

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

王升义*

摘要:2008年银行间债券市场“中期票据”被叫停案例、2009年“新黄浦”公司债券担保效力案例在一定程度上折射出我国公司债券法律制度存在数量较少,内容简单,法出多门、相互割裂的弊病。为此,需要从多个角度和维度完善我国公司债券法律制度。

关键词:公司债券 证券法 案例

相对于股票,目前我国的公司债券^①法律制度存在明显的不足:一是数量较少,《证券法》、《公司法》中关于公司债券都只有少量原则性的规定,且《证券法》中证券发行、证券交易等制度主要是针对股票设计,公司债券方面既没有专门的法律,法规、

* 上海证券交易所法律部员工。

① 此处“公司债券”是广义上的公司债券,即公司或企业发行的、在一定期限还本付息的有价证券,包括《公司法》和《证券法》规定的“公司债券”、国务院《企业债券管理条例》规定的“企业债券”以及央行《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》规定的“金融债券”、“非金融企业债务融资工具”。本文除特别指明外,“公司债券”均取广义。

规章、市场业务规则的数量总体上也较少；^②二是内容简单，无论是发行审核、信息披露还是持续监管等，相关规定大多是粗线条的规定，在一些具体问题上还存在疏漏，如缺乏关于公司债券持有人组织的一般规定；^③三是法出多门、相互割裂，证监会主管的“公司债券”（指证监会令第49号《公司债券发行试点办法》规定的“公司债券”）、发改委主管的“企业债券”、央行主管的“金融债券”与“非金融企业债务融资工具”^④等分别形成了相互独立、差异显著的制度，并形成银行间债券市场与交易所债券市场两个相互割裂的市场以及割裂的监管体系。

近年来，国内外债券市场上先后发生了一些案例，也在一定程度上反映或折射出我国公司债券法律制度的缺陷。本文选取了两个比较典型的案例，通过对个案的分析，对我国公司债券法律制度与相关实践进行梳理，并提出制度完善的初步建议。^⑤

一、关于“公司债券”的界定与债券市场监管的统一：2008年银行间债券市场“中期票据”被叫停案例^⑥

2008年4月，央行发布2008年1号令——《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，据此推出“中期票据”，其发行仅需在

^② 据不完全统计，除《公司法》、《证券法》两部法律和《企业债券管理条例》一部行政法规外，人民银行发布的公司债券类规章及规范性文件约40件、银行间市场发布的公司债券类业务规则20余件，中国证监会发布的公司债券类规章及规范性文件约10余件，证券交易所发布的公司债券类业务规则约40件。而股票的相关法规、规章、规则总计多达数百件。

^③ 《公司法》、《证券法》、《企业债券管理条例》等法律、行政法规均无公司债持有人组织的规定，目前仅证监会部门规章《公司债券发行试点办法》第26、27条确立了公司债债权人会议制度，但其并不能适用于该办法规定以外的公司债券。

^④ 根据央行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第20条的规定，央行主管的“短期融资券”亦纳入“非金融企业债务融资工具”范畴，统一适用该办法。

^⑤ 对案例可从许多角度进行考察，本文对案例的分析预设了不同的角度，主要是为了避免交叉、重复。

^⑥ 在历史上短期融资券一度也曾被叫停过，而且停止的时间长达8年（1997-2005年），主要原因是执行货币政策与维护金融秩序。参见马琳：“短期融资券发行的历史借鉴和发展建议”，载《金融实务》2006年第3期。

银行间市场交易商协会注册即可。由于条件宽松、程序简易、期限合适、发行和交易便捷,“中期票据”推出后仅仅两个多月的发行量就超过了公司债券半年的发行量,直至6月20日,被有关方面叫停。^⑦同年10月6日,央行宣布有条件地恢复“中期票据”发行。^⑧

尽管被叫停3个月后“中期票据”再度开闸,但与之相关的法律问题至今仍悬而未决:“中期票据”、“短期融资券”等“非金融企业债务融资工具”是否属于“公司债券”?银行间市场“金融债券”、信贷资产证券化中的“资产支持证券”是否属于“公司债券”?进而言之,国务院《企业债券管理暂行条例》规定的“企业债券”是否属于“公司债券”?上述证券的公开发行业与交易应否一并适用《公司法》、《证券法》的相关规定?

