

注册制改革全面提速 夯实债市法治根基

——新证券法施行点评

联合资信、联合评级 邓博文 陈诣辉

2019年12月28日,《中华人民共和国证券法》(以下简称“新证券法”)由第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过,将于2020年3月1日起施行。新证券法按照顶层制度设计要求,全面推行证券发行注册制度,简化公司债券发行条件,扩大证券范围,调整证券服务机构准入及收费制度,强化债券信息披露管理,加大投资者保护力度,将有力推动我国债券市场的市场化、法治化和国际化,促进债券市场更好地服务于实体经济,提高债券市场发展质量。

注册制改革迈上新台阶,将进一步提速

我国证券发行的注册制改革,走过了一条漫长而曲折之路。自1990年中国证券市场成立,对证券发行实行审批制,行政审批主导证券发行;1999年我国第一部《证券法》颁布,证券发行由审批制过渡到核准制,向市场化方向迈进;2013年十八届三中全会明确指出“推进证券发行注册制改革”,证券发行注册制改革成为资本市场改革的重中之重,各部委为此做了大量准备工作,但由于2015年股市动荡,证券发行注册制改革被迫延期。历经三十年,我国证券发行注册制度终于迎来全面推行阶段,新证券法的颁布标志着证券发行注册制改革迈上新台阶。在新证券法颁布之前,我国债券市场进行了注册制的有益探索,银行间市场交易商协会自2007年起对债务融资工具实施注册制管理,在实践中不断完善注册机制。在银监会和证监会于2014年先后发文对资产证券化业务实施备案制后,人民银行于2015年发文对信贷资产支持证券试行注册制,注册制在债券市场又多了一块试验田。我国公司债券的发行也不断向注册制推进,证监会2015年颁布的《公司债券发行与交易管理办法》,大大降低了发债企业的门槛,扩大了发债主体范围,取消了公司债公开发行的保荐制和发审委制度,简化核准程序,把公司债券的发行权更多交给市场。新证券法的颁布,为全面推行证券发行注册制度

奠定了法律基础，我国债券市场的注册制改革将进一步提速，市场在资源配置中将进一步发挥决定作用。由于注册制改革涉及范围广，实施过程长，需要原则性和灵活性的有机结合，新证券法也授权国务院对证券发行注册制的具体范围、实施步骤进行规定，为分步骤有序实施留出了必要的法律空间。

公司债券发行条件和程序简化，显著提高发行效率

新证券法对公开发行公司债券的条件，由六个简化为三个¹，删除了对筹集资金投向、债券利率、发行人的净资产规模和累计债券余额占净资产比例四个方面的要求，新增了对发行人的组织机构的要求。公司债券的发行条件简化，首先体现了市场化的方向，一是筹集资金投向要求的取消，实际上有利于发行人根据自身资金需求安排债券融资，充分发挥市场对资金资源的有效配置作用，二是债券利率要求的取消，则顺应了当前利率市场化改革的大方向。其次，大幅降低了发行门槛，新证券法取消了原证券法要求的“公司公开发行债券，股份有限公司的净资产不低于人民币三千万元，有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元”的规定，为中小微企业、新兴产业企业和科创企业打开了债券市场融资的大门，提升了债券市场的包容性，也能更好服务于当前实体经济的现实需要。其三，取消累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十的要求，一方面该要求的现实约束力不强，发行人的财务风险应通过全口径的财务杠杆来度量，仅仅通过债券余额占净资产的比例并不能有效控制债务风险，而且不同行业的财务杠杆往往存在显著差异，百分之四十的比例有“一刀切”之嫌，可能并不符合不同行业的实际情况；另一方面也避免发行人的逆向选择，在原证券法的要求下，为了扩大债券融资规模，发行人不得不扩大净资产规模，部分企业也因此采用财务粉饰甚至造假的手段以达到要求，仅 2019 年就有多家企业因财务造假而出现债券违约。其四，新证券法新增对发行人的组织机构的要求，要求发行人具备健全且运行良好的组织机构，则体现了更为重视发行人的公司治理和内控管理，更强调发行人的持续经营能力。在申请公开发行公司债券的报送文件上，新证券法也做了适当简化，删除了资产评估报告和验资报告的要求，由核准制改为注册制后，公司债券的发行程序也将大大简化，发行效率将显著提高，进而提高债券市场服务实体经

¹ 新证券法规定，公开发行公司债券，应当符合条件包括：（1）具备健全且运行良好的组织机构；（2）最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；（3）国务院规定的其他条件。

