缺陷的“合意”条款进行维权而陷入困境,也就不难理解。

此外,我国债券市场采取了政策驱动的快速发展模式,从行政化向市场化转变只用了短短四五年时间,在这个重大转型过程中,政府从亲自审核债券发行条件转向退居二线,为市场提供良好的营商环境和竞争秩序的角色转换还未真正完成,而与债券市场化相配套的基于商事信用的法治建设才刚刚开始,外部环境的不尽完善也加剧了投资者维权的困难。

三、债券市场化治理改进及其法治的完善

公司债券市场化改革是一个关涉发行人、投资者、政府三者关系重构的渐进过程,过去我国虽然取得了在打破管制思维、恢复投融资双方市场主体地位、理顺市场作为优化配置资源主导力量等方面的改革成效,但市场化条件下政府职能发挥与法治保障作用未能及时跟进,造成市场调控失灵,资源配置倾向处于优势地位的发行人,投资者维权陷入困境,相应的投资者保护机制未能充分发挥作用。也因此,未来应在充分尊重投融资双方意思自治的基础上,适当引入公法规范,纠偏他们之间失衡的法律关系并构建等价有偿、公平诚信的债券信用约束机制⁹⁾,以此促进我国公司债券市场的可持续发展,真正实现市场资源的优化配置。

(一) 充分发挥债券治理机制的主导作用

利用债券持有人会议高效形成集体决议, 授权给专职的受托管理人有效执行, 后者为投资者利益最大化服务并受到债券持有人会议的监督, 如此的搭配组合是适应债券投资者兼具分散性与集合性, 面临集体行动困难又有个体行动理性冷漠特点的制度安排。如上所述, 债券持有人会议制度流行于大陆法系国家, 而受托管理人制度创设于美国并为英美法系国家所采用。我国在构建公司债券持有人保护机制时, 充分考察海外成熟机制, 效法日本和我国台湾地区同时兼采债券持有人大会与受托管理人制度“双管齐下”, 有效配合以全面保护投资者的做法^[6159], 也构建了相应的机制。未来应充分发挥这一投资者集体维权机制的主导作用, 以在市场化条件下与发行人形成平等对话并及时采取利于投资者的保护措施。

1. 债券持有人会议机制的完善。债券持有人会议机制存在的问题, 根源在于债券持有人会议规则的不完备及法律听任地位失衡的当事人之间意思自治。有研究者分析了2007年至2017年底我国债券持有人会议召开及形成决议的情况, 指出这一集体表决机制存在着开会难、投资者参会率低、决议效率低下、易被发行人操纵、决议执行存在不确定性等问题, 而这一切都与债券持有人会议制度设计存在诸如自身团体性主体资格存疑、会议“职权”立法缺失、形成有效决议门槛规定不合理、缺乏对少数债券持有人的保护机制, 以及没有利益冲突考量等因素密切相关^[10]。这种制度性缺陷在近年来并未因债券违约事件的爆发而明显改善, 反而因适用当事人“意思自治”下的债券募集文件约定而一直被延续。

因此, 未来可采取如下改革举措: (1) 由监管部门或行业协会出台债券持有人会议规则示范文本^①, 作为发行人拟定债券持有人会议规则的最低要求, 例如必须召开债券持有人会议的事项、会议通知与召集的合理化条件与正当性程序、表决权规则(含利益冲突回避)的合理化设置等, 并在此基础上允许当事人结合债券的具体情况优化调整, 保障投资者的基本权利及其与发行人对话的平等性; (2) 相关监管规则中列明应

当召开债券持有人会议的主要情形, 并要求发行人对债券持有人会议形成的涉及发行人的决议作出回应; (3) 在更高位阶的法律文件中规定按正当程序召开并形成的债券持有人会议决议对全体债券持有人具有约束力, 除非有法定除外事由或无效事由, 以保障投资者作为一个整体进行维权; (4) 以集体维权为常态, 适当限制投资者个体行动, 在便于高效维权的同时也能保障中小投资者的求偿平等性, 维护他们对债券市场的信心。2020年7月15日最高人民法院发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《纪要》)第15条体现了这一思路, 在债券持有人会议决议未授权受托管理人代表全体债券持有人主张权利或就可能减损、让渡债券持有人利益的重大事项(例如与发行人达成调解协议、就发行人重整计划草案、和解协议进行表决)表达意见时, 则由各债券持有人自行决定。

