

论公司债券治理的组织法构造

——以《公司法》修订为进路

郑丁灏

(厦门大学法学院, 福建 厦门 361005)

摘要:《公司法》修订为完善公司债券的“组织法”治理创造契机。相较于新《证券法》及其配套规范下渐趋完善的契约型治理,公司债券的组织型治理长期以来缺乏顶层立法设计,导致实践中产生债券持有人会议规则形同虚设、受托管理人组织定位模棱两可、组织规范衔接自相冲突等现实问题。在债券违约常态化背景下,《公司法》修订不仅应从整体视角确认债券持有人会议的团体法律地位,明确其与受托管理人的信托法律关系,而且需兼顾公司债券的内外结构,对内填补债券持有人会议的程序性规则,对外廓清债券持有人会议的决议效力,以发挥其组织法功能,维护债券投资者合法权益。

关键词:公司债券;组织法;《公司法》修订;债券法制;组织型治理

Abstract: The revision of the Company Law creates an opportunity to improve the organizational law of corporate bonds governance. Compared with the increasingly complete contractual governance under the new Securities Law, the organizational governance of corporate bonds is limited by the lack of top-level legislative design, resulting in the ineffective bondholder meeting rules, the ambiguity in the positioning of bond trustee and the self-conflict of organizational norms. In the context of the normalization of bond defaults, the revision of the Company Law should clarify the group status of the statutory bondholders' meeting from the overall perspective and clarify its trust legal relationship with the trustee. It should also take into account the internal and external structure of corporate bonds, then internally fill the procedural rules of bondholder meetings and externally clarify the effectiveness of the resolutions of bondholder meetings, so as to play its organizational role and protect right of bond investors.

Key words: corporate bond, organization law, amendment of the Company Law, bond legal system, organizational governance

作者简介: 郑丁灏, 厦门大学法学院网络空间国际法研究中心研究人员, 研究方向: 金融法、证券法。

中图分类号: D922.287 **文献标识码:** A

一、引言

2020年,伴随新冠疫情的蔓延,第三轮公司信用债违约潮悄然而至。令公众哗然的海航债仓促展期、康美债违约、国企信用债集体暴雷等事件,使公司债券治理再次成为市场聚焦的重点议题。在此背景下,以保护投资者权益为核心来完善公司债券法治框架,成为化解违约危机、因应市场化改革需求的关键。

目前,我国《证券法》与《公司法》都对公司债券进行了规范,形成主要涵盖契约型规范和组织型规范的宏观治理框架。随着资本市场改革不断深入,前述框架虽已作出市场化、法治化的创新调整,但内部依旧存在严重的治理失衡问题:契约型治理占据主导,并在《证券法》引领下搭建日趋完备的规范体系,而组织型治理则缺乏规范供给,尤其是作为基础性法律的《公司法》始终未能发挥应有的组织功能,漠视公司债券的整

体债务性，导致实践中债券组织性保护制度形同虚设，难以维护债券持有人的组织性权益。时值《公司法》修订之际，有必要重新审视其与《证券法》之间的规范联动，补齐公司债券组织型治理的短板，为分散且弱势的债券持有人提供有力的组织法保障。

鉴于此，本文首先梳理公司债券治理的现有框架体系，再结合实践中的公司债券组织治理困境，探寻组织法存在的理论逻辑，最后以此次《公司法》修订为背景，呼吁公司债券组织治理在法律规范中的理性归位，进而提出可供参考的规范进路。

二、公司债券治理的制度图景

“公司债制度的法规范，涉及债权证券化与公司债关系人之间的利害关系调整，当属公司法与证券交易法之重要课题”¹，故为探求《公司法》的修订方向及其与《证券法》的规范联动，首先需铺开我国公司债券治理的制度图景，为后文展开分析奠定基础。

（一）公司债券的“契约法”治理

公司债券的本质是发行公司与债券投资者之间的金钱借贷契约，而借贷关系的存续则取决于发行公司届期是否能够依约履行债务，故偿债能力在“契约法”治理中至关重要。我国相关规范亦以此为核心形成如下治理路径：

1. 偿债限制条款

基于公司债券的债务属性，偿债限制条款通过合同内部的增信机制，以“禁止实施”的事前规制方式制约发行人的机会主义行为，降低债务违约风险。中国证监会发布的首版《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称《管理办法》）即明确偿债限制条款的适用，并将其归纳为限制发行人债务、担保与投资规模以及限制其出售或抵押资产等类型。除此之外，近期实践中还广泛存在升级版的“交叉违约条款”，旨在以契约网络为基础，利用预期违约的法理倒逼公司提升偿债能力，加强对债券持有人的权益保护。²

2. 信息披露

囿于资本市场固有的信息不对称，投资者需依赖发行人的信息披露以获悉其偿债能力之变动，进而决定契约之履行。对此，新《证券法》突破性地补足了公司债

券的临时披露制度，终结其长久以来“寄人篱下”的窘境，使之与定期披露义务共同构成完整的公司债券信息披露体系，满足债券持有人的信息需求。³在部门规章层面，已于2021年5月起施行的《公司信用类债券信息披露管理办法》同样抓住偿债能力这根主线，细化信息披露的重大事项，并增加债券担保机构的重大信息披露要求。⁴

