

企业债券市场法律体系建设探微

□ 邵晨 林积杨 柯万丛

[内容提要] 从1987年《企业债券管理暂行条例》的颁布到现在,我国对企业债券市场的监管已建立起相对比较完整的法律体系。但是,现有的企业债券市场法律体系存在很多的问题,如该法律体系本身不够协调统一,也没有突破企业债券的审批制;对“企业债券”界定不统一等。为了能适应企业债券市场的快速发展,我们应不断发展和修改现有法律法规体系。

从我国企业债券市场发展之初的无序状态,到对企业债券市场的监管建立起相对比较完整的法律体系。这对于我国企业债券市场的发展起到了规范和促进的作用,使得企业债券市场纳入证券市场战略乃至经济体制改革的进程中来。但是,企业债券市场法律体系仍存在许多问题,仍有待进一步完善。

我国企业债券市场法律法规体系概览

从我国企业债券市场的发展历程看,我国第一个对企业债券市场进行规范的法规是1987年3月国务院颁布的《企业债券管理暂行条例》。它第一次从法律上认可和保障了企业债券的发行。

为了进一步规范企业债券市场,1993年8月国务院废止了《企业债券暂行管理条例》,代之以更为完善的《企业债券管理条例》,对企业债券的发行主体资格、申报程序、发行流通市场等作了规定,明确了企业债券的发行额度由计委颁布分配,而由中国人民银行负责审批。直至今日,《企业债券管理条例》仍是我国企业债券市场的基本法规。

1994年7月1日《公司法》全面施行,其中对公司发行企业债券作了相应的规定,许多条款是和《企业债券管理条例》相一致的。事实上,关于企业债券的条款本应出现在《证券法》中,只因当时《证券法》尚未成熟,因而在《公司法》中加入了这些条款。

1995年《担保法》的出台,为企业债券的担保问题提供了法律依据,它为企业债券的质地提供了有利的保证。换言之,《担保法》在企业债券担保方面的严格规定将逐步改变当时一些企业债券到期不到及时兑付的局面。

1996年,为规范和发展企业债券的流通市场,沪深两地证券交易所分别颁布了《上海证券交易所企业债券上市交易规则》和《深圳证券交易所企业债券上市交易规则》,标志着企业债券市场已成为我国证券市场的重要组成部分。

1998年4月中国人民银行发布了《企业债券发行与转让管理办法》。由于无论是《公司法》还是《企

业债券管理条例》,对企业债券的具体管理都没有作出更加详细的规定,使企业债券的管理缺乏可操作性,没有明确确定与企业债券发行相关各方的权利义务关系。因此《企业债券发行与转让管理办法》的发布具有重要意义,它在《公司法》和《企业债券管理条例》的基础上,在许多方面都加以细化,更具可操作性。

1998年12月,另一部证券市场大法——《证券法》的诞生使得我国证券立法更加完善。从此,企业债券市场将在《公司法》、《证券法》和《企业债券管理条例》这三部最基本的法律框架下运作。

今后企业债券管理工作将更加有章可循、有法可依。企业债券市场法律体系的相对完善健全,对促进企业债券发展、规范企业债券管理、防范企业债券风险都具有重大意义。

我国企业债券市场法律体系的主要问题及其对策

我国企业债券法律体系不够协调统一 按照惯例,《公司法》规范公司的设立、组织机构、合并、解散和清算等事宜,而《证券法》规范证券的发行、交易等事项。因而《公司法》对企业债券的规定有越俎代庖之嫌,对于企业债券发行条件等的规定似应出现在《证券法》里。当然,部分原因是由于《公司法》早于《证券法》5年生效。

《企业债券管理条例》本应比《公司法》更为详细地规范企业债券,使之更具操作性。而事实上在《企业债券管理条例》之后的《公司法》所涉及的问题,如发行条件等,却比《企业债券管理条例》来得科学、准确。因此,有必要修改《企业债券管理条例》中的某些条款以适应《公司法》和《证券法》。

对于我国企业债券的规范应以《公司法》和《证券法》为基本法律框架,而《企业债券管理条例》则应在此基础上更为详细地规范企业债券,使之对企业债券市场的监管更具可操作性。因而,合并《企业债券管理条例》和《企业债券发行与转让管理办法》,

制定出一部详细、规范的可操作性强的《企业债券管理实施细则》是一种可行的方案。在这种情况下，以《公司法》和《证券法》为基础作为企业债券市场监管的基本法则，而以《企业债券管理实施细则》作为具体实施细则规范企业债券，从而达到企业债券法律体系的相对完善统一。

对“企业债券”界定不统一 1. 企业债券与公司债券辨析

对企业债券的界定，不同的法规使用不同的名称。《公司法》和《证券法》没有使用“企业债券”一词而使用“公司债券”一词，而《企业债券管理条例》使用“企业债券”一词。两者事实上有一定的区别。

