



公司债券市场注册制探索的反思



前沿聚焦

□ 陈 颖 (中国人民大学国家发展与战略研究院研究员)

从形式上说,2020年3月新证券法实施后公司债券市场才正式实行注册制。早在2008年,银行间市场就已首创中期票据注册制,债券发行只在交易商协会注册,无需行政部门审核批准。2015年,证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》,建立由证券交易所上市预审核,证监会采用简易程序核准发行的制度,实质性地试行了注册制或“准注册制”。注册制、“准注册制”的实施激发了市场活力,推动公司债券市场快速扩容。但数年之后,也出现了民营企业信用债接近20%的累计违约率,发行市场陷入“冰冻”等突出问题。

回顾其历程可以发现,债券市场先于股票市场探索实行注册制改革,但当时新证券法、刑法修正案(十一)尚未出台,制度配套、法治保障还不完善,市场主体、市场结构发育亦不成熟,法律责任过轻、违法成本过低的情形普遍。因此,在大幅解除行政管制的同时,市场约束机制未同步有效确立,事后事后监管及司法惩戒也未能及时跟进,市场在利益驱动下不可避免地出现大面积违规,投资者权益遭受损害,最终动摇市场运行的基础。相关经验教训值得认真总结和反思。

一、发行人规范运作和合规披露意识淡薄

注册制以信息披露为中心,以发行人合规运作为前提。如果企业既有动力、又缺乏相应约束,可以不如实披露信息获得融资机会,必将严重侵蚀注册制运行基础。从目前已暴露出来的公司信用债违约案例看,相当一部分存在不同程度的信披违规甚至欺诈发行现象,背后有多方面的原因。

第一,在新证券法实施之前发债是有条件的,如公开发行债券余额不超过公司净资产40%以及需要一定信用评级等。即使不考虑这些法定条件,由于债券融资更看重资产负债和现金流情况,企业也有动力通过美化报表以获取更多融资;第二,即便在发达国家市场后端法律责任巨大的情况下,仍有少数发行人铤而走险。境内市场在新证券法和刑法修正案(十一)出台前,对欺诈发行和信披违规的处罚明显过轻,容易诱使企业通过虚假披露牟取不当利益;第三,有效公司治理是高质量信息披露的前提,我国企业普遍存在“一股独大”的情况,公司治理规范性程度低,尤其是民营企业和非上市公司发行人,信息披露失真问题更加突出。

二、以机构为主体的市场化约束机制不健全

注册制的本质是调整政府管制与市场约束的关系,让市场在资源配置中起决定性作用。实施注册制后,发行人、中介机构同监管机构的博弈转变为市场参与主体相互之间的博弈:一是通过中介机构的高质量把关来消除发行人和投资者之间的信息不对称;二是通过机构投资者的专业判断形成有效的买方约束。

从中介机构的“市场看门”功能看。注册制下发行债券由“可批性”向“可投性”转变,客观上会促进中介机构提升执业水平,但中介机构转型需要时间和过程,市场生态建设需要参与各方协同和配合。目前看,相关市场主体的适应转型尚未完成,中介机构违法违规现象仍频发多发。一是中介机构的声誉机制没有发挥出应有作用,债券市场承销商集中度远低于IPO市场,头部承销商对降低融资成本作用不明显,中介机构声誉价值体现不充分;二是后端执法威慑力度小,行业追责文化尚未成型。相比高盛因承销1MDB债券被多国判罚226亿元人民币,国内法院对五洋债中介机构的一审判罚尺度远非过严,但却引发各方很大争议。

从机构投资者的“买方约束”功能看。尽管普遍认为机构投资者为主的市场更成熟,市场约束更有效,但由于委托代理关系、短期业绩导向、专业水准和道德风险等因素,机构市场的有效性实际存在相当不确定性。从债券市场看,2015年后除交易所大公募债仍有少量个人投资者外,银行间市场和交易所市场均实现了投资者全面机构化,但欺诈发行的案例仍时有发生。由此,机构投资者的培育成熟非一时、一得之功。