对此,笔者认为:

(一) 发改委主管的“企业债券”和央行主管的“金融债券”、“非金融企业债务融资工具”大多可归入《公司法》规定的公司债券范畴,应统一适用《公司法》、《证券法》有关公司债券的规定

根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第2条的规定,“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。而《公司法》第154条第1款对“公司债券”的定义为“本法所称公司债券,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。”因此,除了发行人是未采用公司形式的企业外,“非金融企业债务融资工具”本质上与公司债券并无不同,其中“中期票据”的期限多为3-5年、^⑨“短期融资券”的期限为1年以内,实际上可分别称为“中期公司债券”、“短期公司债券”。之所以采用“非金融企业债务融资工具”、“中期票据”、“短期融资券”等似是而非、令人费解的名称,无非是为了规避《公司法》和《证券法》相关规定的适用,特别是公司债券发行

^⑦ “为何叫停中期票据”,载《21世纪经济报道》2008年6月24日。

^⑧ “央行同意非金融企业中期票据恢复发行”,http://news.xinhuanet.com/fortune/2008-10/06/content_10152969.htm,2010年8月20日最后访问。

^⑨ 市场上已经出现期限5年以上的中期票据,例如,2010年5月“中石油”(指上市公司)和中石油集团分别发行了200亿元、50亿元的7年期中期票据,2010年7月“中国建筑”获准发行200亿元的10年期中期票据。

条件、发行政程序、交易场所与交易方式等规定(《公司法》第154条第2款、155、160条,《证券法》16-18、39、40条等)。而这也正是“中期票据”一度被叫停的原因之一。^⑩同样,银行间市场“金融债券”大多也应归入公司债券范畴,“企业债券”中公司制企业发行的债券也应属于公司债券。^⑪至于资产支持证券,则应视其是否具备“约定期限还本付息”的特征,而将其界定为公司债券或《证券法》规定的“其他证券”。^⑫只要被界定为公司债券,原则上就应一体适用《公司法》、《证券法》有关公司债券的规定。

还应指出的是,“中期票据”、“短期融资券”其实都不是《票据法》规定的“票据”(汇票、本票、支票)。“中期票据”、“短期融资券”与汇票、支票的差异显而易见,与本票尽管在发行人、出票人到期须支付一定金额这一点上非常相似,但更多的是不同:(1)本票具有见票即付特征,只要持票人出示本票要求付款,出票人即应无条件支付,而“中期票据”、“短期融资券”则非见票(券)即付,只有在约定的期限届满时发行人才须还本付息;(2)“中期票据”、“短期融资券”具有融资功能,其发行人通过向他人发售“中期票据”、“短期融资券”而取得相应资金,而本票的出票行为则不存在融资;(3)《票据法》第73条第2款规定“本法所称本票,是指银行本票”,其出票人只能是银行,故《票据法》对企业本票并未规定,^⑬而“中期票据”、“短期融资券”的发行人则都是

^⑩ “中期票据被暂停 凸显债市协调问题”,<http://www.caijing.com.cn/2008-07-03/100072790.html>,2010年8月20日最后访问。

^⑪ 对此也有不同的观点,参见沈炳熙:“发展公司债券市场的几个认识问题”,载《中国金融》2007年第8期。

^⑫ 在我国已发行的资产支持证券中,证监会按资产管理计划形式批准的大多由第三方提供担保,其本质上与公司债券无异,例如,2005年8月、2006年3月中国国际金融有限公司设立的32亿元“中国联通CDMA网络租赁费收益计划”、103.15亿元“中国网通收款资产支持受益凭证”专项资产管理计划就分别由中国银行、中国工商银行提供无条件的连带责任担保;银行间市场批准的资产支持证券则通常无担保安排,例如,中国建设银行、国家开发银行2005年12月发起的30.17亿元“建元2005-1个人住房抵押贷款支持证券”、41.77亿元“2005年第一期开元信贷资产支持证券”。参见洪艳蓉:“中国资产证券化的制度竞争与协调”,载《证券市场导报》2006年第9期。

^⑬ 有人指出,这恰恰是《票据法》的缺陷,参见史玉伟:“短期融资券亟需立法保驾”,载《银行家》2005年第7期。

银行以外的非金融企业;(4)《票据法》第78条规定:“本票自出票日起,付款期限最长不得超过二个月”,而“中期票据”、“短期融资券”的期限分别为一般3-5年、3-12个月。

(二)按发行主体是否属于公司制企业将企业债券划分为公司债券、非公司制企业债券的“二分法”没有实际意义,应将非公司制企业债券纳入《证券法》对公司债券的集中统一管理之下

在现有制度的安排下,按照《公司法》设立的公司根据《证券法》规定发行的债券为“公司债券”,根据国务院《企业债券管理暂行条例》规定发行的债券为“企业债券”,而由于现行《公司法》、《证券法》制定在后(2005年10月修订通过)且效力层次高于1993年修订通过的《企业债券管理条例》,基于上位法优于下位法、新法优于旧法的法律适用原则,只要是按照《公司法》设立的公司发行的债券都应受到《公司法》、《证券法》的调整,而《企业债券管理条例》则应仅适用于非公司制企业或者未按《公司法》规范的“公司”^⑭发行的债券。

但就非公司制企业发行的“企业债券”而言,其本质上与《公司法》、《证券法》规定的“公司债券”并无不同,都是企业发行的需按期还本付息的有价证券,因此并无单独立法之必要;从实践来看,公司债券、非公司制企业债券的“二分法”人为地造成法制的割裂与市场的割裂,降低了市场整体的效率。^⑮因此,应将非公司制企业债券纳入《证券法》对公司债券的集中统一管理之下。

