

发行人高管对公司债持券人之 义务刍议

杨忠孝* 郭靖祎**

摘要: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。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。《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。与高管对公司、股东的义务不同,高管对债券持有人义务处于动态调整状态。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。

关键词: 高管 公司债 发行人 债券持有人 义务

* 华东政法大学经济法学院教授、博士生导师。

** 华东政法大学经济法学博士研究生。

2007年8月14日证监会《公司债券发行试点办法》的颁布正式标志企业债券与公司债券分开发展,公司债券发行备受追捧。好景不长,受金融危机影响,2008年至2009年间公司债券暂停发行近一年。2009年7月重新发行后,公司债券市场再次得到快速发展。^[1] 伴随已发行的公司债券逐渐进入兑付期,债券市场似乎步入多事之秋。“11超日债”债市首现违约、“10中钢债”央企首单违约、“ST湘鄂债”打破本金刚性兑付、“15山水SCP001”引发富国基金诉讼维权等逐渐打破我国债券市场刚性兑付的神话,向投资者自担风险的方向发展,债券兑付遭遇新常态。在认识并适应新常态的过程中,债券市场步入结构调整期,亟待对投资者权益保护作出制度性安排,以适应未来债券市场中对投资者保护机制的常态化需求。为贯彻落实党的十八届三中全会决定和国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中关于规范发展债券市场的目标,^[2] 2015年1月15日中国证券监督管理委员会颁布《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》)。该办法与《公司法》、《证券法》结合,初步探索建立债券市场投资者保护机制,包括债市准入阶段投资者适当性管理;债券发行阶段信用评级及信息披露制度;债券管理阶段持有人会议和受托管理人制度等。

在《管理办法》为保护投资者利益所做的一系列制度安排中,特别关注了发行人高管^[3]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公司其他利益关系人的义务。^[4] 发行人高管作为发行人治理的核心,对发行人的重要作用集中在两个方面。一方面债券价值的基础取决于发行人的质量,而债券发行人的价值主要依赖其高管;另一方面是发行人高管在利益分配机制中具有决定性

[1] 参见白月明子:“我国公司债券的发展历程与展望”,载《中国外资(下半月)》2012年第7期。

[2] 《证监会发布〈公司债券发行与交易管理办法〉》,载中国证监会网, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztl/zcjd/201503/t20150320_273772.html, 2015年12月15日访问。

[3] 本文提到的“高管”是指公司董事、监事和高级管理人员的统称。

[4] 参见《公司债券发行与交易管理办法》第5条。

影响。作为利益关系的集合体,对于包括股东、债券持有人等在内的利益关系人保护均需要通过发行人的行为来完成。发行人对债券持有人义务分为法定义务和债券募集说明书约定的义务。债券募集说明书由发行人单方制作,债券持有人在购入债券时并无谈判的余地,故应规定发行人对债券持有人法定义务,以适当加强对债券持有人的保护。而发行人高管在上述发行人与债券持有人有关联的行为中,应当遵守特殊规则。《管理办法》确定了高管对于债券持有人区别于公司其他利益关系人的义务。但该规定对高管义务的内容和范围尚不尽完善,有待进一步细化和研究。笔者亟待从时间维度上分为募集发行、治理参与和兑付清偿三个阶段,针对发行人高管对于债券持有人的义务进行分析与研究,以促进《管理办法》更好地实施,维护证券投资者的合法权益,保证债券市场的健康发展。

一、现状剖析:持券人领域高管义务的难题突破

(一) 探索与实践

根据传统公司法理论,公司是向债权人承担责任的主体,债权人通过与公司的约定保障自身权利。高管作为公司的管理机关仅对公司负责,一般无须向债权人承担责任。随着公司理论研究的深入,学者们逐渐发现高管与债权人之间的关系并非因公司的存在而一成不变。一方面,根据“相机治理理论”,公司在不能负担债务的情况下,公司控制权由股东转至债权人行使,^[5]由于股东出资消耗殆尽,债权人利益的实现即成为公司的最大利益,高管实质上是对债权人承担义务。另一方面,根据“利益相关者理论”,伴随现代公司“股东会中心主义”向“董事会中心主义”逐步发展,高管成为公司的实际控制人,当其行为损害公司财产甚至清偿能力时,也损害了债权人利益。因此高管在公司正常经营状态下,也应当对债权人承担义务,作为高管对于公司义务的一种