济的效率，更好地发挥债券市场的投融资功能。

扩大证券范围，调整证券服务机构准入与收费制度

新证券法扩大了监管证券的范围，明确将资产支持证券和资产管理产品纳入监管范畴，授权国务院依照证券法的原则规定资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法。自 2005 年首次试点以来，资产支持证券业务探索前行，2014 年进入快速发展期，2019 年，我国债券市场共发行 1435 单资产支持证券产品，募集资金 2.35 万亿元。资产支持证券已成为我国债券市场仅次于超短期融资券的第二大公司信用类债券，在支持创新发展、服务实体经济方面发挥着举足轻重的作用。新证券法将资产支持证券纳入监管范畴，意味着资产支持证券业务的相关规定须遵守新证券法的基本原则，以强化信息披露和反欺诈作为投资者保护的基本手段，有利于资产支持证券业务的持续健康发展。此外，新证券法将除投资咨询外的证券服务机构的准入制度由审批制调整为备案制，体现了“放开前端、管住后端”的监管思路。此前，在交易所债券市场从事债券评级的资信评级机构必须经过中国证监会的审批，取得中国证监会的证券市场评级业务许可。新证券法实施后，资信评级机构只需在中国证监会备案，即可在交易所债券市场开展债券评级业务，大大简化了准入流程。同时，新证券法删去了证券服务机构收费的有关规定。此前，资信评级机构必须按照国务院有关主管部门规定的标准或者收费办法收取服务费用，随着我国债券市场的快速发展，国务院有关主管部门规定的收费标准已不能适应我国评级行业的现实。新证券法顺应时代发展的趋势，不再强制要求资信评级机构按照有关主管部门规定的标准收取评级费用，允许评级机构按照市场动态采取灵活的收费标准，扩大了评级机构的自主权，有利于评级行业和债券市场的健康发展。

压实债市参与方法律责任，提升债市透明度

新证券法显著加大了对债市违法违规的处罚力度，压实各参与方法律责任。对非法公开发行证券募集资金，罚款由非法所募资金金额的百分之一以上百分之五以下上升为百分之五以上百分之五十以下；对欺诈发行行为，尚未发行证券的罚款由最高 60 万元上升至 2000 万元，已发行证券的罚款由最高所募资金金额的

百分之五上升至所募资金金额的一倍，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员的最高罚款由 30 万元上升至 1000 万元。对保荐人的证券违法违规行为，罚款由业务收入的一倍以上五倍以下上升至一倍以上十倍以下，直接负责的主管人员和其他直接责任人员的最高罚款由 30 万元上升至 500 万元。对会计师事务所、律师事务所以及从事资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的机构的证券违法违规行为，罚款由业务收入的一倍以上五倍以下上升至一倍以上十倍以下，没有业务收入或业务收入不足 50 万元的，处以 50 万元以上 500 万元以下罚款，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员的罚款由 3 万元以上 10 万元以下上升至 20 万元以上 200 万元以下。此外，新证券法还明确了证券服务机构的民事责任，为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，如有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，除能够证明自己没有过错外，应当与委托人承担连带赔偿责任。高质量的信息披露是证券发行注册制的重要支柱，只有保证信息披露的真实性、准确性和完整性，证券发行注册制才能成功落地。新证券法加大对证券违法违规行为的处罚力度，压实债市各参与方的法律责任，旨在提高信息披露的质量，提升债市透明度，保证投资者获得作出价值判断和投资决策所必需的信息，从而自主决策，自负盈亏，为注册制改革保驾护航。

完善投资者保护制度，增强债市发展信心

新证券法新增“投资者保护”一章，对投资者分类、投资者保护机构、保护机制等作出了明确，有利于更好保护投资者的合法权益。关于公开发行公司债券，新证券法明确了两项制度，一是债券持有人会议制度，二是受托管理人制度。关于债券持有人会议制度，新证券法规定公开发行公司债券应当设立债券持有人会议，并应当在募集说明书中说明债券持有人会议的召集程序、会议规则和其他重要事项。关于受托管理人制度，新证券法规定发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人，并订立债券受托管理协议，债券持有人会议可以决议变更债券受托管理人，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；对债券发行人未能按期兑付债券本息的，债券受托管理人可以接受

全部或者部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼或者清算程序。债券持有人会议制度有助于债券投资者依法充分行使权力，合理分担责任和解决各种争端，受托管理人制度则有助于加强债券存续期间的管理，提高债券违约的处置效率，两项制度使债券投资者的权益能够得到更有效的保护。近年来，我国债券市场打破“刚性兑付”，债券违约逐步常态化，市场化程度不断提高，但也出现了部分发行人在债券违约中恶意逃废债，非法转移资产，侵害债券投资者权益等现象，违约债券的回收率整体偏低，债券投资者在债券违约后通常较为被动，因此，加强债券投资者的权益保护势在必行。只有充分保护债券投资者的权益，才能维护债券市场的公平公正，提高债券投资者的信心，促进债券市场的稳定和健康运行。新证券法适应新时代的要求，完善投资者保护制度，筑牢投资者保护的法律基础，也将增强市场各方对我国债市未来发展的信心。

在我国即将建成全面小康之年，新证券法的颁布和施行对我国债券市场具有重大和深远的意义，夯实了债券市场健康发展的法治根基，我国债券市场将沿着市场化、法治化、国际化之路，更为高效地服务于实体经济的高质量发展。