(三)“短期融资券”有其特殊性,可维持现有监管制度

“短期融资券”类似于美国的“商业票据”(Commercial paper),后者

^⑭ 我国第一部《公司法》于1993年12月29日经八届全国人大常委会第五次会议通过,自1994年7月1日起施行,该法第229条规定:“本法施行前依照法律、行政法规、地方性法规和国务院有关主管部门制定的《有限责任公司规范意见》、《股份有限公司规范意见》登记成立的公司,继续保留,其中不完全具备本法规定的条件的,应当在规定的限期内达到本法规定的条件。具体实施办法,由国务院另行规定。”国务院据此于1995年7月3日发布《关于原有有限责任公司和股份有限公司依照〈中华人民共和国公司法〉进行规范的通知》,要求1996年12月31日前完成按《公司法》及其配套法规进行规范的工作。理论上,自1997年1月1日起应不再有未规范的公司。

^⑮ 陆文山:“债券市场发展及与配套制度建设的若干问题”,载《证券法苑》(第二卷),法律出版社2010年版。

一般是指“以融资为目的、直接向货币市场投资者发行的无担保本票”。^⑯但如前文所述,“中期票据”、“短期融资券”在我国并非《票据法》规定的“票据”,而是企业债券的一种。

由于“短期融资券”的主要功能是为企业提供流动资金而非各种投资资金,偿还期限较短(我国为一年以内,美国为270日以内),且一般只向机构投资者发行,不对社会公众发行(我国仅向银行间市场合格机构投资者发行,美国“商业票据”的购买者主要是货币市场基金、商业银行、投资公司和非金融公司等),因此,境外对此类产品通常豁免证券公开发行的审批或登记手续。^⑰例如,尽管美国1933年《证券法》第2(a)(1)条和1934年《证券交易法》第3(a)(10)条的“证券”定义中都将“各种票据”(any note)包括在内,但后者明确将发行日至到期日不超过9个月的短期商业票据排除在“证券”之外,并分别通过144规则(Rule 144)与144A规则(Rule 144A)、1933年《证券法》第4(2)条及对该条予以细化的D规则(Rule D)等对向“合格机构购买人”(QIBs)发行、向数量有限的美国有经验的投资者发行等私募情形做出豁免在SEC注册的规定。^⑱类似的是,欧盟2003年《招股说明书指令》(Dir 2003/71/EC)对仅向合格投资者发行、最低面额或认购金额5万欧元(即将修改为10万欧元)以上的债券以及每个成员国受要约人数低于100人的发行均豁免适用公开发行的规定。^⑲

目前,我国对“短期融资券”发行与交易的监管与境外做法类似,实践中并未适用《证券法》、《企业债券管理条例》的相关规定。^⑳但由此产生一个法律问题:如果“短期融资券”向合格机构投资者发行超过

^⑯ 周荣芳:“美国商业票据市场的实践及其启示”,载《南方金融》2005年第5期。另参见鲁志水、张志亮、孙岚:“从美国CP市场看我国企业短期融资券的发展”,载《商场现代化》2006年9月(下旬刊);“短期融资券在美国”,载《投资北京》2006年第6期。

^⑰ 袁敏:“国际商业票据市场的发展与借鉴”,载《证券市场导报》2005年第12期。

^⑱ 李建伟、王喲人:“美国证券私募发行豁免规则的修正及启示”,载《证券市场导报》2008年第9期。

^⑲ 邱永红:“欧盟对上市公司信息披露的监管协调及启示(上)”,http://article.chinalawinfo.com/Article_Detail.asp?ArticleId=41873,2010年8月20日最后访问。

^⑳ 从《企业债券管理条例》第37条关于“企业发行短期融资券,按照中国人民银行有关规定执行”的规定来看,尽管并未将短期融资券排除出企业债券范畴,但对其适用另行制定的特别规定。

200 人的,是否构成《证券法》第 10 条规定的证券公开发行?如构成,是否须经依法核准?对此,建议参照境外做法,即如证券仅向机构投资者或合格投资者发行,可豁免其按照《证券法》规定申请公开发行的核准。

(四) 银行间债券市场的独领风骚和交易所债券市场的日渐式微,在很大程度上折射出企业债券(发改委主管)、公司债券(证监会主管)在制度设计上的滞后

近年来,交易所债券市场与银行间债券市场在债券品种、发行量、托管量、交易量等指标上的差距越来越大。仅举两例:2009 年,银行间市场与交易所市场的现券成交金额分别为 464,833.76 亿元、3394.95 亿元,^①后者不到前者的 1%;2010 年上半年,非金融企业债券的发行中,银行间市场的“短期融资券”、“中期票据”分别占比 43% 和 35% (合计达 78%),企业债券(发改委主管)、公司债券(证监会主管)则分别只占 17% 和 5%。^②究其原因,除了国家政策调整(特别是 1997 年要求商业银行退出证券交易所的债券交易^③)、央行的强力推进、企业融资的现实需求等因素外,银行间债券市场在制度上的优势^④和由此带来的市场效率的优势至关重要,特别是:产品与交易机制创新的限制较少,《公司法》、《证券法》几乎不适用,《人民银行法》、《商业银行法》仅有原则性规定;^⑤发行条件宽松,包括放宽发行人财务指标与募集资金用途要求,发行利率、发行价格和所涉费率以市场化方式确定,发行规模实行余额管理、期限实行上限管理等;发行程序简捷,实行注册制和一次注册分次发行;交易便利,在交易参与人以商业银行为主的基础上