3. 债券违约处置

面对打破刚兑的债券市场，金融监管部门与司法部门对债券违约处置的关注与日俱增。2020年6月，证监会与人行、发改委共同下发《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》（以下简称《违约处置通知》），要求强化发行人契约精神、严格履行合同义务，支持发行人在债券募集文件中明确债务处置机制，并提出债券双方可通过债券置换、展期等契约化方式进行债务重组。⁵同期印发的最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称《会议纪要》）则对发行人违约责任范围、交叉违约判定等契约问题作出司法回应，明晰公司债券诉讼的裁判思路。⁶

（二）公司债券的“组织法”治理

在公司债券的组织性保护领域，大陆法系国家以公司债券持有人会议制度为主，而英美法系国家则依赖公司债券受托管理人制度。根据《管理办法》的规定，我国选择兼采大陆与英美法系之经验，构成由债券持有人会议与债券受托管理人相互作用的双重治理机制，并由新《证券法》第92条在法律层面正式确立。该机制既为分散的债券持有人创造集体决策的平台，同时借助受托管理人的专业性，监督并约束发行人行为，可谓形成公司债券组织治理的内外“双保险”。

在《证券法》修订后，《违约处置通知》《会议纪要》以及证券交易所发布的行业性指南等均对相关规则予以进一步细化。例如，《违约处置通知》第2条指出，通过建立健全受托管理人制度和完善债券持有人会议制度，充分发挥二者在债券违约处置中的核心作用；《会议纪要》肯定债券持有人会议所作出的决议效力，要求保障受托管理人能够履行债券持有人会议赋予的职责，并根据上述机制的特点，在诉讼与破产程序中合理赋予受托管理人相应权利；而上海证券交易所发布的《公司

债券存续期业务指南第1号》则提出公司债券持有人会议规则的参考性文本，主要包括会议表决机制、召开程序等内容，并鼓励受托管理人根据实际情况制定更严格的标准，以提高持有人会议议事效率。

然而，迥异于商事自治理念下的“契约法”治理，商事组织治理系以商事决议为主要内容，故在公司债券的“组织法”治理中，公司债券持有人会议的决议及其规程至关重要。决议制度的根本特征是以多数决为基础、以民主原则为核心的对外意思表示机制，不单涉及私法的意思自治，且更多地与公法行为理论等相互联系，并最终由商事法律对其外部效力作出法定评价。而为形成有效决议，除需关注决议内容外，还应判断议事行为的内部正当性，即是否遵循管制性规则形成合理、公平的决议程序，以使各方利益得以在决议中获得均衡分配，故决议制度本身即内含一定的强制性。但反观我国公司债券现有的组织性规范，不仅规范内容尚存诸多不足之处，而且缺乏具有强制性效力、可直接作为司法裁判规范的顶层立法设计。除《证券法》第92条外，再无关涉公司债券组织治理的法律条文。即使是以组织法为本位的《公司法》亦在“公司债券”章节对此保持缄默，仅对公司债券的募集与转让等作出规定，并无任何涉及公司债券组织治理的条款。这不仅有代替《证券法》处理公司债券交易问题之嫌⁷，也必然无法实现对公司债券组织行为的有效控制，导致实践中组织乱象层出不穷，难以作出符合投资者期待的组织决议，严重损害投资者权益。

三、公司债券治理的“组织”迷雾及其理论探源

(一)公司债券治理的组织乱象

如上所述，虽然我国已由新《证券法》着手建立公司债券的“组织法”治理体系，但遗憾的是，相关规范内容却未对我国理论与实践中的困境作出有效回应。具体包括：

1.债券持有人会议缺少底线规则

组织程序的内在价值实质上是程序底线伦理的抽象化表述，即组织成员对内部程序合法性的最低限度共识⁸，故无论是会议的程序规则或实体规则，例如召集程序或表决程序，均需符合透明性、稳定性、可预期性的最低

限度标准。

但是，现阶段的债券持有人会议却屡屡突破会议规则的底线，使其沦落为发行公司拖延或摆脱债券债务的“练兵场”，令投资者维权举步维艰。如发行公司在债券募集说明书中设定严苛的开会条件，使投资者在明知债券即将实质违约的情况下，无法通过召开债券持有人会议要求债务人采取增信措施；发行公司在债券兑付日当天紧急召开债券持有人会议商讨展期事宜，并在决议中豁免对会议召集规则的程序瑕疵；更有甚者，还曾在会议开始前90分钟发布债券持有人会议公告，最终依然得以顺利召开并通过延期兑付决议；⁹以及发行公司无视债券持有人会议规则，违反其有关决议范围的规定强行展期，并将债券展期期间的利率径直下调为零。¹⁰诸如此类吊诡之事，在我国公司债券市场可谓司空见惯。