《公司法》第一百六十条规定：“本法所称公司债券是指公司依照法定程序发行的、约定在一定期限还本付息的有价证券。”《证券法》也一脉相承使用该词，尽管它没有给出明确的定义。《公司法》明确规定：“公司是指依照本法在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司。”因此，公司债券是指依法成立的具有法人资格的公司法人（有限责任公司或股份有限公司），按照有关法律或行政法规规定的程序发行的债券。

《企业债券管理条例》第五条规定：“本条例所称企业债券，是指企业依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券。”1988年8月发布的《全民所有制工业企业法》中规定：“企业有权根据国务院规定发行债券。”而当时大部分国有企业都没有进行公司制改造，因而称之为“企业债券”就没有什么不合理的。《企业债券管理暂行条例》的适用范围就是全民所有制企业（国有企业），当时的国有企业发行的债券当然不能称之为公司债券。既然当时非公司制的国有企业是大中型企业的主体组成部分，又可发行债券，而公司制的企业相对还不是很多；那么直到1993年《企业债券管理条例》出台前，人们称“企业债券”的情况也就更为多见。如果当时使用“公司债券”一词，无疑将使没有进行公司制改造的

国有企业在发行债券时出现法规不通的情况。

《证券法》没有明确“公司债券”的定义，但是从总则的第二条表明《证券法》和《公司法》所指的公司债券是同义的。因此，似乎就出现两部证券市场大法无法规范非公司制企业发行债券的情况。而从这两部证券大法的权威性看，企业发行债券应该遵循这两部权威法律。

2. 公司债券与金融债券辨析

1995年通过的《商业银行法》将商业银行界定为“依照本法和《中华人民共和国公司法》设立的……企业法人”，同时规定商业银行可以发行金融债券。因此，从《公司法》看，商业银行作为公司发行的债券实质上属于公司债券，即该金融债券在公司债券范围内。而《企业债券管理条例》明确规定企业债券不包括金融债券和外币债券。《证券法》对此也没有明确界定。

因此，有必要明确界定企业债券的范围，使得三部法规达到统一。可以考虑适当的时候废止《企业债券管理条例》，代之以在《证券法》、《公司法》和《企业债券管理条例》基础上制定的《公司债券管理条例》或《公司债券管理实施细则》，进一步对前三部法律法规进行细化，使之更具可操作性。这样，使得三部法律法规关于公司债券的范围的界定达到统一；同时可以加快公司制的发展，推动企业经营机制的转换。可以采取不同的方案界定企业债券和金融债券。一是制定一部新的《公司债券管理条例》或《公司债券管理实施细则》，把各种公司债券纳入其中，包括金融债券，可转换公司债券等。在美国，金融债券是作为公司债券的一部分来看待的。除了联邦政府出资建立或控股的金融机构（如贷款保险公司等）外，其它银行和金融公司发行的债券即为公司债券。二是把金融债券、可转换公司债券等从公司债券中独立出来另行规定。现行体系似乎是朝着这一方向迈进。不过，不论采用何种方案，都必须明确公司债券的范围。

现行法律体系下没有突破企业债券的审批制

《证券法》第十一条规定“发行公司债券，必须依照公司法规定的条件报经国务院授权的部门审批”。因此，《证券法》未能突破《企业债券管理条例》对于企业债券与计划经济体制相联系的管理模式，即由中国人民银行会同同级计委审批。这不利于改变目前多头管理、不易协调的状况，更不利于证监会对企业债券市场的直接监管，尽管《证券法》第十五条规定“国务院授权的部门对公司债券发行申请的审批，参照前二款的规定执行”，也即参照股票的核准制。因而企业债券的管理更像是审核制。而核准制只是注册制的一种过渡形态，企业债券的市场化必须导致企业债券管理的注册制。

对此，在我国企业债券市场不成熟的情况下，采取与过渡形态的核准制对于防止乱集资等非法行为是必需的。但是，从审批制、审核制到核准制甚至注册制是企业债券市场发展的必然。因此，制定企业债券新法时必须向注册制靠拢。

发债主体不够明确 1999年修宪肯定了民营企业（民营企业）在我国经济体系中的重要地位。在目前企业债券市场不景气的情况下，让民营企业进入企业债券市场对于活跃繁荣企业债券市场具有积极意义。但是，《公司法》、《企业债券管理条例》、《企业债券发行与转让管理办法》和《证券法》对这一问题的界定却含糊不清。

从这四部法规规定的企业债券发行条件看，民营企业可以作为发债主体。但是《公司法》第一百五十九条规定“股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限公司，为筹集生产经营性资金，可以依照本法发行公司债券”，这似乎把民营企业排除在外，因为目前民营企业绝大多数是有限责任公司。《企业债券管理条例》第十一条将企业债券分为中央企业债券和地方企业债券，而民营企业无所谓中央企业，似乎把它归类于地方企业才有可能发行债券；而《证券法》也没有明确民营企业是否可以作为发债主体。

因此，在民营企业的地位上升后，能否发行企业

债券对资金短缺而又融资渠道相对狭窄的民营企业来说是有重要意义。因此，在制定新的《公司债券管理条例》或《公司债券管理实施细则》时，明确民营企业的发债主体地位，不论对民营企业本身还是对企业债券市场都是必要的和及时的。

