

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**

摘要: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。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。在对比债券治理和贷款治理各自得失的基础上,从信息披露与债务治理的关系分析入手,可以为债券发行注册制改革背景下信息披露的制度构建提供一定的思路借鉴。

关键词:信息披露 债务治理 公司债券 银行贷款 信息与信用

* 国家法官学院民商事审判教研室讲师。

** 中国政法大学讲师。

一、问题的提出——信息披露与债务治理的关系

2015年以来,债市改革新政频出。2015年1月15日,证监会发布修订后的《公司债券发行与交易管理办法》,该办法强化了信息披露、承销、评级、募集资金使用等重点环节监管,同时将审核权利下放到交易所,审核环节不再对发行主体做实质性判断,而是更加注重充分揭示发行主体风险,可以说公司债发行越来越具有注册制特点。其中发行范围扩大至所有公司制法人、丰富债券发行方式、取消公司债公开发行的保荐制和发审委制度等变化吸引了更多发行主体跃跃欲试,2015年6月以来公司债的发行量明显超过中票、短融等同类企业融资工具。此外,继2014年年底银监会将信贷资产支持证券发行资格由“审批制”改为“备案制”后,2015年4月3日,央行发布公告宣布对信贷资产支持证券发行实行“注册制”管理,资产支持证券的发行可采取一次性足额发行或限额内分期发行的方式。已经取得监管部门相关业务资格、发行过信贷资产支持证券且能够按规定披露信息的受托机构和发起机构可以向中国人民银行申请注册,并在注册有效期内自主分期发行信贷资产支持证券。2015年12月2日,国家发改委正式下发《关于简化企业债券申报程序 加强风险防范和改革监管方式的意见》。未来发行企业债,相关部门将简化申报程序、精简申报材料、提高审核效率,即满足条件的企业债可以豁免复审环节,经过第三方机构对信息披露完备性、充分性、一致性和可理解性进行审核后,可由发改委直接核准。总体而言,无论是证监会管理的公司债、发改委管理的企业债还是央行和银监会管理的信贷资产支持证券,均在向注册制发行的方向靠近。

与此同时,债券市场信用事件也在频繁发生。2015年,在经济加速去产能、去杠杆的背景下,债券违约事件频度增加,从私募债到公募债,从民企到国企,从利息违约到本金违约,涉及面有所扩大。2015年债券市场共发生近20起信用事件,从湘鄂债本金违约、再到首单国企公募债“11天威MTN2”及中小企业私募债“13大宏债”相继爆出违约,其中有部分债券通过股东、政府兜底或重组等方式最终实现偿付,

但债券市场打破刚性兑付是大势所趋。^{〔1〕} 近来无论是国务院、地方政府、监管部门或者证券交易所都释放出“让违约事件按照市场力量发生”的信号。尤其在目前经济下行压力较大的背景下,部分盈利能力差、债务累累的企业可能无法支撑太久,破产或者兼并重组都是一种良性的选择。刚性兑付的逐渐打破将使信用定价更趋合理,引导资源得到更有效的配置,促进经济的改革转型。^{〔2〕}

一方面是债券发行向注册制目标迅速迈进,另一方面是信用债违约寒潮来袭,如何利用各方面契机推动信用债投资回归风险定价本源,提高市场参与者的风险意识和防范能力?如何促进债券市场化机制的加速成型,最终实现资源优化配置和经济结构调整?这些问题的回答都与信息披露制度密切相关。尽管债券市场改革多头监管、齐头并进的局面并未改变,但落实信息披露为中心的改革理念早已成为各方共识。信息披露是债券发行注册制的灵魂和核心,准确及时的持续信息披露对于活跃市场、提高市场定价的准确性、形成稳定有效的收益率曲线十分重要。有学者认为,公司债券的市场分立和多部门监管带来了法律制度和监管规则之间的竞争,公司债券发行条件的监管竞争呈现明显的“朝底竞争”趋势,而公司债券信息披露监管竞争则呈现“朝上竞争”趋势。^{〔3〕} 下一步,应当在证券法中统一信息披露规则,建立契合债券属性的、反映公司偿债能力变化的完整信息披露制度,包括定期和临时信息披露。

目前商法学界关于债券信息披露的研究主要集中在制度构建方面,哪些事项属于可能危及债券及时清偿能力的范围,进而应当属于债券信息披露的内容,从规范的角度研究如何构建不同于股票信息披露的债券信息披露制度。然而现有文献对于债券信息披露背后的治理动因考察比较薄弱。本文试图从一个更开阔的角度看问题,从公司债券治理与银行贷款治理对比的角度考察信息披露与债务治理的关系,揭示信息

〔1〕 曾令俊:“债券市场违约频繁发生 投资者要慎重选择标的”,载《时代周报》2015年10月27日版。

〔2〕 参见“盘点2015年债券市场十大新闻事件”,载中证网,http://www.cs.com.cn/gppd/zqxw/201512/t20151225_4871329_1.html,2015年12月31日访问。

〔3〕 时晋、曾赋:“市场分立与监管竞争——我国公司债券市场发展的法经济学研究”,载《制度经济学研究》2013年第1期。

披露制度如何影响债务治理,债务治理又如何作用于信息披露制度。

债务治理问题起源于代理成本问题。外部投资者与管理层之间形成了委托—代理关系。管理层的利益与外部投资者产生了差异,由此引发追求额外的津贴、进行次优投资以建造经营帝国等可以增加管理层利益的行为,形成股权融资的代理成本。相比而言,发行债务融资则有利于减少股权代理成本,提高企业的价值。尽管债务融资可以减少股权代理成本,却会产生另一种形式的代理成本,即在有限责任的保护下,一旦项目成功,管理层可以获取相应的利润,而项目失败他只需要承担有限的责任,债权人则会损失全部投资,管理层具有了依赖债务融资偏好高风险、高收益项目的强烈动机。^[4] 考虑到信息不对称的情况,承担大部分风险的外部投资者处于信息劣势地位,而拥有完全信息的管理层则无须承担企业全部风险,管理层存在极大的信息诈害激励。尤其当财务杠杆提高的时候(债务融资比例提高),债权人收益/亏损在公司资产结构中所占比例增大,此时所有经营者有更强的道德风险倾向,债务代理成本随之提高。^[5]

信息不对称是理解代理成本问题的关键,也是理解债务治理问题的关键。由于信息不对称,债权人无法了解债务人完全偿还债务本金和利息的可能性。为了保证债务的安全,债权人有监督债务人的激励,通过了解企业内部信息发挥破产威胁、财务约束和相机治理的作用,平衡治理结构主体的利益并降低代理成本。根据经济学的研究,债务治理效应主要体现在三个方面:一是由于债务定期付息产生现金流约束,从而约束管理者的在职消费,抑制了非效率投资行为,降低了代理成本。^[6]

[4] See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 315-317 (1976).

[5] 刘清江:“我国上市公司债务融资的治理效应研究——公司债券与银行贷款的比较”,南开大学博士学位论文,2009年。

[6] 由于债务的固定求偿权是以契约的形式固定下来的,契约要求企业用现金去偿付债务,这带来了两方面的约束:第一,偿付债务需要支出现金,这减少了企业的自由现金流,从而减少了管理层可用于获取个人私利的“自由资金”,相应减少了股权代理成本。第二,债务的固定求偿权是由法律或契约规定的,具有较硬的约束,促使管理层有效地担负支付未来现金流的承诺。否则,当管理层不能履约时,债权人将对企业提出重组或破产清算。

二是债务融资约束产生声誉约束,从而增加公司绩效。在债务融资中,债务人必须考虑债权人对自己的态度,一旦有违约记录,想要重新建立起声誉将付出极大的代价。三是由于债务的破产威胁效应而激励经营者努力工作,提高公司绩效。当企业进行债务融资后,负债率的上升提高了企业破产的概率,破产威胁的存在将能够促进管理层努力工作,降低了股权代理成本,从而债务被视为一种担保。^[7]