① “交易所债券市场正逐步被边缘化”,载《中国证券报》2010 年 7 月 2 日。

② 《2010 年上半年债券市场和非金融企业债务融资工具市场概况》,参见中国银行间市场交易商协会网站 <http://www.nafmii.org.cn/Info/326109>,2010 年 8 月 20 日最后访问。

③ 参见中国人民银行 1997 年 6 月 5 日《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》(银发[1997]240 号)。

④ 参见前引陆文山:“债券市场发展与配套制度建设的若干问题”,载《证券法苑》(第二卷),法律出版社 2010 年版。

⑤ 参见金永军:“债券市场内外微观交易结构的趋势分析”,载《证券市场导报》2009 年第 4 期。

开放其他金融机构与非金融企业等机构投资者参与,实行做市商制度,交易方式多样化;实行以自律管理为主的监管等。学界对此有不少分析,^②这里不赘述。

(五)立法建议

1. 修改《证券法》第2条,扩大“证券”的范围,将“公司债券”改为“公司债券及其他企业债券”或直接改为“企业债券”,从而将包括发改委主管的“企业债券”、央行主管的“金融债券”与“非金融企业债务融资工具”在内的所有企业债券均纳入《证券法》的统一调整,同时废止现有的独立的“企业债券”、“金融债券”与“非金融企业债务融资工具”制度。

2. 鉴于以公司制为核心的我国企业制度改革已推行多年,或可更进一步要求具备法人资格的企业一律采用《公司法》规定的公司形式(目前发行债券的企业都是法人,独资、合伙企业尚不能发行债券),由此其发行的债券自然而然地归入公司债券而适用《公司法》、《证券法》的规定。

3. 删除《证券法》第17、19、20、23、26等条中关于债券发行审核由“国务院授权的部门”与“国务院证券监督管理机构”两家承担的规定,改为“国务院证券监督管理机构”集中统一负责。

4. 公司债券仅向合格投资者或机构投资者发行的,豁免适用《证券法》关于发行核准、信息披露等的规定,但合格投资者或机构投资者的认定应由《证券法》作出规定,且此类债券的转售也应限于合格投资者或机构投资者之间。

5. 将《企业债券管理条例》、《公司债券发行试点办法》和央行、银行间市场有关“金融债券”与“非金融企业债务融资工具”的规定,整合为统一的行政法规《企业债券发行与交易管理条例》。同时,制定另一部行政法规《政府债券发行与交易管理条例》,将现有的国库券以及其他以政府信用为基础(包括政府提供担保)发行的债券(如目前的铁道部债券)纳入统一监管。

^② 参见郑先炳:“我国非金融企业债券市场制度变迁分析”,载《中国金融》2008年第13期。

6. 为提高公司债券市场的效率,可根据债券种类、发行主体、发行对象等的不同,设定差别化、多样化的发行条件,如引入 WKSIs^{②7} 制度、逐步取消“累计债券余额不超过公司净资产的 40%”的规定;^{②8}允许公司债券采用“储架注册”(Shelf Registration)、^{②9}私募发行^{③0}等发行方式;简化公司债券的发行程序,逐步从审批制、核准制、备案制过渡到注册制。^{③1} 为此需修改《公司法》、《证券法》及其配套法规、规章的相关规定。

7. 建立交易所债券市场、银行间债券市场、银行柜台债券市场的互联互通(包括资金、信息、交易品种、交易参与人、交易与登记结算系统等的联通^{③2})和监管协调机制。

二、关于公司债券的担保:2009 年“新黄浦”公司债券担保效力案例

经证监会核准,2009“新黄浦”公司债券 10 亿元于 2009 年 12 月

^{②7} WKSIs 是 Well Known Seasoned Issuers 的缩写,即知名成熟发行人。美国 SEC 通过的 405 规则(Rule 405)对 WKSIs 做了界定。

^{②8} 这一规定被称为“企业债券融资的天花板”,参见程志云:“企业债欲破 40% 资产上限,银行间市场扩容疾行”,载《经济观察报》2009 年 11 月 23 日。

^{②9} “储架注册”是指证券发行申请经一次注册后,发行人可在一定期限内分次发行的制度。参见杨文辉:“美国证券市场的储架注册制度及启示”,载《证券市场导报》2006 年第 9 期。我国已初步建立储架发行制度,见《公司债券发行试点办法》第 21 条、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具发行注册规则》第 18 条。

