

金融创新与法治发展丛书

债券市场风险 防范的法治逻辑

冯 果 等/著

在**债券法律规范**的制度谱系中，风险防范制度的地位举足轻重，直接关涉债券市场稳定与发展。尤其是随着我国经济进入“**新常态**”，防范风险作为促进增长、深化改革、调整结构、改善民生的基本保障，重要性日益凸显。



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

本书系教育部2014年重大攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”
(项目批准号: 14JZD008) 阶段性成果

债券市场风险 防范的法治逻辑

冯 果 等/著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

债券市场风险防范的法治逻辑 / 冯果等著. —北京:
法律出版社, 2016. 8

(金融创新与法治发展丛书)

ISBN 978 - 7 - 5118 - 9899 - 9

I. ①债… II. ①冯… III. ①债券市场—金融风险防
范—金融法—研究—中国 IV. ①D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 203197 号

债券市场风险防范的法治逻辑

冯 果 等著

策划编辑 刘文科

责任编辑 刘文科

装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 720 毫米×960 毫米 1/16

版本 2016 年 8 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京京华虎彩印刷有限公司

印张 18.5 字数 272 千

印次 2016 年 8 月第 1 次印刷

编辑统筹 财经出版分社

经销 新华书店

责任印制 吕亚莉

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 9899 - 9

定价:55.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

总 序

当下,“大众创业、万众创新”的浪潮正向华夏大地席卷而来,“创新是一个民族进步的灵魂,是国家兴旺发达的不竭动力”。这一 20 年前的政治话语再度受到前所未有的关注。对于金融法而言,创新从来就是其立足的根基与制度变迁的主线,金融创新作为经济与社会发展动力之源的认知早已成为无可置喙的经验常识。作为一种“创造性破坏”的力量,金融创新是一把典型的“双刃剑”,既能够创造经济效益和社会福利,也会带来经济灾难和社会病痛,其对经济与社会发展毁誉参半的复杂影响和功罪交集的矛盾冲突当属这种双重角色的典型映射。尤其是在 2008 年全球金融海啸发生之后,批判与反思金融创新的言论甚嚣尘上,甚至将金融创新当作金融危机的罪魁祸首。但回到我国的现实语境,我们面临的现状不是创新过度而是创新不足,我们需要的是在加强金融监管的前提下鼓励、培育和引导金融创新而不是因噎废食地抑制、阻却甚至扼杀金融创新。在全面推进依法治国的时代背景下,如何通过金融法治助推金融创新,扬其长避其短,趋其利避其害,成为亟待思考和研究的重大现实问题。

近年来,我国金融市场的法律制度供给日益丰富,反映出金融市场转轨过程中的“立法饥渴”,暗含着通过金融法治为金融改革保驾护航的美好期待。这是因为,改革是一个不断试错的过程,而法治的作用就在于能够区分“改革试错”与“权力滥用”的界限,确保改革的目的正当、规则合理与程序正义。然而“徒法不足以自行”,有法律不代表有法治,金融法律制度的不断供给并不意味着金融法治秩序的持续增长。金融法治可以从金融法的运行状态、运行方式、运行程度和运行过程四个方面进行衡量。就其运行状态而言,

金融法治指涉的是金融法本身的合法性问题,其合法性评判的形式标准应看金融法的制定是否符合民主立法程序,实质标准则应看法律条款的内容是否符合公平正义的自然法原则且符合人权保障精神。就其运行方式而言,金融法治主张金融市场主体和金融监管机构都要守法,但更强调金融监管机构首先守法,即重点不是“治民”而是“治官”。就其运行程度而言,金融法治强调“法的统治”,突出金融法的目的性价值,以法律至上为价值圭臬。就其运行过程而言,金融法治表达了从金融法的形成、遵守、实施到产生预期的、最佳的法律秩序状态。显然,我国金融市场的现实状态与金融法治的理想状态还有相当大的距离,金融创新所依赖的法制权威性、法制整合力、法制公信力、法制执行力、法制创新力等因素尚未齐备,金融创新与法制变革的良性互动关系尚未形成。因此,我国必须继续推进金融体制改革,进一步放松管制,改进监管,寻求金融创新与金融监管的竞争性平衡,为经济和社会发展提供源源不断的创新动力。