究其原因，应属组织程序规则的契约化处理引发的问题。申言之，在议事规则上，新《证券法》第92条延续《管理办法》的规定，仅要求将债券持有人会议的召集程序、会议规则和其他重要事项等内容列入债券募集说明书中，其实质依然是通过契约机制下的信息披露处理组织性规则，变相赋予发行公司极大的自主权。同时，由于违反债券持有人会议程序的救济渠道尚未建立，并且多数发行公司仅对债券延期兑付进行表决，未产生根本违约，投资者亦无法寻求传统合同违约的司法救济。因此，债券持有人会议实际上并未充分发挥维护投资者权益的组织职能，亟需对其构建具有强制约束力的底线规则。

2.债券受托管理人的组织定位与职权不明

组织意思的对外效力，依赖于有效的外部执行方可实现。作为沟通债券持有人与发行人的纽带，债券受托管理人本应履行监督发行人及防范违约风险的职责，但由于其组织定位及职权的模糊，事实上难以担当债券持有人利益的代言人。

在受托管理人的法律地位上，我国长期存在委托关系说与信托关系说的分歧：前者认为受托管理人处于委托代理人之地位，仅依据受托管理协议的约定或债券持有人会议的决议履行职责、承担合同责任；后者则赋予受托管理人以自主管理事务的权利，并要求

其承担更高标准的信义义务。¹¹从现有立法规范考量,其也未能将此分歧定纷止争:《证券法》第92条第3款既出现符合委托关系说的“委托”字样,明确受托管理人的诉权源于债券持有人,同时又规定债券受托管理人能够“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”,呈现类似于信托受托人的权利义务结构。

囿于组织定位不明,受托管理人无法为其履行受托管理职责匹配相应的职权并进行组织监督。具言之,一方面,若采委托说,受托管理人的职权仅来源于管理协议或持有人会议决议,处于被动履职的状态,其能动性与时效性堪忧;¹²若采信托说,则其亦欠缺履职所需的组织身份与法定职权。虽然《管理办法》第59条和第61条试图弥补职权空白,但若发行公司确因财务状况生变而无法偿债,甚至有公司重整、清算或破产之虞,受托管理人在民事程序上的地位与职权是否有效担保公司债债券人的利益,殊为值得怀疑。¹³另一方面,组织定位的模糊也无法为受托管理人的履职情况提供统一的评判标准,加之“勤勉尽责”义务本身在传统理论上即存在宽泛的语境,进一步弱化债券持有人对其的监督与约束,也阻碍司法实践对其过错范围及赔偿责任的认定。¹⁴

3.组织规范衔接存在矛盾与冲突

在双重治理机制下,如何协调两类组织制度以形成公司债券治理的合力至关重要,但相关规范对此却未过多着墨,也并未发挥应有的制度融合效应。

首先,从规范内容考量,组织事务的决定权为债券持有人大会所掌握,受托管理人仅为其执行机关,但在规范供给上,《证券法》与《管理办法》却对受托管理人设置更为完善的规则,而未对债券持有人大会提供如上所述的底线规则,造成实践中两者主次失衡的局面。其次,因受托管理人由发行人聘请,且实践中多为债券的主承销商,故存在一定程度的利益冲突。而《管理办法》却仅要求披露利益冲突的情形及防范机制,实则再次回归前述契约法的治理路径,难以对其予以有效规制。因此,受托管理人在监督发行人过程中所搜集的专业信息,可能无法完整、准确地传递给债券持有人大会以供其决策之用。最后,除新《证券法》规定的“债券

持有人会议可以决议变更债券受托管理人”,以及《管理办法》中有关受托管理人召集债券持有人会议的内容外,再无其他涉及二者衔接的制度规范,故受托管理人在债券持有人会议中的定位及作用、债券持有人会议的决议效力与受托管理人行为之间的相互联系等议题均尚存疑点。

(二)公司债券的“组织”溯源

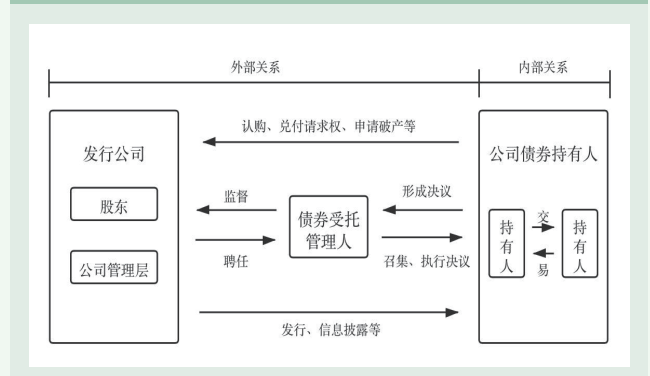
诚如上述,公司债券的组织治理乱象亟需重塑组织法予以破解,而为探求“组织法”的新路径,回归公司债券的“组织”本源,可提供必要的理论支撑。根据公司债券的组织结构,本文将其区分为以债券持有人为主的内部结构和由受托管理人串联的外部结构(如图1),继而尝试从内外部视角对其进行理论解构。

