

证券法苑

第十七卷
(2016年3月)

桂敏杰 总编
黄红元 徐明 主编

中文社会科学引文索引(CSCI)来源集刊

Zheng Quan Fa Yuan

证券法苑

第十七卷
(2016年9月)

 法律出版社
LAW PRESS · CHINA

总编 桂敏杰
主编 黄红元 徐 明

中文社会科学引文索引(CSCI)来源集刊

Jing Quan Fa Yuan

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第17卷 / 黄红元, 徐明主编. —北京:
法律出版社, 2016. 4
ISBN 978-7-5118-9287-4

I. ①证… II. ①黄…②徐… III. ①证券法—中国
—文集 IV. ①D922.287.4-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第060720号

© 法律出版社·中国

证券法苑(第十七卷)

黄红元 徐明 主编

责任编辑 彭雨

装帧设计 乔智炜 贾丹丹

开本 710毫米×1000毫米 1/16

版本 2016年4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 北京泰山兴业印务有限责任公司

印张 25.25 字数 360千

印次 2016年4月第1次印刷

编辑统筹 法律职业教育出版社

经销 新华书店

责任印制 张建伟

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 978-7-5118-9287-4

定价: 59.00元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

主办单位：上海证券交易所

总 编

桂敏杰

学术指导委员会

(按姓氏笔画排列)

王利明 吴志攀 顾功耘 郭 锋 黄 炜

编辑委员会

主 任：黄红元

副 主 任：徐 明

委 员：(按姓氏笔画排列)

甘培忠	叶 林	吕红兵	朱慈蕴	刘俊海
吴 弘	陆泽峰	陈 洁	陈 甦	范永进
罗培新	周仲飞	赵旭东	胡宝海	郭 雳
彭 冰	董安生	韩 康	程合红	傅鼎生

主 编：黄红元 徐 明

执行编辑：卢文道 项 剑 王升义

编 辑：陈亦聪	武俊桥	刘沛佩	赵洪春	杨 懿
谭 婧	张 媛	常 明	彭鲁军	吴 琼
邹思思	王溪月	阎俊忆		

卷首语

十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出了“发展并规范债券市场”的总体要求,在改革红利、市场创新和稳健货币政策等多重因素支撑下,我国债券市场快速发展,市场规模稳步快速增长、债券发行主体不断扩大、产品创新能力不断增强,极大地提高了直接融资比重,有效支持了实体经济发展。与此同时,随着改革的深入推进,债券市场波动可能加大,信用风险可能进一步分化,完善制度和规范产品创新成为后续发展面临的挑战。为推动债券市场健康发展,加强债券市场法治建设与法治研究,《证券法苑》特于本卷设立“债券市场发展与法治建设”专题,选登了十四篇文章,希冀以相关研究的开展来助力债券市场的长远发展和制度完善。

【债券法制理论与前沿】本栏目收录了三篇论文。

债券市场是资本市场的重要组成部分,发展与完善债券市场已经被作为全面深化改革的目标和任务。冯果在《债券的证券本质与债券市场法制化》一文中认为,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。因此应当利用《证券法》修订的有利时机,

回归各类债券品种的证券本质并将其纳入《证券法》统一调整,在确定债券制度的基本原则和主线的基础上整合和完善行政法规、部门规章和自律规则,从而形成有机统一的债券法律体系。

我国公司债券市场从无到有,经历了近年来在国家政策大力扶持下发展到逐步走上法制化规范之路的历程。追溯历史,洪艳蓉在《〈证券法〉债券规则的反思与重塑》一文中指出,《证券法》中被边缘化的债券规则,已难以适应蓬勃发展的债券市场需要,更阻碍了其市场化改革的进程。为此,需要检视当下公司债券规则的状况和存在的问题,摒弃计划经济下制约公司债券发展的管制思维,总结证监会近年来规范、发展公司债券市场的经验与得失。借《证券法》修改之机,全方位地在这一资本市场的基本法中统一债券规则,建立契合债券商业信用属性,约束市场参与各方归位尽责,公平有序的公司债券规则。