武汉大学法学院是全国较早开展金融法教学与科研的单位之一。2004年经济法专业开始招收“金融法”方向的博士研究生。2014年武汉大学资本市场法治研究中心成立,成为全国重要的从事资本市场法律问题研究的学术机构。10余年来,武汉大学法学院金融法学科承担了国家社科基金、教育部重大攻关课题等多项国家级和省部级科研项目,出版与发表了大量的学术专著与专业论文,在公司资本制度、公司融资法、互联网金融法制、金融法基础理论等方面取得了较大的学术和社会影响,为社会培养了一大批高层次专门人才。为进一步推动武汉大学资本市场法治研究中心的发展,提升人才培养和学术研究水平,强化学科建设与社会服务力度,我们决定出版《金融创新与法治发展丛书》,集中展示金融法领域具有思想性、前沿性和创新性的学术精品。本丛书入选标准坚持学术性,要求立足学术前沿,追求学术创新,注重学术规范,恪守学术伦理。热忱欢迎有更多的金融法著作入选本丛书,也希望《金融创新与法治发展丛书》的连续出版能为促进学术研究繁荣和推动金融法治进程贡献绵薄之力。

是为序。

冯 果

2015年岁末

前 言

债券市场是资本市场的重要组成部分,其发展与完善已被作为全面深化改革的重要目标和任务。然而,由于长期以来“重股轻债”的资本市场运行格局以及交易所债券市场和银行间债券市场的二元结构,造成了债券市场法律制度建设的滞后与混乱,形成了我国资本市场法制建设与债券市场发展不同步、债券市场基础性法律缺失、部门规章和自律规则零散且效力层级较低的现状。债券市场持续健康发展须臾离不开完善的债券法律制度,实现我国债券市场的市场化和法制化,必须要改变当前债券法律制度碎片化和层级低的现状。这就需要及时重构和完善债券法律体系,充分利用《证券法》修订的契机将债券纳入《证券法》进行统一调整,使零散的债券制度规则在上位法的指引下得以有效整合与规范,将混乱无序的监管竞争引导回遵循证券市场基本规律的基础之上的监管创新。

在债券法律规范的制度谱系中,风险防范制度的地位举足轻重,是直接关涉债券市场稳定与发展的本源性问题。尤其是随着我国经济进入“新常态”,“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险”成为经济社会发展的核心任务,“防风险”作为促进增长、深化改革、调整结构、改善民生的基本保障,重要性日益凸显,正如党的十八届五中全会决定所指出的,“十三五”时期面临诸多矛盾叠加、风险隐患增多的严峻挑战,要贯彻“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念,更加有效地应对各种风险与挑战。对于债券市场而言,风险防范已经成为现实且紧迫的课题。以信用违约风险为例,自2014年“11超日债”事件爆发以来,我国债券市场就像打开了“潘多拉魔盒”,偿债危机

一波未平一波又起,债券违约极有可能呈现出“常态化”趋势。面对层出不穷的债券市场风险事件,我国日前对于债券市场风险防范的处理在规范上表现为过于原则化和碎片化而欠缺系统性和完整性,导致实践中风险化解的理念与思路不甚明了,政府兜底解决的传统做法更是饱受诟病,无益于真正市场的形成。有鉴于此,深入研究债券市场风险防范的法理基础与制度逻辑,为债券市场的健康发展提供法治保障,其意义是不言而喻的,这也正是本书写作的动因与初衷。

债券市场风险防范是一个系统工程,我们无意于进行面面俱到的全景式论述,而是选取若干维度进行深入求证和必要展开,并分设六章来探究债券市场风险防范的法治逻辑。第一章为债券市场信息披露法律制度研究,旨在从债券本质与特性出发,围绕价值取向、制度功能以及理性诉求三个方面对债券市场信息披露法律制度进行应然意义上的理论解释,通过对债券市场信息披露制度现状的梳理检视其中存在的诸多问题,进而对债券市场信息披露法律制度的重构提出系统性建议。第二章为债券发行市场监管制度研究,主要讨论债券发行市场之所以呈现出监管权分散的历史肇因、基本样态以及可能对债券市场产生的影响,厘清债券发行市场现今阶段各监管机构之间的权力疆界以及由监管竞争所诱致的对发行市场正负两方面的影响,从学理上论证进行债券发行市场变革的主要着力点和基本路径,并就债券发行市场监管规则建构与完善提出若干法律建议。第三章为公司债券受托管理人制度研究,旨在廓清公司债券受托管理人的现状与困境,从制度源头探究公司债券受托管理人运作难题与利益冲突的诱因所在,指出我国债券受托管理人制度的构建应当首先明确债券受托管理人的角色定位、细化资格认定,通过权利与义务的合理配置来控制债券受托管理关系中的利益冲突问题,设立债券受托管理人不当履职的责任追究模式来规制债券受托管理人的行为。第四章为债券市场信用评级机构的法律监管制度研究,通过考察信用评级机构的发展变迁历程透视出评级机构不再局限于债券市场的信息中介角色,而是超级权力的拥有者和现代金融市场的操控者,通过透视后金融危机时代信用评级监管制度改革指明了关于进一步变革评级机构收费模式、改善评级行业高度垄断的市场属性、弱化评级依赖、完善评级机构法律责任的可能路径,同时就加快完善信用评级监管法律制度、强化对于评级机构的诚信规制、致力于促

