

公司重整中债券持有人权利保护机制的构建*

朱晓娟

摘要:公司债券持有人应当具有不同于普通债权人的特殊地位。对处于重整程序中的公司而言,根据状态依存所有权理论,明确债券持有人的特殊债权人属性,规定并保护债券持有人的表决权、监督权、知情权与转让权等制度可以最大程度契合重整关于实现企业价值最大化之目标。由于公司债券的公众性突出、债券立法混乱、权利定位存在认识错误等问题,在重整时设立单独表决组、明确权利行使规则、加强信息披露以及完善债券转让规则等公司债券持有人的权利保护制度势在必行。

关键词:公司债券;重整信息披露;表决权;债券受托管理人;债券转让

中图分类号:DF411.91 **文献标识码:**A **文章编号:**0257-5833(2019)06-0117-08

DOI:10.13644/j.cnki.cn31-1112.2019.06.011

作者简介:朱晓娟,中国政法大学民商经济法学院商法研究所,副教授(北京100088)

问题的提出

近年来,随着经济下行压力加大,我国公司类信用债券市场违约事件有所增多。Wind 数据显示,2017年,债券违约数量和金额为35只337亿元,2018年跳升至131只1210.8亿元,违约金额增加了约2.6倍^①。债券违约的频繁发生导致不时有公司陷入资不抵债状态、进入重整程序。在协鑫集成科技股份有限公司与刘莉平证券虚假陈述责任纠纷上诉案[(2018)苏民终237号]中^②,公司重整方案的债权分类将债券持有人单独分组说明,债券持有人与股东同属于证券所有人的属性提出了公司债券持有人是否具有区别于普通债权人加以特别保护的必要性问题。重整中债券持有人的地位如何?其与其他普通债权人相比是否具有特殊性?应否在重整中对其予以特别保护以

收稿日期:2019-02-01

* 本文为中国政法大学第五批商法学与金融法学青年创新团队项目“我国金融危机的法律防范机制研究”(项目编号:10817332)的阶段性成果。中国政法大学2015级民商法学研究生郝超承担了案例梳理、资料整合等工作,特此致谢。

① 数据来自中国债券信息网,网址为<http://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/jgzs/lhzx/20181029/150221264.shtml>,2018-10-19。

② 参见协鑫集成科技股份有限公司与刘莉平证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,[(2018)苏民终237号]。

及如何保护?我国现行立法的缺陷对重整时公司债券持有人合法权益的保护构成障碍,对其权利的误解使得债券持有人无法充分维护自身权益。因此,本文旨在梳理公司债券持有人在重整时有哪些权利、现行立法存在哪些问题以及如何保障权利的行使,以构建和完善重整时公司债券持有人的权利保护制度。

公司的产权结构并非一成不变,而是根据公司的经营状态发生改变,此即状态依存所有权理论。当公司经营状态良好时,公司由股东享有;当公司经营状态恶化时,公司由债权人享有。保护债权人在公司重整时的合法利益是公司产权结构安排之逻辑必然,公司的权利安排应当符合“不平等原理”^①,正如在正常经营的公司中需要处理作为终极所有者的大小股东之间的权利配置,在重整的公司中也应做好作为终极所有者的大小债权人之间的利益平衡。与普通债权人相比,公司债券持有人处于明显弱势地位,在重整时应得到特别保护。

市场与公司均由合同构成,但两者的执行机制并不相同。对于市场而言,价格、法律和信誉是保证合同实施的主要机制,但对于公司而言,权威、法律和信誉是合同实施的主要机制^②。基于此,对于重整时的公司而言,权威对重整公司的资源配置起到无可替代的作用。权威主要由决策权与监督权构成,决策权指引重整公司的资源配置,其在很大程度上是通过行使表决权而实现,监督权则确保这种指引的方向正确,任何决策与监督都不可缺少信息,此外,债券的转让很大程度上会影响决策权归属的转变,因此,表决权、监督权、知情权、转让权共同构成了公司重整时债券持有人的主要权利配置,当然,这些权利行使的前提为必须服务于公司的重整目的。

债券融资的公众性导致集体行动难题,进而产生严重的“搭便车”现象^③,区别公司债券保护与普通债权保护的最主要原因是缓解该集体行动难题,且作为资金交易债权人的债券持有人因所投资本的预付性面临的风险很大^④,同时,缓解公司行为带来的负外部性,将公司外部的成本和收益内部化,也更利于弥合契约的不完备性。

