

## 债券监管框架下的公司债 发行审核制度反思

邢 梅\*

**摘要:**在中国,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。2015年中国债券市场处于新的发展阶段,在债券市场竞争、监管制度竞争、债券市场化改革、风险暴露等诸多方面均有所变化。本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。

**关键词:**公司债券 监管体制 发行审核 注册制

### 引 言

近年来,中国的债券市场在多头监管、多元产

---

\* 华东政法大学—上海证券交易所联合培养博士后研究人员。

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。2015年1月《公司债券发行与交易管理办法》取消了原有的保荐制度和发审委制度,拓展交易场所并完善了非公开发行债券制度,进而推动扩大了公司债券发行的规模。2015年11月,党的十八届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年计划的建议》提出,推进股票和债券发行交易制度改革,开发符合创新需求的金融服务,推进高收益债券及股债相结合的融资方式。债券发行制度改革已经成为发展的重要课题,特别是在交易所公司债券市场发展相对不足的格局,对于公司债券制度的反思亦应为重中之重。

## 一、中国债券市场的发展现状与问题

2015年,我国债券市场进行了一系列制度改革,公司债券规则整合、交易场所拓展、银行间债券市场准入升级为网上备案、信贷资产支持证券也开始施行注册制,加之公募债券领域的信用事件频发,债券市场的风险防范问题更加紧迫。针对复杂的债市问题,我们通过债市发展、监管框架和制度体系三个维度予以描述。

### (一) 债市发展:源自市场数据的分析

#### 1. 现有的债市存量

从债券存量数据看,企业债占比较大,公司债的发展相对不足。截至2015年12月31日,中国债市的企业债、公司债、短期融资券和定向工具的债券数量比重相当,中期票据、同业存单占比略高,但企业债余额比重(6.3%)、中期票据余额比重(8.62%)均是公司债余额比重(3.42%)的2倍左右。

表 1 2015 年 12 月 31 日中国债市存量表

类别	债券数量 (只)	债券数量比重 (%)	债券余额 (亿元)	余额比重 (%)
国债	271	1.40	106,749.47	22.05
地方政府债	1123	5.82	48,260.12	9.97
央行票据	9	0.05	4222.00	0.87
同业存单	3180	16.48	30,166.90	6.23
金融债	1272	6.59	142,110.32	29.36
企业债	2380	12.33	30,504.18	6.30
公司债	2262	11.72	16,549.32	3.42
中期票据	2799	14.51	41,734.28	8.62
短期融资券	2078	10.77	24,327.40	5.03
定向工具	2192	11.36	21,115.79	4.36
国际机构债	2	0.01	40.00	0.01
政府支持机构债	103	0.53	11,475.00	2.37
资产支持证券	1598	8.28	6351.10	1.31
可转债	7	0.04	142.70	0.03
可分离转债存债	1	0.01	68.00	0.01
可交换债	18	0.09	210.85	0.04
合计	19,295	100.00	484,027.43	100.00

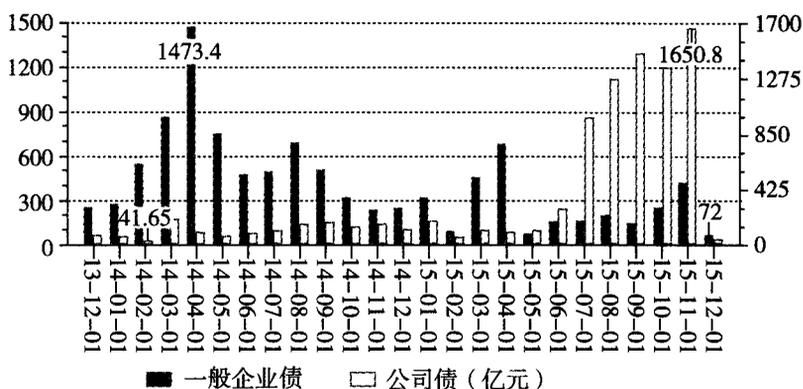
数据来源:Wind 资讯

从债券类别的划分看,中国的债券种类呈现两个方面的特点:一是债券种类繁多,相同性质的公司债券被不同的交易场所分割,具有不同的名称;<sup>[1]</sup>二是债券类别界限不清,金融债、公司债和企业债的外延存在交叉,公司债与可转债、可交换债之间存在包含关系。

## 2. 2014~2015 年债券格局的变化

从一般企业债和公司债对比看,两类债券的发行规模出现明显变化。2015 年 5 月开始持平,股灾以后交易所债市的发展非常迅速,公司债券的发行规模远远高于一般企业债。2015 年 8 月至 11 月,公司债券发行量均在 1200 亿元左右,11 月达到峰值,约有 1650.8 亿元,相比去年同期 163.8 亿元的发行规模,增长 9 倍。