1.内部视角:受拘束的组织性契约

从公司债的“券”性出发,其可交易性决定了公司债券合同的简易化与标准化,但也导致公司债应募人仅能附从发行公司与承销商所定之发行条件而缔结契约,难以通过与发行公司个别协商变更契约内容。¹⁵进而,债券的初始购买或交易流程无法充分引起分散且弱势的债券持有人的关注,更何况诸多个人投资者甚至缺乏对债券契约条款的风险认知能力。但反观普通债权人,如银行等金融机构,在面对同样的风险和回报水平时,则有能力和动机获取更多债务公司信息,并有权据此与其协商保护性条款。¹⁶

此外,普通债权人在债务到期后可单独要求公司偿还,而不必征求其他债权人意见。如果公司拒绝偿付,普通债权人能够单独提请诉讼,并要求法院执行公司财产或在其无力清偿时申请破产。但因公司债券是基于同一债券契约在共同时点与特定债券发行人所形成

图1 公司债券组织结构



的债权债务关系，在同次债券持有人之间存在高度集合关系，并且其个体利益的实现依赖于债券持有人的整体利益，故其需通过内部集体程序行使权利。例如在发行公司出现违约时，是允许其延期兑付或是选择行使担保物权，应召开债券持有人大会形成多数决议，以约束任一债券持有人的单独行动。若允许任一债券持有人在公司出现违约事件后单独行动，反而将有损债券持有人的整体利益。在我国实践中，即存在强势债券持有人与发行人私下协商以优惠条件优先清偿的现象，致使公司的整体偿债能力进一步降低，危及弱势投资者权益。

追本溯源，内部视角下的组织法归因于公司债券乃集合多数债权人，其在内部结构上具有集团性与公众性，或称“整体债务性”。¹⁷与私人债务相比，公共债务在降低代理成本方面却处于劣势¹⁸，单个债券持有人难以负担监督发行公司履行债券合同的高昂成本¹⁹，且其谈判能力及权利行使均受制于“集体行动”的约束，实质上形成受拘束的组织性契约²⁰，故传统契约法的治理逻辑对此无法完全适用，须依赖组织法以提升其整体效益。

2. 外部视角：公司股东与债权人的利益冲突

传统理论认为，商事公司存续的目标是追求利润最大化，以满足股东的利益回报需求。因此，在公司正常经营期间，不同于厌恶风险的外部债权人，股东更倾向于从事高风险与高收益的经营业务，以增加其对公司剩余财产的索取权。同时，基于突破传统债法原理的股东有限责任制度，即使公司业务经营失败，公司股东的损失也在可控范围之内，并非以其个人全部财产承担公司债务，超出部分的损失实际上转嫁给公司的债权人承担。故有学者明确指出，“有限责任显著增加了公司没有足够资产以偿还债权人债务的可能性”。²¹而当公司濒临违约或破产时，股东或者公司管理层的冒险动机则可能更加强烈²²，其可利用对公司的高度控制权，从事诸如资产置换等减损价值的交易，在对内尽快提取资产的同时也进一步缩减可供对外偿付债务的资产。

作为公司的债权人，公司债券持有人与公司自身及其股东之间同样存在上述利益冲突。其不仅承袭上述债

权人的弱势地位，事实上“难以以一己之力，与经济上强者之发行公司分庭抗礼”²³，形成实质不平等的债券契约关系，并且加之其特有的公众性，使其缺乏有效手段以评估公司的业务风险或监督债务的清偿：其既无力约束股东的冒险行为，降低业务失败的概率，也难以有效阻止公司内部资产的减损²⁴，必然导致公司债券的兑付化为泡影。除此之外，根据我国《公司法》的规定，公司债券的发行由公司股东(大)会所决定，但实际上债券发行并不影响股东自身权益²⁵，故公司股东往往期望通过扩充债务融资，并选择私募发行等简易手段，以增加其冒险经营的筹码，这愈加提高了上述有限责任的风险外部性及债券持有人保护的难度。因此，双重治理机制下公司债券持有人会议之合力及债券受托管理人之专业性，对纠正我国公司债券失衡的外部关系、维护债权人利益，应有所助益。

综上所述，公司债券的内外部结构决定了组织法在公司债券治理中的地位与作用，而为弥补其前述缺陷，则应从立法层面确立统一的组织法律规范，既可为组织性制度划清底线、明晰职权，也可有效缓释并行制度中的冲突，促进制度融合。

四、《公司法》修订背景下公司债券组织规则的重塑

自2020年末以来，债券法治建设已成为中央各部门经济会议热议的高频词，而伴随“十四五”时期市场化改革的不断深入，债券市场的高质量发展更需要加强由法律主导的顶层制度设计。理论上，以组织法为特质的《公司法》本应成为完善公司债券组织治理的最佳选择，但第七章的债券规则却始终徘徊于组织性保护制度之外，甚至越界规定公司债券的发行与交易事宜，致其未能向市场化改革下的公司债券治理提供有效的组织法供给，上述组织治理困境自然在所难免。《公司法》修改已经被明确纳入全国人大常委会2021年度立法工作计划。以此为契机，《公司法》应与《证券法》规范相衔接，通过联动修订以发挥其组织法功能，填补公司债券的组织规则，维护债券投资者权益。