[5] 参见丁广宇:“论有限责任公司债权人权利的回归——基于相机治理理论的探讨”,载《法商研究》2008年第2期。

特殊表现。英国、美国、日本、韩国等众多国家通过判例法或成文法就公司董事对债权人责任义务进行了规定。^{〔6〕}我国法律出于担忧董事责任盲目扩大、影响董事履职等原因,目前尚未接受公司高管对债权人的义务,^{〔7〕}虽然在公司法、证券法、破产法中有零星规定,^{〔8〕}但缺乏系统科学性,无法给予公司债权人应有的保护。

债券持有人不仅是投资者的一种,也是发行人一种特殊的债权人。公司债是发行人对外长期巨额的借款,面向社会大众募集资金,发行人的履行能力和履行状态关系到众多公司债债券持有人的利益实现。如果将债券持有人对公司的权利限制在公司无法承担债务之后,不仅不利于对广大债券持有人的保护,引发社会矛盾,而且易诱发发行人通过发行债券转移经营风险。因而无论从保护投资者角度,还是从给予债权人平等权利角度,发行人高管对债券持有人负有义务均是应有之义。《管理办法》在我国法律全面接受和构建高管对债权人义务制度之前,就债券持有人这样一种特殊债权人群体给予超前和特别的保护,应属一种尝试和突破。从另一方面来看,在高管对债券持有人义务制度上的局部突破,可以在一定程度上推动高管对债权人义务体系的发展和研究。

(二) 审视与反思

然而,《管理办法》中并未对发行人高管特殊的“勤勉尽责”做出进一步系统、详尽的规定,存在下述一系列疑惑和问题,有可能使高管“勤勉尽责维护债券持有人权利”成为“纸面上义务”,无法切实履行和实践。

首先,该《管理办法》未对“勤勉尽责”做法律界定。我国《公司法》第147条规定高管的忠实义务、勤勉义务和其他义务,在英美法中亦有

〔6〕 参见王伟炜:《债权人参与公司治理研究》,中国政法大学博士学位论文,2011年。

〔7〕 参见冯果、柴瑞娟:“论董事对公司债权人的责任”,载《国家检察官学院学报》2007年第1期。

〔8〕 例如,《公司法》第112条;最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》第13条;《证券法》第68条、第69条;《破产法》第125条、第128条等。

关于董事注意义务的规定,^[9]均给予高管不同义务以明确的界定和区分。然而该《管理办法》中,在规定“发行人及其控股股东、实际控制人应当诚实守信”同时,对于高管仅采用“勤勉尽责”的表述,是否暗示发行人高管仅需“勤勉尽责”而无须“诚实守信”。此外,“勤勉尽责”是否等同“勤勉义务”,还是一并涵盖我国公司法下的其他义务和英美法中“注意义务”,《管理办法》未给出进一步的解释,使得高管“勤勉尽责”的内涵外延不清晰明确。

其次,该《管理办法》缺乏“勤勉尽责”具体内容的规定。公司法中虽然对于高管对公司忠实和勤勉义务的提法也仅限于第147条,但公司法第148条、《上市公司章程指引(2014年修订)》第97条及第98条中做了进一步的详细规定,从正面规定和负面禁止两个方面界定了高管对公司义务的具体范围和内容。《管理办法》除第5条规定外,仅第13条中规定了发行人高管“在债券募集说明书上签字,承诺不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”的职责,其他条文中并无对于“勤勉尽责”的内容进一步规定,造成高管对债券持有人的义务范围模糊。实践中很难仅凭“勤勉尽责”原则性的规定判断高管是否妥善履行对债券持有人的义务。