三、交易所间的相互竞争导致自律功能弱化

注册制的一个典型特征是由交易所(交易商协会)来履行审核把关职责。然而,多重目标导向的交易所是否会因利益驱动而放松底线,历来存有争议。1929年经济大萧条之后,美国《证券法》《证券交易法》的出台以及美国证监会的成立,其中一个重要原因是对纽交所自律管理能力的信任不足。近年来,香港证监会和联交所关于IPO注册权力架构安排的纷争,也反映出对港交所上市公司质量下降的不同归因。

在境内债券市场分割的大背景下,银行间市场、交易所债券市场及发改委的企业债之间“抢行市”的竞争客观存在。即便是证监会主管的债券市场也存在上交所、深交所以及之前一度是发债场所的中证机构间报价系统之间的竞争。各交易所间的激烈竞争,有时并不一定是“竞优”,也可能造成“竞次”的结果。事实上,交易所债券市场中民企信用债违约情况更甚于银行间市场,一定程度上反映出在追赶目标导向下,可能会导致交易所行为扭曲和自律功能弱化。

四、适应注册制环境下的监管转型不到位

注册制对于前端的放开,需要强有力的事后事后监管补位。在配套制度机制不健全的情况下,债券市场率先开展注册制探索,由于立法支持和执法力度不足,事后事后监管跟不上,一度出现了“前端放开,后端失守”的情况。

第一,法律制度供给不足,在新证券法和刑法修正案(十一)出台之前,债券市场违法违规成本过低的问题突出,针对结构化发行、逃废债等债市问题,相关法律法规制订诸阙如或执行不严;第二,长期以来证监会的执法力量配备以股票市场为主,债券市场监管资源配置不足,现场检查、非现场检查频度低,债券违法违规查处案例占比少;第三,监管执法受到维稳目标较多干扰,执法刚性不足,如交易所为防范债券违约对市场带来的负面冲击,在对发行人违约信息披露的公平性、及时性监管方面尺度不严,被市场广泛诟病;第四,银行间市场直到2018年12月,才提出由证监会对债券市场统一执法。

五、债券市场注册制改革的法治保障严重滞后

证券市场是高度法治依赖型市场,对于市场侵权者,需要行政处罚,刑责追究和民事赔偿多管齐下,协同规制。就当前我国债券市场而言,债券违约后的司法救济尤为薄弱,严重抑制了市场信心和市场参与者积极性。

一是债券违约处置的时间周期长、回收率低。近年来信用债违约已有上百起,但完成处置的屈指可数,处置工作经常一拖数年,全市场违约债券处置回收率仅在10%左右;二是处置过程中地方保护主义严重。部分企业以债务重组、破产重整和破产清算之名行逃废债之实,投资者权益得不到保障,参与处置积极性低;三是司法实践中强有力的刑事民事责任追究尚未形成市场稳定预期。刑事追责目前仅有2013年至2014年发行中小企业私募债的少数几起案例,2015年后发债企业违法判刑的尚未有最新发布,新证券法规定了代表人诉讼制度,但目前重点关注的是普通投资人为主体的股票市场,而机构间债务纠纷的法律适用性尚有待实践观察。

公司债券市场的先行实践表明,注册制改革是市场整体性制度变迁,要重视改革的整体性和协同性,单兵突进式的冒进往往导致市场在经历一轮快速发展后又快速衰退,甚至跌入“脉冲式”发展陷阱。要平衡好政府管制“退”和市场约束“进”的关系,当市场主体培育和新兴市场机制未臻成熟时,应下功夫补短板,建生态,不搞简单一步到位的“市场化”。要在放松管制的同时切实加强监管,着力提高“下后手棋”的能力和本领,用法治化来保障市场化改革行稳致远。