进评级结果的质量改进、健全信用评级的监管机制等问题进行了制度设计。第五章是关于公司债券限制条款的研究,指出规范限制条款的意义在于通过限制发行公司的行为能力矫正合同自由的异化和实现债券合同的合同正义,并认为限制条款兼具控制债券风险与降低融资成本双重功能,在类型化分析基础上主张根据各部门法的规范内容,将限制条款的规范方式进行差异化安排。第六章是关于债券违约风险化解制度研究,尝试区分债券违约法律规制的层次性,从规范整合与提炼入手厘清商事逻辑之下的法治逻辑,构建债券违约风险化解的理念与进路,以体现法制对市场实情做出响应的及时性和科学性,同时认为我国债券违约的法律治理应遵循债券运行的市场逻辑,以债券交易的商事实质和法律规制的利益横平为导向。全书六章内容各有侧重却又环环相扣,共同构筑了债券市场风险防范的有机整体。

本书是武汉大学资本市场法治研究中心集体智慧的结晶,具体写作分工:冯果(武汉大学法学院教授、博士研究生导师)、张阳(武汉大学法学院经济法专业硕士研究生)撰写第一章;张弋曦(武汉大学法学院经济法专业博士研究生)撰写第二章;汪文渊(武汉大学法学院经济法专业博士研究生)撰写第三章;窦鹏娟(法学博士、博士后,华东政法大学讲师)撰写第四章;南玉梅(法学博士、博士后,武汉大学法学院讲师)撰写第五章;段丙华(武汉大学法学院经济法专业博士研究生)撰写第六章。在统稿过程中,尽管我们尽力实现文字风格的近似性和观点的协调性,但差异性问题在所难免,错讹之处定然不少,希望读者批评指正。