陈洁、张彬在《我国债券受托管理人制度的构建与选择》一文中指出,我国债券市场主体对债券受托人角色定位的认识不清、立法对受托管理人职责设定的不明确、对债券受托人与债券持有人利益冲突的放任以及债券受托人责任规定的缺失是当前我国债券受托管理人制度形同虚设的主要缘由。基于我国的立法现状与市场发展的需求,我国债券受托管理人制度的构建应当以信托关系为基础,以为受益人最大利益行事之原则促使受托人运用专业能力对与债券持有人有关的财产权利进行管理、处分。立法完善方面要重点对债券受托管理人的角色定位、债券受托管理人职责的设定、利益冲突的解决以及债券受托管理人的损害赔偿责任等做出合理细致的规定。

【债券发行制度】本栏目收录了三篇论文。

市场化是我国公司债券制度的内在要求和发展方向,法治化则是实现市场化改革的基本路径和必要基础。随着我国公司债券市场的持续发展,债券发行体制改革也势在必行。胡安金、徐承志的《公司债券注册制的逻辑内涵与法治构建》一文认为,在我国资本市场发展和资本市场法治尚不够成熟的背景下,推进债券发行注册制改革应注重建章立制,明确规则,强化约束。公司债券公开发行审核应关注信息披露的质量,注重形式审核,与债券上市审核有所区分。应通过《证券法》的修改调整,将我国现行公司债、非金融企业债务融资工具和企业

债三类公司债券品种统一纳入其调整范围,并明确公司债券市场准入条件与公开发行的原则制度。在此基础上,也需注重债券注册制的具体实施问题,并配备以相关制度约束,以督促市场参与主体归位尽责,维护注册制下正常运行的市场纪律。

近年来,中国的债券市场在多头监管、多元产品和多渠道投资的轨迹上不断发展,债券市场包括政府债券的发展迎来了前所未有的新阶段,特别是在股票发行注册制的推进工作紧锣密鼓之时,对于债券发行审核模式如何取舍的问题,引发了学界和市场的广泛关注。在我国,债券监管框架是债券市场问题复杂难解的原因,债券类别界定不清,市场分割和监管权力分割并存等问题没有根本解决。邢梅的《债券监管框架下的公司债发行审核制度反思》一文,以债券市场发展现状为分析基础,对比在市场分割的格局下不同类别债券的发行审核制度,反思公司债的发行审核制度,重点探讨中国公司债发行注册制的合理性基础、制度基础和实现机制,并提出相关建议。

随着债券发行制度改革的逐步推进以及高收益债券市场的逐渐形成,落实信息披露为中心的监管理念已成为各方共识,然而作为市场化改革重心的债券信息披露制度究竟应如何构建尚无定论。张凌云、周佳磊的《债券发行制度改革背景下信息披露与债务治理的关系》一文,从公司债券治理与银行贷款治理对比的角度,分析了信息披露与债务治理的关系。作者认为,银行贷款治理以私有信息为基础,公司债券治理以公共信息为基础,两种信息披露方式的不同决定了两种治理机制的不同,两种治理方式的连接又会引发更为复杂的债务治理陷阱。结合以上论述,文章一并从合作博弈的角度为债券发行制度改革背景下信息披露制度的构建提出相应的政策建议。

【债券监管制度】本栏目收录了四篇论文。

南玉梅在所撰写的《契合债券属性的信息披露规则研究》一文中认为,信息披露制度通过赋予发行人强制的信息披露义务,消除证券市场内发行人与投资者之间的信息不对称,是预防融资过程中利益冲突的制度性基础。然而现阶段我国《证券法》内关于公司债券信息披露规则依附于股票信息披露规则,未能反映公司债券在信息披露规则上的特殊性。基于公司债券本质,信息披露范围“重要信息”指影响投资