^{③0} 银行间市场在国债、央行票据、金融债券方面已有定向发行(私募)的实践,参见张明合:“非金融企业债券私募发行大有可为”,载《证券时报》2010 年 7 月 8 日。

^{③1} 1987 年制定、1993 年修订的《企业债券管理条例》和 1993 年制定的《公司法》、1998 年制定的《证券法》对企业债券、公司债券的发行实行审批制;2005 年修订的《公司法》、《证券法》确立了公司债券发行的核准制,国家发改委随即发文对企业债券的发行实行核准制;2005 年央行颁布的《短期融资券管理办法》规定短期融资券发行实行备案制;2008 年央行颁布的《非金融企业债务融资工具管理办法》规定非金融企业债务融资工具发行实行备案制。

^{③2} 参见高坚:“中国债券市场发展的制度问题和方法研究”,载《财经科学》2007 年第 12 期。

18日公开发行。上述债券由公司关联方中国华闻投资控股有限公司(以下简称华闻控股)^⑤提供全额、不可撤销的连带责任保证担保。2009年12月24日,华闻控股的两个股东人民日报社企业管理清理办公室、深圳市中海投资管理有限公司(分别持有华闻控股25%和20%股权,另一股东人保投资控股有限公司持有华闻控股55%股权)向中国证监会、上海证监局、深圳证监局、上交所提交《关于华闻控股违规为新黄浦提供巨额公司债券担保的紧急报告》,提出两股东从未签署过批准华闻控股出具“新黄浦”公司债券担保函的股东会决议,华闻控股为债券提供担保未履行《公司法》和华闻控股公司章程规定的授权程序,法律效力存在重大瑕疵,故华闻控股无法承担担保责任,要求尽快暂停该债券发行工作,核查相关情况。^⑥2009“新黄浦”公司债券的上市因此暂缓。后经沟通,上述华闻控股的两个异议股东表示对该债券上市事宜不提异议,2010年6月30日该债券上市。

上述案例涉及公司债券的担保,实践中存在的相关问题主要包括:

(一)公司债券担保的形式与效力

担保是公司债券信用增级的一种方式,包括发债公司以自身资产设定抵押或质押(如土地使用权抵押、应收账款质押、土地使用权抵押+应收账款质押等组合担保)、第三方提供信用担保(保证)等形式。^⑦发债公司以自身资产设定抵押或质押相对简单,这里仅对第三方担保做些分析。

1. 政府担保。此前,政府为公司债券担保主要是地方政府为所属融资平台公司发行债券(通常称之为“城投债”^⑧)提供担保。《担保

^⑤ “新黄浦”的控股股东为上海新华闻投资有限公司(以下简称华闻投资),华闻控股和广联(南宁)投资股份有限公司(以下简称广联投资)分别持有华闻投资50%的股权,而华闻控股、广联投资的控股股东均为人保投资控股有限公司。

^⑥ “王政身影闪现华闻系被诉诸证监会幕后”,载《经济观察报》2010年1月11日。

^⑦ 参见陈卫灵:“我国企业债券信用增级的现状与对策研究”,载《特区经济》2010年第1期;联合资信评估有限公司研究报告:《2009年度企业债券发行市场分析》、《2010年上半年企业债券市场分析报告》,见该公司网站“联合研究”栏目,http://www.lianheratings.com.cn/StudyList.aspx?parent_id=20080731094007763799,2010年8月20日最后访问。

^⑧ 近年来,地方企业债券以“城投债”为主。参见前引联合资信评估有限公司研究报告:《2009年度企业债券发行市场分析》、《2010年上半年企业债券市场分析报告》。

法》第8条明确规定:“国家机关不得为保证人,但经国务院批准为使用外国政府或国际经济组织贷款进行转贷的除外。”财政部于2005年1月26日发布《财政部关于规范地方财政担保行为的通知》,要求地方财政应严格遵守有关法律规定,停止对《担保法》规定之外的贷款或其他债务承担担保责任。国家发改委、财政部、建设部、央行和银监会五部委于2006年4月25日发布《关于加强宏观调控整顿和规范各类打捆贷款的通知》,严禁各级地方政府和政府部门对《担保法》规定之外的贷款和其他债务,提供任何形式的担保或变相担保,包括不得以向银行和项目单位提供担保和承诺函等形式作为项目贷款的信用支持。国务院2010年6月13日发布的《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》明确规定,要严格执行《担保法》等有关法律法规规定,除法律和国务院另有规定外,地方各级政府及其所属部门、机构和主要依靠财政拨款的经费补助事业单位,均不得以财政性收入、行政事业等单位的国有资产,或其他任何直接、间接形式为融资平台公司融资行为提供担保。

因此,政府担保除了法律或国务院规定的例外情形外,原则上是禁止也是无效的。但根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第7条“主合同有效而担保合同无效,债权人无过错的,担保人与债务人对主合同债权人的经济损失,承担连带赔偿责任;债权人、担保人有过错的,担保人承担民事责任的部分,不应超过债务人不能清偿部分的二分之一”的规定,担保无效并不能免除政府的法律责任(实质上是一种缔约过失责任)。