(一)《公司法》修订及公司债券的定位纠偏

1.《公司法》与《证券法》的联动修订

《公司法》与《证券法》是我国资本市场法治建设

的双支柱,《证券法》是《公司法》的特别法,《公司法》则是《证券法》的基础,两法的协调一致至关重要。事实上,两法的联动修订已早有先例。2005年,《公司法》与《证券法》的修订即曾先后提交全国人大常委会审议并通过,后于同日出台,确保两法的合理分工与协调统一。不过自此以后,两法同时或前后修订的情景却不曾出现。2013年起,虽有多位学者陆续呼吁《证券法》与《公司法》进行联动修订,并分别从资本认缴制、公司组织形态以及董事对外责任等视角阐述其必要性与紧迫性²⁶,但上述意见终未被立法部门采纳,形成两法之间规范联动的空白。

如今,我国金融风险愈加复杂,新《证券法》已特设“投资者保护”专章,并从“契约法”层面对公司证券的市场风险规制进行法制创新,但针对公司债券的组织法治理却浅尝辄止,《公司法》的历次修订亦长期对此处于“置之不顾”的状态,这势必导致前述组织缺陷。由于公司债券治理的目标是限制公司融资自由,以平衡投融资双方利益,而公司融资行为系由公司内部各主体通过共同决议等组织行为对外实施的,其组织性决定了管制法介入私法自治的必要性,故以评价商事组织问题为导向的《公司法》可从主体、程序、效力等层面为规制公司行为提供根本性的制度供给。再者,从本质考量,公司是为不同特质的利益群体及其法律行为的集合体²⁷,且在债券融资这一涉众广泛的领域,各主体、行为与外部社会的联系日趋紧密。因此,作为调整公司内外部组织规则的基本法,《公司法》理应在立足公司债券内外部组织架构的基础上,联动《证券法》规则,采用组织型调整方式对前述规则予以补足,转变以契约型治理解决组织问题的对策错配。

2. “公司债券”章节的组织法向度

金融法律规则的调整既应立足金融产品与实践,也需因应整体制度变迁,审时度势地开展有效变革。²⁸为此,“公司债券”章节的修订必然应基于公司债券的组织架构,对上述组织困境作出回应,同时还应考量公司债券组织规范与资本市场制度变迁的契合度。

整体而言,将公司债券的组织法革新纳入此次《公司法》修订内容之中,符合当前资本市场的变迁与制度改革的需要。具体理由如下:

其一,从历史发展角度,我国资本市场曾长期处于“重股轻债”的局面,债券市场发展规模极其有限,配套规范也被“股票法”²⁹所兼并。近年来,由于国家政策的大力推动,我国公司信用类债券市场发展迅猛,市场规模持续扩大,常年稳居全球第二,已成为公司对外融资的主要途径。在此背景下,公司债券的投资者数量不断增加且愈加分散,如何通过建构组织性制度以解决公司“集体债权人”之间的“集体行动”难题,则有待修订《公司法》予以补缺。

其二,在规范体系上,《公司法》的首要目标是实现公司及其股东利益的最大化,公司债券投资者作为债权人,依传统理论并非《公司法》的主要保护对象。再者,考虑到公司债券的债务属性,司法裁判路径也往往依托《民法典·合同编》,故《公司法》忽视公司债券的投资者保护似在情理之中。然而,近期内多起债券违约事件均与发行公司被申请破产重整密切相关,例如五洋债案、华晨集团案等,这表明公司内部治理具有极强的负外部效应,无疑为固守传统“股东至上”理念的立法者敲响警钟。对此,《公司法》规范的修订应有所回应,以降低公司与债权人之间的“委托-代理”成本。³⁰

其三,从实施机构考量,虽然《公司法》和《证券法》一样规范公司融资行为并处于更为基础性的地位,但因其缺乏类似证监会的主管机关以及有效的立法反馈,所以长期欠缺充足的整体修法动机。但若细观公司债券领域,证监会却早已介入其发行与交易环节,并将组织性保护制度纳入规章体系之中,同时,其与人行、发改委之间新近已形成高效的协调联动机制,对公司信用类债券展开统一规制。³¹因此,针对“公司债券”章节的组织法修订有望真正落地,在实践中切实维护投资者权益。

(二)公司债券组织治理的规范进路

《公司法》需从主体、程序以及实体三个维度破除组织“迷雾”,构造公司债券的组织法保护框架,完善公司债券组织治理。

1. 确认债券持有人会议的团体法律地位及与受托管理人的关系

《公司法》应确认公司债券持有人会议的团体法律

地位，为组织法框架夯实基础。对于债券投资者而言，公司债券持有人会议的制度法理既包括“借团体之力量，与公司立于对等地位，以监督发行公司确实履行其债务”，亦涵盖“集合公司债权人之团体以消除个别债权人无法行使正当权利之虞”³²，故为减缓公司债券持有人所处之不平等地位，确保发行公司在债务届期前具备充足的清偿能力，有必要承认公司债债权人团体的法律地位。同时，法律规定债券持有人会议的团体地位亦有助于明晰议事主体及其权利义务边界，将其与发行公司的其他债权人或其所发行的不同批次债券持有人相区分，为后续铺设债券持有人团体内部议事规程奠定基础。此外，如前所述，公司债券合同属于标准化、定型化契约，故同期债券持有人在权利义务上高度一致，均与发行公司具有相近利害关系，为《公司法》确立债券持有人会议的法律地位提供有力的实践支撑。