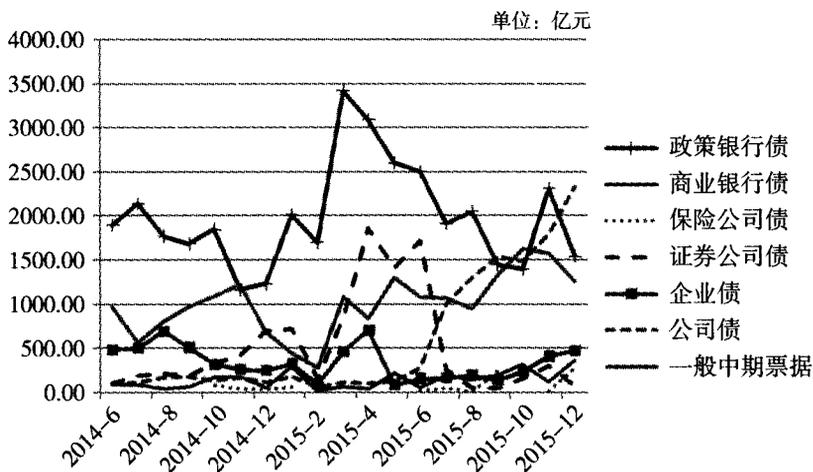
[1] 例如,银行间市场交易的中期票据与公司债券具有相似的法律特征,特别是在我国公司债券“负债短期化”现象非常普遍的情况下,最初区分二者的期限标准也已经无法沿用。



数据来源: Wind资讯

图1 2014~2015年一般企业债与公司债的发行量

从债券的发行规模看,政策银行债一直居于债券发行的主体,一般中期票据次之,占比相对稳定,2015年月度发行量占比相对于2014年均有所下降。相对而言,2014年一般企业债所占比例明显较高,2014年年底至2015年6月证券公司债发行为主,占比较高,2015年7月至今公司债发行总额大增,与一般中期票据占比逾半,居于主体地位。



数据来源: Wind资讯

图2 2014~2015年金融债、企业债和公司债的发行量

以上数据表明,2015年公司债券的发行规模、发行存量都大幅度提升,尤其是在下半年取得了很大的发展,对整个债券市场的发行格局产

生了重要影响。

## (二) 监管框架: 市场分割的格局

### 1. 债券品种的市场分割

中国债券市场交易分为交易所场内交易市场和场外交易市场,并形成了以场外市场为主、场内市场为辅的市场体系。在交易所交易的债券品种有国债、公司债、可转债、可交换债、跨市场企业债等,除机构投资者外,个人投资者也可以通过交易所市场进行投资交易。银行间市场的交易主体主要包括银行类机构和保险、基金、券商、信托、财务公司等非银行业金融机构,机构成员实施市场准入制,并需具备一定的交易结算条件才能入市交易。

除国债和企业债可以选择同时跨银行间和交易所两个市场发行外,由人民银行主导的央票、金融机构债券、短期融资券和中期票据等只能在由其监管的银行间市场发行,而由证监会审批的公司债和可转债只能由其监管的交易所市场发行。<sup>[2]</sup> 2015年《公司债券发行与交易管理办法》将公开发行的公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统;非公开发行公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台。

### 2. 债券品种的监管格局

目前,债券发行交易市场的分割格局不仅仅体现为交易所市场和银行间市场的竞争,还有规则竞争,表现为各监管机构对于债券发行交易规则的制定和修改。在现有的监管框架下,中国债券市场的监管职责主要由证监会、国家发改委、人民银行和银行间交易商协会承担,相关监管规则制定和发行监管的权限分配也分散于上述主体。

#### (1) 公司债券

公司债券发行的核准机构是中国证监会,其发行上市的法律依据为《证券法》和《公司债券发行与交易管理办法》。根据该办法,公司债券发行由原来的审批制转为公开发行执行证监会核准制、私募发行执行证券

---

[2] 中国银行国际金融研究所:“实现统一监管和集中托管,加快我国债券市场发展”,载《全球经济金融问题研究》2010年第13期。

业协会备案制。与此同时,上述办法对核准与备案的性质进行了回应,“中国证监会对公司债券发行的核准或者中国证券业协会按照本办法对公司债券发行的备案,不表明其对发行人的经营风险、偿债风险、诉讼风险以及公司债券的投资风险或收益等作出判断或者保证。公司债券的投资风险,由投资者自行承担。”虽然在核准制下不能认为是完全的形式审查,但上述规定表明,证监会与证券业协会不承担实质审查的责任,不对发行人做出商业判断,也不对发行人承担保证责任。

## (2) 企业债券

企业债券发行的核准机构是国家发展改革委,其发行交易的法规依据为国务院发布的《企业债券管理条例》(2011年修订)。根据该条例,企业债券的发行实行审批制,企业发行企业债券必须按照本条例的规定进行审批;未经批准的,不得擅自发行和变相发行企业债券。中央企业发行企业债券,由中国人民银行会同国家计划委员会审批;地方企业发行企业债券,由中国人民银行省、自治区、直辖市、计划单列市分行会同同级计划主管部门审批。该条例修订时没有将国家计划委员会及时更新为国家发改委,但事实上并没有影响该机构的债券发行审核权。2008年国家发改委发布了《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》,将企业债券发行简化为核准制。