一、重整时公司债券持有人表决权的规则现状与完善

(一)债券持有人拥有表决权的正当性——控制权的关键

公司的控制权并不是变动不居,而控制公司的关键在于表决权。表决权是连接公司经营与公司所有的纽带。在公司经营正常时,将表决权赋予股东而非债权人或高管有着深刻的经济学原因,即表决权配置给公司的剩余索取权人^⑤。重整时,管理人的职责来源于法律的直接规定,缺乏表决的激励,股东则失去了控制公司的资格,此时,债权人更富激励去行使表决权,以控制公司债券持有人作为债权人当然应享有表决权。

(二)债券持有人表决权的问题——定位不清

对于公司重整时债券持有人的表决权,无论是《公司法》、《证券法》还是《企业破产法》均欠缺明确规定。公司债券持有人作为典型的债权人理应在重整时享有表决权,但根据我国《企业破产法》第82条的规定,重整计划应当将债权分为有财产担保债权、职工债权、税款、普通债权,由上述不同种类债权人对重整计划进行分组表决。由此,公司债券持有人的表决权只能划分到普通债权人中,这种粗略的划分未反映不同利益主体的需求,有碍公平。

① 组织内部在权力、利益、贡献和分配上都不能搞平均主义。这样,一个人在组织中所获的权力和荣誉就有可能成为促使其为组织多做贡献的选择性激励机制。赵鼎新:《集体行动、搭便车理论与形式社会学方法》,《社会学研究》2006年第1期。

② 张维迎:《理解公司——产权、激励与治理》,上海人民出版社2014年版,第148页。

③ 奥尔森认为搭便车困境会随着一个群体中成员数量的增加而加剧:即当群体成员数量增加时,每个成员获取公共物品后能从中取得的好处会减少;在一个集体行动中能做出的相对贡献减少从而降低自豪感与成就感;在群体内人与人之间进行直接监督的可能性会降低;群体成员组织起来参加一个集体行动的成本会大大提高。赵鼎新:《集体行动、搭便车理论与形式社会学方法》,《社会学研究》2006年第1期。

④ 刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第211页。

⑤ 罗培新:《公司法的法律经济学研究》,北京大学出版社2008年版,第97页。

首先,公司债券持有人的集体行动难题较普通债权人更为严重,将公司债券持有人划分至普通债权人表决组有损害其利益之虞。其次,重整计划分组表决是为了反映不同表决组的不同利益诉求。对债权实行分组,确保重整计划对特定类别的所有债权人给与同样的条件,保障债权人的公平待遇和破产法规定的清偿顺序^①。在美国,立法允许债务人将利益一致或相似的债权人划分到一组进行分组表决^②。

(三) 债券持有人表决权保护的对策——单独表决组

为保护债券持有人之利益,应当在公司重整时设立单独的表决组,以维护公司债券持有人在重整时的利益。债券持有人虽属于债权人,但在重整中利益诉求有别,有担保债权人渴望公司复苏的动机并没有无担保债权人的动机强烈;同理,即便同为无担保债权人,其他普通债权人维护债权的热情也劣后于公司债券持有人,因此,两者的经济利益及其导致的利益偏好不能等同。由于这种不同的利益诉求,重整公司很难实现个人基础上的帕累托效率,于此,设置单独表决组更符合“类别组帕累托效率”^③。将具有相同诉求的个人划分为一组,看成一个行动的集体对外交易,从个人而言难免会损失一定利益,但整体而言却是帕累托改进,更能节约重整成本,提高重整效率。

二、重整时公司债券持有人监督权的保护与实现

(一) 监督权的法理基础——重整中公司治理的制衡

债券持有人与发行公司的利益密切相关,应创设制度让其参与公司治理^④。重整公司需要有制定重整计划并在重整计划通过时执行,美国破产法规定一般由公司的管理层行使上述权利即DIP(Debtor in Possession)模式,但当法院认定现任管理层不宜或不能行使权利时则另外指定重整托管人代表重整公司,即TIP(Trustee in Possession)模式,并由此延伸出了债务人中心主义和管理人中心主义。

依据我国《企业破产法》第八章的规定,重整时公司的经营权主要由法院指定的管理人行使,即“我国破产法所构建的重整公司治理结构是以‘管理人中心主义’为主,以‘债务人中心主义’为辅。”^⑤债权人在公司重整时主要起到监督者的角色,其监督权主要由债权人会议行使^⑥。公司债券持有人作为债权人的一种有其典型性和独特之处,理论上公司债券持有人的权利行使方式包括了公司债信托模式与公司债券持有人大会模式,虽然这两种模式都是由债券持有人间接行使权利,但不能阻却其具有监督权之事实。