者形成理性投资判断的信息,部分情形下包括未确定的信息;披露标准“充分披露”指主观上不存在不实披露的故意、披露内容不存在“半真实”披露。

我国资本市场中股票市场和债券市场发展失衡,“言必称股市”的现实格局使得资本市场成了“跛脚”的市场。从制度起源上看,债券市场分割主要源于我国债券市场功能定位的偏差、多头监管主体的博弈以及债券市场法制基础的割裂。张东昌的《债券市场互联互通下的监管体系重构与债券法制统一》一文认为,债券市场互联互通必须是针对困扰债券市场发展的功能定位偏差、监管权力博弈和法制基础割裂所作的深刻变革,而不仅仅是监管机构间达成的转托管机制和协调机制所能涵摄的。因此,债券市场互联互通的实质在于统一托管结算体系的基础上,实现交易主体、交易产品等市场要素在不同债券市场之间的自由流动和充分竞争,从而通过市场化发展真正发挥债券市场的融资功能,而这又离不开债券市场监管体系重构和法制统一为其提供制度保障。

自2009年至2015年,我国地方政府债券立法呈现出了一个较为完整的阶段性变迁轨迹。王旭坤的《我国地方政府债券立法的变迁轨迹及其价值分析》一文,条分缕析式地分析了地方政府债券立法变迁的轨迹、价值取向,指出地方政府债券立法背后实质核心仍是中央政府债务融资权与地方政府债务融资权之间的博弈。现行地方债相关立法仍基于中央监管立场,采取“行政控制型”债务管理模式,主要为了控制地方债风险和有效的债务管理,而非基于赋予地方政府举债权的系统改革的价值定位,两者之间存在相当距离。但这种变化为系统改革提供了绝佳支点,是另一个制度变迁的新起点。

地方政府债券发行是现代法律体系中具有显著特色的一项内容,2014年新《预算法》明确赋予了地方政府债券发行权,并为地方政府债券发行从立法层面搭建了原则性框架。赵菁、朱世亮在《地方政府债券发行之法律分析及进路》一文中认为,地方政府权利主体之特殊性、监管责任之多元性等因素决定了其债券发行的法律进路是一项系统性、协调性工程。虽然新《预算法》在地方政府独立权利主体地位、地方政府发债监管完善等方面明确了法律依据,但其中仍存在诸多问题

亟待解决。只有从硬化政府预算支出、严格限制负债主体、完善法律惩治机制等方面规范地方政府债券发行,才能实现地方政府债券发行与法治的良性对接。

【债券违约与救济】本栏目收录了四篇论文。

陈秧秧的《公司债发行缘何半途折戟?》一文关注了“11 超日债”信用违约事件的偿付风波。其认为“11 超日债”违约事件的焦点不仅在于债券的偿付安排,监管层更应当反思公司债公开发行为何会失败。通过梳理超日太阳的融资生态链与经营业绩,作者认为债券违约似乎是不可避免的。债券募集说明书在募集资金用途、发行人偿付能力以及偿债应急保障方面均隐含强烈的违约风险,而存续期间内债券被要求补充提供担保且信用等级持续降级,无非将前述不确定性演变为现实。最后作者提出了公司债券市场的治理需完善债券发行条件、信用评级机构监管、投资者教育以及违约债券救济偿付安排。

伴随我国债券市场的迅速发展,债券信用风险也在日益积累。近年来,债券市场陆续发生的公司债券担保代偿事件表明,在债券违约逐步常态化的背景下,正确认识债券的各类增信条款变得日益重要。刘沛佩的《我国债券市场增信制度研究》一文认为,债券增信作为债券市场信用资源合理配置的重要途径,在我国当下的实践中仍面临着发债企业多元化背后的信用风险累积、增信手段单一、信用评级机构和机制不健全等问题。因此,有必要通过对我国公司债市场中各种增信方式的效果考察,针对我国债券市场现有增信制度存在的问题,从债券市场现有制度规范的整合、增信手段的丰富与增信体系完善、债券评级机构的规范等方面提出适宜我国债券市场发展的制度建议。