同时,企业债券在银行间市场发行交易应在交易商协会注册,其发行交易的法律依据为《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》。该管理办法第13条规定,交易商协会依据本办法及中国人民银行相关规定对债务融资工具的发行与交易实施自律管理。交易商协会应根据本办法制定相关自律管理规则,并报中国人民银行备案。人民银行将债务融资管理中属于自律约束性的、日常程序性的事务移交给交易商协会实行自律管理,强调交易商协会要对非金融企业债务融资工具的注册、发行、交易、信息披露和中介服务等切实加强自律管理。

## (3) 金融债券

金融债券发行交易的法律依据主要为《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》(2005年),依据该管理办法,中国人民银行依法对金融债券的发行进行监督管理。未经中国人民银行核准,任何金融机构不得擅自发行金融债券。按照债券的种类,金融债券还可能适用《商业银

行次级债券发行管理办法》(2004年)、《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(2010年)等。

### (三) 制度体系:界限不清的债券类别

如前所述,中国债券市场长期存在监管权力的不当分割现象,银行间市场和交易所市场的监管分属中国人民银行和证监会,企业债的发行监管属于国家发改委,以致债券的分类糅合了发行人性质、监管机构和产品期限等因素,划分标准不统一,类别界限不清晰(见表2)。证券、保险和银行监管机构的分类分别侧重于自身的产品,存在较多重叠的问题。其中,交易所债券按主体分为政府债券、政府支持机构债券、境内金融机构债券、境内非金融企业债券,分类相对笼统,但逻辑清晰,没有具体列举银行间市场的产品种类。保监会的分类综合了主体和期限特征标准,并融合保险业的具体业务特征。银行间市场交易商协会(NAFMI)采用期限、对象等特征标准,没有采用“金融债”或者“金融机构债券”的提法。从文义解释的角度,金融债的表述会更加突出与公司债的区别,而金融机构债券是一个不限于市场的范畴,而在于主体,其背后体现的应为机构监管,但是市场是分割的,也是融合竞争的,没有完全按照金融机构分业为标准划分,所以依据交易场所的监管不可避免。在市场与监管分割的格局下,上述分类难以形成统一的划分标准。

登记、结算等中介机构的分类一般以产品特征为基础,更接近于债券的种类。这与机构本身承担的职责紧密相关。而作为金融数据与分析工具的服务商WIND则以主体标准为主,特征标准为辅,兼顾主体类型与产品特征,将债券分为:国债、地方政府债、央行票据、同业存单、金融债、<sup>[3]</sup>企业债、<sup>[4]</sup>公司债、<sup>[5]</sup>中期票据、短期融资券、定向工具、国际机构债、政府支持机构债、资产支持证券、可转债、可交换债和可分离转债存债。作为市场主体,WIND的分类方式更能兼顾整个债券市场,但范畴的界定缺乏公信力,更接近债券的种类。

---

[3] 政策银行债、商业银行债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券、其他金融机构债。

[4] 一般企业债和集合企业债。

[5] 一般公司债和私募债。

表 2 不同机构发布的债券类型

分类主体	机构性质	主要依据	具体类型
交易所	证券业机构	主体标准	政府债券、政府支持机构债券、境内金融机构债券、境内非金融企业债券
保监会	保险业机构	主体、期限等特征标准	政府债券、准政府债券、金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、超短期融资券和可转债
中国银行间市场交易商协会	银行业机构	期限、对象等特征标准	短期融资券、中期票据、超短期融资券、中小企业集合票据、定向工具、资产支持票据、项目收益票据
中央结算有限公司	中介机构	主体标准为主 期限标准为辅	国债、央行票据、政策性银行债券、政府支持机构债、商业银行债券、资本工具、证券公司债、证券公司短期融资券、非银行金融机构债、企业债券、资本支持证券、中期票据、集合票据、短期融资券、国际机构债券
上海清算所	中介机构	产品特征标准	信用风险缓释凭证、超短期融资券 SCP、非公开定向债务融资工具、短期融资券 CP、中小企业集合票据 SMECNII、信贷资产支持证券 ABS、证券公司短期融资券、资产支持票据 ABN、金融债、中期票据 MTN、同业存单 CD、项目收益票据 PRN
WIND	社会机构	主体标准为主 特征标准为辅	国债、地方政府债、央行票据、同业存单、金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、国际机构债、政府支持机构债、资产支持证券、可转债、可交换债和可分离转债存债

来源:根据 Wind 资料整理

## 二、不同类型债券的发行审核制度比较

目前,中国公司债券公开发行实行核准制,非公开发行实行备案制,然而还存在诸多事实上属于公司债券的债券范畴,有待厘清。尽管这些债券范畴在实践中被广泛地独立运用,但是仍应当透过债券品种研究各债券发行制度间的关系。