政府担保的公司债券本质上体现的是政府信用而非作为商事主体的发债公司的商业信用,不符合市场经济的要求,也给国家或地方财政带来较大的风险,^⑤这正是国务院专门发文清理地方政府融资平台公司及其债务、担保事项的重要原因。从长远看,政府担保的公司债券并非我国公司债券的发展方向。

2. 商业银行的保证担保。近十年来,公司债券的担保大都由商业

^⑤ 参见国务院《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》;谈佳隆:“1.7万亿元地方债有坏账风险”,载《中国经济周刊》2010年第32期。

银行承担。但银行担保同样未体现发债主体的商业信用,并给银行和整个金融体系带来较大风险。^⑧基于此,2007年10月12日,银监会发布了《关于有效防范企业债担保风险的意见》,要求各银行“即日起要一律停止对以项目债为主的企业债进行担保,对其他用途的企业债券、公司债券、信托计划、保险公司收益计划、券商专项资产管理计划等其他融资性项目原则上不再出具银行担保;已经办理担保的,要采取逐步退出措施,及时追加必要的资产保全措施”。

从法律上讲,上述意见仅为银监会的规范性文件,商业银行为公司债券提供担保如不违反《担保法》及相关法律、法规、司法解释,应当认定为合法有效,商业银行应当承担相应的责任。从实践来看,上述意见发布后,已鲜有商业银行为公司债券提供担保的情况发生。

3. 非银行机构的担保。这类担保按担保人的不同,可分为包括发债企业的母公司担保、无关联关系的第三方(如其他大型企业或担保公司)担保、发债企业与其他发债券企业互保等。^⑨

本案中,2009“新黄浦”公司债券即由发行人“新黄浦”上市公司的实际控制人华闻控股提供全额、不可撤销的连带责任保证担保。保证人华闻控股的两个异议股东提出异议的理由是该担保未按《公司法》和公司章程规定履行股东会审议程序:《公司法》第16条第1款规定“公司向其他企业投资或者为他人提供担保,依照公司章程的规定,由董事会或者股东会、股东大会决议;公司章程对投资或者担保的总额及单项投资或者担保的数额有限额规定的,不得超过规定的限额”;华闻控股的公司章程规定,股东会依法审议批准公司及下属公司金额超过人民币3000万元(不包含本数)的对外担保或对外借款方案,并须经代表三分之二以上表决权的股东通过。

对以上情形,学界有两种不同的观点:一是认为《公司法》第16条第1款是法律的强制性规定,据此债务人、债权人负有审查担保人是否履行了其公司章程规定的对外担保决策程序的注意义务,未履行该注

^⑧ 参见银监会《关于有效防范企业债担保风险的意见》。

^⑨ 参见前引陈卫灵:“我国企业债券信用增级的现状与对策研究”;前引联合资信评估有限公司研究报告:《2009年度企业债券发行市场分析》、《2010年上半年企业债券市场分析报告》。

义务的应当认定担保无效;^④二是认为对未履行公司章程规定的决策程序的公司对外担保行为不能一概认定无效,而应比照《合同法》第50条关于法定代表人越权代表的规定,根据第三人是否知道或应当知道担保人未履行相关内部决策程序而做出不同处理,即第三人知道或应当知道时担保无效,否则担保应有效。^⑤

本文倾向于上述后一种观点,认为公司债券的债权人属于不知道也不应知道担保人未履行相关内部决策程序的善意第三人,担保应当有效。理由如下:第一,公司债券的债权人为不特定的众多投资者,债券发行条款对其构成格式合同条款,其获取债券相关信息完全依赖于债券发行人的信息披露,如发行人不披露担保人是否履行了公司章程规定的对外担保决策程序,债权人则无从知悉相关情况,由此即构成法律上的“不知道或不应当知道”;第二,要众多的发行人逐一履行审查担保人是否履行了其公司章程规定的对外担保决策程序的注意义务,在操作上似不可行;第三,要债权人履行注意义务,可能出现一部分债权人履行了注意义务、一部分债权人未履行注意义务的情况,此时究竟应当认定担保有效还是无效抑或对一部分人有效而对另一部分人无效,在处理上也有难度。

进而言之,即使认定担保无效,与前述政府担保无效的情形一样,根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第7条的规定,担保人的缔约过失责任并不能免除。

此外,非银行机构的担保还存在其他一些问题,如对担保人的信息披露不够充分、在母公司绝大部分主营业务来自于子公司的情形下母公司对子公司的担保实际上形同虚设、发债企业相互担保特别是行业相同的公司相互担保在行业遭遇周期性低谷时导致债券兑付风险加剧、连环担保形成的“担保圈”可能引发连锁反应、专业担保机构总体