在这个过程中,获取信息的方式不同决定了债务治理方式不同。以英美为代表的发达资本市场国家实行以证券市场为主导的直接融资体制,公司主要通过发行债券从资本市场筹措债务资本,债券投资者在资本市场上获得公开披露的信息,通过债券定价机制发挥治理作用提升公司绩效,对银行贷款的依赖较小。而对于以日德为代表的银行主导制国家而言(日本实行主银行制,德国实行全能银行制),银行贷款作为公司主要的融资方式在公司治理中占有重要地位,银行既是公司最大的债权人又是公司的大股东,其通过强大的债务契约获得公司内部信息并积极参与公司治理,甚至能够直接参与公司的经营决策。由上述两种典型公司治理模式可以看出,债权集中程度不同,获取信息的方式不同,债务治理的作用机理也是不同的。目前我国上市公司的债务融资主要依靠银行贷款,但近几年企业债券(含公司债券)融资规模逐年上升,说明债券投资者在债权人中的地位逐年上升。那么,随着资本市场的不断发展,我国银行贷款和债券融资能否产生相应的治理效应呢?这两种治理的连接会产生何种效果?信息披露制度又如何改善债务治理效应?基于上述疑问,本文从债权人参与治理的作用机理差异出发,研究信息透明度对银行贷款和债券治理效应的影响。

二、公司债券治理与银行贷款治理的对比

(一) 银行贷款治理

银行的传统业务是间接融资。间接金融的本质,是银行通过自身

[7] 刘清江:“我国上市公司债务融资的治理效应研究——公司债券与银行贷款的比较”,南开大学博士学位论文,2009年。

信息生产的劳动(包括调研、监督、服务借款人)掌握了借款人的信息,并以此为依据实现风险定价,发放贷款。银行付出信息成本通过自由缔约获得企业的非公开信息,进而获得信息租金(包含在银行贷款的高利率中)。这些信息乃银行之私有资产。因此银行比分散的债权人有更多的动力来监督借款人,并通过垄断信息来保持借款者。

具体而言,银行贷款债权人可以通过以下方式获得债务人的内部信息,从而降低信息收集、分析和处理的成本。第一,因银行贷款大多期限较短,银行可以通过与债务人的多次、重复交易的方式获得债务人的更多信息。借助于债务的频繁到期和重复交易、重新签订债务契约,银行债权人获得了企业的大量内部信息。^{〔8〕}第二,与公司债券持有人或股票持有人相比,由于银行贷款是非公开发行的债务,且债权人往往数量少而集中,债务人更愿意向银行透露其经营活动信息,尤其是当这些信息涉及商业机密和知识产权时。第三,由于银行贷款的债务较为集中,银行投资于信息收集技术,可以通过规模效应降低其收集信息和评估债务人信贷质量等方面的成本,尤其是在银行为评估债务人信贷质量而聘请专业人士的固定成本较高而变动成本较低时。第四,银行作为金融服务中介,具有能够为债务人提供开户、结算和账务查询等金融服务的便利,这也使得银行比公司债券持有人更能了解债务人的经营活动和现金流的真实情况。通过上述方式,银行贷款的债权人能够充分获得企业的风险偏好、信誉、现金流、投资机会以及管理层的勤勉尽责程度等方面的信息,尤其是在债权人与债务人信息不对称较为严重时,这些信息对于缓解代理冲突更显重要。^{〔9〕}

由此可见,相对于公司债券持有人,银行贷款债权人最大的治理优势在于私有信息优势。银行在贷款期间持续性监管企业贷款的使用情况,其监管的频率与银行对借款企业的信用评级直接相关,信用评级越高贷款监管频率越低。如果发现借款企业存在违反信贷契约条款,或

〔8〕 在提供债务资金之前,银行可以通过在经营过程中积累的信贷经验来选择债务人,从而降低逆向选择发生的概率;在提供资金之后的持续监督过程中,银行可凭借信息优势增强与债务人讨价还价的能力。

〔9〕 刘清江:“我国上市公司债务融资的治理效应研究——公司债券与银行贷款的比较”,南开大学博士学位论文,2009年。

影响到期还本的因素,银行就会采取现场监督、改变信用政策、增加担保甚至是要求提前还款等应对措施。^[10]此外,贷款债权人的治理优势还与贷款契约的灵活性相关。银行债权人与债务人之间关于契约的重新谈判是一对一的协商,其谈判难度和成本明显低于公司债券契约,且不存在“搭便车”问题。^[11]

长期以来,我国企业融资结构多以银行贷款为主,这似乎是银行能够更有效克服信息不对称并为企业带来更高的金融配置效率之实证。然而,银行贷款债权人的实际治理效果并不理想,原因主要在于以下两个方面:一方面存在银行债权人的委托代理问题对治理效应的影响。银行贷款作为间接债务融资工具,形成了存款人和股东、管理层、银行职员之间的层层委托代理关系,进而产生代理成本问题。这在我国信贷中占据主导地位的国有商业银行中尤其突出。^[12]银行家的道德风险问题无法避免,从而产生了代理冲突,最终削弱了银行债权人发挥债权治理效应的能力。另一方面,银行预算软约束特征恶化了治理效果。^[13]银行预算软约束的存在,使得我国银行作为贷款的债权人失去了监督约束债务人的激励,而政府作为国有商业银行主要出资人的地

[10] 管理者为了避免出现违约的情况,会定期保留现金流进行还本付息,降低了管理者能够自由支配的现金流,从而限制了管理者的在职消费,激励管理者努力工作提高公司绩效。宋淑琴:“信息披露质量与债务治理效应——基于银行贷款与债券的对比分析”,载《财经问题研究》2013年第3期。

[11] 银行贷款契约是银行与债务人之间的双边、非公开的协议,因其具有的模糊性,使得银行贷款相比公司债券而言具有了灵活性、自由处置性和重复性的特点。例如,在建立了授信额度后,企业可以依据自身经营需要灵活地决定债务资金使用的时间和金额。而且当企业陷入短期流动性困境时,银行债权人可以继续向其提供贷款支持,甚至买回有问题的贷款。此外,银行还可以给予企业较低的利率,但条件是企业不进行高风险项目投资。这些交易大部分都未写入贷款契约中,所以这些承诺往往被看作是银行给予债务人的潜在“保险”。银行债务契约的可谈判性可以避免在企业仅仅是发生流动性违约时被债权人清算。沈艺峰等:“投资者保护与上市公司资本结构”,载《经济研究》2009年第7期。

[12] 国有商业银行高层管理人员的委派和调整均由政府部门决定,这使得他们在经营管理过程中更加注重的并非银行业务的经营好坏,而是政府政策意志的贯彻情况,以保住自己的位置和升迁机会。

[13] 银行预算软约束的形成源于银行业务的特殊性使得其业务具有“准公共产品”的性质,这种业务性质使得银行行为具有较强的外部性,政府从一开始就有支持的倾向。

位又强化了银行的软预算约束。加上在政府干预下,银行需要不时充当国有企业预算软约束的支持体,这进一步削弱了银行债权人发挥治理效应的动力和能力,最终导致了我国银行贷款债权治理效应的弱化。^[14]而银行预算软约束特征与银行信息之私有化特征又紧密相关。可以说,信息私有化既决定了银行贷款治理的优点,又决定了其局限性。

(二)公司债券治理

过度依赖银行贷款造成我国企业融资结构失衡,这已成为我国金融体系的长期隐患。大力发展公司债券市场以平衡企业融资制度之缺陷已成为不二选择。大量的研究表明,银行能因银企关系获得信息垄断地位并对借款人收取信息租金,而发行债券则打破了银行的信息垄断,降低了银行的信息租金。^[15]那么,公司债券持有人又如何获得信息呢?在直接金融模式下,银行承销债券,其付出的劳动包括调研借款人以及为整个债券发行过程提供专业服务。但银行调研获取的信息并非私有资产,而是向公众投资者披露,公众投资者以此来为债券发行定价。所以在直接金融模式下,银行作为承销商并非靠私有信息赚取租金,而是靠尽职调查(获取信息)和其他专业服务获取劳务费,信息之性质也由私有的信息资产转化为公开的信息商品。

信息之性质不同决定了公司债券持有人治理的方式也不同。相对于银行债务治理而言,债券治理效应不仅体现在现金流约束和破产威胁两个方面,债券投资者主要通过证券市场的定价机制来保护自身利益,从而激励经营者努力工作。当债券发行企业经营业绩下滑时,债券