目 录

前 言 001

第一章 契合债券本质的信息披露法律制度研究 001

第一节 债券的本质与特性 002

一、债券本质:信息披露制度建构的逻辑起点 002

二、债券特性:信息披露制度建构的差异化缘起 004

三、小结 009

第二节 债券信息披露法律制度的理论解释 009

一、价值取向:市场化与法治化的二维解读 010

二、制度功能:债券信息披露作用机理的三重视角 014

三、理性诉求:以相关市场主体应然角色为中心的考察 017

第三节 割裂的中国债券市场与碎片化信息披露制度 体系 022

一、现实观照 023

二、问题检视 029

第四节 债券信息披露法律制度的重构 042

一、总体思路:统一与差异的二元并进 043

二、基本进路:以偿债能力为中心展开 048

三、配套制度:市场化、法治化视域下的全面推进 054

第二章 债券发行市场监管制度研究 060

第一节 债券发行市场监管权分散的基本样态与肇因 061

一、债券发行市场监管权分散的基本样态 061

二、债券发行市场监管权分散的肇因 070

第二节 监管权分散下的监管重叠与竞争 074

一、监管重叠 075

二、监管竞争 079

第三节 监管权分配的两种路径 087

一、监管权分配的路径 I：发行人类型导向 087

二、监管权分配的路径 II：债券融资目的导向 090

第四节 完善债券发行市场监管体系的若干法律建议 095

一、以债券融资目的为依归适度调整监管机构权限 095

二、建立以央行为主导的监管协调框架 098

第三章 公司债券受托管理人制度研究 102

第一节 公司债券受托管理人制度简述 103

第二节 我国公司债券受托管理人制度的现状及困境 106

一、根源解析——制度建立基础的差异 109

二、利益冲突——债券受托管理人制度的核心矛盾 111

三、我国债券受托管理人制度的缺陷与不足 113

第三节 完善我国公司债券受托管理人制度之对策 120

一、我国债券受托管理人制度的模式选择 120

二、完善我国公司债券受托管理人制度的立法原则 123

三、完善我国债券受托管理人制度的立法建议 124

四、小结 133

第四章 债券市场信用评级机构的法律监管制度研究 135

第一节 债券市场上信用评级机构的变迁与定位 136

一、从信用报告机构的诞生到评级产业的崛起与繁盛 136

二、监管扶持下的信用评级机构及其权力的扩张 139

三、评级机构看门人角色的失守与面临的信任危机 142

第二节 制度变革的缘起：信用评级中的突出问题及其影响 144

一、评级机构的收费模式、利益冲突与寡头垄断的市场特征 144

二、信用评级依赖症：从市场参与者到金融监管部门 149

三、评级机构的权责失衡问题 153

第三节 后金融危机时代信用评级监管法律制度改革 155

一、山雨已来：评级世界迎来监管改革风暴	156
二、得失寸心知：信用评级法律监管制度改革的成效与不足	162
三、路在何方：信用评级法律监管改革未来努力的方向	166
第四节 我国债券市场上的信用评级及其法律监管	175
一、我国的债券市场及其信用评级的现状	175
二、后危机时代的改革对我国信用评级法律监管的启示与借鉴	179
三、小结	183

第五章 公司债券限制条款研究 185

第一节 限制条款的规范意义及其功能	185
一、限制条款的规范意义	185
二、限制条款的规范功能	191
第二节 限制条款的交易类型与规范方式	195
一、限制条款规范的交易类型	196
二、限制条款的规范方式及其内容	203
第三节 限制条款的约定边界	226
一、资本充实为界的资本性交易	227
二、以不当利益转移为界的损益性交易	228
三、不损害投资者权益的任意性规范	229
四、小结	230

第六章 债券违约风险化解制度研究 234

第一节 债券违约的规制基础：债券契约	235
一、债券交易的商事本质	235
二、债券契约的属性及其市场化内涵	237
三、债券违约责任与治理分层	243
四、小结	247
第二节 以美国为代表的成熟市场违约风险化解经验	247
一、风险化解的制度前提：债券契约和债券受托管理人	248
二、市场化伊始的市政债券：违约风险化解的监管探索	251
三、中坚勃兴的公司债券：私法自治的违约处理肇始	254

四、市场创新下的结构性债券：涉众性保护的危机处置发展	258
五、本土化债券违约风险化解机制法律构建的启示	265
第三节 我国债券违约风险化解法律机制构建	268
一、债券违约风险化解制度的理念检视	268
二、债券违约风险化解理念定位	274
三、风险化解法律机制的设计与实施	277
四、小结	283

第一章 契合债券本质的信息披露 法律制度研究

信息犹如血液与灵魂,贯穿证券市场始终。它是投资者的决策依据,是市场进行资源优化配置的基本前提。可以说,证券市场本质上就是一个信息市场,而信息披露制度则是其最重要的制度基石。充分有效的信息披露有助于遏制市场违规行为,帮助投资者准确判断证券价值和潜在风险,进而促进证券市场良性发展。然而,作为证券市场“左膀右臂”的股票和债券,在现实中却遭受到“差别性待遇”,令人叹惋。相较于股票市场信息披露制度研究的热火朝天,债券市场信息披露关注者却微乎其微。屈指可数的现有研究大都浅言辄止,如蜻蜓点水般提及“重视信息披露”并提出三五言简短建议,对债券市场信息披露的系统化深入分析则明显不足、乏善可陈。至今尚未有专文对此进行系统梳理和论证研究。学术理论缺失,现实规则失范,这些都给债券市场进一步发展埋下了制度隐患。本章希望通过四节内容的阐述,以问题主义为导向,采取层层递进的范式对债券市场信息披露制度进行体系化建构。第一节从债券本质与特性出发,辨清其与股票的差别,为建立契合债券属性的信息披露制度提供论证基础。第二节围绕着价值取向、制度功能以及理性诉求三个方面对债券信息披露法律制度进行应然意义上的理论解释。第三节则回归现实,通过对债券市场信息披露制度现状的梳理,总结其中存在的诸多问题。第四节在前三节分析基础上,从总体思路、基本进路和配套设施三个层面对债券市场信息披露法律制度的重构提出系统性建议。