2. 受托管理人制度的完善。针对受托管理人存在的问题, 根源在于相应的任职资格和激励约束规则设置不完备或不当。从美国法的经验来看, 《1939年信托契约法》规定公司债券受托管理人应由符合一定条件(包括具有15万美元以上的合并资本及盈余)的专业机构担任, 不得存在特定的利益冲突(例如不得作为发行人的债权人、主承销商担任受托人的在债券违约后90天内应消除利益冲突状况或主动申请辞任等), 要求对投资者履行信义义务, 以便在债券存续期间及违约时更好地保护投资者的合法权益^[11]。这种制度安排有力地坚定了投资者的信心, 助力美国公司债券市场获得了蓬勃发展, 值得借鉴。也因此, 未来可采取如下改革举措: (1) 适当拓宽受托管理人资格范围, 允许除承销商以外的专业主体(例如律所、信托机构、资产管理机构等)任职^②, 既能减少利益冲突和解决收费问题, 更能充分发挥这些机构的技能与经验, 更好地维护投资者的合法权益; (2) 法定受托管理人与投资者之间的关系, 明确受托管理人应勤勉尽责, 为投资者利益最大化采取必要的维权措施, 克服各种关系学说的不足, 通过规定受托管理人应履职的一般标准和最低履职范围, 允许债券募集文件及

① 银行间市场交易商协会发布有《持有人会议规程》, 对如何优化会议程序并取得集体决议效果提供了有效指引。

② 2020年5月22日, 银行间市场交易商协会发布首批受托管理人名单, 已包含上述类型机构, 可视为中期票据市场在这一方面的制度改进。

债券持有人大会给予更多授权(而不是只能由它们授权),充分发挥其作为投资者利益代言人的作用;(3)建立受托管理人的激励约束机制,一方面基于等价有偿原则对其提供服务的报酬和垫付费用予以认可并可从维权所得中优先扣除,另一方面要求其及时对利益冲突作出处理,勤勉履职并接受债券持有人大会监督,对故意或渎职而造成的投资者损失,应承担相应的赔偿责任。

(二) 构建更优的法治环境

市场经济也是法治经济,公司债券的市场化改革一样要在法治框架下有序进行,这既是依法办事的必然要求,令市场参与主体有章可循,提高预期并顺利地推进投融资业务,也是约束市场参与各方的道德风险、施行违法违规行为零容忍、降低企业融资成本并提升投资者信心的要求。当然,良好法治环境的形成不是市场化改革的副产品,而是需要政府转变服务身份,积极予以创造和维护的,这些更便于债券投资者维权的法治环境,包括但不限于:

1. 强化对发行人的责任约束。一方面完备公司债券的信息披露义务与责任制约规则,以便投资者能够获得充分信息评价公司信用,避免因发行人欺诈或虚假陈述而受损;另一方面加强对发行人履行债券还本付息义务的信用约束,要求其诚信履约,严厉打击发行人低价转移、处置重要资产,恶意逃废债的行为,营造诚实信用的债券投融资环境。

2. 强化对投资者债券权利的保障。债券契约既是投资者权利的合法依据,更是其未来据以维权的重要保障。建议由监管部门或行业协会汲取实践中行之有效的投资者保护措施(例如交叉违约条款、对发行人适当的财务指标限制/经营活动限制等),汇总成投资者保护示范条款^①,供发行人列入债券募集相关文件中,以改变投资者被动接受债券条款的弱势地位,体现债券契约的公平性和对投资者的适当保护。

3. 肯定债券受托管理人的诉讼主体地位并赋予其为投资者维权的必要权限。如果以受托管理人作为投资者利益代言人并统一行使诉权进行维权,那么需要在法律上确认受托管理人的诉讼主

体地位和类似其他债权人的法律地位,赋予其有权代投资者申请财产保全,以自己的名义代表投资者提起、参加民事诉讼或涉及发行人破产重整、和解、破产清算的程序,能够被作为债权人代表入选债权人委员会,以及为维权需要有权向债券登记结算机构查询投资者名册等,但需要注意的是其从诉讼中获得的收益将归于所代表的债券持有人,而产生的合理费用也将从中予以优先扣除。最高人民法院2020年7月15日发布的《纪要》较全面地赋予受托管理人上述权限,值得肯定,但《纪要》本身为司法文件,只能作为说理依据而无法像司法解释那样进行引用,未来有必要在法律规范层面予以明确上述内容,以增强对投资者的法律保护。