[14] 例如,我国国有银行对政府关联企业的信贷资金不仅没有发挥应有的债权治理效应,反而增加了企业的自由现金流,扩大了企业管理层控制的资源,导致了管理者代理成本的上升和银行不良贷款的增加。刘清江:“我国上市公司债务融资的治理效应研究——公司债券与银行贷款的比较”,南开大学博士学位论文,2009年。

[15] 对上市公司的研究发现,当公司债券IPO之后,贷款价差有显著意义上的下降;并进一步发现,债券评级为AAA级公司相对于非AAA级公司享受了更大程度的贷款价差下降;并且这些贷款价差的下降在控制公司特征和贷款特征基础上仍然持续存在,也随着时间推移而持续。信息租金的影响对那些未上市的民营企业的影响会更大,研究这类企业进入公共债券市场时贷款利率的变化情况,将会提供关于银行赚取信息租金更充分的证据。参见陈迅、谭发清:“债券IPO影响了银行对垄断信息的定价吗?”,载《经济问题》2014年第3期。

违约风险增加,债券投资者抛售债券,债券价格下跌,债券融资成本上升。因此,债券发行企业为了降低融资成本,管理者会努力工作,提高公司绩效,向证券市场传递利好消息,提高债券价格。^[16] 尽管通过债券持有人大会、债券受托管理人等制度设计,债券持有人也可以如同银行贷款债权人一样积极参与公司治理,甚至影响公司重大事项的决策。但是考虑到利益冲突、召集成本、集体行动障碍等因素,债券持有人积极介入公司治理的激励并不高,尤其是在公开发行和交易的公募债券市场上,债券持有人更倾向于用脚投票,通过抛售债券的方式应对企业质量下滑和信用风险。

信息披露之公开性质决定了债券持有人治理“硬约束”的特点。与银行贷款相比,公司债券融资最大的特点在于其硬预算约束,这源于公司债券是直接融资工具,债券信息的公开程度较高。相对于公司债券,银行在处理债务问题时可能面临“投鼠忌器”的问题,其掌握大量企业的私有信息,可以随时通过债务再谈判进行债务重组,从而产生债务的“软约束”;而公司债券是公开发行和公开披露,借款企业与高度分散的债券投资者进行再谈判的成本很高,^[17] 这不仅使得债务契约的重新谈判十分困难,而且在债务人违约时政府可能顾虑干预债权人获取企业控制权会引发社会压力,从而放弃为了债务人利益而干预企业控制权转移以及随后的破产清算或重组,产生债务的“硬约束”。一般认为,这种硬预算约束特征决定了公司债券较之银行贷款更能发挥债权治理效应。

然而,债券投资者过于依赖公开披露的信息也是其治理劣势。银行具有识别借款企业会计信息盈余质量的能力,所以银行无论是在签订契约前还是在事后贷款监督中,都会利用其信息收集技术和专业分析能力,对企业提供的信息进行筛选、甄别和加工,去伪存真提高信息

[16] 宋淑琴:“信息披露质量与债务治理效应——基于银行贷款与债券的对比分析”,载《财经问题研究》2013年第3期。

[17] 一方面,与分散的债券持有人谈判会带来高昂的成本;另一方面,债券持有者在重新谈判中还存在“搭便车”问题,每一位债券持有者都想保持他对项目回报的原始要求权,而让其他人对其要求权进行再谈判。因此,企业债券持有人的分散化决定了债权人与持有人之间的重新谈判是较困难的。公司债券因此也被称为“硬”债务。

质量,同时结合长期放贷实践中积累的信贷大数据对企业真实信用进行评测,其结果与企业真实信用风险水平一般较符合。相比之下,公司债券是公开发行的债务,债券持有人的分散化和非专业化使得公司债券的债权人只能通过企业的标准化信息披露来获得相关信息,任何单独的持有人都会因为信息收集和评估成本过高而无法单独去收集、分析信息。同时公司债券期限较长,也难以通过重复交易的方式获取债务人的更多信息,限制了公司债券持有人缓解企业信息不对称的能力。更不能忽略的因素是公司管理者披露信息的选择性,管理者为了隐瞒关联交易、在职消费、过度投资等导致的企业信用下降往往选择运用盈余管理等会计争议手段策略性披露信息,甚至不惜财务造假粉饰业绩故意误导投资者。而缺乏获取私有信息途径的债券投资者在公开披露的信息中很难分辨管理者的代理成本和虚假陈述信息。可以说,债券持有人对公开披露信息的依赖决定了其治理效果(抑制大股东“隧道效应”和管理层代理成本)的局限性。^[18]

(三) 两类治理的连接趋势

获取信息的方式不同决定了上述两种治理模式各有优劣,将两者结合起来会产生何种效应呢?考虑到我国债券市场上机构投资者以商业银行为主,银行贷款治理与公司债券治理的连接具有极强的现实意义。从两类治理连接的角度,可以更清楚地看到信息披露与公司治理的互动关系。

1. 商业银行作为贷款人和债券投资者

在银行间债券市场上,商业银行是主要的机构投资者,因此商业银行同时作为一家企业的贷款提供者和债券投资者的情形并不鲜见。兼有这两种身份的商业银行具备信息优势的互补,作为贷款提供者所掌握的私有信息与债券投资者所了解的公共信息的互补。^[19]理论上而

[18] 参见田侃、李泽广、陈宇峰:“‘次优’债务契约的治理绩效研究”,载《经济研究》2010年第8期。

[19] 例如有研究发现,信用评级较高的公司在债券IPO后能够获得比信用评级较低的公司更大的贷款价差的下降,也即债券的信用评级越高,贷款利率越低,债券信用评级越低,贷款利率越高。Hale G, Santos J A., *Do Banks Price Their Informational Monopoly?* Journal of Financial Economics, Vol. 93, pp. 185 - 206, 2009.

言,信息互补的基础上会产生银行贷款治理与公司债券治理的效应叠加,通过贷款和债券定期付息的现金流约束以及债务的破产威胁效应,发挥降低代理成本、约束管理层在职消费、抑制机会主义投资行为的债务治理效果。上市公司的发债公告一般被视为资本市场上的利好消息,说明投资者对于债务治理效应比较有信心。兼具贷款人和债券投资者两种身份的商业银行可以综合运用预算软约束和硬约束的手段,发挥更加有效的债务治理约束作用。

然而上述治理效应的叠加存在一个前提假设,即信息结构的均衡,共有信息的披露结构与私有信息基本相同。若公共信息供给不足或占比过小,商业银行将产生利用内幕信息从事内幕交易获取信用差价的激励。这在美国发达的高收益债券市场上得到验证。高收益债券市场的发展极大地改变了美国公司债券市场的概念,使债券市场易受不当使用重大非公开信息的影响。机构投资者与投资银行,既是高收益债券的交易者,又是向发行人提供银团贷款的参与者。作为贷款人,这些高收益债券的投资者有机会委派代表过问并参与借款公司的经营管理,而投资银行更有机会获知借款公司有关收入与利润、资产购买与处置等方面的机密信息,由此产生了利用这些机密信息交易高收益债券的机会。类似的内幕交易案例在美国市场上频繁出现。^[20]目前我国高收益债券市场尚不发达,内幕交易问题也不突出,随着私募债券的推出和高收益债券的发展,应当谨慎关注此类内幕交易问题。

2. 商业银行作为贷款人和债券承销商/受托管理人

银行贷款治理与公司债券治理连接的另一种情况是,商业银行为贷款客户承销债券,包括担任受托管理人。从美国、日本等成熟资本市场经验看,商业银行为贷款客户承销债券的治理效应可分为正反两方面。

商业银行担任主承销商的正面效应主要体现为缓解信息不对称。在债券发行之前,如果商业银行与发行人已存在借贷关系,商业银行就可以获得资本市场中未公开的企业客户的私人信息,在完成债券发行之后,企业的业绩表现就会反映在商业银行所单独掌握的发行人专有