(二) 监督权现行立法的问题——信息披露规定不明

公司对债券信息的披露义务在法律层面只能从《证券法》第三章“证券交易”中的第三节“持续信息公开”中类比适用于股票的信息披露规定,而且这种信息披露具有局限性,只能适用于债券的交易规则,无法类推适用于重整时的公司。

债券与股票作为两种不同的融资手段,在经济实质与法律关系上有本质区别,这种差异主要表现在收益回报和风险承担上^⑦,正是这种收益与风险的不同配置内生了差异化的信息披露偏好。“债券的本质是债权债务凭证,而股票的本质是所有权凭证。”^⑧投资者购买目标公司债券,预期收

① 石静霞:《联合国国际贸易法委员会〈破产法立法指南〉评介及其对我国破产立法的借鉴》,《法学家》2005年第1期。

② 王佐发:《公司重整制度的契约分析》,中国政法大学出版社2012年版,第129页。

③ 类别组帕累托效率是将经济学意义上的帕累托效率应用于具有不同利益诉求的类别组而非泛泛的个人,See S. L. Schwarcz, “Rethinking Freedom of Contract: A Bankruptcy Paradigm”, *Texas Law Review*, 1999, 77(3).

④ 刘迎霜著:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第213页。

⑤ 杜坤,周含玉:《破产重整公司治理结构逻辑分析》,《西南政法大学学报》2014年第4期。

⑥ 韩长印:《债权人会议制度的若干问题》,《法律科学:西北政法学院学报》2000年第4期;王欣新:《论新破产立法中债权人会议制度的设置思路》,《法学家》2005年第1期。

⑦ 蒋大兴:《被忽略的债券制度史——中国(公司)债券的法律瓶颈》,《河南财经政法大学学报》2012年第4期。

⑧ 甘培忠:《企业与公司法学》(第7版),北京大学出版社2014年版,第280页。

益确定,其风险在于收益实现的不确定性;而股票的投资收益无法确定,随市场波动。

在非系统性风险方面,债券的风险是一种信用风险,其主要取决于公司自发行债券始至债券到期时公司的偿还债务能力与偿还债务意愿;股票的风险则是一种经营性风险,股票利益的实现与否取决于该公司的具体经营状况^①。上述差异造成了二者不同的信息披露偏好,与更关注经营风险的股票不同,债券更关注的是信用风险,因此,法律对于公司债券信息披露义务的规定应该倾向于公司偿债能力状况变化而非影响公司经营能力的情况。

(三)监督权保护的实现——重整时的债券信息披露制度

公司债券的信息披露制度应当围绕避免信用风险展开。“当事人是否通过信用与另一方进行交易,取决于他对债务人的人格、偿还债务能力和提供担保的评估”^②,即债券的信息披露内容为“专以偿债为主要内容的特殊经济能力”^③。

1. 交叉违约及其事前的强制信息披露

交叉违约,即若发行人任意一期债券或其他债务未及时清偿,本期债券持有人均有权以此为依据,通过债券持有人会议启动加速清偿条款,宣布未偿还的本息提前到期。若发行人在约定的时间内无法偿付,本期债券持有人可通过司法程序进行追偿^④。但“现行法律制度对于交叉违约的保护不清晰,在债券尚未到期但其他债务出现违约的情况下,能否依法求偿还有待观察”^⑤,民法上的救济也显得捉襟见肘^⑥。鉴于此,法律不妨将交叉违约条款作为一种默认规则予以配置,“如果默认条款在内容上反映了‘大多数人’的意愿,也就是说,如果他们反映了大多数知情人自身通常会选择的条款,则它们能够最好发挥这一功能”^⑦。

同时,监管部门应将公司债券违约的信息披露规定为强制性信息披露。公司发生债券违约往往标志着公司的信用出现问题,交叉违约的信息披露可以成为企业重整前与重整期间公司信用的“警示灯”,而交叉违约条款的默认规则化亦可以激励公司在债券违约时进行披露的动机。