实现“高质量”智慧治理

亟须加强数字能力建设



前沿观点

□ 张成岗 (清华大学社会学系教授、
社会治理与发展研究院院长)

新科技革命正在将人类推向网络化、信息化、智能化的全新时代,以科学化、数字化、人性化为主要特征,系统推进科技与治理体系深度融合的智慧治理趋势正在呈现,对社会治理现代化产生了深远影响。当下数字化技术正对全球经济、政治、文化等领域深度重塑和重构,各国纷纷将数字化作为国家战略重点发展方向。联合国发布《数字经济报告2019》审视全球数字经济态势, G20、金砖等国际组织纷纷将数字经济作为重要议题,携手推动全球数字经济迎来更广阔发展空间。习近平总书记强调,要“审时度势、精心谋划、超前布局、力争主动……加快建设数字中国,更好服务我国经济社会发展和人民生活改善”。在“数字中国”建设进程中,应当深入推动新兴科技和社会治理深度融合,加快数字社会建设步伐,加强数字能力建设,构建“以人民为中心”的有温度的社会治理体系。为此,应当大力开展“数字社会学”理论与实践的创新探索;加强智慧治理标准建设,谨防“起跑线上落后”;提升智慧治理价值张力,实现技术与人的价值耦合;注重数字能力建设,弥合数字鸿沟,实现“高质量”的社会治理。

首先,“数字社会”和“数字治理”相关概念具有多元性,需要深入开展“数字社会学”基础理论研究创新,培养和储备一批数字社会及智慧治理领域高端人才。目前大家对数字治理的理解并不一致,比如有人把数字治理理解为“基于大数据的基层社会治理”,有人把数字治理理解为“对大数据的治理”等。概念的多元性在提示我

们新技术时代数据、数字元素的重要性。概念的多元性属于正常现象,在技术社会学领域,当我们谈新兴技术导致的新社会形态出现时,大家的说法同样很多:数字社会,平台社会,算法社会,信息社会,网络社会,共享社会等等。概念多元化反映了在一个新阶段到来,新事物出现时,我们在概念上并没有形成新的共识,需要有进一步厘清的过程。尽管如此,当然我们都认同如下基本的方向性判断:新兴技术在推动着我们的治理理念、治理模式,还有治理手段创新;新兴技术推动社会治理是治理体系和治理能力现代化的一个必由之路;智慧治理是中国社会治理的未来趋势,是全球化治理理念在实践领域当中的深化革新,还是现代技术在赋能高质量发展的一个现实呈现。

其次,加强智慧治理标准建设,谨防“起跑线上掉队”。在目前各地的智慧治理创新实践探索中,如何科学推进智慧治理缺乏“智慧准则”及“智慧标准”,无法科学评定智慧治理推进基层治理现代化的效能,社会治理共同体亟须关注“智慧伦理”问题。随着实践的丰富和理论探索的深入,应该出现一个智慧治理的标准或者智慧治理的伦理准则,这对于实现“科学向善”的目标至关重要。当前的数字化社会建设缺乏统一标准,中国要谨防起跑线“走神”。发达国家在制定标准方面,工作往往做得很扎实,标准具有可操作、可实现性,而且还具有统一性。发展中国家往往为了当前短智利益单兵作战,彼此间没有协同和统一;发起和创建服务于公共领域综合性标准的机构和组织也很少,很难形成合力。“得标准者得天下”,在数字化社会转型过程中,我国应当加强智慧治理标准建设,谨防“起跑线上掉队”,避免差距再次被拉大的风险。