[20] 张子学:“浅析债券市场内幕交易的规制”,载《证券法苑》2012年第6卷。

信息内。当该企业受到市场环境等因素影响而出现经营下滑时,担任其承销商的商业银行可以通过释放其所掌握的有利于发行人的专有信息,缓冲市场环境等因素带来的不良影响,从而使该企业发行债券的长期违约率低于市场投资者预期。实证研究显示,在美国的债券发行中,同那些由独立的投资公司承销的债券相比,商业银行或其附属公司承销的债券违约率更低。另外,在美国债券市场中,商业银行还担当了保证角色。在商业银行向客户提供贷款并监管贷款的过程中,其能够通过审查企业的内部预算报告、监管生产及存货状况来获得一些信息,这些信息是外部投资者以及投资银行没法获得的。商业银行的信息优势使其承销债券的行为具有更强的担保效应。尤其是在垃圾债和信息敏感债的发行过程中,这一角色的作用更大。从美国的情况看,与投资银行所承销债券相比,投资者愿意为商业银行所承销的债券支付更高的购买价格。^[21]

商业银行担任主承销商的负面效应则在于可能引发严重的利益冲突。有观点认为,商业银行有较强的动因来承销那些财务出现问题的企业客户债券,而且需要以发行所募集资金来偿还这些企业所拖欠的贷款。在这一过程中,对于这些存在问题的企业,商业银行会利用信息优势来夸大企业的真实价值,以便从发行中获利,在保护其自身利益的同时,让外部投资者承担风险。而“价格折扣假说”则认为,随着新主体参与债券承销业务,商业银行为了抢占市场份额,会有更强的动力通过为投资者提供高收益来快速建立投资者基础。为此,商业银行会借助其之前与发行人的借贷关系,加大所承销证券的销售折扣率。实证研究显示,在日本等商业银行在金融体系中居主导地位的国家,主办行作为企业最大的借款人在企业的发展前景方面掌握着更多的信息,因此承销债券的价格折扣更大,由此增加了发行人的融资成本,支持了商业银行承销债券会引发利益冲突的结论。此外,在我国的制度环境下,债券承销商往往兼任债券受托管理人,还会引发更复杂的利益冲突和

[21] 刘彦:“商业银行为贷款客户承销债券的市场效应及启示”,载《债券》2014年第10期。

道德风险。^[22]

3. 信贷资产证券化

资产证券化是这样一种制度安排:发起人将缺乏流动性但能在未来产生可预见的稳定现金流的资产或资产集合出售给 SPV,由其通过一定的结构安排,分离和重组资产的收益和风险并增强资产的信用,转化成由资产产生的现金流担保的可自由流通的证券,销售给金融市场的投资者。资产证券化是一种把间接融资转变为直接融资的方式,概言之,银行先用储户的钱发放贷款,然后把贷款包装成债权证券发售给投资人。^[23]

通过信贷资产证券化,银行信贷市场与债券市场,银行贷款治理和公司债券治理得以连接。在这个过程中,银行须公开此前在授信过程中积累的关于基础资产之基本面和交易面的私有信息,由债券发行市场利用披露的公开信息为债券定价。在资产证券化操作中,银行成为信息中介,将私有的信息资产作为商品批发出去。通常银行要在以下几个环节进行资产和客户信息的传递和披露:向受让拟证券化资产的特殊目的载体(SPV)的董事(公司型)或受托人(信托型)披露,向信用评级机构披露,向信用增级和流动性便利提供者披露,在私募发行 ABS 时向机构投资者披露必要的信息,在公募发行 ABS 时根据证券法要求进行披露,向聘请的中介服务机构和专业人士披露。对于那些上市交易的 ABS,还要履行向社会公众和监管机构披露经审计的财务会计资料(包括定期的与不定期的)的义务,从而使有关的资产/客户资料成为人人皆可获取的公开信息。^[24]

[22] 刘彦:“商业银行为贷款客户承销债券的市场效应及启示”,载《债券》2014年第10期。

[23] 在这个过程中,银行将流动性较差的信贷资产,如银行的贷款、企业的应收账款,经过重组形成资产池,使这组资产所产生的现金流收益比较稳定并且预计今后仍将稳定,再配以相应的信用担保,在此基础上把这组资产所产生的未来现金流的收益权转变为可以在金融市场上流动、信用等级较高的债券型证券进行发行的过程。在2014年年底银监会、证监会提出备案制后,人民银行于2015年4月推出信贷资产支持证券的发行注册制,5月国务院会议确定新增5000亿元信贷资产证券化试点规模。在一系列政策红利的推动下,我国资产证券化市场发展正日趋常态化,市场规模持续增长,市场流动性提升。

[24] 洪艳蓉:“资产证券化信息披露研究”,载《证券市场导报》2005年第7期。

通过从私有信息向公共信息的转化,以及专业性信息收集与处理,资产证券化向市场传递了更准确和更有预测性的资产信息,不仅筹资者本身可以摆脱自身不利的财务状况和声誉,利用高质量的资产进行低成本融资,而且投资者也减少了对筹资者的监督成本和增进了对资产的了解,大大提高了投资安全。相比于传统商业信用融资模式,以资产信用实现“自我融资”的证券化被认为更有效率,是一种建立在信息收集、分析基础上进行资产收益和风险管理、分散与重新配置的新型融资方式。^[25]

然而证券化的结构融资属性延长了信用链条并造成信息披露透明性不足的问题。^[26] 传统“储蓄人—商业银行—借款人”组成的信用链条,在证券化主体和产品的结构性构造下,延长为一个以贷款为起点和主线,由借款人、商业银行、投资银行、保险公司、其他金融机构和众多投资者组成的长信用链条。资产证券化各个环节涉及的当事人较多,债权资产原始权益人(债权资产证券化发起人)或其股东、SPV 或其股东、会计师、律师、证券承销商、服务商在资产证券化运作中都存在不同程度欺诈的可能,证券化过程中所涉及的各种法律文件都有可能存在虚假陈述。资产证券化借由专业分工提高市场效率的同时也放大了风险传导的多米诺骨牌,欺诈和虚假陈述的泛滥极可能给投资者造成涟漪损害效应。^[27]

其中,尤其应当注意的是风险与治理的错位现象。信贷资产证券化的风险特点主要表现在把银行信贷资产的未来收益和附带风险一并通过证券化操作转移到购买债权证券的投资者身上。^[28] 然而,在风险转移的过程中治理激励并未随之转移。不同于传统债券投资,资产证

[25] 洪艳蓉:“资产证券化信息披露研究”,载《证券市场导报》2005年第7期。

[26] 证券化技术打破了贷款机构历来充当唯一资金融通中介的垄断地位,将其独立承担的吸收存款、发放贷款、持有贷款到期并负责本息回收的业务,分解为不同金融机构分工协作的专业活动;同时,贷款经由风险/收益重组和信用增级,被拆分成不同等级的ABS出售给风险偏好各异的投资者。

[27] 洪艳蓉:“重启资产证券化市场与金融监管——兼谈我国的制度改革”,载《证券法苑》2012年第6卷。

[28] 黄勇:“债权资产证券化信息披露:‘纵主横辅’模式探讨”,载《社会科学》2013年第12期。

券化投资者的注意力主要在集合资产池的结构设置、风险隔离和信用增级等方面，^[29]对于信用资产原始借款人的质量和信用不甚关心；SPV作为风险隔离的工具并不具备参与公司治理的能力，^[30]而银行将风险转移出去以后也失去了监督企业的动力（债权资产证券化中转移基础资产通常采取基础资产真实销售的形式）。这种治理真空的现象增加了基础资产发生风险的可能性。须知，无论资产证券化产品的设计多么复杂，投资者收益的根本保障取决于基础资产能否产生稳定收益，因此其根本风险均来自债权基础资产质量的信用风险。如果信贷资产借款人信用出现问题，必然影响基础资产的未来收益，而最终导致投资者投资利益的损害发生。基础资产的质量风险是债权型证券最原始的风险，而资产证券化在实现风险隔离的同时也造成了治理隔离，这种风险、收益、治理的错配特别值得警惕。这在美国资本市场上已有前车之鉴，本应借助第三方信用评级和金融机构自律而更透明的市场因证券化的长信用链条和复杂的产品结构变得更不透明，本应审慎从事业务的金融机构在利润最大化驱动下滋生过度承担风险的道德风险，风险不断累积和扩散最终演变为金融危机。我国在处置不良贷款背景下引入资产证券化结构融资，要特别注意防范公司债权治理缺位和债务约束失范的风险。