最后,该《管理办法》缺乏对高管违反“勤勉尽责”义务承担何种责任的规定。《管理办法》第13条规定了高管对发行人“不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”的承诺承担“相应法律责任”,除此之外没有出现其他规定。《管理办法》第66条规定“发行人、债券受托管理人等违反本办法规定,损害债券持有人权益的”承担行政责任,但高管作为负有保护债券持有人权利的重要主体之一,是否也应属于责任主体。缺乏对高管违反义务的责任规定,使得高管不履行“勤勉尽责”也不承担任何责任或受到任何处罚,在制度构建上不够科学严谨。

综合笔者上述分析,不难看出高管对债券持有人忠实勤勉义务制度的构建尚处于初级阶段,相关规定较为原则和粗略,缺乏系统性和完整性,有待对原则性规定进行精细化探索和研究。

[9] 参见胡晓珂:“论我国《公司法》修改中对董事注意义务规则的完善——兼析业务判断规则对董事注意义务的衡平”,载《中央财经大学学报》2005年第4期。

二、价值取向:持券人参与发行人治理模式选择

以发行人高管对债券持有人承担特殊义务为逻辑起点,制度构建面临着模式选择的议题。下文将通过一体与分立、静态与动态、概括与具体三个方面的探讨,对高管对债券持有人义务制度模式的选择提出笔者的观点。

(一) 一体与分立的选择

高管作为公司的组织机构,基本的职责和义务均是针对公司的。伴随侵害公司、股东、债权人权益的事件频发,公司董事败德行为泛滥的原因逐渐暴露,高管对第三人责任缺失即是其中之一。^[10] 学界对于高管责任和义务的研究分为两类,一类是将高管对股东和债权人的责任一并作为高管对第三人责任的研究,另一类是将高管对股东责任和对债权人责任分开研究。是选择将两种责任制度合并构建还是分开独立构建,取决于两种责任制度的保护对象是否一致。股东通过出资或认购股票获得股权,是公司的所有人,全体股东共同行使选任董事、监事的权利,属于公司的内部人。而债权人是通过合同或侵权等行为与公司产生债权,其与高管之间没有直接的法律关系,属于公司的外部人关系。^[11] 相应地,高管对股东义务的目的在于保护股东的股权,而对债权人义务的目的在于保护债权。而股权又因其兼具投票权、表决权、知情权、分红权、优先认购权和剩余财产分配请求权等多项权能,无法通过单一模式实现有效保护。

随着对金融消费者保护研究的深入,股票持有人和债券持有人在证券市场中均被作为金融消费者或投资者进行保护。但金融消费者保护是从保护金融市场中弱势群体的角度分析,着力点在加强金融监管、

[10] 参见吴建斌、吴兰德:“试论公司董事第三人责任的性质、主观要件及规则原则”,载《南京大学学报》(哲学·人文科学·社会科学)2005年第1期。

[11] 参见廖大颖:《公司债法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》,台湾正典出版文化有限公司2003年版,第85~86页。

规范市场行为等。^[12] 然而从公司治理角度探究,股票持有人和债券持有人因法律地位和享有的权利不同,很难在同一制度安排下实现同等的保护目标。因此,笔者主张单独构建高管对于包括债券持有人在内的债权人责任制度。

(二) 静态与动态的选择

董事、监事均由股东会或股东大会选任,高级管理人员由董事会聘任。高管对于公司的义务是自其被聘任开始,需始终履行的,特别是有限责任公司的董事和监事,还需承担任期后的善后义务。^[13] 与此同时,高管义务的范围和具体内容也较为确定。^[14] 高管中的董事、高级管理人员对股东的义务,学界讨论认为可以界定在某些特殊情形,包括“股东为行使股东权而实施的法律行为需依赖董事提供信息和咨询的场合”、“董事直接与股东进行法律行为”、“公司收购发生的非常时期”、“封闭公司中的董事对其他股东承担信义义务”等。^[15] 虽然高管中监事对股东义务不仅法律无明确的划分,但已可以初步看出,高管对于公司和股东的义务范围具有较为明晰的边界。