再次,注重“人技共生”,着力构建



“有温度的”智慧治理体系。在数字社会中,数据和算法成为智慧治理推进基层治理现代化的新的社会资源和生产要素。在智慧社会中,信息高度共享的特征使得很多数据暴露在网络中,隐私保护和信息安全的秩序遭到冲击,有可能上升为困扰智慧治理推进基层治理现代化的秩序风险。数字社会所依赖的技术性沟通具有有限度,数字治理的逻辑起点一定要回到人,回到以人为本的初心,数字治理的生态链条可以延伸很长,最后的现实逻辑终点也要回到人,从以人为本出发,再回归“服务于人”的社会治理体系,因此,要关注数字治理或者是智慧治理的价格内涵和价值张力,形成理论和现实的价值耦合。智慧治理提升基层治理效能主要依赖的是社会关系网络,不同治理主体在社会关系网络中主要通过数据交流与交互进行技术性沟通,这在一定程度上会减少基层治理主体间的社会性交流互通,长远来看也将威胁到基层治理主体活力,数字社会应重视建构“人技共生”的理想化生态,重塑技术作为基层智慧治理的规则和价值取向的工具定位,推动技术文化与基层文化相融合,提升基层治理的凝聚力。

最后,应当加强数字能力建设,对数字社会的弱势群体进行“精准扶贫”,实现“高质量”治理。数字能力非常重

要,对不同主体而言,数字能力内涵不一样,对国家而言,要有数字治理能力;对社会而言,要有数据协同能力;对个体而言,要有数据参与能力。在数字治理中,要对数字能力缺失的弱势群体进行“精准扶贫”。我国在经济领域的脱贫攻坚取得了历史性功绩,在数字治理领域,我们需要努力推动数字能力“新的脱贫攻坚”。谁是数字能力缺失的群体?在场的每一位都可能不是,每一位也都可能是!以往脱贫攻坚当中的贫困户是“可见的”,但是在数字社会中的弱势群体具有隐蔽性和匿名性,各位数字能力缺失的问题很可能自己都意识不到,在不知不觉中我们的数字能力“被贫困化了”。数字能力可能跟我们的教育背景、家庭背景、经济地位等没有关系。你的经济地位可能很高,受教育程度也很高,但你也很可能是数据能力缺失的群体。在数据治理当中存在着的隐藏的算法偏见,歧视和社会不公问题亟须重视和解决。因此,数字治理一定要实现“高质量”治理的目标,扶助数字弱势群体,实现社会公平。新中国成立以来我们至少创造了两个奇迹:经济领域的发展奇迹与社会领域的“中国之治”奇迹,在社会建设的“中国之治”奇迹中,我们正在踏上一个新的征程,大家今天关注的数字社会、数字中国、智慧治理等都是未来的大趋势,在此我们任重道远!

落实法官司法责任制的根本遵循



前沿关注

□ 康天军

“全面落实司法责任制,努力让人民群众在每一个司法案件中感受到公平正义。”这是司法责任制的鲜明要求和经典论述,为构建和落实司法责任制提供了根本遵循。深入学习习近平法治思想,对于深刻把握我国法官司法责任制的核心要义,指引司法责任制改革在符合社会主义司法本质和规律的轨道上有力推进,意义重大。

一、法官司法责任制是审判案件的主体责任。习近平总书记明确要求,凡是进入法官员额的,要在司法一线办案,对案件质量终身负责。法官要有审判案件的权力。这一要求有极强的现实针对性。一段时期以来,有一些法官

不在审判一线办案,还有一些办案的法官对案件裁判没有决定权,这些现象不符合司法规律。没有办案,就没有司法责任;没有办案主体,就没有责任主体,就无从谈起司法责任。因此,必须突出法官主体地位,突出办案这个法官主业,才能真正实现“让审理者裁判,由裁判者负责”这一司法体制改革的核心要求,实现法官权责相统一,从而切实实行司法责任制。需要进一步明确的是,法官司法责任是法官针对个案的审判责任。马克思指出:“法官有义务在把法律运用于个别事件时,根据他在认真考察后的理解来解释法律。”恩格斯也指出司法权只是“涉及这个或那个人的事情”。列宁也在经典列举判决错误的具体案件中指出那些法官应当受到严厉惩处。习近平总书记反复强调“努力让人民群众在每一个司法案件中感受到公平正义”,同样是将法官的司法责任界定在个案审判之中,要求法官对每一个具体案件负责。