（四）对比的启示

上文总结了银行贷款治理与公司债券治理发生连接的几种情形以

[29] 传统证券风险信息与债权资产证券化风险信息在其分布方面、信息取向方面、信息披露法定义务主体方面具有较大的差异性。传统意义上证券信息披露内容取向是证券发行人自身整体经营状况、整体资产状况和全部债权债务状况作为信息披露的主要内容，而债权资产证券风险信息是以债权基础资产池集合为始点，沿资产证券化运作过程逐步展开，其风险信息主要分布在：支撑证券发行的能产生可预计稳定现金流的证券化基础资产的质量方面、证券化的基础资产通过资产出售隔离债权资产证券各风险源的方面、基础资产信用增级和偿付资产证券本息的信用担保方面、资产评估与信用评级方面、证券化基础资产未来收益现金流分配、偿付能力和基础资产安全性方面。参见黄勇：“债权资产证券化信息披露：‘纵主横辅’模式探讨”，载《社会科学》2013年第12期。

[30] 在资产证券化中，SPV被设计成限制对外投资、限制对外担保、限制经营范围的专门从事资产证券化的与发起人风险隔离和自身风险相对较小的特殊目的机构，建立一个与自身风险、与发起人风险和与基础资产原始债务人风险之间的“中介隔离带”。

及负面效应,包括内幕交易、转移贷款风险、债务治理缺位等。在我国,高收益债券市场尚不发达,因此上述问题尚不明显。但随着债券发行注册制的推进和各类配套改革的进展,在债券市场化定价机制成型的过程中这些问题会愈发突出。如何发挥银行贷款治理和公司债券治理联动的积极作用,如何打通信息披露与公司治理的关系,以下几个条件不可或缺。

第一,调整信息披露的结构,提高公共信息在信息供给中的比重。公共信息供给不足,信息披露结构失衡,容易滋生投机和内幕交易。应当改变制度性供给条件,加大共有信息在信息结构中的比重,减少商业银行贷款人利用私有信息牟利的机会,促进价值投资和债务治理效应显现。第二,惩罚虚假陈述和内幕交易等信息欺诈行为,增进信息披露的准确性和公平性,促进债券市场形成准确的交易价格曲线。第三,在金融加速创新的背景下重视诚信原则的适用,实现信息披露的信义义务化以及信义义务的诚信化,改变公司治理中债权人在权利配置上的劣势地位。

三、政策建议——打通信息披露与债务治理的良性循环

上文详细分析了两种不同的信息披露方式与两种不同的债务治理机制的作用关系。在我国公司治理存在控制股东滥权以及内部监督失灵的背景下,债权人以外部监督者的角色介入治理具有独特优势。可惜,目前我国的债券持有人治理尚未发挥明显的约束现金流、抑制在职消费、抑制非效率投资以及降低代理成本的作用。部分原因在于债券市场本身的制度性短板和市场化不足,更重要的原因在于债券信息披露制度存在硬伤,以及相对忽视了信息披露与债务治理之间的互动关系。如何打通信息披露与公司治理的关系?如何积极发挥两类债权人治理的联动效应?这是债券市场建设绕不过去的问题。

在此,笔者试图引入合作经济学中的博弈论工具来说明如何打通信息披露与债务治理之间的关系。博弈论是研究决策主体在给定信息结构下如何决策以最大化自己的效用,以及不同决策主体之间决策的

均衡。简言之,博弈论就是研究人们在各种策略的情况下如何行事。^[31] 现代非合作博弈的经典例子囚徒困境说明即使合作对双方都有利,由于缺乏信任和信息沟通,保持合作也是很困难的。博弈论认为,要实现合作博弈必须具备三个特征:^[32] 第一,权力配置是普遍的,每个博弈者都有能力令对方博弈者的境况更好或更糟。^[33] 第二,博弈是重复的,为行使权力提供了便利机会。^[34] 第三,公共信息是充足有效的,重复博弈诱发合作的附加条件就是博弈者需要公共信息。^[35] 换言之,在重复的囚徒困境格局中,每个博弈者都能获得一定的权力以及行使这一权力的普遍机会,加之私人信息的公共化,此即有利于出现合作的结构条件。那么,在债券投资者与债务人公司的博弈中,如何促进上述三个合作博弈的条件成就呢?

(一) 私人信息的公共化——扩大法定信息权利的范围

实现合作博弈的第一个条件是私人信息的公共化。不同于银行债权人掌握了制定格式贷款合同的主动权(可以通过自由缔约的方式获得私人信息)并可以进行灵活的债务谈判和重组,债券的发行条件(债券募集说明书)主要由发债企业制定,债券持有人(尤其是公募债券投资人)在合同约定的信息权利方面难有发言权,当发债企业发生信用风险事件时进行“一对多”的债务再谈判和信息权利再安排更是成本

[31] 博弈论可以分为合作博弈与非合作博弈。合作博弈强调的是团体理性,注重的是效率、公正、公平,结果一般是符合社会福利的;非合作博弈强调的是个人理性,注重的是个人最优决策和自身利益最大化,结果一般是违背社会福利的。参见[美]曼昆:《经济学原理上册》,梁小民译,机械工业出版社2003年版,第295页。

[32] 参见蔡立东:《公司自治论》,北京大学出版社2006年版,第79页。

[33] 在每一局博弈中,报酬表的结构使每个博弈者都有能力令对方博弈者的境况更好或更糟,实施自助制裁的权力催生了合作的诱因。

[34] 这意味着,在最后一局除外的其他各局中,时刻都有未来受报复的前景。无法避免的再次相遇构成了促进合作所必需的持续性关系,重复博弈则为行使权力提供了便利机会。

[35] 合作对信息有以下几项要求:首先,博弈者需要有关目前环境的精确客观的信息;其次,博弈者在选择战略时需要知道先前每局的报酬结构以及对方博弈者在这些局中所选择的战略,如果没有相关的历史知识,或者这些信息是私人的而非公共的,行动者就无法辨识并评价先前行为,进而不能正确调整自己未来的回应;最后,博弈者需要有关对方博弈者在此局中的真实选择的信息,如果连对手决策的真实性都无法确信,所谓自助制裁的权力也就成为空谈。

甚巨。这种信息成本极大地阻碍了债券投资者的治理激励。科斯定理的著名结论是,在一个信息稀缺、交易成本高昂的世界里,法律应当假设当信息充分、磋商没有成本时当事人将自愿达成怎样的协议并依此形成法律规则,进而促进当事人的协商效率。^[36] 伊斯特布鲁克法官和费希尔教授也认为,只有当缔约成本比较低且协商内容不确定的时候,契约安排才是有效的;如果缔约成本很高而且当事人明确知晓缔约目的则应由法律规则来替代之。^[37] 假设缔约活动没有成本,债券投资人和债务人会达成怎样的契约安排?毫无疑问,债权人会安排详尽的信息权利和监督权利,然而现实世界中高昂的信息成本和交易成本使得债权人出于成本收益的考虑而退出治理活动。此时应当由法律规定相应的债权人的信息权利(债务人的披露义务)来代替契约安排才是有效率的。

法定的信息权利相当于一种立法补贴(弥补债券持有人缔约能力的不足)。获得了立法补贴的债券持有人能够以更低的成本获得企业的真实信息,真实完整的信息披露才能保障债券市场价格曲线的准确形成,同时获得法定信息权利补贴的债券投资活动会有更强的治理激励和公共信息生产激励。要扩大法定信息权利的范围并有效实现私人信息的公共化,涉及公司法、证券法、破产法等商事主体法的全面安排。

1. 公司法

公司法是商事主体的基本组织法,债券持有人的基本信息权利应当在公司法层面上得到确认。目前公司法中关于债权人知情权的规定寥寥无几,主要集中在公司合并、分立、减资、清算处,^[38] 无法满足债权

[36] See Coase, Ronald H. The Problem of Social Cost, 3 J. L. ECON. 1, 1-5 (1960).

