

## 进一步完善公司债券市场的 法律制度\*

徐明\*\*

本次“上证法治论坛”的主题,是“迈向成熟市场的证券法治与《证券法》完善”。当我们讨论《证券法》时,通常不知不觉地以股票为中心,对债券重视不够、研究不多。事实上,债券尤其是公司债券市场,是资本市场的重要组成部分,这一点日益成为市场各方的共识。扩大直接融资比重、大力发展公司债券市场已经上升为我国资本市场发展的一项战略。但现行《证券法》,客观上重股轻债的问题没有得到很好的解决。如何按照债券的内在规律和基本特点,完善和重构《证券法》上的债券制度,成为证券法制完善中的一个重要课题。下面,围绕这个问题,我谈三点看法。

---

\* 本文系根据徐明副总经理在2011年11月26日第二届“上证法治论坛”上的发言整理而成,未经其本人审定。

\*\* 上海证券交易所副总经理。

## 一、债券市场应当成为我国资本市场更加重要的组成部分

从筹集资金和资源配置角度来看,债券是企业融资的重要渠道,资本市场功能结构中包含股票市场、债券市场两大组成部分,发展债券市场对全面发挥资本市场功能具有特别重要的意义。总体而言,一个发达的债券市场,有利于平衡资本市场融资模式,改变企业融资对银行贷款的严重依赖,从而降低银行贷款风险;有利于拓宽公司融资渠道,促进公司治理结构完善与发展,改变以股权融资为主要融资模式的不合理现状;有利于满足投资者不同的风险偏好、进行有效投资组合的需要;也有利于进行有效的国家宏观调控,促进国民经济健康发展。

在我国资本市场发展中,尽管债券市场早于股票市场,但发展却相对滞后。近年来,债券市场的重要性、尤其是公司债券市场日受重视,债券市场得到了一定的发展,但与扩大直接融资比重、全面发挥资本市场功能的战略定位和内在需求相比,仍有很大差距。所存在的问题主要有如下三方面:

一是资本市场的“倒金字塔”结构仍然没有改变。在成熟资本市场的融资证券品种中,基本上是股票、国债和公司债的规模依次从小到大的“金字塔型”结构,而我国则是股票市场大、债券市场小的“倒金字塔型”结构,公司债券市场规模最小。一个例证是,2008年至2010年三年间,股票融资规模达到18750.53亿元,而同期公司债券累计发行1534.4亿元,仅占股票融资比例的8%,这与美国、欧盟等成熟市场中公司债券融资比例高达整个资本市场的70%,形成鲜明的反差。

二是公司债券在整个债券体系中所占比重较小。经过多年发展,我国债券品种已从单一的国债扩大到包括央行票据、商业银行金融债券、企业债券、公司债、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、资产支持证券等诸多品种,但总体上看,成分还是比较单一。特别是,债券市场以国家信用为主,国债、央行票据、政策性金融债这些国家或准国家信用债券占市场存量的80%以上,真正意义上的公司债券比例很低,而且,在公司债券中,发行人仍以央企和优质地方企业为主,中小企

业直接融资比重不高。

三是债券持有人结构较为单一化。经过多年发展,我国债券市场投资者结构初步成型,形成了以国有商业银行、全国股份制商业银行、保险公司为主体的大型投资队伍,以及以证券公司、基金公司为主体的风险意识强、运作机制灵活的跨市场队伍。虽然投资者结构呈多元化趋势,但商业银行在中国债券市场的地位日益突出,债券持有量占全市场的60%左右。从债券市场长远发展来看,这一状况和债券市场的战略定位发生偏离,不利于大力发展直接融资,优化金融体系结构,也不利于分散债券市场的风险。

## 二、大力发展公司债券市场必须完善配套法律制度

“十二五规划”明确提出“显著提高直接融资比重,大力发展债券市场”,债券市场的发展由此进一步上升为资本市场发展战略。要实现这一战略目标,需要首先改变重股轻债的传统路径,优化债券市场运行机制,完善债券市场配套制度。总体而言,以《证券法》为核心的现行债券市场配套制度,仍然不能满足债券市场尤其是公司债券市场发展壮大的未来需要,主要表现在如下两方面:

其一,公司债券市场法律体系呈现不合理的分割状态。长期的市场实践中,我国公司债券市场逐渐形成了三套监管制度体系。一是证券主管部门监管的,以上市公司为发债主体,实行“核准制”,在沪深证券交易所交易的“公司债券”模式,主要适用《证券法》、证监会配套行政规章和交易所的业务规则。二是中央银行授权银行间市场交易商协会自律监管,以非金融企业为发债主体,实行“注册制”,在银行间债券市场交易的“非金融企业债务融资工具”模式,主要适用《商业银行法》和银行间市场相关的业务规则。三是国家发展与改革主管部门监管的,以中央国企、地方重点企业为发行主体,实行“审批制”的企业债券,主要适用《企业债券管理条例》,同时参照执行《证券法》。这种三足鼎立的制度体系,使得本质上同属公司债券的证券,适用三套价值取向、运行机制、监管方式存在诸多差异的法律制度,并在银行间市场和