第一节 债券的本质与特性

长期以来,“重股轻债”的观念桎梏在学术界和实务界根深蒂固。无论是市场容量规模,还是既有制度供给,债券市场都难以比肩股票市场,以致备受冷落,发展步履维艰。然而随着我国“新兴加转轨”为特色的多层次资本市场改革进程的加快,以市场化和法治化为逻辑起点和改革目标的债券市场迎来了千载难逢的发展机遇。较于股市持续低迷和股灾频频发生,预期收益更为稳定的债券逐渐受到投资者青睐。同时,党的十八届三中全会也明确指出“发展并规范债券市场”,又从政策层面带来了稳定的远期利好。响应市场化改革的浪潮,债券市场的发展不负所望,2015年中国债券市场一跃成为全球第二大市场,全年发行各类债券规模达22.3万亿元,较上年同期增长87.6%,交易活跃度持续提高,参与主体结构亦进一步丰富。^①喜人态势的背后实则暗含危机,债券市场因多头监管、规则繁杂、市场割裂等因素导致问题丛生。其中,作为资本市场架构基石的信息披露制度欠规范问题尤为严重。由于漠视债券的本质和特性,既有制度过多依赖和参照股票,致使债券市场信息披露陷入“同质化、粗糙化、形式化”的困局。而解决此问题的关键在于厘清债券的内在法律关系,辨清其与股票的主要差别,充分认识债券根本属性,从其自身本质和特性出发建构起一套契合债券属性的信息披露制度体系。

一、债券本质:信息披露制度建构的逻辑起点

受益于日新月异的金融创新和稳定利好的外部环境,债券市场发展迅猛,其品种日益多样,形式千态万状,并大有进一步丰富的趋势。当前债券品种多达20余种,称谓各有不同,既有“债券”、“融资券”等基础类型,又有“票据”、“支持证券”等衍化品种,纷繁复杂的外在命名和千头万绪的分类方式看似“乱花渐欲迷人眼”,实则万变不离其宗。无论是基于既有制度规范作

^① 资料来源中国人民银行网站 <http://www.pbc.gov.cn>。

概念解构,还是立足于学术分类作义理审思,形态各异的债券其本质并无不同,均是债的证明书,是发债主体为满足资金需求向投资者发行且承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。^① 各类债券在其记载法律关系上的这种同质性为债券信息披露制度统一性建构提供了理论基础和解释依据。

从相关制度对不同债券品种的定义表述来看,各类债券均有以下共同点:(1)债券均为有价证券;(2)债券发行人还本付息;(3)债券双方为契约关系;(4)偿债需历经一定期限。具体而言,《国库券条例》第6条规定“国库券按期偿还本金。国库券利息在偿还本金时一次付给……”《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》第2条规定:金融债券“是指依法在中华人民共和国境内设立的金融机构法人在全国银行间债券市场发行的、按约定还本付息的有价证券。”《企业债券管理条例》第5条定义了企业债券,“是指企业依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券。”《公司债券发行与交易管理办法》第2条规定:“本办法所称公司债券,是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。”《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第2条亦明确界定,“非金融企业债务融资工具是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的,约定在一定期限内还本付息的有价证券”。上述诸多“债券”虽然名称或有不同,发行主体和投资主体范围有多差异,但实质上并无差别,^②均无一例外地具有债券基本特征和法律结构,其主体为债权人与债务人,发行基础重在信用,到期需要还本付息,发行人与持券人之间归根结底均为债权债务关系。

从债券学理分类的视域观察,各种划分大多立足于债券的不同特性,或基于发行主体的差异,或考虑募集方式的区分,或着眼于债券外在形态,或关注存续期限的长短,或按照付息形式的差异。虽然不同债券外在特征有所差异,但其内在本质上具有高度一致性,不同债券所记载的权利义务关系均未脱离发行人与投资者之间的债券债务关系这一基础性的法律关系,并不会因

① 冯果主编:《证券法》,武汉大学出版社2014年版,第10页。

② 王升义:“我国公司债券法律制度完善之初探——以对两个案例的分析为视角”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第350-367页。