美国债券市场起步早,在长期的市场演进下积累了一定的违约解决经验,从单一国债市场到公司债券和市政债券占主导地位的发展历程为我国提供了大量可资借鉴的制度资源。段丙华的《美国债券违约风险化解路径及启示:基于市场演进》一文,考察了美国在债券违约风险化解上的做法,指出从严格债券契约规制的一般违约处理到主体准确定位和便捷程序保护的违约危机处置,其市场演进思路有助于厘清我国当前债券违约风险解决的重点。在我国债券市场发展勃兴的阶段,具有风险解决过渡性的控制因素和处置思路界定应当是先决任务,

具体的法律机制构建是落脚点。

随着债券融资规模的进一步发展,违约也许将会成为债券市场的“新常态”,如何进一步推动投资者保护机制的建立,推动市场化、法治化债券违约风险处置机制的建立,应当是债券发行制度改革的重要一面。蔡松在《公司债券受托管理人原告资格研究》一文中认为,按照现行诉讼法律制度,债券受托管理人不是能够代表债券持有人起诉的适格原告。但是,如果由债券持有人个人自行起诉,可能出现不同债券持有人在不同法院起诉的情况,这不仅不利于节约诉讼资源,而且还可能导致不同的法院就同一发行人违约的同一事实,做出不一致的裁判。为解决这一困境,由法律确认债券受托管理人代表持有人起诉是可行的,但这种原告资格的确认不应由证监会的行政规章来加以规定。

【债券持有人制度】本栏目收录了三篇论文。

伴随公司债券市场繁荣期内发行的公司债券逐步进入兑付期,债券违约事件频发,债券兑付遭遇新常态。杨忠孝和郭靖祎合著的《发行人高管对公司债持券人之义务刍议》一文认为,在适应债券市场新常态的结构调整期内,需要探索对投资者保护作出制度性安排。虽然《公司债券发行与交易管理办法》关注了发行人高管在维护投资者利益方面的重要作用,并规定了高管对于债券持有人区别于其他利益关系人的特别义务。但该规定尚不尽完善,有待进一步研究。探究发行人高管对债券持有人义务的内容,可以从时间维度上分募集发行、参与治理和兑付清偿三个阶段进行分析研究,以期促进证券投资者合法权益的维护和债券市场的健康发展。

汪文渊撰写的《公司债券持有人组织性保护制度的理念更新与法律变革》一文认为,检视我国公司债券持有人组织性保护制度,在兼采债券受托管理人和债券持有人会议这两种制度后,并未实现两者的有机互联、和谐共融。因此,需通过建立一套以债券持有人会议为主,债券受托管理人为辅的制度模式,通过制度本身互补的特性来调和两者的矛盾与冲突,实现两者有机的互联与融合,从而让现行公司债券投资者组织性保护制度发挥出应有作用。

近年来,我国债券市场多起违约案例的发生,打破了我国债市30多年来“刚性兑付”的神话,并随之步入了债券违约的“新常态”。官欣

荣、赵津在《证券法修订视野下公司债券持有人权利救济的思考》一文中认为,随着公司债发行注册制改革的全部兑现,债券违约风险可能会被放大,公司债券持有人维权更显紧迫而重要,这也将倒逼我们重新审视公司债券持有人权利救济问题。文章以案例入手,通过考察美国债券受托管理人制度、日本债券持有人会议制度和“集体行动条款”以及新加坡“压迫救济”适用规则等,为我国债券持有人权利救济制度的构建与完善提出了建议。作者在文中一并指出,只有加强债民与股民同等保护,我国证券市场才不至于跛足前进,方能行稳而致远。