然而,高管对债权人的义务有特殊之处。根据“利益相关者理论”,债权人享有权利保护是因其在公司中投入了一些资本或有价值的东西而承担风险。^[16] 基于对债权人所承担风险给予有力保障的逻辑起点,债权人权利应当随其所承担风险的大小而有所变化。在债权人权益获得保障的范围内,债权人对公司享有的债权占公司资本比例越高,债权人对公司经营承担的风险也越大,相应地,高管对于债权人的义务也越重。根据相机治理理论,公司控制权是随公司经营状况变化而变化的,当公司已经不能负担债务时其控制权应当自动转移至权

[12] 参见刘迎霜:“我国金融消费者权益保护路径探析——兼论对美国金融监督改革中金融消费者保护的借鉴”,载《现代法学》2011年第3期。

[13] 参见《公司法》第45条、第52条。

[14] 参见《公司法》第147条、第148条,《上市公司章程指引(2014年修订)》第97条、第98条。

[15] 参见杜永波、杨秀清:“董事对股东的义务及股东直接诉讼问题探析”,载《新疆警察高等专科学校学报》2008年第2期。

[16] 参见王伟伟:“债权人参与公司治理研究”,中国政法大学博士学位论文,2011年。

益受损方,债权人即为其中之一。^[17] 换言之,高管对于债权人的义务并非一成不变,当债权人获得公司控制权时,高管对于债权人的义务将伴随债权人从公司外部进入内部的过程,发生质的转变。

对比高管对公司、股东义务和对债权人义务发现,高管对公司和股东的义务内容和范围相对稳定,较为单一纯粹的静态模式制度设计可以起到相应的保护效果。高管对债权人义务处于可变状态,因而制度构建过程中应充分考虑不同阶段对债权人保护的方式和程度不同,对高管义务采取分阶段、多层次的动态模式制度设计,实现有效保护。

(三) 概括与具体的选择

高管中董事、监事、高级管理人员共同构成公司的组织管理机构,但三者因其产生方式、职权范围不同,其责任和义务也有所差别。一方面,三者产生方式不同,董事会和监事会由股东会决定;而高级管理人员由董事会决定聘任和解聘,直接对董事会负责。另一方面,三者的职能分工不同,董事会是公司的决策经营机构和股东会的执行机构,高级管理人员负责公司日常经营活动,监事会则负责对董事、高级管理人员的监督和检查。因此,虽然三者均为公司的管理机构,仅将其义务做概括的规定,似乎缺乏一定的科学性和合理性。

分析现有法律规定,也可以初步推测立法者也倾向于在具体职能的分配和职责的承担上,对三者做一定区分。《公司法》第147条对于高管对公司的忠实勤勉义务的规定并未区分三者不同的职权和地位,但在第148条禁止性规定又仅针对董事和高级管理人员。同时,《公司法》第152条在赋予股东对董事、高级管理人员行为司法救济规定中,未将监事纳入规制的范围。《证券法》第68条规定上市公司高管应当保证上市公司披露信息真实、准确、完整,但具体职责的规定中做了区分,“董事、高级管理人员应对公司定期报告签署书面确认意见”,“监事对董事会编制的定期报告进行审核并提出书面审核意见”。通过上述条文,立法者对高管中董事、监事和高级管理人员分别做具体制度安

[17] 丁广宇:“论有限责任公司债权人权利的回归——基于相机治理理论的探讨”,载《法商研究》2008年第2期。

排的意图可见一斑。

通过上述分析,笔者认为在制度构建中应分别对董事、监事、高级管理人员的义务做出具体规定,而非概括地对三者义务做笼统性规定。

三、制度构建:高管义务与持券人保护的阶段论

公司债券是公司发行有价证券的方式,向社会公众的一种举债,以募集总额巨大、期限长为特点。同时因其在证券市场流通,债券持有人众多且不特定。因此确保发行人在公司债券存续期间的偿还债务能力即成为公司债相关制度构建所关注的重点。发行人高管对债券持有人义务制度的构建,也应充分考虑债券持有人权利行使集合的特点和证券市场公开、公平、公正原则及诚实信用原则。