4. 适应债券群体性纠纷特点,构建便捷高效的集中管辖及代表人诉讼等相关司法救济机制。债券投资者的集合性特点更需要为其构建成本低廉、高效便利的群体性司法救济机制进行维权,《纪要》在第三部分提出了集中受理、集中管辖并集中审理的集约式办案模式,是投资者维权的重大创新,《民事诉讼法》第53条、54条和《证券法》第93条已提供了代表人诉讼的法律依据,有必要在司法层面最终予以落实。最高人民法院于2020年7月31日发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(法释〔5〕号),可谓正当其时,未来如何用好普通代表人诉讼和以投资者保护机构为代表人的特别代表人诉讼,则需要更多实践检验与经验总结。

四、结语

公司债券市场化改革极大地便利了公司从资本市场直接融资并丰富了投资者的固定收益投资,是我国公司债券从管制型向监管型迈进,充分发挥市场在资源配置中的主导作用,与国际主流做法接轨的又一成功改革。但在肯定我国公司债券发展取得瞩目成绩的同时,不宜一味强调赋予发行人充分的融资自主权,忽视其可能滥用投融资过程中的信息不对称和优势地位,侵害投资者合法权益的风险。市场化改革在重塑公司债券

^① 银行间市场交易商协会于2020年10月12日发布《非金融企业债务融资工具募集说明书投资人保护机制示范文本》,进一步完善了之前施行的投资者保护示范条款,备受肯定,但这一做法在其他两个债券市场尚未推行。

治理格局，型塑发行人与投资者之间全新商事法律关系的同时，也暴露出了“市场之手”调控失灵之处，难以有效平衡二者之间的地位失衡并及时纠正权责失范。为此，有必要在市场化过程中加快政府职能向构造诚实守信、公平竞争的营商

环境转变，通过适当引入公法规范，发挥“政府之手”的调控作用，不断强化以投资者保护为中心的债券法治维护市场秩序，为投资者行权、维权保驾护航，才能最终真正完成公司债券的市场化改革，助力债券市场的长期稳定发展。

参考文献

- [1] 2020年9月份金融市场运行情况[EB/OL]. [2020-08-21]. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4112144/index.html>.
- [2] 陶丽博.我国债券违约事件透析[EB/OL]. [2020-08-21].<http://finance.sina.com.cn/money/bond/20140404/135818715164.shtml>.
- [3] 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[J].中外法学, 2015 (1): 113-129.
- [4] 洪艳蓉.新《证券法》下公司债券公开发行注册制的挑战与未来[G]//谢庚, 徐明, 主编.多层次资本市场研究.北京:中国金融出版社, 2020: 116-126.
- [5] 周小川.中国发展企业债券“要吸取教训以利再战”[J].中国工商, 2005 (10): 10-12.
- [6] 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[M].台北:正典出版文化有限公司, 2003.
- [7] 冯果, 刘怿.债券投资者司法救济规则建构论纲[J].财经法学, 2020 (3): 77-94.
- [8] 刘迎霜.公司债券受托管理的信托法构造[J].法学评论, 2020 (3): 93-107.
- [9] 李安安.债券市场风险防范机制的范式转型及其法律回应[J].华中科技大学学报:社会科学版, 2019 (1): 102-110.
- [10] 梁浩玮.论我国公司债券持有人会议的制度困境及其完善[D].北京:北京大学图书馆, 2008.
- [11] 李霞, 徐梦云, 侍荻.债券受托管理人制度的英美法实践[J].清华金融评论, 2018 (12): 107-112.

Investor Protection under Market-based Governance of Corporation Bonds

Hong Yan-rong

(Law School, Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: Created from scratch, China’s corporation bonds developed from strict regulation to market autonomy and gradually formed a bond market based on market-oriented resource allocation. In this process, issuers are obtaining more financing autonomy and dominance, whereas investors are becoming passive recipients of bond contracts as they are beset by collective action and rational “indifference” of individual action. Thereupon, a new governance structure has been formed. The wide disparity between the status of issuers and investors in the market makes it difficult for investors to protect their rights, which is more conspicuous in the case of bond default. In this background, government needs to play a better role in market-based bond reform. What’s more, it is necessary to introduce norms of public law to limit issuers’ abuse of financing autonomy, strengthen trustees’ role as spokesmen of investors, and provide a judicial rescue mechanism to facilitate investors to protect their rights. Only in this way, can investors make up for their disadvantages under the market-oriented governance and a sustainable bond market be established.

Keywords: corporation bonds; market-based governance; imbalance of interests; investor protection

(责任编辑:姚兰兰)

77