### (一) 中期票据与公司债

早期关于中期票据、商业票据与公司债券的分类体系是根据期限划分的,一般来说,商业票据的期限在1年以内(美国是270天以内),中期票据的期限在1年到10年之间,公司债券则在10年以上。<sup>[6]</sup> 但在中国,债券的期限结构已经发生变化,企业债券发行期限多集中在5~7年和7~10年之间,短期企业债券以及10年以上的企业债券很少。中期票据多集中在1~3年、3~5年、5~7年和7~10年发行期限的产品很少。目前交易所市场公司债券的发行期限多集中在3~5年、5~7年,所以中期票据与公司债券的发行期限存在较多重合,期限的划分标准不能正确理解其中的本质。<sup>[7]</sup> 从性质上看,中期票据与公司债券都是公司发行的、约定在一定期限还本付息的有价证券,中期票据的发行主体是具有法人资格的非金融企业,也即非金融类公司,所以二者发行的债券没有本质区别。<sup>[8]</sup> 加之,中期票据和公司债券均可采用承销的方式发行,发行期限均集中在3~7年的区间,这些特征使得中期票据与公司债券更加接近。

但是,与公司债不同,央行主导的中期票据已经实行注册制。《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第4条规定,企业发行

---

[6] 相关解释参见智库·百科。

[7] 极个别的中期票据期限达到15年,如13宁城建MTN003(5+2)。

[8] 根据《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引(2009)》[NAFMII指引0004]第2条的规定,中期票据是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场按照计划分期发行的,约定在一定期限还本付息的债务融资工具。但是《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》(2008年)第2条规定,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。

债务融资工具应在交易商协会注册,加强实行统一的自律监管。<sup>[9]</sup>《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》第3条也规定,企业发行中期票据应依据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册规则》在交易商协会注册。发行注册不代表交易商协会对债务融资工具的投资价值及投资风险进行实质性判断,不能免除企业及相关中介机构真实、准确、完整、及时披露信息的法律责任。公司债券可以一次核准,多次发行,中期票据可以一次注册,多次发行,但还具有更多的灵活性,体现在:(1)公司债券的契约条款是标准化的,中期票据的本金和/或利息支付可以盯住其他金融资产、非金融资产的价格或者价格指数,形成衍生性的结构性票据;(2)中期票据的发行以投资人的需求为起点,即采取所谓的“反向调查”(reverse inquiry)方式,投资银行先去征求潜在投资人对发行价格、期限等条款的意见,然后再依据这些意见发行相应的中期票据等。<sup>[10]</sup>

## (二)可转债、可交换债与公司债

从理论上讲,可转换公司债券(简称可转债)和可交换公司债券(简称可交换债)都属于公司债,是特殊类型的公司债券。可转债,是指发行公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。2006年以来,A股市场共发行可转债71只,累计融资规模2493亿元,仅占同期全市场信用债券发行规模的0.5%左右。2014年年底以来,随着中行转债、平安转债、工行转债、石化转债和民生转债等多只产品转股或赎回,可转债规模进一步减少,存量规模有限。截至2015年9月10日,全市场仍处于交易状态的可转债仅剩4只,存量仅有118.75亿元。<sup>[11]</sup>

[9] 企业发行债务融资工具应在中国银行间市场交易商协会注册,在中央国债登记结算有限责任公司登记、托管、结算。全国银行间同业拆借中心为债务融资工具在银行间债券市场的交易提供服务。

[10] 分别形成所谓的利率联结票据(interest-linked note)、股权联结票据(equity-linked note)、货币联结票据(currency-linked note)、商品联结票据(commodity-linked note)、保险联结票据(insurance-linked note)等。这些种类繁多的中期票据常常会明确或者隐舍地包含一种或几种复杂的衍生品,被称为“结构性票据”。参见“中期票据区别于公司债券的本质特征”,载找法网,<http://china.findlaw.cn/gongsifalv/piaojufa/pjzs/zqj/15608.html>,2015年12月3日访问。

[11] 《上交所简报》第64期。

可交换债,是指上市公司的股东依法发行、在一定期限内依据约定的条件可以交换成该股东所持有的上市公司股份的公司债券。<sup>[12]</sup>可交换债是基于可转债的创新产品,但与通常的可转债不同,可交换债券和其转股标的股份分属不同的发行人,可交换债券的发行人通常为上市公司的股东,转股标的发行人为上市公司。上市公司股东将其持有的公司股份抵押给托管机构,并发行公司债券,约定债券持有人在将来的某个时点内,有权按照债券发行时约定的条件用所持有的债券换取债券发行人抵押的上市公司股权。目前,交易所市场发行可交换债 20 只,发行额为 172.43 亿元。<sup>[13]</sup>