证券市场公开、公平、公正原则及诚实信用原则赋予债券持有人充分的知情权,并且对应发行人承担的持续强制信息披露的义务,债券持有人的知情权也应当贯穿债券发行及之后的整个过程中。同时,债券持有人基于其债权人的身份,也当然享有向债务人要求偿付的权利,即受偿权。但债券持有人因其上述特点,当出现影响发行人偿付能力的情形时,仅仅知情而无力改变并非有力保护,因而也应赋予其一定程度上参与改变的权利,即参与权。如上文分析,高管对债券持有人权利处于动态变化中。故下文从时间维度上,根据债权债务关系产生至履行的过程,将公司债券发行交易过程分为募集发行、参与治理和兑付清偿三个阶段,在每个阶段下讨论发行人高管对债券持有人义务的内容和范围。根据《公司法》及相关法律法规的规定,忠实义务、勤勉义务及其他义务应做区分,但因本文篇幅有限,并未做具体的区分,期待另在后续文章中做相关讨论。

(一) 募集发行阶段保护:以债券持有人知情权为重点

债券发行阶段,即公司向投资者发出要约建立合同关系的阶段。在该阶段,发行人与潜在投资者之间尚未建立债权债务法律关系。但与一般债权债务法律关系的建立不同,公司债券的发行是借证券市场

进行公开交易制度,^[18]证券市场公开、公平、公正基本原则对参与者要求强制信息披露,通过信息披露促进各参与方信息对称,建立投资者对市场的信心。^[19]而投资者也通过发行人披露的信息决定是否投资该发行的债券,是否与发行人建立债权债务关系。按照债券市场的惯常操作,也即公司债券募集说明书中通用的条款“投资者认购或持有公司债券即视为同意债券募集说明书中有关发行人、债券持有人、债券受托管理人等主体权利义务的相关约定”。^[20]债券募集发行阶段披露信息给投资者,不仅是将合同相对方(发行人)情况,也是将合同条件(债券发行条款)告知投资者,由投资者决定是否购买该公司债券。

从上述分析来看,投资者在债券募集发行阶段只是债券的潜在持有人,对其保护的重点是给予其机会充分了解该债券发行条件及其发行人情况,做出判断是否购买并最终自行承担相应的风险。换言之,即给予债券(潜在)持有人以充分的知情权。《证券法》第64条和《管理办法》第43条规定,公开发行人公司债券的应公告公司债券募集办法和财务会计报告。同时,《管理办法》第43条对非公开发行人公司债券的发行人也做出了规定,应当按照募集说明书约定履行信息披露义务。

然而,信息披露虽然是发行人的义务,实际履行该义务的是发行人的高管。因此高管作为信息披露义务的实际履行主体,其对潜在债券持有人的义务也应当以保证债券持有人充分知情权为目标和范围。虽然整个过程中董事、监事、高级管理人员参与程度不同,但三者各自完成相应环节,是否募集发行公司债是由董事会决策,具体的操作执行如募集说明书的制作、财务会计报告准备等由高级管理人员安排,监事对募集说明书、财务会计报告做出审核。因此三者对最终信息披露的结果应当共同承担责任。同时,《管理办法》第13条也保留了一定的空

[18] 参见廖大颖:《公司债法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》,台湾正典出版文化有限公司2003年版,第100页。

[19] 参见彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2005年版,第14页。

[20] 参见“15花园02”、“15天富侠”、“15长影01”等债券的《公司债券募集说明书》,载巨潮资讯网, <http://www.cninfo.com.cn/cninfo-new/disclosure/bond>, 2015年12月19日访问。

间,用“但能够证明自己没有过错的除外”保护了对虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏不负有责任的人员。