此外，债券持有人会议与受托管理人之间的组织关系问题同样亟待解决。本文认为，《公司法》需与《证券法》《信托法》联动，以信托关系明确受托管理人的组织定位。³³首先，信托关系从法理上赋予受托管理人更为灵活的自由裁量权，享有类似所有人对信托财产的权利³⁴，可调动其为债券持有人利益服务的积极性。其次，《证券法》第92条明定受托管理人为本次发行的承销机构或者其他经国务院证券监督管理机构认可的机构，本就有“借助金融管理的专才，有效监督发行公司之履行付息还本义务”的考量³⁵，因此，只有在信托关系赋予受托管理人充分裁量权的基础上，其专业性方有用武之地。最后，从治理成本衡量，由于受托管理人属于专业机构，相关部门仅需补充出台针对性规章即可，而债券持有人会议则属合议团体，加之各持有人分散且缺乏专业知识，故债券受托管理人的治理成本显著低于公司债券持有人会议。所以，信托关系更契合以受托管理人为主、债券持有人会议为补充的公司债券组织治理框架。³⁶

2. 补足债券持有人会议的程序性规则

基于公司债券的“整体债务性”，《公司法》应强制要求公司债债权人通过集体程序行使权利，而程序的正当与否，又直接关系到利益分配的正当性³⁷，故债券持有人会议的召集与决议规则当属组织性规范内容

之一。

针对会议召集程序，《公司法》修订需关注会议召集人与召集通知。归纳境外立法经验，日本、瑞士以及我国台湾地区等国家(地区)的公司法均规定债券持有人会议可由以下三类主体召集或提议召集：发行公司、债券受托管理人以及持有一定比例债券的债券持有人。³⁸因此，我国可借鉴上述规范确定会议召集人，并参酌《管理办法》第63条的规定将上述比例定为10%。另外，因各类公司债持有人的组成及分散程度不尽相同，除日本公司法外³⁹，未见其他国家(地区)对债券持有人会议的召集程序作出详细规定。我国《公司法》亦可仅对会议程序无效的范畴予以规定，并赋予其事后救济的权利。

在决议规则方面，《公司法》应区分特别决议事项与普通决议事项，设定不同的公司债券持有人会议表决比例。对于特别决议事项，如更换受托管理人或发生《会议纪要》第16条规定的情形等，需经双重特别多数同意，决议方可通过，即由代表同一公司债券总额的2/3以上持有人出席，并获出席持有人2/3以上同意，以此维护多数债券持有人利益。对于普通决议事项，则首先依照债券募集说明书的约定，若无约定，则以持有超过半数债权的债券持有人同意即为通过。同时，《公司法》还需排除特定债券持有人的表决权，如发行人的股东、债券保证人以及发行人、前述股东、保证人的关联企业等⁴⁰，以防范组织治理中的利益冲突。而有关委托代理投票、决议期限以及决议事项的信息披露等事宜，因其并非直接关涉债券持有人之权利义务，可由证监会另行制定《公司债券持有人会议规程》，并参照银行间市场交易商协会已发布的《持有人会议规程》加以完善。

3. 廓清债券持有人会议的决议效力

债券持有人会议的决议系组织治理的意思表示，其不仅约束债券持有人，并且对发行公司与受托管理人均发生效力，故《公司法》需对决议的效力及其执行作出规定。

第一，决议的生效。各国或地区对此主要采以下两种立法思路：一是除非持有人或受托管理人提出异议，决议经表决通过后当然生效。例如德国法规定决

议原则上自表决通过之日起生效，但其核心条款须待异议期满且无人提出异议或法院作出否定异议的判决后生效。⁴¹二是前置审查程序，决议需经法院认可并公告后方可生效，日本与我国台湾地区即循此路径并列举不予认可的情形。但对于我们而言，由于债券持有人会议的决议多涉及债券违约处置，如要求发行人保证清偿债务、增加担保措施或同意展期等，其需对相关风险作出及时判断，进而为持有人团体争取利益⁴²，故若司法审查介入其中，则将有损其效率。同时，司法审查的认定标准亦无从把握，难免存有司法干涉市场之嫌。⁴³因此，《公司法》宜规定债券持有人会议决议自通过之日起生效，并对异议持有人的权利救济途径作出安排。

第二，决议的无效。权利救济需以决议存在瑕疵为前提，而决议瑕疵又分为程序瑕疵与内容瑕疵，故《公司法》可以此分类为基准，运用概括的方法对债券持有人会议决议无效的形态予以原则性界定，既增加异议持有人申请司法审查的可能性，又给予司法部门一定的自由裁量权，便于其根据个案灵活裁判。除决议违反法律法规及公司债券合同的约定外，基于公司债券的内部结构，《公司法》修订还需重点关注决议程序或内容对中小债券持有人的“压迫行为”(acts of oppression)⁴⁴，并将“显失公平”或“有失公正”列为决议无效的情形。对此，海外亦有先例可资参考，如新加坡公司法第216条即规定，若占有多数份额的债券持有人无视中小持有人利益而对其实施歧视性压迫行为，中小持有人可向法院提起诉讼，以寻求契约之外的组织性救济。⁴⁵