2. 事中的持续性信息披露

完整的信息披露不仅包括事前,也应包括事中的信息披露,以解决重整谈判时债权人与债务人之间的信息不对称问题,确保债券持有人监督权的实现。即破产法应当规定债务人在债权人提出破产申请之后到重整表决之前向债权人进行信息披露。有学者将这种信息披露类比为证券法中的招股说明书,也有学者则将之比作公司法上的征集投票权^⑧,但无论何种见解都支持重整时的公司应当进行持续性信息披露。虽然信息披露有助于重整的公平与效率,但也应当维持在一定限度。美国对重整时公司的信息披露程度规定为“充分的信息”,这种信息应考量“充分了解债务人的性质和历史以及债务人的账簿方面具有合理的实用性、法院在审查这种信息披露是否足够充分与实用时应当综合考虑案件的复杂程度、提供附加的信息会给债务人造成多大的成本以及会给债权人带来何种程度的收益”^⑨等因素。

三、重整时公司债券持有人知情权行使的问题与保护

① 冯果:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2015年版,第5页。

② 《牛津法律词典》,法律出版社2003年版,第282页。

③ 洪艳蓉:《〈证券法〉债券规则的批判与重构》,《中国政法大学学报》2015年第3期。

④ 陆洁凤,何浏:《关于完善债券持有人利益保护规则的思考与建议》,《创新与发展:中国证券业2016年论文集》,中国财政经济出版社2017年版,第527页。

⑤ 孙彬彬,周岳,高志刚:《债券违约了怎么办?——债券投资者保护机制和司法救济程序梳理》,《银行家》,2016年第6期。

⑥ 合同法上不安抗辩权与预期违约双重规则的并存导致统一标准的缺失。

⑦ [美]莱纳·克拉克曼,[美]亨利·汉斯曼等著,罗培新译:《公司法剖析:功能与比较》(第2版),法律出版社2012年版,第21页。

⑧ 冯果:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2015年版,第126页。

⑨ 冯果:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2015年版,第127页。

(一) 债券持有人知情权行使的特殊性——被动行使

在公司重整时,公司的经营权由管理人行使,权利分离的治理结构极易导致严重的信息不对称,“一些信息有可能是对委托人不利的,代理人会利用这种信息不对称实施对自己有利的行为,而委托人却因为缺乏足够的信息而做出对自己不利的行为”^①。在公司重整时往往表现为债权人与债务人之间的利益冲突,债券持有人的公众性导致冲突加剧,故公司重整时的债券持有人享有知情权具有正当性。

但重整时公司债券持有人的知情权并不能简单适用股东知情权规则,两者的激励并不相同。当股东作为公司的剩余索取权人时,利益的一致性使股东更有动力了解公司的经营状态并监督管理层的行为,故股东知情权是一种公司治理的积极参与权。而公司重整时参与主体众多,甚至不同债权人之间的利益诉求都相去甚远,债权人虽然享有公司的控制权,但其倾向于瓜分公司剩余价值从而维护自身利益的价值取向并不利于公司的复兴,故重整时债权人的知情权表现为一种被动性权利,而债务人则处于强制性主动地位,即重整公司的强制性披露义务。当公司重整时,强制性地

(二) 债券持有人知情权行使规则的问题——权利义务责任不明

依据我国《公司债券发行与交易管理办法》第50条第(一)至(四)项的规定,公司债券持有人的部分监督权、知情权由公司债券的受托管理人行使,即公司债券的权利主体与行使主体相对分离。大陆法系采用的是公司债券持有人会议模式,英美法系适用的是公司债信托管理模式,台湾兼采之,我国立法也似乎兼采了两种模式。但因在法律移植过程中没有清晰认识到法律基础之间的差异,忽视了中国债券市场的特殊性,从而造成下述问题:

1. 公司债券受托管理人法律定位的模糊。一方面,无论是《证券公司债券管理暂行办法》(下称《暂行办法》)、《公司债券发行试点办法》(下称《试点办法》)还是《公司债券发行与交易管理办法》(下称《管理办法》),都规定了公司债券受托管理人,但公司债券受托管理人和债券持有人之间的法律关系并不明确,既不将其认定为委托代理关系,也不将其看作信托关系,这是立法者妥协的产物^②。

在二元财产所有权理念下,英美法系的公司债信托制度可以得到很好的诠释,但两大法系在财产权观念上的巨大差异使两者暂时不可能发生融合,大陆法系只能通过特别法的方式对信托制度予以规定^③,将之视为一种新型的财产权利,信托财产独立性是公司债信托所必须克服的解释上的障碍。日本法将公司债依照其是否附有担保而进行了区别对待,原因在于其认为公司债不能设立信托,债权无法作为一种独立的财产而分离并公示,不符合独立性的要求^④。