^④ 参见曹士兵:“公司法修订前后关于公司担保规定的解读”,载《人民司法》2008年第1期。

^⑤ 参见崔建远、刘玲玲:“论公司对外担保的法律效力”,载《西南政法大学学报》2008年第4期。

上实力有限等。^④

(二) 公司债券强制担保的规定虽已取消,但保险资金投资证券交易所发行的无担保公司债券仍存在政策障碍

1. 公司债券担保从强制到取消的制度变迁

我国公司债券市场始于 20 世纪 80 年代中期,最初并没有相应的法律制度予以规范。1987 年国务院颁布《企业债券管理暂行条例》,开始对公司债券市场进行监管。但无论是 1987 年《企业债券管理暂行条例》、1993 年《企业债券管理条例》,还是 1993 年年底通过的《公司法》,均无对企业债券强制担保的要求。这一时期,市场上发行的企业债券绝大部分都没有担保。^⑤

1998 年 4 月 1 日,央行^⑥发布的《企业债券发行与转让管理办法》第 3、36、37 条明确规定,企业发行债券应提供保证担保、由保证人按照《担保法》规定出具担保函,但经中国人民银行批准免予担保的除外。1999 年年底,企业债券的发行审批改由原国家计委(后为国家发改委)承担后,在担保安排上基本上延续了以前的做法。2004 年 6 月 21 日,国家发改委发布《关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》,要求企业债券的发行人聘请其他独立经济法人依法进行担保,以保证方式提供担保的担保人应当承担连带责任。

2005 年修订的《公司法》第 155 条规定公司债券募集办法应载明的主要事项之一是“债券担保情况”,但并未要求发行人必须提供担保;同期修订的《证券法》第 16 条规定的公司债券公开发行条件也没有强制担保的要求。证监会 2006 年《上市公司证券发行管理办法》、2007 年《公司债券发行试点办法》也未规定公司债券必须提供担保。国家发改委于 2008 年 1 月 2 日发布《关于企业债券简化发行核准程序

^④ 参见前引陈卫灵:“我国企业债券信用增级的现状与对策研究”;李振宇、刘静:“非银行担保提升债券信用须思量”,载《中国证券报》2008 年 4 月 22 日。

^⑤ 王林:“公司债券市场立法国际比较及启示”,载《经济理论与经济管理》2009 年第 3 期。

^⑥ 根据《企业债券管理条例》规定,当时中央企业发行企业债券由央行会同原国家计委审批,地方企业发行企业债券由央行省分行会同原同级计委审批。1999 年年底,国务院确定企业债券的发行审批改由原国家计委承担,2003 年国务院机构改革后由国家发改委负责。

的通知》,对其主管的企业债券的强制担保要求做出调整,规定“企业可发行无担保信用债券、资产抵押债券、第三方担保债券”。^⑤与此同时,央行2005年《短期融资券管理办法》、2008年《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》对“短期融资券”、“中期票据”的发行都已完全不提“担保”二字。

2. 证券交易所发行的无担保公司债券仍存在政策歧视,目前保险资金仍未被允许投资

保险资金是举足轻重的公司债券投资者。但2009年3月以前,保险资金一直不被允许投资无担保公司债券。其原因是保监会2005年8月17日发布的《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》第32条规定“保险机构投资无担保的企业(公司)债券,由中国保监会另行规定”,但相关规定迟迟没有出台。

直到2009年3月19日,保监会发布《关于增加保险机构债券投资品种的通知》,首次允许符合条件的保险机构投资无担保的非金融企业债券,规定保险机构投资有关无担保债券的余额不得超过其上季末总资产的15%。2009年12月29日,保监会发布《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》,允许保险机构投资银行间市场发行的具有国内信用评级机构评定的AAA级或者相当于AAA级的长期信用级别的无担保企业债券,且限于采取公开招标方式发行的无担保债券。2010年7月30日,保监会发布的《保险资金运用管理暂行办法》第16条进一步将保险机构投资有关无担保债券的余额不得超过其上季末总资产的20%。2010年7月31日,保监会发布《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》,明确规定:保险资金可投资无担保债券的品种为无担保企业债券、非金融企业债务融资工具和商业银行发行的无担保可转换公司债券;投资中国境内发行的无担保企业(公司)类债券的信用等级为具有国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级以上的长期信用级别;投资无担保企业(公司)类债券的余额不

^⑤ 此前,中信集团、中国长江三峡工程开发总公司分别于2005年、2006年发行了无担保企业债券,但由于发行人良好的财务状况和深厚的政府背景,情况比较特殊,不具有普遍意义。参见赵彤刚:“新发行体制下首只无担保企业债面世”,载《中国证券报》2009年4月20日。

超过该保险公司上季末总资产的 20%，投资上述债券同一期单品种的份额不超过该期单品种发行额的 10%。

尽管近年来有关立法呈现出逐步放开保险资金投资无担保公司债券的趋势，但根据《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》，保险公司可投资的无担保债券的品种并不包括证券交易所发行的无担保公司债券，证券交易所发行的无担保公司债券显然受到了相关政策的歧视。但从债券的本质和信用风险上看，证券交易所发行的无担保公司债券与上述通知中允许保险资金投资的无担保企业债券、非金融企业债务融资工具并无不同，相关政策厚此薄彼似无道理。