可转债和可交换债的发行规模不大,且处于同一交易市场,受同一监管主体监管,类别影响和发行核准的差异问题不突出。可转债依法采用核准制,其发行的法律依据为《上市公司证券发行管理办法》(2006 年)。<sup>[14]</sup>可交换债的发行依据为《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》(2008 年),其第 6 条第 1 款规定:“可交换公司债券的发行程序,按照《公司债券发行试点办法》第三章的规定办理。”《公司债券发行试点办法》在第 14 条规定了公司债券的发行,应当由保荐人保荐并向中国证监会申报,但 2015 年 1 月该办法废止。不过可交换公司债券试行规定仍旧有效,在债券发行上则适用《公司债券发行与交易管理办法》的规定,客观上实现了可转债、可交换债和一般公司债发行规则的统一,<sup>[15]</sup>即公开发行债券采用核准制,非公开发行债券采用备案制。

### (三) 金融债券、企业债券和公司债

依据文义解释,公司债券都属于企业债(corporate bond),从发行主

---

[12] 《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》([2008]41 号)第 1 条。

[13] 来源:wind 数据。

[14] 1997 年《可转换公司债券管理暂行办法》开始允许发行可转换债券,实行中国证监会审批制,并附有省级人民政府或者国务院有关企业主管部门推荐要求和国资委、发改委等部门的抄报要求。2003 年上述规定被废除。

[15] 《公司债券发行与交易管理办法》第 12 条前部规定:“上市公司、股票公开转让的非上市公众公司发行的公司债券,可以附认股权、可转换成相关股票等条款。上市公司、股票公开转让的非上市公众公司股东可以发行附可交换成上市公司或非上市公众公司股票条款的公司债券。商业银行等金融机构可以按照有关规定发行附减记条款的公司债券。”

体的角度,金融机构债券又多属于公司债券,金融债券、企业债券和公司债券之间存在重合交叉关系,但是鉴于历史遗留、监管格局和金融特性等原因,三者通常被用来作为债券的重要分类,由于涉及跨市场发行以及相关审核,所以需要在现有的监管框架下进行梳理。

在原有的规则体系内,金融债券是指银行间市场金融机构发行的债券,由人民银行核准发行;企业债是指非上市公司发行的债券,审批部门是国家发改委;公司债券是沪深交易所和境外上市外资股的境内股份有限公司,审批部门是证监会。在市场监管分割的格局下,关于金融债券的发行主体发展形成了两种理解:一是依据人民银行《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》的规定,银行间市场的金融机构法人,包括政策性银行、商业银行、企业集团财务公司及其他金融机构,这种界定涵盖了所有金融公司,商业银行发行的普通债和次级债都仅在银行间市场交易。<sup>[16]</sup>二是在实践中,交易所市场上的金融公司债券主要包括证券公司债券、保险公司债券,只有上市商业银行可参与交易所市场债券交易。2015年证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》第12条明确规定,商业银行等金融机构可以按照有关规定发行附减记条款的公司债券,交易所市场发行债券的主体不仅包括上市商业银行,而且包括非上市商业银行。前者侧重于机构监管,后者强调债券类型监管,发行监管的分割格局可能导致双重核准。

表3 金融债券发行主体与交易场所

类别	发行主体	债券产品	交易场所
银行业金融机构	商业银行	普通债、次级债和混合资本债等	银行间市场
	政策性银行	政策性银行债	银行间市场
	财务公司等	非银行金融机构债	银行间市场

[16] 《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》([2005]第1号)第2条规定:“本办法所称金融债券,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。本办法所称金融机构法人,包括政策性银行、商业银行、企业集团财务公司及其他金融机构。”

续表

类别	发行主体	债券产品	交易场所
非银行业金融机构	证券公司	普通债和次级债	交易所市场和银行间市场
	保险公司	普通债和次级债	交易所市场和银行间市场
	汇金等公司	政府支持机构债	银行间市场

### 三、公司债券发行注册制的理论探讨

公司债券发行制度改革离不开关于公司债券发行注册制的理论探讨,而探寻债券发行的理论支撑,首先需要结合制度来分析债券发行的法律性质。

#### (一) 基于本源的权利属性

公司债券是以公债的产生与发展为起源,并与现代公司制度的建立和发展相伴而生的,所有权与经营权两权分离可以保护债券投资者的资金不被公司股东、董事滥用和挪用乃至“抽逃”,“有限责任制度”使得公司股东或董事不至于因为公司经营发生困难还不起债务而承担无限责任。现代公司制度的产生为公司债券的发展提供了制度性基础,发行公司债券筹集资金的需求促进了现代公司制度的产生和完善。<sup>[17]</sup> 债券发行是有价证券发行的一种类型,与股票确认公司股份的所有权不同,债券表彰的是发行人与投资者之间的借贷法律关系,同时作为一种投融资工具,在债券发行的市场上公司发行债券融入资金,投资者购买债券融出资金,形成买卖双方以债券作为标的的交易关系。其中,可以作为投融资工具,这一点与股票共通,并且公司债券与股票同时规定于证券法,所以通常可被用来作制度比较。