日本这种理论实际上没有厘清民事信托与商事信托之区别,过于苛求信托财产的独立性。民事信托的信托财产是个人或者家庭财产,以信托财产为核心构建信托权利义务关系,目的在于财产的规划或其它目的而非营业,因此强调财产的独立性并不为过。而商事信托以“商业性的架构为中心”^⑤,受托人借由商业性架构取得委托人之财产并管理。因此,如果局限于信托财产的独立性与否,并将之仅仅局限于物权有悖于商业信托的发展潮流^⑥。故公司债信托的信托财产是持有人手中的债券,且该信托模式不应因是否附有担保而予以区别,我国相关规范中模糊其法律定位并无道

① [美]罗曼诺著,罗培新译:《公司法基础》,北京大学出版社2013年版,第69页。

② 冯果:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2016年版,第123页。

③ 崔明霞、彭学龙:《信托制度的历史演变与信托财产的法律性质》,《中南财经政法大学学报》2001年第4期。

④ 对于附担保的公司债的信托财产是债权上设定的担保物权,而无担保的公司债与公司债管理公司之间是一种“利益第三人契约”,并非信托契约。[日]鸿常夫著:《社债法》,有斐阁,1985年初版,第201-202页。

⑤ 王志诚:《跨越民事信托与商事信托之法理——特殊目的信托之法制构造为中心》,载王保树主编《商事法丛论》(第7卷),法律出版社2002年版,第152页。

⑥ 许凌艳:《商法专题研究》,经济日报出版社2005年版,第196页。

理。

2. 利益冲突加剧。传统公司债信托理论认为公司债信托的委托人是公司债券发行人,受托人是信托公司,使得债券持有人的利益被忽视。在我国虽有学者已解释了真正的委托人是债券持有人,其在购买债券时已无条件认可发行公司代理债券持有人签订信托合同的权利^①,但尚未解决发行人与信托公司的利益冲突,立法上的定性模糊则加剧了这一冲突。

3. 公司债券受托管理人的权利范围不明,责任承担不清。我国虽然同时规定了公司债券受托管理人与公司债券持有人会议,但两者的权利划分并不合理,无法保护债券持有人利益。相较于美国、日本的“忠实义务”和“注意义务”^②,我国的“勤勉义务”^③之规定显然过于苍白,而这种模糊的、难以操作的规则更加模糊了信托关系的定性,对债券持有人利益的保护直接产生不利影响。

(三) 债券持有人知情权行使规则的完善——明晰地位与权责

1. 公司债券受托管理人地位明确化

相较于普通的公司债券持有人,债券受托管理人可以更加精准的判断与把握重整公司以及整个金融市场的趋势与走向,可以在复杂多变的公司重整环境中做出更符合债券持有人利益的商业判断。因此,法律应当明确公司债券持有人与债券受托管理人之间的信托关系,以立法对公司债券受托管理人的地位明确规定,以奠定公司债券持有人在重整时合理行使权利的基础。

2. 公司债信托利益冲突解决方式区分化

美国也曾因为发行公司、信托公司与公司债券持有人之间的冲突导致诉讼泛滥,但其后通过立法与判例对该制度进行了弥补并延续至今,究其原因,法律本身的合理构建与市场的引导和包容至关重要^④。对于公司债信托中存在的利益冲突,《美国合同信托法》列举的冲突内容多达九种^⑤,但对利益冲突的规制只有在发行公司出现债券违约时始得发生。利益冲突并不必然引起债券持有人利益之减损^⑥,让市场、法律各归其位,更契合公司重整时债券持有人保护“市场化”、“法治化”的要求。一方面,在发行公司信用状况良好的情况下,对发行公司、信托公司及债券持有人三者之间的利益冲突应该采取包容态度,使市场更富效率,使重整企业更具活力;另一方面,当公司出现债券违约情形时,则应该对利益冲突采取审慎态度,此时,如果信托公司不为债券持有人利益行事,则债券持有人有权更换债券受托管理人甚至可以追究其相应的责任。