二、法官司法责任制是公正审判案件的责任。马克思强调,法官要“根据一、法官司法责任制是审判案件的主体责任。习近平总书记明确要求,凡是进入法官员额的,要在司法一线办案,对案件质量终身负责。法官要有审判案件的权力。这一要求有极强的现实针对性。一段时期以来,有一些法官

合立法本意和法治精神。习近平总书记指出:“在司法实践中,存在办案人员对庭审审判重视不够,常常出现一些关键证据没有收集或者没有依法收集,进入庭审的案件没有达到‘案件事实清楚、证据确实充分’的法定要求,使审判无法顺利进行。”要求“推进以审判为中心的诉讼制度改革,目的是促使办案人员树立办案必须经得起法律检验的理念,确保侦查、审查起诉的案件事实证据经得起法律检验,保证庭审在查明事实、认定证据、保护诉权、公正裁判中发挥决定性作用”。法官对案件认真审理的责任,体现了对事实和法律进行认真审查而后作出判断的司法逻辑,体现了司法活动的规律。同时,法官司法责任也是准确适用法律的责任。法律适用并非简单地照搬法律条文,而是一个深入细致的判断、裁量过程。马克思指出,“法官是法律的真正解释者”。习近平总书记要求法官“实现案件裁判的实体公正,有效防范冤假错案产生”“只服从法律,一是一,二是二,不偏不倚,不枉不纵,铁面无私,秉公执法”。这些论述与马克思主义法治理论一脉相承,法官必须“依法”进行审判,法官解释法律是为了准确适用法律、作出正确裁判,实现司法公正,否则就不能称作“法律的真正解释者”。

三、法官司法责任制是实现百分之百公正的责任。公正是良性社会的基本标准,是保障人民群众合法权益的基本要求。习近平总书记深刻指出:“人民群众每一次求告无门、每一次经历冤假错案,损害的都不仅仅是他们的合法权益,更是法律的尊严和权威,他们对社会公平正义的信心。要懂得‘100-1=0’的道理,一个错案的负面

影响足以摧毁九十九个公正裁判积累起来的良好形象。”“执法司法中万分之一的失误,对当事人就是百分之百的伤害。”司法的价值目标是维护人民群众合法权益,实现社会公平正义,实行司法责任制改革,就是为了更好地保证实现司法的这一价值目标和功能作用。现实中,由于认识水平、司法能力、客观条件等各种主客观因素的局限,法官有时可能在客观上无法完全避免出现极少数错案。但是,这绝不能成为错案存在的理由和借口。我们是社会主义国家的人民法院,民主、法治、公平、正义、安全等价值是新时代人民美好生活需要的重要内容,我们对司法公正应当有更高的标准。每一名法官都必须把让人民群众在“每一个”司法案件中感受到公平正义作为追求的价值目标,尽最大努力实现这一目标,消灭冤假错案。如果出现错案,应当做到及时发现和坚决纠正,并查清原因,根据情形追究相应司法责任。习近平总书记还强调,法官必须“对案件质量终身负责”,要求“在执法办案各个环节都要设置隔离墙、通上高压线,谁违反制度就要给谁最严厉的处罚,终身禁止从事法律职业,构成犯罪的要依法追究刑事责任”。因此,我国法官司法责任制是对案件质量终身负责的特殊责任,意味着要对法官违法违规审判行为终身追责,这是实现公平正义和维护法律尊严的必然要求。习近平总书记不仅提出了法官案件质量终身负责制,而且提出了对违反司法责任制的法官实行“终身禁止从事法律职业”这一具体、明确、严厉的责任承担方式,这是对马克思主义法官司法责任理论的新发展,司法实践中应尽快研究出台具体落实措施。