交易所市场分别交易。这客观上影响了公司债券市场资源配置功能和运行效率,也不利于控制公司债券市场风险,推进债券市场创新。

其二,《证券法》上的公司债券制度滞后。证券法是调整所有证券发行、上市、交易活动的基本法,公司债券制度应当是其中的有机组成部分。但是,在重股轻债的历史背景和发展路径下,2005年修订的《证券法》基本是将原1993年《公司法》中关于公司债券的条款照搬进来,除了监管模式由原来的“审批制”改为“核准制”、上市审核权由证券行政监管机构改为交易所外,并无其他重大突破,甚至增加了对公司债券用途等限定性条款。此外,具体法律制度设计基本仿照股票制度,忽略公司债券特点,也缺乏公司债券特有的债券持有人组织、信用评级制度及重大事件的信息披露制度等针对性规定,难以为以交易所为主导的公司债券市场的发展提供有效的法律支持;也难以将以市场化为导向、以“中期票据”为代表、本质上属于公司债券的银行间市场各类企业债务融资工具纳入调整范围,致使其另辟蹊径,游离于《证券法》调整范围之外。

### 三、完善我国公司债券法律制度的几点建议

未来《证券法》的修改中,以公司债券为核心的债券制度的完善,应当受到更多的关注,给予特别的考虑。公司债券法律制度的完善,首要任务是要明确制度建设的基本原则。就此,我提出如下四点建议:

一是依照法制统一原则确立《证券法》调整公司债券的基本法地位。实践中,本质意义上的公司债券采用了不同的名称,在不同市场交易。而《证券法》是调整所有证券发行活动的基本法,按照《证券法》的功能定位和法制统一原则,凡是公司制法人发行的还本付息的有价证券,不论以何种名称命名,也不论是在交易所市场还是在其他市场上市交易,都应当遵循《证券法》,法律之外的行政法规、规章以及市场业务规则,也应当同《证券法》保持一致,尊重《证券法》调整公司债券的基本法地位。

二是坚持市场化的价值取向重塑公司债券监管制度。在坚持《证

券法》统一调整各类公司债券的基本定位下,必须明确公司债券制度设计的基本理念。一套完整的公司债券制度,应具有明确的价值定位和统一的逻辑起点,各项制度之间具有一致的逻辑和共同的价值取向。从资本市场发展需求看,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服务进行判断。但是,现行证券法对公司债券的制度设计带有较强的行政化、管制化色彩。发行审核实行核准制、发行方式限于公开发行、发行主体条件以大型企业为主、发行对象以商业银行为代表的金融机构为主、发行额度和利率受到严格限制,一定程度上影响了公司债的市场化进程。近年来,证券监管机构开始着手推进债券发行监管改革,简化审核流程,提高审核效率,交易所公司债券市场呈现快速发展势头,证明了公司债券监管和运行体制、机制和制度市场化改革的必要性,这些成果都应该在《证券法》中得到确认。

三是遵循公司债券的特点设计《证券法》上的公司债券制度。《证券法》中公司债券制度的修改,需要重点关注公司债券“债权性”特点,与股票制度差别对待。对公司债券发行条件、上市要求、交易场所、信息披露、信用评价、承销机构、担保制度的设计,必须考虑公司债券的特点,不简单沿袭股票制度,更不能与股票制度混同。比如,现行《证券法》对股票和公司债券,规定了基本相同的暂停上市及终止上市的条件和要求,在公司债券发行人连续两年亏损后,不论所发行的债券是否有担保,也不论债券连续两年亏损是否一定影响债券发行人到期还本付息的能力,必须按照股票相关制度,首先暂停上市,第三年如果继续亏损必须终止上市。实践中,近年来,在交易所市场交易的一些公司债券虽连续两年亏损,但均有银行担保,现金流充沛,债券评级为三A级别,没有到期不能还本付息的风险,而按照《证券法》的规定,只好暂停上市,相关制度的不合理性暴露无遗。

四是发挥交易所公司债券市场发展中的自律管理作用。证券交易所作为自律管理组织,承担着审核公司债券上市、组织管理好债券交易、对债券发行人实行信息披露监管等职责。近年来,上交所将大力发

展债券市场作为一项紧迫任务,进一步完善债券业务规则、拓展债券交易品种、优化债券交易机制、开展债券业务创新、大力培育公司债券市场等,债券市场得到了长足发展。债券托管量、新上市债券个数、挂牌交易债券个数明显增加,债券交易规模迅速扩大,债券产品创新不断取得新进展。这些变化说明,交易所在债券市场发展应当也能够发挥相应的优势和作用。因此,在公司债券法律制度设计中,应当为实现交易所对公司债券上市、交易组织管理、交易品种创新和上市后的持续监管留下应有的空间。