3. 公司债受托管理人权利义务明晰化

《管理办法》第55条规定了债券受托管理人应当召开债券持有人会议的十种情形,通过召开会议的方式行使职权削弱了受托管理人作用的发挥,增加了履职成本。此外,立法对公司债券持有人会议召集程序、表决程序、议事规则等规定的空白使得其在实践中应用极其有限,无论是债券受托管理人制度还是债券持有人会议制度,在实践中都趋近流于形式。因此,为发挥公司债券受托管理人的灵活性与能动性优势,一方面,扩大其权限,赋予其根据实际情况自由裁量的权利,因为其所作出的商业判断在很大程度上是优于债券持有人会议所做的“民主决策”的;另一方面,信义义务的引入可以发挥受托管理人对债券持有人利益保护的基础性作用,还可以缓解利益冲突。权利主体和

① 冯果:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2016年版,第176页。

② 美国公司债受托人的义务有九项,其中最重要的是忠实义务与注意义务,日本《公司法》与《附担保公司债信托法》也规定了受托公司的忠实义务与注意义务。具体论述见刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第178—185页。

③ 具体见《公司债券发行与交易管理办法》第四十九条,规定了债券受托管理人应当勤勉尽责,公正履行受托管理职责,不得损害债券持有人利益。

④ 冯果:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2016年版,第113页。

⑤ 李莘:《美国公司债券受托人法律问题研究》,载沈四宝主编《国际商法论丛》第6卷,法律出版社2004年版,第267—269页。

⑥ 对于这种立法之规定,美国司法界对之展开了论证,一般理论认为:在公司信用良好时,债券持有人需依合同的规定获得定期收益,信托公司消极监督的角色更符合受托人的定位;但当发行公司发生债券违约时,信托公司则需要积极为受益人主张权利,此时法律强制性规定信托公司的信义义务更符合立法之意图。冯果:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2015年版,第112页。

行使主体的相对分离可能导致个人权利救济的障碍,信义义务的引入可以提供债券持有人利益受损时获得救济的依据。当公司债券持有人认为受托管理人未能尽到管理人之表决权、监督权、知情权、转让权和诉权时,可向受托管理人主张违反信义义务之责任。同时,对于涉及到公司债券持有人重大利益的事项上,应该运用公司债券受托管理人与公司债券持有人会议的联动职能。

四、重整时公司债券持有人转让权的保护与实现机制

(一)保护债券持有人转让权的价值——刺激投资与促进流转

公司债券持有人的转让权为传统重整制度提供了一个更富效率的替代解决措施。一方面,传统重整制度的强制性要求当事人参与到重整之中,而转让权可以解放那些没有激励参与重整的债券持有人。本质而言,债券的转让是一种请求权交易,而这种请求权交易不仅有助于降低破产成本,也可为新的投资人提供进入重整公司的渠道^①。另一方面,在公开证券交易市场,顺畅的债券流转、完善的处理规则及合理的权利配置可保证债券市场的流动性,这种不因重整而“冻结”的流动市场可激发潜在投资者的投资欲望,更可为重整企业再融资提供便利。

更重要的是,重整公司债券持有人的转让权还可以实现重整期间的控制权交易。公司的债权人可以收购大量债券以保证在债权人会议中的控制人地位,此外,收购者还可以收购大量可转换债券,然后将债券转变为股权从而达到收购公司之目的。当然,收购的动机并不必然相同,但债券在重整期间的顺利流转会导致控制权在不同主体之间发生流动,而公司的控制权对于公司的治理至关重要。

(二)债券持有人转让权行使的制度环境——交易市场混乱

上位法的缺失和下位法的“各谋其政”造成了债券交易市场的混乱。证监会2003年出台《暂行办法》到2007年公布《试点办法》再到2015年发布《管理办法》以及随之颁布的一系列配套措施,表明其试图构建起一套以其自身为主导的债券市场规范体系^②,但中国人民银行2008年发布实施的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》又构建起一套“中期票据”债券制度体系,两者之间存在严重的冲突。割裂的债券市场和碎片化的债券法制直接导致了债券市场规则的模糊与混乱^③。首先,由于监管主体的竞争,“多头监管”现状造成我国债券流通市场长期处于分割状态,主要分裂为交易所市场及银行间市场两个子市场,这严重限制了债券流通市场的构建;其次,我国对债券信用评级的重视不够,导致“垃圾债券”泛滥,评级市场竞争失序,公众对债券信用评级的认可度较低且混淆评级业务指导与评级监管两个不同层次的立法^④;最后,缺乏市场化的合理价值估价方法,信息披露不足。

(三)债券持有人转让权的机制保障——完善转让规则

首先,应当允许在《证券法》基础性规定的框架下由具体监管部门和自律组织基于具体债券类别和交易场所制定差异化的债券规则^⑤。这就需要由《证券法》统一规范以便为不同的监管主体提供一套既定且行之有效的准则,保证债券市场的完整性与流通性。

其次,为应对市场后危机时代^⑥,弥补因评级复杂性及金融创新导致的监管不足,我国应在考

① W. Beranek, S. L. Jones, “The Emerging Market for Trade Claims of Bankrupt Firms”, *Financial Management*, 1994, 23(2), pp. 76.