第三，决议的约束范围及执行。对于决议约束范围，根据《管理办法》第54条以及上述《持有人会议规程》第4条规定，债券持有人会议决议对同期全体债券持有人具有约束力，而《会议纪要》亦在第15条再次重

申此观点。因此，《公司法》修订仅需将上述规定以立法形式加以确认，便有助于搭建与发行公司相抗衡的集体意思形成平台。对于决议执行，如上文所述，因债券持有人会议与受托管理人之间属信托关系，故由受托管理人承担执行会议决议的管理义务自无异议。至于受托管理人执行决议时所生利益冲突等风险，则需相应删除《管理办法》的契约型治理机制，以风险防范与解决机制的组织性规定代之。

五、结语

2020年新《证券法》及其配套规范的实施，为以偿债能力为核心的契约型治理添砖加瓦。而公司债券的组织型治理却“群龙无首”，处于顶层立法缺失的尴尬窘境，竟需《证券法》第92条“拔刀相助”。公司债券的组织治理在实践中也产生债券持有人会议组织规则底线缺失、受托管理人组织定位模糊以及组织制度衔接不畅等问题。“问题”与“方法”的适配是解决问题的关键。无论从公司债券的内外架构或是宏观资本市场的制度需求考量，以组织法为本位的《公司法》均是破解当下公司债券组织问题的一剂良方。恰值《公司法》修订之际，“公司债券”章节理应为此提供有效的规范供给。立法者需从组织的整体视角确认债券持有人会议的团体法律地位，并将债券受托管理人的法律地位界定为信托受托人，进而对内补齐债券持有人会议的召集与表决规则，令“组织性契约”有章可循；对外廓清债券持有人会议的决议效力，畅通债券投资者的发声渠道，以充分发挥《公司法》的组织功能，完善债券市场法律体系，进一步提升债券市场法治水平，为债券投资者保驾护航。 ■

[基金项目：2019年度福建省社科规划法学专项课题“金融科技的勃兴与监管科技运用的法律路径”(FJ2019TWFB05)]

注释

1. 参见廖大颖. 公司制度与企业金融之法理[M]. 台北: 元照出版社, 2003: 265-266.
2. 参见阎维博. 债券交叉违约条款: 溯源、演化及保护功能优化[J]. 南方金融, 2019, (4): 13.
3. 《证券法》第81条第1款。

4. 《公司信用类债券信息披露管理办法》第18条、第27条。
5. 《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》第3条、第4条、第5条。
6. 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第21条、第23条。
7. 有关《证券法》与《公司法》的职能分工与差异，参见龚浩

川. 论证券法与公司法的异质性[J]. 经济法研究, 2019, (2): 160-176.

8. 参见崔卓兰, 曹中海. 论行政程序的内在价值——基于对行政程序底线伦理的探索[J]. 法制与社会发展, 2006, (3): 64.

9. 参见黄小鹏. 海航债券仓促展期伤害自己也伤害市场[N]. 证券时报, 2020-04-16.

10. 参见大队长金融. 康美债券再展期, 请给债券持有人会议留点面子[EB/OL].[2021-03-02]. <https://mp.weixin.qq.com/s/oCMV1z8tHZotYFu73z0RIa>.

11. 参见陈洁, 张彬. 我国债券受托管理人制度的构建与选择——以公开募集的公司债为视角[J]. 证券法苑, 2016, (1): 58-59.

12. 参见刘迎霜. 公司债券受托管理的信托法构造[J]. 法学评论, 2020, (3): 96.

13. 参见廖大颖. 公司债受托人与公司债信托契约[J]. 月旦法学杂志, 2002, (2): 132.

14. 根据《会议纪要》第25条, 受托管理人未尽勤勉尽责义务, 损害债券持有人利益, 债券持有人可请求其承担相应赔偿责任, 即补充责任, 故认定该责任的前提需明确受托责任人的过错范围。

15. 参见冯果, 张阳. 债券违约处置的法治逻辑[J]. 中国金融, 2020, (23): 45-46; 林国全. 公司债之整体债务性[J]. 月旦法学杂志, 2001, (7): 23.

16. See Brudney V. Corporate bondholders and debtor opportunism: in bad times and good[J]. Harvard Law Review, 1992, 105(8): 1830.

17. 参见王文宇. 公司法论[M]. 台北: 元照出版社, 2018: 553.

18. See Amihud Y, Garbade K, Kahan M. An institutional innovation to reduce the agency costs of public corporate bonds[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2000, 13(1): 116.

19. 参见时建中. 论公司债券持有人会议制度[J]. 月旦财经杂志, 2005, (6): 26.