在我国股票发行注册制改革的过程中,秉持的基本理念之一为注册审核不应限制企业股权融资的天然经济权利,即处于不同发展阶段和水

[17] 安义宽:“论公司债券的起源与发展”,载《中国社会科学院研究生院学报》2004年第6期。

平的企业,都可以依法进行股权融资。只要不违背国家利益和公共利益,企业能不能发行、何时发行、以什么方式和价格发行,都应由企业和市场自主决定。<sup>[18]</sup>从这个角度,债权融资对于企业而言则是在企业形态产生之初便具有的融资形式,除了需要遵守“企业间不得借贷”的原则,几乎不需要履行任何其他的特别程序。只要不违背国家利益和公共利益,也应当赋予企业和市场发行债券的自主权。

## (二) 基于债券发行公开性的讨论

与一般的股权融资和债权融资不同的是股权融资公开化和债权融资证券化,股票发行的权利是天然的权利,并不代表着在可能涉及公共利益时不需要遵守公共监管规则,所以证券发行的公开性是否应当作为债券审核的理由,是另一个值得研究的课题。从理论上讲,行政许可本质上就是政府基于市场失灵而对市场的干预,这种干预是通过设计行政许可制度,矫正市场失灵。<sup>[19]</sup>根据不完备法律理论,立法者在建立监管制度时是有条件的,用经济学的模型来说,监管所带来的成本不应降低社会福利。在不降低社会福利的条件下,假定成本是外生的,是否引入监管者取决于:一是法律特别不完备的情形;二是行为的危害很大,以至于市场愿意支付监管者施加的成本。<sup>[20]</sup>

首先,关于公司债券法律法规的完备性。公司债作为交易所市场上的证券,在发行交易、信息披露等规则方面相对完善,沪深交易所分别制定《上海证券交易所公司债券上市规则》和《深圳证券交易所公司债券上市规则》,将对股票的监管要求适用于债券,并且在上市规则中建立了债券信息披露制度。由于我国的股票市场较债券市场发展早,股票相关规定也相比债券市场更加完善。将有关股票的监管要求适用于债券,意味着交易所公司债券的相关法律也是比较完备的。其次,由市场承担监

[18] 参见黄炜:“股票发行注册制的改革理念、责任配置与制度建构——黄炜主席助理在‘2015 陆家嘴论坛’上的讲话”,载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201506/t20150626\\_279771.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201506/t20150626_279771.html),2015年12月2日访问。

[19] 席涛:“市场失灵与《行政许可法》——《行政许可法》的法律经济学分析”,载《比较法研究》2014年第3期。

[20] 席涛:“市场失灵与《行政许可法》——《行政许可法》的法律经济学分析”,载《比较法研究》2014年第3期。

管成本的必要性。股票发行体现的是公司股权融资的权利,债券发行表现的是债权融资的权利,二者的风险暴露不同。股票发行的风险在于发行人及其管理层的欺诈,公司财务造假、资产和市场价值的严重高估误导投资者等,普通的债券发行的风险在于债务违约。尽管公司债券的债务违约可能性与债券的流动性和制约机制有关,但是从域外经验看,降低资本形成的监管成本与合规成本是证券制度设计的重要标准。

以美国为例,不是所有的证券都必须在 SEC 注册,其中包括私募发行、小规模发行、限量发行、市政、州和联邦政府债券。通过免除小额发行等注册程序,SEC 试图通过降低证券公开发行的成本促进资本形成。<sup>[21]</sup> 美国 SEC 关于注册目的的阐释:“其首要目标是通过证券注册实现发行人重要财务信息的披露,这些信息可以让投资者对是否购买公司证券作出判断。美国证券交易委员会要求提供的信息必须准确,但不承担保证责任。如果投资者能够证明重要信息披露不完整或者不准确,则对于购买证券遭受的损失享有重要的救济权利。”<sup>[22]</sup> 可以看出,证券发行的公开性是决定差异管理的重要因素,但是在美国所有的证券都是实行注册制,差异管理的区别在于是否在 SEC 注册,而不是审批制或者核准制和注册制的规制差别,而注册制的核心是信息披露制度以及相应的投资者救济权利保障。此外,美国通过立法规定了市场主体承担监管成本的必要性原则,除了发行注册,在登记程序方面也明确提出出售证券通常必须登记,由公司提供基本事实,最大限度地减少市场主体为符合法律而产生的负担和费用。

### (三) 可转换公司债券的特殊性

除了证券交易平台化,债权融资相对于股权融资,还可能有一个重要的“转变”,即为债权融资证券化,其中的一个特例是可转换债券。2006 年证监会发布《上市公司证券发行管理办法》,允许符合规定的上市公司发行普通的可转债和分离交易的可转债进行融资。普通可转债债券与认股权相结合,债券转让与转股行为合二为一。分离式可转债债

[21] 参见美国 SEC 关于 1933 年证券法的解释部分,载美国证监会网站, <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>, 2015 年 12 月 15 日访问。