【债券市场投资者保护】本栏目收录了两篇论文。

赵晓钧在《创新与融合:债券市场投资者适当性制度的完善》一文中认为,投资者是债券市场运行和发展的源泉,投资者权益受到保护的程度直接决定了债券市场的长远健康发展。较股票市场而言,债券市场的投资者结构较单一,流动性不高,因此迫切需要引入新的投资者群体,夯实债券市场发展基础。文章通过介绍适当性制度含义、境外市场演进过程,结合对债券市场相关规定的分析,厘清了适当性制度、投资者分类与相关概念的差异,并提出进一步完善债券市场投资者适当性制度的建议。

法和金融学这一理论流派认为,不同国家金融发展水平的差异是由于受到了法律起源因素的影响,特别是会受到一个国家的投资者保护水平的影响。阿尔多·穆萨基奥(Aldo Musacchio)著,黄韬、陈儒丹译的《巴西债券市场的债权人保护:法律还是政治?》一文认为,这一理论忽略了历史的因素,巴西债券市场的发展就是一个例证。文章指出,在1890年之后,巴西债券市场对债权人权利的法律保护得到了强化,巴西因此也在那个时代发展出来了非常发达的公司债券市场。转折发生在1930年的军事政变,此后巴西债券市场的债权人所获得的保护逐渐变弱,当公司破产的时候,债券持有人不再享有优先权利,他们需要在工人工资和政府税收之后才能获得受偿,由此导致了巴西债券市场的枯竭。从巴西的历史来看,是政治因素而非法律渊源决定了金融市场发展的状况和投资者保护的水平。

编 者

二〇一六年三月

卷首语 / 1

【债券法制理论与前沿】

债券的证券本质与债券市场法制化

——《证券法》修订背景下的债券法律体系重构与完善

/冯 果 / 1

《证券法》债券规则的反思与重塑/洪艳蓉 / 15

我国债券受托管理人制度的构建与选择

——以公开募集的公司债为视角/陈 洁 张 彬 / 50

【债券发行制度】

公司债券注册制的逻辑内涵与法治构建/胡安全 徐承志 / 78

债券监管框架下的公司债发行审核制度反思/邢 梅 / 98

债券发行制度改革背景下信息披露与债务治理的关系

——以公司债券治理与银行贷款治理对比为视角

/张凌云 周佳磊 / 119

【债券监管制度】

契合债券属性的信息披露规则研究/南玉梅 / 148

债券市场互联互通下的监管体系重构与债券法制统一

/张东昌 / 163

我国地方政府债券立法的变迁轨迹及其价值分析

/王旭坤 / 194

地方政府债券发行之法律分析及进路/赵 菁 朱世亮 / 209

【债券违约与救济】

公司债发行缘何半途折戟?

——“11 超日债”违约与兑付警示录/陈秧秧 / 224

我国债券市场增信制度研究

——以公司债为视角/刘沛佩 / 240

美国债券违约风险化解路径及启示:基于市场演进

/段丙华 / 261

公司债券受托管理人原告资格研究

——困境及解决之道/蔡 松 / 284

【债券持有人制度】

发行人高管对公司债券持有人之义务刍议/杨忠孝 郭靖祎 / 298

公司债券持有人组织性保护制度的理念更新与法律变革

——基于制度融合的视角/汪文渊 / 312

证券法修订视野下公司债券持有人权利救济的思考

/官欣荣 赵 津 / 329

【债券市场投资者保护】

创新与融合:债券市场投资者适当性制度的完善/赵晓钧 / 342

巴西债券市场的债权人保护:法律还是政治?