20. 参见蒋大兴. 公司法中的合同空间——从契约法到组织法的逻辑[J]. 法学, 2017, (4): 145-146.

21. See Stone C D. The place of enterprise liability in the control of corporate conduct[J]. Yale Law Journal, 1980, 90(1): 66.

22. 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克, 丹尼尔·费希尔. 公司法的经济结构[M]. 罗培新, 张建伟, 译. 北京: 北京大学出版社, 2014: 50.

23. 参见柯芳枝. 公司法论(下)[M]. 台北: 三民书局, 2009: 451.

24. See Mitchell L E. The fairness rights of corporate bondholders[J]. New York University Law Review, 1990, 65(5): 1214.

25. 参见叶林. 公司债券非公开发行的规范模式[J]. 法学研究, 2021, (3): 68.

26. 参见刘俊海. 建议《公司法》与《证券法》联动修改[J]. 法学论坛, 2013, (4): 5-14; 王保树. 公司法与证券法修改应联动进行[J]. 清华金融评论, 2014, (11): 81-84; 杨忠孝. 《公司法》与《证券法》的联动修改[N]. 上海法治报, 2019-09-25.

27. 参见冯果. 整体主义视角下公司法的理念调适与体系重塑[J]. 中国法学, 2021, (2): 71; 陈醇. 从公司合同说到组织说: 法律行为视角下的公司与公司法[J]. 财经法学, 2020, (6): 25.

28. 参见冯果, 袁康. 社会变迁视野下的金融法理论与实践[M]. 北京: 北京大学出版社, 2013: 8-9.

29. 由于此前《证券法》的诸多规则仅针对“股票”而设, 许

多写着“证券”的条文主要体现的是股票内容, 整部法律缺乏对公司债券作为一种证券类型的顶层设计, 所以被称为“股票法”。

30. 公司(股东)与债权人之间的代理问题, 可参见[美]莱纳·克拉克曼, 亨利·汉斯曼. 公司法剖析: 比较与功能的视角[M]. 罗培新, 译. 北京: 法律出版社, 2012: 119-125.

31. 2019年以来, 人行会同发改委、证监会积极发挥公司信用类债券部际协调机制作用。前文述及《公司信用类债券信息披露管理办法》与《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》即为三部门联合起草并发布。

32. 参见柯芳枝. 论公司债债权人会议[J]. 法令月刊, 1990, (10): 191.

33. 公司债券受托管理人的信托法律关系构造可具体参见刘迎霜. 公司债券受托管理的信托法构造[J]. 法学评论, 2020, (3): 93-107. 本文仅从公司债券的组织构造上探讨《公司法》确立公司债券持有人会议与受托管理人之间为信托法律关系的合理性与必要性。

34. 参见赵廉慧. 信托法解释论[M]. 北京: 中国法制出版社, 2015: 62-63.

35. 参见廖大颖. 公司债受托人与公司债信托契约[J]. 月旦法学杂志, 2002, (2): 128.

36. 针对公司债券持有人会议制度与公司债券受托管理人制度应以何者为主, 学界存在两种不同观点, 有观点认为应以受托管理人为主、债券持有人会议为补充, 但亦有学者持相反观点。本文采第一种观点, 本段后续论述亦可作为本文采该种观点之缘由。相关论述可分别参见: 陈若英. 关于债券受托管理人制度的思考与建议[J]. 债券, 2020, (8): 28; 汪文渊. 公司债券持有人组织性保护制度的理念更新与法律变革——基于制度融合的视角[J]. 证券法苑, 2016, (1): 325.

37. 参见陈醇. 商法原理重述[M]. 北京: 法律出版社, 2010: 175.

38. 根据日本公司法第717条与第718条, 发行公司与受托管理人召集持有人会议, 而持有特定比例的债券持有人仅可提议召集; 德国债券法亦采类似规定; 我国台湾地区公司法第263条规定, 前述三者均可召集持有人会议; 瑞士债法典第1165条则规定前述三者仅可提议召集。本文建议《公司法》借鉴日本及德国法的相关规定。

39. 日本公司法第720条。

40. 参见刘迎霜. 公司债券受托管理的信托法构造[J]. 法学评论, 2020, (3): 106.

41. 参见甘露原, 成睿. 德国债券持有人会议制度研究[J]. 债券, 2019, (11): 74.

42. 以“13永泰债”为例, 由于受相关债券的交叉违约条款影响, 自2018年7月5日、6日后, 其便被评级机构下调评级为CC。危机发生后, “13永泰债”持有人会议利用永泰能源欲在早期平息事件的心态, 迅速反应, 成为为数不多拿到实控人王广西及永泰集团连带责任保证的债券。

43. 参见伍坚, 黄入凌. 债权人参与公司治理视野下的债券持有人会议制度研究[J]. 上海金融, 2016, (7): 76.

44. 参见官欣荣, 赵津. 证券法修订视野下公司债券持有人权利救济的思考[J]. 证券法苑, 2016, (1): 337-338.

45. See Seah C. Bondholder rights and the section 216 oppression remedy[J]. Singapore Journal of Legal Studies, 2011, (2): 432-455.

(责任编辑: 杨梦)