[22] 参见美国 SEC 关于 1933 年证券法的解释部分,载美国证监会网站, <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>, 2015 年 12 月 15 日访问。

券和认股权证分别交易,不要求同步操作。而分离式可转债并非实际意义上的债转股,认股权证行权后其债券仍会存在,即分离式可转债行权,并不妨碍持有债券的投资者继续获得债券存续期内各期债券利息。公司债券的债权性权利至债券发行期限届满时终止,认股权须在规定时间内行使。可转换债券的发行可能导致股票的公开发售,所以需要同时满足债券发行和股票发行的条件。随着股票发行注册制改革的推进,上市公司发行可转换公司债券由证监会和交易所实施监管,应当考虑实行统一的发行审核制度,完善相应的信息披露规则,进而有效避免双重核准或者注册给市场主体带来的合规成本。

#### 四、制度竞争下的选择:中国公司债券注册制的设想

在中国,公司债券发行从审批到核准的管理体制都具有厚重的行政管理色彩,一直影响着发行性质的认定。从外部环境看,“宽进严出、差异管理”的发行交易机制已经形成,特别是将公司债区分为三种类型分别适用核准制、注册制或者“有条件”的注册制,既是债券发行制度竞争的结果,也代表了制度发展的市场化方向。

##### (一) 债券发行注册制的制度基础

###### 1. “宽进”的制度环境

2015年《公司债券发行与交易管理办法》对于公开发行和非公开发行公司债券都采取了更加宽松的市場化的制度,这些举措包括:其一,扩大发行主体范畴。将公司债的发行主体由原先境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司打破限制扩大至所有法人。其二,拓展法定交易场所。公开发行公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统;非公开发行公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台。其三,全面建立非公开发行制度。对非公开发行以专门章节做出规定,对于合

格投资者公开发行的情形,证监会简化核准程序。<sup>[23]</sup> 其四,实行分类管理制度,区分为面向众投资者的公开发行和面向合格投资者的公开发行,并完善相关投资者适当性管理安排。其五,完善发行方式,规定公开发行公司债券“可以申请一次核准,分期发行。”

## 2. 差异管理的审核要求

《公司债券发行与交易管理办法》实行的是以是否公开发行为标准的差异管理制度,如果公开发行公司债券,应当符合《证券法》、《公司法》的相关规定,并经中国证监会核准。资信状况符合特定标准的公司债券可以向公众投资者公开发行,也可以自主选择仅面向合格投资者公开发行。仅面向合格投资者公开发行的,中国证监会简化核准程序。如果非公开发行公司债券,承销机构或依法自行销售的发行人应当在每次发行完成后五个工作日内向中国证券业协会备案。中国证券业协会在材料齐备时应当及时予以备案,备案不代表中国证券业协会实行合规性审查,不构成市场准入,也不豁免相关主体的违规责任。<sup>[24]</sup>

## 3. 以信用评价为导向的发行要求

2005年《证券法》规定,公开发行证券的条件既包括偿债能力和信用要求,也包括公司资产规模的要求,累计债券余额的比例限制和产业投向等要求。<sup>[25]</sup> 2015年证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》关于公开发行债券的条件则在证券法下侧重于信用要求。例如,要求最近36个月内公司财务会计文件不得存在虚假记载,或公司存在其他重大违法行为;不得在发行申请文件中存在虚假记载、误导性陈述或

---

[23] 《公司债券发行与交易管理办法》第23条规定:“公开发行的公司债券,应当在依法设立的证券交易所上市交易,或在全国中小企业股份转让系统或者国务院批准的其他证券交易场所转让。”第30条规定:“非公开发行公司债券,可以申请在证券交易所、全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台转让。”

[24] 《公司债券发行与交易管理办法》第16条、第18条、第29条。

[25] 根据《证券法》第16条的规定,公开发行公司债券应当符合下列条件:(1)股份有限公司的净资产不低于人民币3000万元,有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元;(2)累计债券余额不超过公司净资产的40%;(3)最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息;(4)筹集的资金投向符合国家产业政策;(5)债券的利率不超过国务院限定的利率水平;(6)国务院规定的其他条件。公开发行公司债券筹集的资金,必须用于核准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。

者重大遗漏;不得存在债务违约或者迟延支付本息的事实,且仍处于继续状态;不得存在严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形等。<sup>[26]</sup>

根据《证券法(修订草案)》第35条、第36条的规定,公开发行债券,由国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准,应当符合下列条件:(1)发行人具有符合法律规定的组织机构;(2)发行人最近三年财务会计报告被出具标准无保留意见;(3)发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内没有贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的犯罪记录;(4)发行人最近三年平均可分配利润足以支付债券一年的利息;(5)国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门规定的其他条件。公开发行其他证券,应当符合国务院证券监督管理机构规定的条件。<sup>[27]</sup>其中前三项也是申请公开发行股票注册的要求,发行债券监管相对严格,还需要满足最近三年平均可分配利润的要求、国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门规定的其他条件。