/阿尔多·穆萨基奥(Aldo Musacchio) 著

黄 韬 陈儒丹 译 / 352

征稿启事 / 381

编辑体例 / 385

Foreword / 1

[Academic Frontiers of Bond Regulation]

The Security Nature of Bond and Institutionalization
of the Bond Market – on Reconstruction and Per-
fection of the Legal System of Bond Law in the
Context of Amendment of the Securities Act/
FENG Guo / 1

Introspection and Reconstruction of the Securities
Act ' s Provisions on Bond Regulation/*HONG
Yanrong* / 15

Construction and Selection of the Trustee System of
Bonds in China – from the Perspective of Public
Offering of the Corporate Bond/*CHEN Jie and
Zhang Bin* / 50

[Issuance System of Bonds]

Content and Legal System Construction of the Reg-
istration System of Corporate Bond/*HU Anjin
and XU Chengzhi* / 78

Reflection of Issuance Rules of Corporate Bond un-
der the Frame of Bond Regulation/*XING Mei* / 98

Regulation of Information Disclosure and Debt Gov-
ernance in the Context of Bond Registration Sys-

tem Reform – from the Perspective of the Comparison between the Governance of Corporate Bonds and Bank Loans/*ZHANG Lingyun and ZHOU Jialei* / 119

[**Regulatory System of Bonds**]

Research on the Disclosure Regulation Considering the Contractual Nature of Bonds/*NAN Yumei* / 148

Reconstruction of the Regulatory System and Unification of the Bond System in the Context of Bond Markets Interconnection and Interworking/*ZHANG Dongchang* / 163

History and Analysis of the Municipal Bonds Legislation in China/*WANG Xukun* / 194

Legal Analysis and Settlements of Municipal Bonds Issuance/*ZHAO Jing and ZHU Shiliang* / 209

[**Default and Remedies of Bonds**]

Why did the Issuance of Corporate Bonds Fall by the Wayside – Based on the Revelation from the Default and Repayment of the 11th Chaori Bond/*CHEN Yangyang* / 224

Research on the Credit Enhancement System in China – from the Perspective of Corporate Bond/*LIU Peipei* / 240

Resolution and Revelation of Default Risk of U. S. Bond; Based on the Market Evolution/*DUAN Binghua* / 261

Research on the Plaintiff Qualification of the Corporate Bonds Trustee – Focus on the Dilemma and Settlements/*CAI Song* / 284

[System of Bondholder]

Discussion of Obligation of the Issuer's Executive
to the Bondholders/*YANG Zhongxiao and GUO
Jingyi* / 298

Theoretical Change and Law Reform of the Organi-
zational Protection System of Bondholders – from
the Perspective of the System Integration/*WANG
Wenyuan* / 312

Discussion of the Remedies of Bondholders' Right
in the Context of the Amendment of the Securi-
ties Act/*GUAN Xinrong and ZHAO Jin* / 329

[Protection of Investors in Bond Market]

Innovation and Integration; Perfection of the Inves-
tors Suitability System/*ZHAO Xiaojun* / 342

Legal Origin vs. the Politics of Creditor Rights;
Bond Markets in Brazil, 1850 – 2002/*Aldo
Musacchio Translated by HUANG Tao and
CHEN Rudan* / 352

债券的证券本质与债券市场法制化

——《证券法》修订背景下的债券法律体系

重构与完善*

冯 果**

摘要:债券市场是我国证券市场的重要组成部分,然而当前银行间债券市场和交易所债券市场的二元分割格局以及碎片化的债券法制严重制约了我国债券市场的持续健康发展。《证券法》的适用范围仅局限于公司债券和政府债券,金融债券、企业债券和非金融企业债务融资工具长期游离于《证券法》之外,有效统一的上位法规范缺位导致的监管竞争加剧了债券市场制度的混乱。事实上,当前市场上的债券品种都具有同质性,应当利用《证券法》修订的有利时机,回归各类债券品种的证券本质并将其纳入《证券法》的统一调整,在确定债券制度的基本原则和主线的基础上整合和完善行政法规、部门规章和自律规则,从而形成有机统一的债券法律体系。

关键词:债券 证券 证券法 法律体系

* 本文系教育部重大攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”的阶段性成果。

** 武汉大学法学院教授。