② 洪艳蓉:《〈证券法〉证券规则的反思与重塑》,载黄红元、徐明主编《证券法苑》第17卷,法律出版社2016年版,第20—21页。

③ 冯果:《〈证券法〉修订和债券市场规则体系的重构——兼论证券市场的法治逻辑与制度体系的现代化》,载郭锋主编《证券法律评论》,中国法制出版社2016年卷,第331—333页。

④ 聂飞舟:《美国信用评级机构法律监管演变与发展动向——多德法案前后》,《比较法研究》2011年第4期。

⑤ 冯果:《债券的证券本质与债券市场法制化——〈证券法〉修订背景下的债券法律体系重构与完善》,载黄红元、徐明主编《证券法苑》第17卷,法律出版社2016年版,第12页。

⑥ 张学安、金文杰:《后危机时代国际信用评级监管法律制度的重构》,载陈安主编《国际经济法学刊》(第18卷第4期),北京大学出版社2011年版,第287页。

考虑本国国情的基础上,借鉴国际信用评级立法经验,制定一部统一的债券信用评级法律制度,系统性解决与规范债券市场的利益冲突、信用评级机构权利义务责任及其监管问题。

最后,建立市场化的债券估价机制。公平合理的估价机制是债券转让市场健康发展的保障,且估价是否合理是一个市场交易问题,只要交易双方认为价格合理,法院或监管机构不应当过分干涉。事实上,债券转让价格的不合理通常是因交易双方存在高度的信息不对称导致,即重整期间债券转让的估价机制取决于买受人是否获得了“充足的信息”,美国的瑞维尔铜业公司重整案就是典型^①。

结 论

根据状态依存所有权理论,当公司陷入重整程序时,将公司的剩余控制权分配给公司的债权人是最具效率的产权配置,债权人利益的保护可以和重整之实现公司价值最大化的目标最大程度的契合。对重整中公司债券持有人的权利予以明晰并提供保护可以缓解由于公司债券本身的公众性、债券持有人参与公司治理产生的外部性以及重整实体的契约不完备性难题。

我国立法关于公司债券持有人在重整程序中的权利处于一种上位法缺失、下位法“各谋其政”的状态,没有认识到公司债券持有人的利益诉求,将之与普通债权人“一视同仁”,未能准确把握公司债券正确的信息偏好以及权利行使规则。于此,立法应当在公司重整时设立债券持有人单独表决组;围绕公司的信用能力构建完整的事前及事中的信息披露;明确公司债券受托管理人的法律地位以及权利与义务;建立市场化的债券转让估价机制以及信用评级机制。

(责任编辑:李林华)

Study on The Improvement of the Protection Mechanism of Corporate Bondholders' Rights during Reorganization

Zhu Xiaojuan

Abstract: Corporate bondholders should have a special status different from ordinary creditors. According to the state-dependent ownership theory, for the companies in the reorganization process, to clarify the bondholders' special creditor attributes, and stipulate and protect bondholder's voting rights, supervision rights, right to know, transfer rights and other systems, can correspond the goal of maximizing corporate value during reorganization. Due to the prominent public nature of corporate bonds, legislative confusion, wrong understanding of rights positioning and other issues, it is imperative to establish separate voting groups, clear rules for the exercise of rights, strengthen information disclosure and improve the bond transfer rules and other rights protection system for corporate bondholders during reorganization.

Keywords: Corporate Bonds; Reorganization Information Disclosure; Voting Rights; Bond Trustee; Bond Transfer

^① 58Bankr. 1(S. D. N. Y. 1985)。在这一案件中,法官认为债券收购人未能向债券转让人进行充足的信息披露,以至于债券转让人在未能对信息进行充分分析便转让了债券,债券转让人有权撤销该交易。法官判决的逻辑前提即“理性经济人假设”。