[37] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 J. L. & Econ. 425, 445 (1993); see also Roberta Romano, *Comment on Easterbrook and Fischel, "Contract and Fiduciary Duty"*, 36 J. L. & Econ. 447, 451 (1993).

[38] 公司合并时,“公司应当自作出合并决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上公告”;公司分立时,“公司应当自作出分立决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上公告”;公司减资时,“公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上公告”;公司清算时,“清算组应当自成立之日起十日内通知债权人,并于六十日内在报纸上公告”。

人的信息需求。建议我国公司法从信息公示和查阅权两个方面来确立债权人法定信息权利制度。

一方面,作为与《企业信息公示暂行条例》的衔接,公司法应当尽快确认公司负有及时公示企业信用信息的义务。信息公示义务是公司最基本的权利义务,涉及公司人格问题,也影响到企业相关民商事纠纷的解决,应当在公司法层面上加以确认和深化,为包括债券投资者在内的债权人行使权利提供明确的依据。第一,公司要通过年度报告定期公示企业信息,包括向潜在债权人(公众)公示企业存续状态信息、投资信息、认缴资本额、实缴资本额、出资时间、出资方式、股权变更、网络经营等信息,向现实债权人披露企业从业人数、资产总额、负债总额、对外提供保证担保、所有者权益合计、营业总收入、主营业务收入、利润总额、净利润、纳税总额等信息。^[39]第二,公司要通过临时报告不定期公示企业信息,包括认缴出资额、实缴出资额、出资方式、股权变更、行政许可取得及变更、知识产权出质登记、所受行政处罚信息等。第三,明确公司违反信息公示义务的法定后果和处理规则。

另一方面,我国公司法应当借鉴日本公司法典,明文规定债权人的查阅权制度。日本公司法典赋予了债权人强大的查阅权,股份公司和合同公司的债权人可以随时查阅公司置备的公司章程、股东名册、股东大会会议记录、会计参与资料、财务会计报表、资产负债表等,同时可以

[39] 按照《企业信息公示暂行条例》第9条的规定,企业应当向社会公示如下信息:企业开业、歇业、清算等存续状态信息;企业投资设立企业、购买股权信息;股东或者发起人认缴和实缴的出资额、出资时间、出资方式等信息;有限责任公司股东股权转让等股权变更信息;企业网站以及从事网络经营的网店的名称、网址等信息。此外,企业从业人数、资产总额、负债总额、对外提供保证担保、所有者权益合计、营业总收入、主营业务收入、利润总额、净利润、纳税总额信息由企业选择是否向社会公示。经企业同意,公民、法人或者其他组织可以查询企业选择不公示的信息。此处“公民、法人或者其他组织”指的是与企业公示信息有利害关系的债权人。

有条件地查阅董事会会议记录、监事会会议记录、委员会会议记录等。^[40]我国公司法可以考虑适度借鉴日本公司法,规定符合一定条件的债权人可以查阅公司置备的会议记录、财务资料和审计资料等。债权人查阅权可以迅速满足债券持有人的信息需求,并直接遏制债务人公司隐瞒信息的机会主义行为,因此其理应覆盖各类资产信息,包括资产结构信息、资产状态信息、资产流动信息等。当然,为保护债务人公司的商业秘密和正当利益,债权人查阅权需要受到一定限制。

2. 证券法

在公司法确认债权人基本信息权利的基础上,证券法应当针对债券的特殊性质设置区分性的信息披露制度,契合不同类型债券投资者的治理需求。

第一,区分股票信息披露和债券信息披露。《证券法》第三章第三节笼统地以“证券”为表述,实际是针对股票信息披露作出的规定,并未对债券信息披露加以特殊考虑。实践中为解决债券交易的信息披露问题,主要参考或采用股票临时信息披露标准或将之作为启动条件,带有依附性。然而股票与债券在基本法律属性上不同,前者更多依靠公司未来的经营业绩和盈利能力,后者更多地取决于公司在债券到期时的清偿能力。适用股票临时信息披露标准,无法准确向债券持有人揭示公司真正的信用风险,甚至造成“信息噪音”导致债券在无涨跌幅保护的情形下价格大幅异动,背离了债券市场通过价格形成机制实现债务治理效果的初衷。因此,应当建立契合债券特殊性质的包括临时信息披露在内的完整信息披露制度。专以偿债为主要内容的特殊经济能力构成公司债券信息披露的核心内容。凡有损于公司清偿能力,可能

[40] 参见《日本公司法典》,崔延花译,中国政法大学出版社2006年版。第31条(公司章程的置备和阅览)、第125条(股东名册的置备和阅览)、第318条(股东大会会议记录之查阅)、第371条(董事会会议记录之查阅)、第378条(会计参与的财务会计报表等置备和查阅)、第394条(监事会会议记录之查阅)、第413条(委员会会议记录之查阅)、第442条(财务会计报表等的置备及阅览)、第496条(资产负债表等的置备及阅览等)、第625条(合同公司债权人阅览财务会计报表的权利)、第801条(有关吸收合并等的书面文件等的置备及阅览等)、第951条(调查机关财务会计报告等的置备及阅览),等等。

危及债券及时清偿的事项,都应是债券信息披露的内容。^[41]

第二,区分发行信息披露和持续信息披露。《证券法》对债券的持续信息披露,除第65条、第66条规定发行人履行公开年度、半年度报告的要求外,没有类似第67条规定股票临时信息披露那样对可能影响公司清偿能力的重大事件要求发行人进行债券临时信息披露的规定,实践中对于债券投资者的信息权利保护非常不利。认识到持续信息披露对于评估发债企业信用风险的重要意义,《公司债券发行与交易管理办法》以及上交所、深交所相应的管理暂行办法中规定了临时披露的要求,公开发行人公司债券的发行人应当及时披露债券存续期内发生可能影响其偿债能力或债券价格的重大事项,包括信用评级变化、资产被采取强制措施、到期债务违约情况、新增借款或对外担保超过一定比例、放弃债权或财产达到一定比例、重大损失超过一定比例、涉及重大诉讼和行政处罚、偿债保障措施发生重大变化等。应当将这些规定加以成熟完善后纳入证券法之中,从基本法律的层面确认债券持有人对发债企业持续经营状况的知情权。

第三,区分强制性信息披露和任意性信息披露。除了要求发行人以法定方式为投资者披露法定信息的义务之外,证券法还可以通过任意性规则鼓励发行人自愿为投资者披露法定内容之外的信息。任意性规则包括选入型规则(Opt-in)和选出型规则(Opt-out)两种。选入型规则默认债券持有人没有此种信息权利,当且仅当双方有明确约定时债权人才有知情权,又称为补充性规则;选出型规则与此相反,即法律默认债权人享有此种信息权利,当且仅当双方有明确的排除约定时债权人才丧失知情权,又称为赋权性规则。这两者都属于任意性规则,但是经济效率大相径庭。在补充性规则下,债权人承担协商信息权利的缔约成本;在赋权性规则下,发债公司承担排除信息权利适用的缔约成本。证券法应当区分公募信息披露与私募信息披露安排不同的任意性规则,在公募信披之下规定赋权性披露规则,在私募信披下规定补充性披露规则。法律改变了默认的初始权利配置(default Rule),也就改变了双方博弈的力量对比。以资金用途为例,企业发债之后的资金使

[41] 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3期。

用情况和监管状况与发行人信用密切相关,对于非上市和高风险发行人更是如此。我国债券市场尚未建立关于债券募集资金使用情况的严格信息披露制度,即投资者在事前只知道募集资金用途为“补充流动资金”或者“调整债务结构”,但对于发行人具体如何使用并没有清晰的了解。^[42] 可以考虑以任意性条款的形式要求发行人以预算化的形式对资金用途进行持续、详细的披露,以增强对债券投资人的信息保护。