债券品种的不同而存在债券权利义务关系的差异。^① 具体而言,政府债券、金融债券与企业债券的差异主要是发行主体的不同,主体差异关系到债券偿债能力的差异以及信用风险的高低,但并不影响发行人与投资者之间的债权债务关系;公募债券与私募债券的划分则基于发行对象的差异,前者在市场公开发行,对象不特定,而后者则私下发行,主要以与其有特定关系的少数投资者为募集对象,如此差异虽对投资人范围有所影响,但对于特定双方之间的契约关系则并无影响。实物债券、凭证式债券和记账式债券的不同在于债券形态差异,这种外在表现形式的不同仅是针对债券载体的区分,而对发行人与投资人之间的法律关系则并无影响。短期、中期、长期债券的分类是基于债券不同的偿还期限,此划分主要考虑的是发行人偿还债务日期和债券风险高低,而发行人与债务人之间债权债务关系不会因此有所不同。至于贴现债券、零息债券和付息债券的区别则主要是付息方式的差异,这种差异也仅是针对债券利息支付方式所做的契约,并不会改变双方之间的具体法律关系。因此,尽管债券学理划分标准多种多样,但从债券所记载的权利义务关系分析,其本质上仍然恪守发行人与投资者之间当为债权债务关系这一根本准绳。

二、债券特性:信息披露制度建构的差异化缘起

债券与股票作为资本市场的重要投资工具,二者存在诸多相似之处,均具有“证权性”、“标准性”、“财产性”、“流通性”及“投资性”等基本法律特征。^② 这种证券意义上的共性特征使得二者信息披露法律制度在体系建构、价值取向、基本进路以及责任方式等方面有所相似,颇有交集。然而需要注意的是,共性并不能掩盖个性,更不能替代个性,债券市场与股票市场的形成与发展均有其内在因素和外在条件共同作用下的独特演进路径,其信息披露制度不仅要关注共通性基础,更要重视特殊性因素。债券的本质是债权债务

^① 冯果:“债券的证券本质与债券市场法制化——《证券法》修订背景下债券法律体系重构与完善”,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第17卷),法律出版社2016年版,第9页。

^② 陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第17~21页;叶林主编:《证券法教程》,法律出版社2010年版,第5~8页。

凭证,而股票的本质是所有权凭证,^①二者本质上法律关系的不同使得债券与股票在“产品属性”、“主体结构”和“定价机制”等方面呈现出显著差异。厘清股票和债券的差异,也是债券走出信息披露制度过多依赖股票桎梏的前提和基础性工作。

(一) 产品属性

首先,债券与股票在收益与风险方面存有不同。债券是约定期间还本付息的凭证,其预期收益是确定的,只是预期收益实现的风险不确定;股票是对企业价值的剩余索取权,其不仅预期收益实现的风险不确定,预期收益本身亦不能得到保证。债券到期可回收本金,债券持有人即债权人拥有固定收益请求权,倘若出现发行人破产的情况,债券的清偿等级在股票之上。即使出现其他债券违约的情况,合同属性下其专门的违约条款会保护债权人的求偿权。股票则无到期之说,如果股东不将持有的股票进行交易或置换,其股权将一直存在。但公司一旦破产,股权的劣位请求权只能寄希望于公司剩余资产清盘状况来决定股东的清偿金额。此外,债券与股票虽然都是直接融资的手段,但经济实质不同,法律关系不同,未来现金流及其风险亦不同。^② 债券与股票的风险均包含系统性风险与非系统性风险,其中债券系统性风险主要指利率波动和购买力变化,而股票系统性风险更多的是经济周期风险和政策风险。在非系统性风险方面,债券风险主要是信用风险,^③即债券收益能否得到保证取决于发行人到期时的偿债意愿和偿债能力;而股票风险更多地来源于经营风险,其收益多寡主要依靠公司未来经营业绩。持续的经营风险必然导致偿债风险,但经营良好的公司如果没有合理安排债务结构,也可能面临偿债风险,而一些暂时经营不好的公司也可能有充裕现金流来偿还债券。^④ 一般而言,债券收益较为稳定,风险相对较低,而股票的收益与风险呈正相关,收益更高的同时,其风险亦越大。风险来源的差异意味着债券信息披露

① 甘培忠著:《企业与公司法学》(第7版),北京大学出版社2014年版,第280页。

② 蒋大兴:“被忽略的债券制度史——中国(公司)债券的法律瓶颈”,载《河南财经政法大学学报》2012年第4期。

③ 信用风险,也称违约风险,在债券市场中主要是指发行人的偿债风险,即发行债券的借款人不能按时支付债券利息或偿还本金,而给债券投资者带来损失的风险。

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