债券募集发行阶段,发行人和投资者之间尚未建立法律关系,但为了保护投资者充分知情权供其作出投资判断,发行人高管对信息披露义务的履行应当成为重点。

(二)参与治理阶段保护:以债券持有人参与权为核心

投资者一经购买发行的公司债券,其与发行人之间的债权债务关系即已确定。但在债务履行届满之前,即公司债发行期间,如何确保发行公司财务状况良好、能够按照约定届期履行还本付息义务、充分保护公司债券持有人利益,是公司债管理的难点。作为普通债权人,持续了解债务人经营状况,享有充分的知情权,是对其最基本和应有的保护。但作为公司债券持有人,仅赋予其知情权而无法采取补救措施,易引起债券持有人内心不安而要求发行人提前履行,并导致发行人通过证券市场筹措资金的目的落空且影响证券市场的稳定。因此,在公司债券参与治理阶段,需要继续确保债券持有人享有知情权,同时也有必要赋予其一定参与改变的权利,也就是债券持有人的参与权。

保护公司债券持有人权益,各国采用的制度有大陆法系的债权人会议制度和英美法系的债券受托管理人制度;我国台湾地区兼采两种制度,以公司债权人会议制度为主。^[21]我国在该制度设计中,也吸收和借鉴了两种制度,并对两种制度的职能做了初步的分工,尝试解决债券持有人集体决策问题。然而无论采取何种管理制度,该制度决策的结论能够在发行人产生作用并且落实,才达成对债券持有人保护的目标。因此,高管作为发行人的管理机关,其对债券持有人在何种程度上承担何种义务,就成为应有的议题。

债券公开发行后,发行人应负有持续的信息披露义务,包括中期报告、年度报告、重大事件报告等。非公开发行债券也应当按照约定履行信息披露义务。高管在此期间仍对披露信息的真实、准确、完整承担义务,是发行阶段高管强制信息披露义务的一种延续。通过高管对发行人信息披露义务的执行,债券持有人可以获悉或者通过受托管理人持

[21] 参见刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第145~147页。

续关注“发行人和保证人资信状况、担保物状况、增信措施及偿债保障措施的实施情况”，“债券存续期内发行人募集资金的适用情况”，“发行人履行信息披露义务”等。^[22]对于高管而言，出现可能影响债券持有人权益的事项时，在妥善履行披露义务的同时，还应当建立与债券持有人的有效对话机制，给予债券持有人充分话语权，提高对发行人治理的参与度。《管理办法》对于债券受托管理人和债券持有人会议在发现发行人存在问题、可能带来其不能偿债的风险时，仅规定了“召集债券持有人会议”、“要求发行人追加担保”、“依法采取行动”等决策建议，但在落实层面并无规定。笔者认为，“参与治理”毕竟并非进入诉讼和执行，针对的是风险的初级阶段或问题的萌芽，因此落实参与权的效力实际上是给予双方畅通的对话机制。例如，通过监事会邀请债券受托管理人列席，参与对董事和高级管理人员行为的建议；董事会邀请债券受托管理人列席，听取公司经营计划，对公司内部管理机构设置提出建议等。为保障受托管理人能够真正享有行使参与权的机会，董事会、监事会应当向受托管理人承担及时通知并如实提供资料的义务，并且董事和高级管理人员应当接受受托管理人监督。

在参与治理阶段，通过发行人高管履行持续的信息披露义务，以及董事、监事及时通知并如实提供资料义务和董事、高级管理人员接受监督义务的履行，能够让债券持有人监督权的行为并非停留在关注发行人状况的阶段，而是更大程度地参与到发行人公司治理中，在可能损害债券持有人利益发生的情形发生时有提出意见和参与决策的机会，将债券持有人功能更大程度上发挥出来。

（三）兑付清偿阶段保护：以债券持有人受偿权为主旨

如债券存续期间发行人状况良好，且届履行期限时支付本息不存在任何问题，则债券持有人经过兑付后与发行人之间债权债务法律关系即告终结。但如发行人届期不能偿还，则出现债券违约。由于证券市场流通的债券具有分散性和流动性，债券违约产生影响巨大，甚至带来大型公司的倒闭，如安然公司、雷曼兄弟、德克萨斯电力集团等。当发行人财务状况严重恶化，资不抵债、明显缺乏清偿能力时，启动救助