## (二)债券发行注册制的实现机制

### 1. 实然:监管机构主导的制度竞争

市场化改革的方向使得注册制发展成为债券发行的重要制度。鉴于中国行政管理体制的历史传统,各类债券发行制度的改革从审批制到核准制,再到注册制是一个发展的过程。多类债券都处于转变进程中,并以监管机构为主导。企业债就是一个很好的例子。1993年国务院颁布的《企业债券管理条例》规定企业债券的发行采取审批制,2008年发改委出台《国家发展改革委员会关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》将企业债券发行“简化”为核准制。再如,短期融资券,2005年人民银行颁布的《短期融资券管理办法》中规定了企业申请发行融资券应当通过主承销商向中国人民银行提交备案材料,

[26] 《公司债券发行与交易管理办法》第17条规定:“存在下列情形之一的,不得公开发行公司债券:(一)最近三十六个月内公司财务会计文件存在虚假记载,或公司存在其他重大违法行为;(二)本次发行申请文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏;(三)对已发行的公司债券或者其他债务有违约或者迟延支付本息的事实,仍处于继续状态;(四)严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。”

[27] 参见《证券法修订草案》第36条。

2008年制定的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》则规定,短期融资券改由银行间市场交易商协会注册。又如证券公司债券,2004年《证券公司债券管理暂行办法》规定证券公司发行债券必须报经中国证监会批准,在2015年中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》废止上述规定后,证券公司债券统一适用公司债券发行的规定,改为核准制或者注册制。

表4 中国债券注册制改革进程

时间	债券类型	发行审核	法律依据
2008年1月	短期融资券	NAFMII注册	《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》(2008年)
2008年1月	中期票据	NAFMII注册	《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》(2008年)
2008年4月	企业债	国家发展改革委核准 (企业债初审权拟交中债登)	《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》(2008年)
2015年4月	信贷资产支持证券	中国人民银行注册	中国人民银行公告[2015]第7号
2015年1月 2015年5月	公司债	面向公众投资者公开发行的债券由证监会核准	《公司债券发行与交易管理办法》(2015年)
		面向合格投资者公开发行的债券,由交易所预审出具无异议函,证监会简化复核	
		非公开发行的公司债券(包括中小企业私募债)由交易所注册、证券业协会备案	《公司债券发行与交易管理办法》(2015年)、《上海证券交易所非公开发行公司债券业务管理暂行办法》、《深圳证券交易所非公开发行公司债券业务管理暂行办法》(2015年)

整体上看,公司债的公开发行没有实现注册制,还是核准制,但已经通过“简化规定”和相关的证监会规定、交易所业务规则部分地实现了注册制。2015年《公司债券发行与交易管理办法》区分了面向公众投资者公开发行、面向合格投资者公开发行和非公开发行公司债券三种方式,俗称“大公募”、“小公募”和“私募”,将公司债的审核权限部分下放至交易所。小公募公司债先向沪深交易所提交申请材料,由交易所进行预审,在交易所预审通过并出具无异议函后,再向证监会报送行政许可申请材料,由证监会以交易所预审意见为基础履行简化核准程序,其中向证监会报送的行政许可申请材料的受理和批文发放均放在交易所办理。大公募公司债则直接向证监会报送行政许可申请材料,由证监会债券部进行审核。非公开发行的公司债券拟在交易所转让的,发行人应当在发行前按照相关规定向交易所提交相关申请文件,由交易所确认是否符合挂牌条件。

## 2. 应然:国家统一立法下的规则先行

如果企业发行债券,可以选择短期融资券、中期票据、企业债、公司债等多个券种,所以债券发行在交易所市场和场外市场存在很大的竞争,而市场的分割格局加剧了制度之间的竞争。不同的监管机构在发展自身管辖下的债券市场时,以出台规章、其他规范性文件的方式进行了制度竞争,不断地简化发行审核的程序。但是,债券发行注册制的推动机制应当由规章层面的制度竞争,转变为统一的法律规定,注册制的实施应当秉承“规则先行”,而不是采用“无限接近注册制”的做法。<sup>[28]</sup> 债券发行制度改革不应局限于股票注册制改革推动力带来的附带影响,而应以法治理念所统领的规范化的方式相应地进行制度完善。

尽管前述监管机构的规则都在很大程度上推动了债券市场化的发展,并且发挥了积极的作用,但是从制度反思的角度,还需要进行以下方面的完善:一是通过统一立法的形式或者符合法律位阶的修法方式完成各类债券发行的规则,避免简化程序或者预审权的下放等方式形成事实上的注册制。二是在实行注册制发行审核时,同步完善相关的信息披露和监管规则等配套制度。三是建立证券行政许可范围内

---

[28] 佚名:“公司债发行改革 无限接近注册制”,载《证券日报》2015年12月8日版。

的法定授权机制,明确规定被授权组织、授权范围、职责内容。四是允许商业银行在交易所发行公司债券,并建立金融机构公司债券的统一规制规则。