3. 破产法

作为公司法和证券法上信息披露义务的延续,破产法上也应当确立债务人对债权人的信息披露义务。前已述及,债务的破产威胁效应能遏制机会主义行为,激励经营者努力工作并提高公司绩效。由于我国目前破产案件受理通道不畅,破产法上的信息权利被相对忽视,实际上破产法作为市场主体的退出法是公司治理不可缺少的基本法,在破产程序中无论是债券持有人还是银行贷款人均有极强的治理动机。

考虑到在破产清算程序中享有担保物权的银行债权人可以优先受偿,而无担保、无抵押的信用债券持有人只能作为普通债权人在最后顺位受偿,甚至往往颗粒无收,债券持有人在破产程序中有推进重整程序并参与治理的强烈激励。而对于银行债权人而言,其担保物权行使在破产程序中受到诸多限制:银行追加物保可能受到破产撤销权的否定性评价,破产重整程序限制担保物权的行使,破产清算程序中存在优先于担保物权的超级优先权等。破产法对合同法规则适用的限制决定了银行债权人不能单纯依靠变现担保物,也要积极介入破产企业治理。这意味着银行债权人不能仅关注抵押物的保管、变现情况,也要关注清算程序中的管理人活动和重整程序中企业重组情况。

破产程序中债权人的知情权包括进入破产程序的知情权、债务人重大信息的知情权、债权申报阶段和审核阶段的知情权、对重整计划草案、和解协议草案和破产财产分配方案的知情权等。其中,对于破产企业治理意义尤为重大的是重整程序中的知情权。我国《企业破产法》

[42] 于峰:“债券发行人委托代理相关问题研究”,载《债券》2014年第11期。

对重整不同阶段的信息披露也做了规定,^[43]但总体来说还过于简单,与发达市场国家相比还有较大差距,尤其是欠缺从公司治理角度安排信息披露制度的思维。建议我国《企业破产法》从以下方面做出改进:第一,完善重整程序启动前的信息披露。在重整程序启动之前,应该向债券持有人等利害关系人披露充分信息,法院要在听取债权人意见的基础上才能决定是否启动重整程序。第二,充分重视重整计划表决前的信息披露。重整计划是整个重整程序的核心,计划的内容是否公正合理地保护了债权人利益,直接决定了计划能否在债权人会议上顺利通过并获得法院的支持。在重整计划表决之前,方案制定人应制定详尽的书面报告,送达利害关系人或者置于法院备查,否则不得就重整方案进行表决。第三,规定判断信息是否充分的标准。当债权人等利害关系人认为信息不够充分时,可以申请法院召开听证会。^[44]

(二) 普遍的惩罚权力——完善债券虚假陈述和内幕交易的救济制度

实现私人信息公共化之后,成就合作博弈的另一个重要条件就是博弈者掌握普遍而对称的惩罚权力。在每一局博弈中,报酬表的结构使每个博弈者都有能力令对方博弈者的境况更好或更糟,实施自助制裁的权力催生了合作的诱因。在债券发行与交易的博弈游戏中,发债企业具有利用信息优势诈害债权人的激励,信息不对称的结构也催生了债券投资者参与治理的激励。但从权力配置上看,在债券发行完毕后,发行人可以通过虚假陈述和内幕交易等手段变相恶化债权人地位,而债权人却缺乏约束发行人的有效手段。因此应当尽快完善信息欺诈的司法救济制度,赋予债券投资者惩罚博弈对手的普遍权力。

[43] (1)在提出破产重整申请之时或之后,债务人应当提交财产状况说明、债务清册、债权清册、有关财务会计报告、职工安置预案以及职工工资的支付和社会保险费用的缴纳情况等材料(第8条第3款,第11条第2款);(2)在对重整计划草案进行表决时,债务人或管理人应当向债权人会议就重整计划草案做出说明,并回答询问(第84条第3款);(3)在重整计划执行监督期间,债务人应当向管理人报告重整计划执行情况和债务人财务状况,管理人在监督期满时还应当向人民法院提交监督报告,以供利害关系人查询(第90条第2款,第91条第1、2款)。

[44] 陈英:“破产重整中的信息披露问题研究”,载《广西大学学报(哲学社会科学版)》2009年第5期。

债券发行人从事的信息诈害行为主要包括虚假陈述和内幕交易两种。由于我国债券市场通行刚性兑付,出现信用危机时往往有政府或者大股东为发行人兜底,这导致债券投资者对信息欺诈行为并不在意。但随着债券发行注册制改革的深入,债券市场打破刚性兑付并实现违约常态化是大势所趋,债券信息欺诈行为规制会愈发重要。债券市场虚假陈述具有不同于股票市场的特点,股票市场的虚假陈述往往表现为通过虚增利润、盈余管理等方式进行的虚假记载、误导性陈述和不正当披露,债券市场虚假陈述的典型表现则是重大遗漏,而且是故意为之的重大遗漏,即对于影响公司信用的重大事件(如对外担保、新增借款、重大亏损等)不及时披露。因此查处债券市场虚假陈述一定要针对其消极性的特点加以规制。不同于债券虚假陈述,债券内幕交易更具有隐蔽性,其在认定上也更有争议。内部人交易债券情况的不透明增强了他们利用信息优势从其他投资者处攫取利益的机会,这对于高收益债券尤其明显。^[45] 在内幕交易认定标准上,建议我国证券法采纳欧盟证券市场的“市场公平理论”,较之美国的信赖关系理论和盗用理论,该理论下内幕交易规制的主体与客体范围具备较大的弹性。同时应增强债券市场基本面与交易面信息的透明度,减少内幕交易发生的机会,并督促有关机构健全内部信息隔离制度与跨墙监督程序,阻断内幕信息的不当扩散与使用。^[46]

监管层已经意识到查处信息欺诈行为的重要性,2014年发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》指出:“加强对债券市场信息披露的监管,建立投资者保护制度,加大查处债券市场虚假陈述、内幕交易、价格操纵等各类违法违规行为的力度。”对于债券持有人来说,理论上可以通过灵活的债券合同条款防范虚假陈述和内幕交易,但是分散投资者的监控成本过大,成本收益比失衡,不如交给集中交易市场的组织者监控。由公共执法机构通过事后查处并处以行政处罚来威慑并保障债券市场的信息透明是必不可少的。

[45] 高收益债券的价值对发行公司的财务前景比较敏感,在交易规模、波动性、对经济周期的反应等方面更趋同于股票,因此内幕交易比较普遍,若不加规制会扰乱市场秩序乃至损坏债券市场发展的根基。

[46] 张子学:“浅析债券市场内幕交易的规制”,载《证券法苑》2012年第6卷。

然而真正要让投资者享有普遍的惩罚权力,必须建立完备的信息欺诈司法救济制度。2002年最高人民法院下发《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》,2003年又下发《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》,这两份文件均明确规定对于因虚假陈述行为引发的民事赔偿案件,法院应当采取单独或共同诉讼的形式予以受理,不宜以集团诉讼的形式受理。但是中国目前在证券诉讼领域推行的单独诉讼和人数确定的共同诉讼这两种诉讼模式既不能提供受害投资者所需要的救济,也不足以威慑、遏制相关市场违法行为。对于广大中小投资者而言,诉讼标的是如此之小,诉讼成本是如此之高,没有几个律师会代理这种小额分散的证券诉讼,更勿论法院实践中对此类诉讼所采取的诸多程序与实体上的不当限制。^[47] 如果建立证券集团诉讼制度,只要同样受害情形中的一人起诉,其他投资者均有权获得赔偿,其胜诉酬金制和原告自动加入制可显著提高司法效率并降低投资者的维权成本。贝卡利亚说,刑罚的有效性不在于刑罚的严厉性,而在于其必然性。此原理同样适用于证券市场的民事责任制度。应当通过修改证券法和民事诉讼法确立证券集团诉讼制度,成就债券投资者惩罚失信发行人的普遍权力,进而提高惩罚的普遍性和必然性,促进债券市场合作博弈的实现。

(三) 重复博弈——诚信义务下的信用约束机制

根据博弈论,重复博弈能够改变双方的信息结构和利益结构,对博弈双方形成可置信的承诺和威胁,有效地遏制机会主义行为并形成信用合作的共同信念。在重复博弈中最重要的是可信性,即动态博弈中先行行动的博弈方是否该相信后行动的博弈方会采取对自己有利或不利的行为,进而子博弈完美性是判断均衡是否稳定可信的重要依据。^[48]