[22] 参见《公司债券发行与交易管理办法》第50条第1款、2款、4款。

处置、破产重整或清算程序,则按照公司法、破产法的相关规定进行。^[23]但在进入破产程序之前,如果通过挽救措施可以避免进入冗长、复杂的法律程序解决债券持有人受偿问题,则可能容易为债权债务双方所接受。

发行人出现危及偿债能力的情形时,如“发行人减资、合并、分立”、“保证人、担保物或者其他偿债保障措施发生重大变化”、“管理层不能正常履行职责”、“预计发行人不能偿还债务”等,债券受托管理人将通过履行职能方式或召集债券持有人会议,采取追加担保、行使担保权利、要求发行人采取增信措施(包括限制发行人债务及对外担保规模、限制发行人对外投资规模、限制发行人向第三方出售或抵押主要资产)等方式,参与发行人公司救治。^[24]与债券参与治理阶段相比,债券持有人对于发行人公司的干预程度更强,逐渐从外部人转向内部人。有观点认为,可以通过债券受托管理人派员进入发行人董事会、监事会,成为董事会、监事会成员,参与公司重大经营决策和对公司经营、财务状况监督,实现债券持有人对公司的治理。^[25]但笔者认为受托管理人一旦成为董事或监事,即因赋予其身份而造成其对发行人股东也需承担义务,可能存有利益冲突。因此,笔者建议仅给予受托管理人在发行人董事会对外担保规模、对外投资、向第三方出售或抵押主要资产等方面的一票否决权,但在其他经营管理方面仍应当给予发行人高管一定的空间。为保障债券持有人充分享有一票否决权,发行人董事会应当及时通知债券受托管理人与会,高级管理人员或董事应当就需表决事项向受托管理人做详细说明并如实提供资料。由于债券受托人一票否决权的行使不同于股东,存在不被尊重和执行的风险,因此董事、高级管理人员还应当负有不得执行被否决事项的义务,同时监事应当对董事和高级管理人员负有监督义务。

在兑付清偿阶段,特别是发行人履行能力出现问题情况下,高管除了要进一步履行持续的披露义务外,还应当分别就债券持有人参与公

[23] 参见吴伟央:“债券违约应对处理法律机制探析”,载《证券法苑》2014年第13卷。

[24] 参见《公司债券发行与交易管理办法》第50条、第55条和第56条。

[25] 参见刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第217页。

司危机治理承担相应义务。董事应当负有通知义务,高级管理人员应负有详细说明并如实提供资料义务。对于债券受托管理人否决事项的决议,高管应当共同承担遵守执行的义务。

上文对于高管在债券募集发行、参与治理和兑付清偿三个阶段对债券持有人义务进行了分析和探讨,但无救济即无权利,对高管违反义务的救济规定亦是对债券持有人权利的保障。《公司法》中给予股东派生诉讼或个人诉讼的救济途径用以保护股东利益,笔者建议对债券持有人的救济也可以借鉴股东派生诉讼和个人诉讼制度。

四、结语

在债券市场逐渐市场化趋势下,刚性兑付已经成为过去式。监管者对于证券市场的监管是对投资环境和市场秩序的保护,但对投资者个人权益的保护仍应当依靠法律保护 and 制度保护。债券持有人作为投资者的一种,对其权益的制度性保护有待进一步细化和完善。《管理办法》已经充分注意并重视债券持有人权益保护的制度性建设,并在发行人高管对于公司债持券人义务方面制定了特殊规则。然而,发行人高管作为公司治理的核心,其对公司债持券人义务的范围、内容和履行方式等尚有待相关规则给予具体的规范和指引。对于发行人高管对公司债持券人义务的研究,既可以通过对具体义务内容进行讨论,也可以通过董事、监事、高级管理人员不同职务承担义务的不同进行区分。笔者在本文中的观点仅是从时间维度上,对高管在债券募集发行、参与治理和兑付清偿三个阶段对债券持有人义务的动态变化进行了分析,以期从不同角度审视和探讨建立更为科学、合理的发行人高管对债券持有人义务制度。