担保方式过于单一 我国《公司法》、《企业债券管理条例》和《证券法》没有关于发行企业债券方面的规定。但《企业债券发行与转让管理办法》第四章专门对担保作了规定。该条例总则第三条规定：“企业发行债券应提供保证担保，但经中国人民银行批准免于担保的除外。”1995年出台的《担保法》规定了5种担保方式，即保证、抵押、质押、留置和定金。因此，该条例基本上否定了其他担保方式。事实上，抵押担保和质押担保在我国企业债券市场中也有较大的适用性。而该条例仅把抵押和质押作为反担保的方式，它第三十七条规定：“保证人可要求发行人提供抵（质）押物进行反担保。”

另外，在大额度债券发行中，基金担保已成为发行人的一致选择。而基金担保是在我国特殊的管理体制下形成的一种担保选择，不能简单地归类于我国《担保法》所规定的5种担保方式之一。对于这种特殊的担保方式，有必要加以进一步的规范。

这些年来发生的乱集资事件层出不穷，企业债券到期兑付困难等现象，担保制度不健全，没有债券风险的后续准备是重要原因之一。为此，应该做到：适用于各种所有制企业的新《破产法》应尽快出台。如果在符合破产条件的情况下，发债企业或担保企业不能及时破产就会使得担保失去意义。我国目前的《担保法》尚有很大的局限性，还不足以对发债企业形成压力，对之进行约束。因此，制定适用于所有企业的《破产法》已是迫在眉睫。扩大担保方式，规范基金担保方式。《担保法》规定的5种担保方式中，抵押担保与质押担保具有诸多优于保证担保方式的特点，理应作为我国担保债券发行的主要方式予以明确规范并大力地支持。同时，对较为特殊的基金担保方式进行规范，或者融入《担保法》中，或者在新的

《公司债券管理条例》中予以明确。事实上,近年来有些债券已经采取了除保证担保方式以外的担保方式,如中国神马集团有限公司以其部分资产(价值1.3亿元)为1997中国神马债券(总额1亿元)提供抵押担保。

《信用评级管理办法》的制定须加快步伐

目前我国广大投资者对企业债券评级持怀疑态度。因此,明确评估机构因评估有失公允而损害投资者的利益时所应承担的责任,就必须制定《信用评级管理办法》以加强对评估机构的规范化管理。

我国债券信用评级虽已开展多年,各发行主体的信用级别也已拉开,但作为发债条件之一的利率水平却始终划一。因此,《信用评级管理办法》的推出将有助于信用评级与利率市场化更好地结合起来。

《债券回购管理条例》应该尽早出台

1995年8月中国人民银行规定进入证券回购市场的券种仅限于国库券和金融债券。由于有部分企业债券到期不能及时兑付,影响了企业债券进入证券回购市场。但是,随着企业债券市场的发展,应该允许企业债券,特别是国家垄断经营的行业发行的有担保和信誉好的企业债券进入证券回购市场。企业债券进入证券回购市场后能扩大发行市场,增强债券的流动能力的融资能力,并活跃市场,增加透明度。

因此,制定《债券回购管理条例》或统一的《证券回购管理条例》是迫在眉睫了。只有这样才能进一步规范企业债券回购市场,甚至把债券回购纳入中央银行公开市场操作业务中。

债息纳税制度不合理

《企业债券管理条例》第二十四条规定:“单位和个人所得的企业债券利息收入,按照国家规定纳税”。对于个人投资者来说,按照我国《个人所得税法》,必须以利息收入的20%纳税。以目前3年期企业债券最高利率6.93%计

算,扣税后投资者投资企业债券的实际利率为5.544%,小于同期国债5.85%的水平,因为国债的利息收入是免税的。这样就造成了风险收益的严重不对称。这样的债息纳税制度显然不利于企业债券的进一步发展。

为此,必须使企业债券的风险与收益相对应,或者提高企业债券利率,或者降低国债利率。但这两种利率都是以同期银行存款利率来确定的。利率太高了,企业的筹资成本上升;而国债利率下调可能会使国债失去吸引力。较为可行的办法是,修改债息纳税规定:只在企业债券利率高于同期国债利率部分征收利息税。这样就能达到企业债券风险收益的对应。

以上从八个方面探讨了我国企业债券法律法规体系存在的一些问题并提出了解决问题的思路。当然,我国的企业债券市场比起发达国家来还不成熟,还没有发挥应有的作用;在法律法规体系中还存在不少缺陷,相关法律如《企业短期融资券管理办法》、《金融债券管理办法》、《住宅建设债券管理办法》都有待制定或完善,而且随着企业债券市场的发展,新问题也会不断出现。因此,只有不断发展和修改现有法律法规体系,才能适应企业债券市场的快速发展;司法必须及时介入企业债券市场,理顺“发债企业——投资者——监督当局——法院”之间的关系,否则,再完善的法律法规体系也不能有效地发挥作用。

邵晨:厦门大学企管系研究生导师

林积杨 柯万丛:厦门大学企管系

责任编辑:其诚