（三）无担保公司债券的风险防范

无担保公司债券是真正以公司信用为基础的债券。目前，银行间市场的短期融资券与中期票据以无担保发行为主，国家发改委核准的企业债券、证监会核准的公司债券中无担保发行的情况也逐渐增多。

无担保公司债券最终能否偿付取决于发行人的经营及财务状况，因此风险相对较高。境内外债券市场上都曾出现过无担保公司债券的风险案例，例如，1987 - 1989 年美国商业票据市场大规模违约、20 世纪 90 年代中期我国一些企业债券和短期融资券到期不能兑付、21 世纪初美国商业票据市场违约率不断攀升等。^④ 我国目前的情况比较特殊，即短期融资券、中期票据与企业债券的发行主体绝大部分是大型国有企业（央企及其控股企业或地方国有企业），公司债券的发行人上市公司，故无担保公司债券的风险问题整体上尚不十分突出。但随着更多的企业特别是民营企业和中小企业发行无担保公司债券，以及在经济危机、金融危机等特殊时期，相关风险将逐步显现。

无担保公司债券的风险防范可从以下几方面着手：

一是严格无担保公司债券的发行条件。例如，可参照现行《证券法》的规定，设置发行人的资本总额、净资产、主营业务收入、利润等财务指标以及所发行无担保公司债券余额占公司净资产的比例要求（与

^④ 参见前引袁敏：“国际商业票据市场的发展与借鉴”；前引马琳：“短期融资券发行的历史借鉴和发展建议”；周荣芳：“美国商业票据市场的实践及其启示”，载《南方金融》2005 年第 5 期；胡松：“国际商业票据市场监管方式最新变化及启示”，载《证券市场导报》2007 年第 11 期。

此同时,可相应降低有担保公司债券的发行条件)。

二是完善公司债券信息披露、评级、合格投资者等制度。对此,将结合其他案例另行探讨,兹不赘述。

三是完善非担保的公司债券增信机制。在担保等增信措施受限的情况下,非担保的增信机制就显得尤为重要,这主要是指对公司债券进行分层结构化安排、债券保险等。公司债券分层结构化安排是借鉴资产证券化中信用增级的常用做法,将债券划分为优先级、次级或更多级别,在还本付息方面优先级债券享有优先权,企业现金流优先支付优先级债券本息后,再用于其他级别债券的还本付息,其本质是以次级债券的权益受限来保障优先债券的权益实现。^{④7} 2009年11月27日发行的“山东省诸城市2009年度中小企业集合票据”,首次在我国债券市场引入内部分层的增信结构。^{④8} 公司债券保险,是指债券发行人或承销商向商业保险公司投保,当约定的保险事故发生致使债券发行人不能履行还本付息义务时,即由保险人向债券持有人支付相应保险赔款的保险,本质上是一种保证保险。^{④9} 目前,我国尚无这一保险品种。

四是建立公司债券风险基金。可借鉴证券公司风险处置中以证券投资者保护基金收购投资者债权的经验,拓展该基金的用途,允许在公司债券发行人被撤销、关闭和破产等特定情形下,动用基金对债券持有人给予一定限额以内的补偿;或者,设立专门的公司债券风险基金用于上述安排。

(四)立法建议

1. 规范公司债券担保行为包括:完善《担保法》相关规定,禁止国家机关提供任何形式的担保(目前仅规定“国家机关不得为保证人”);完善公司债券发行时的担保信息披露和担保信息的持续披露;对母公

^{④7} 参见李战杰:“运用分层结构化内部增信原理解决中小企业发债难题”,载《开放导报》2009年第2期;高加宽:“我国资产证券化的增信措施探讨”,www.ssrc.com.cn/Attach/Research/eBook/Y2010S02/1002第六篇.pdf,2010年8月20日最后访问。

^{④8} 吴淑娟:“首引内部分层增信结构”载《经济导报》2009年11月30日。

^{④9} 参见韦伦、许志方:“债券保险:一个陌生的重要角色”,载《上海证券报》2008年4月2日;袁东、毛玉萍、韦伦、许志方:“债市发展需要引入债券保险机制”,载《上海证券报》2008年4月11日。

司担保、债券发行人之间相互担保等予以一定限制,重点是防止担保落空。

2. 放开保险资金投资证券交易所发行的无担保公司债券的限制,对公开发行的无担保公司债券一视同仁。

3. 在严格无担保公司债券的发行条件的同时,放宽有担保公司债券的发行条件。

4. 借鉴资产证券化相关立法,建立公司债券分层结构化安排制度。

5. 建立公司债券保险制度。

6. 建立公司债券风险基金制度,拓宽现有的证券投资者保护基金的用途或者设立公司债券专项风险基金。