[47] 任自力:“美国证券集团诉讼变革透视”,载《环球法律评论》2007年第3期。

[48] 在相同结构的重复博弈中,每个参与人在每个阶段选择的策略依赖于其他参与人过去的行为,在一次性博弈中不可行的威胁或诺言在重复博弈中会变为可信的,从而使博弈的均衡结果出现更多的可能性。参见王丽颖:“重复博弈:信用合作的逻辑路径选择”,吉林大学博士学位论文,2005年。

在我国债券市场上,重复博弈存在的最大问题就是信用约束机制的弱化。^[49]

企业信用约束机制弱化与中国公司治理的缺陷密不可分。中国公司的典型特征是一股独大,缺乏两权分离的经济现实和分权制衡的现代法人治理结构。在内部监督方面,监事会和独立董事往往形同虚设;在外部监督方面,中国公司法缺乏债权人和职工参与治理的制度。就上市公司而言情况更为复杂:(1)公司股权和控制权高度集中,民营企业的实际控制权牢牢掌握在第一代企业家手中,国有企业的控制权可以追溯到国资委等国有资本代表机构,它们对上市公司拥有重大事项决定权和人事任命权。(2)普遍存在“上市公司系”,实际控制人通过金字塔结构,直接或间接控制多家公司或对它们实施重大影响,子、孙公司、兄弟公司不少也是上市公司、新三板挂牌公司。(3)存在大量显性和隐性的关联方。由家族、同学、老乡、同事等组成的关联关系网,比英美公司的纸面合同复杂得多。^[50]因此,我国公司治理的核心问题是公司没有独立性,大股东及实际控制人很容易通过复杂的控制关系和关联关系侵占中小股东利益、损害债权人利益。没有公司的独立性,信息披露就会成为软约束,无法制约大股东通过“有限责任”向债权人转移风险的制度性激励。要增强公司的独立性,就要改变公司最基本的权利义务配置,改变公司董事行为选择的逻辑路径。学界广泛讨论的一种思路是,借鉴比较法的规定确立公司董事对债权人负有信义义务,违背信义义务损害债权人利益要承担相应的赔偿责任。相应的,债权

[49] 我国企业信用约束机制弱化表现在以下几个方面:一为商业信用的缺失,合同违约率极高且公司相互拖欠成为风气,合同欺诈手段繁多导致公司在市场交易中步步为营、如履薄冰;二为金融信用的缺失,公司大量逃废银行债务造成银行不良贷款比例大幅度攀升,债券发行人违约呈现山雨欲来之势;三为财务信用的缺失,企业采取伪造、模糊的方法做假账,各种假审计报告、假财务分析更是层出不穷导致会计信息严重失真。

[50] 王啸:“注册制落地要处理好资本市场五个基本国情”,载财新网,<http://opinion.caixin.com/2015-12-15/100888292.html>,2015年12月31日访问。

人与公司之间的合同从相机合同转化为关系合同,^[51]通过债权人的治理介入增强公司的独立性。

那么董事对债权人信义义务的内容如何确定呢?这要结合当前资本市场发展的大环境。近年来,全球范围内的金融创新异常活跃,金融衍生品大量出现,资产证券化快速发展,影子银行和对冲基金异军突起,围绕住房金融制度的创新如火如荼。顺应这个趋势,我国金融改革与创新的步伐也在加快。然而,金融创新给公司治理注入活力的同时也带来了创造性破坏。在金融创新的冲击之下,实体经济向虚拟经济转化,公司资本构成由单一化走向多样化,债券投资者由同质化走向异质化,权利、义务与责任配置由均衡化走向日益失衡化。金融创新的日新月异加剧了董事与债权人之间的信息不对称程度,不断延长的信用链条和复杂的产品构造使得模糊不清的信息进一步扭曲,加剧了市场信息不透明和各方的道德风险。在金融创新的背景下,应当将诚信义务(the duty of good faith)纳入董事对债权人信义义务的范畴,填补董事信义问责的“缝隙”。首先,引入董事问责的诚信路径,有助于加强信号传递机制,克服金融创新所带来的信息不对称“囚徒困境”,实现债务治理的积极效应;其次,有了诚信义务的问责路径,可以对董事行为进行全方位的约束,即以忠实义务涵摄董事谋私,以勤勉义务涵摄董事无能,以诚信义务涵摄董事失信;最后,法院可以借助董事的诚信规范来发现法律的漏洞补充方法,进而寻求克服成文法局限性之路径。^[52]

总之,在金融创新的背景下,董事对债权人的信义义务应当提升为诚信义务,董事应当在最大诚信原则下履行信息披露义务,期望以此路

[51] 一般而言,债权人与公司之间的合同是一个相机合同(contingent contract),其中双方力图对各种或有事件的处理作出详细的规定,尽管完备的相机合同是不可能的,因为当事人无法在缔约前预见所有偶发事件,也无力承担完全缔约的成本。而股东与公司之间的合同则是一个关系合同(relational contract),其以信义关系基础上的信义义务来处理各种偶然事件和不确定性事件。如果能够在制定法上确立公司董事对债权人的信义义务,那么债权人与公司之间的相机合同就会转变为类似股东与公司之间的关系合同。See e. g., William Wilson Bratton, *The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds*, 3 WIS. L. Rev. 667, 669-671 (1984).

[52] 李安安:“金融创新与董事信义义务的重塑”,载《证券法苑》2012年第7卷。

径能够打通信息与信用的关系,打通信息披露与债务治理的关系,真正实现债券交易的信用约束机制,促进债券市场合作博弈均衡的实现。监管层对于债券市场信用建设也非常重视,提出完善发行人信息披露制度,建立债券发行人信息共享机制,强化债券市场信用约束等改革目标。其中,要特别重视建立债券发行人信息共享机制,借助大数据的手段实现信息互联互通,建立完备的企业诚信档案和信誉约束机制。《公司债券发行与交易管理办法》第47条规定,“公开发行公司债券的发行人及其他信息披露义务人应当将披露的信息刊登在其债券交易场所的互联网网站,同时将披露的信息或信息摘要刊登在至少一种中国证监会指定的报刊,供公众查阅。”在此基础上,可以探索建立一个集中的债券信息披露平台化查询系统,并力图实现与其他信用信息平台的数据对接,包括工商总局的企业信用信息公示系统、中国人民银行的金融信用信息基础数据库、最高人民法院的执行信息公开网、商务部的商务领域信用信息系统、国资委和商务部合作设立的全国行业信用公共服务平台等。

结 语

信息与信用的关系是这个时代的主题。对于非上市公司,工商系统大力推行以信息公示为基础的信用监管,国家工商总局局长张茅指出:“通过行政法规构建统一的企业信息公示体系,明确企业信息公示范围,实现信息资源共享,强化企业信用约束,促进企业诚信自律,靠信用手段来实现市场经济的健康发展。”对于上市公司,证券发行注册制改革已成定局,时任中国证监会主席肖刚指出:“注册制实施后要坚决落实以信息披露为中心的监管理念,将注册审核的重点转移到督促企业向投资者披露充分且必要的投资决策信息,强化事中事后监管,全面加强对于欺诈发行和虚假信息披露的惩罚力度。”对于债券市场改革,强化债券市场信用约束机制是关键,《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中指出:“完善发行人信息披露制度,提高投资者风险识别能力,减少对外部评级的依赖,强化债券市场信用约束。建

立债券发行人信息共享机制。探索发展债券信用保险。完善债券增信机制,规范发展债券增信业务。强化发行人和投资者的责任约束,健全债券违约监测和处置机制,切实防范道德风险。”可以说,信息与信用不仅是债券市场制度改革的重心,而且是中国公司治理转型的基本方向。本文试图围绕这个主题,从公司债券治理和银行贷款治理对比的角度来分析信息披露与债务治理的互动关系,并从合作博弈的角度提出相应的政策建议。文中很多观点并不成熟,还望抛砖引玉,引发学界对此问题的进一步分析研判,形成大数据时代信用信息法律问题研究的合力。