

## 债券市场互联互通下的 监管体系重构与债券法制统一\*

张东昌\*\*

**摘要:**市场分割是我国债券市场的基本特征,银行间市场和交易所市场在交易主体、交易产品、托管结算体系等方面的人为割裂已经成为了制约债券市场发展的瓶颈。从制度起源上看,债券市场分割主要源于我国债券市场功能定位的偏差、多头监管主体的博弈以及债券市场法制基础的割裂。因此,债券市场互联互通的实质在于统一托管结算体系的基础上,实现交易主体、交易产品等市场要素在不同债券市场之间的自由流动和充分竞争,从而通过市场化发展真正发挥债券市场的融资功能,而这又离不开债券市场监管体系重构和法制统一为其提供制度保障。

**关键词:**债券市场 互联互通 监管体系 债券法制

我国金融市场一直都是以银行主导型的间接

---

\* 本文系教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”(项目批准号:14JZD008)的阶段性成果。

\*\* 武汉大学法学院博士研究生。

金融为主,资本市场的直接融资比重不足,但囿于商业银行对于风险控制的严格要求,难以适应多元化的融资需求,因此从间接融资向直接融资转变既是化解融资困境的必然要求,也是金融市场走向成熟的重要标志。对此,十八届三中全会明确提出“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重。”目前,我国资本市场中股票市场和债券市场发展失衡,“言必称股市”的现实格局使得资本市场成了“跛脚”的市场,这和以美国为代表的成熟资本市场结构是背道而驰的。<sup>[1]</sup>这固然是受制于我国长期以来资本市场立法、监管和融资中“重股轻债”的思维惯性,<sup>[2]</sup>但其根本原因还在于债券市场的市场化程度不高,功能定位偏差,行政管制过多,法律基础薄弱,以及由此导致的债券市场分割问题。目前债券市场基本形成了场外的银行间债券市场、商业银行柜台债券市场和场内的交易所债券市场的三分格局,其中商业银行柜台债券市场实质上可以视作是银行间债券市场在个人投资者领域的延伸。<sup>[3]</sup>因此,关于债券市场分割的讨论也主要集中于银行间债券市场和交易所债券市场之间,突出表现为债券跨市场发行和交易机制不畅,人为的市场分割阻碍了市场竞争机制的实现,降低了债券市场流动性和效率,制约了债券市场功能的发挥。对此,2014年国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(新“国九条”)提出“深化债券市场互联互通。在符合投资者适当性管理要求的前提下,完善债券品种在不同市场的交叉挂牌及自主转托管机制,促进债券跨市场顺畅流转。鼓励债券交易场所合理分工、发挥各自优势。促进债券登记结算机构信

---

[1] 以美国为例,美国证券业与金融市场协会(SIFMA)的数据统计显示,2014年美国债券市场发行规模达到4.95万亿美元,其中公司债券发行1.26万亿美元,同时期股票市场发行数额仅1414亿美元。另外,从债券市场余额与GDP对比来看,2014年年末美国债券市场余额38.99万亿美元,约为GDP的2.24倍,而我国2014年年末债券市场余额35.3万亿元,仅为GDP的55%左右。相关数据来源于美国SIFMA(<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>)和中国人民银行(<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/116348/index.html>)网站。

[2] 陆文山:“债券市场发展及配套制度建设的若干问题”,载《证券法苑》2010年第2卷。

[3] 蔡国喜:“我国债券市场统一方案构想”,载《证券市场导报》2004年第5期。

息共享、顺畅连接,加强互联互通。”然而,市场要素和运行机制的分割只是债券市场分割的表象,仅从交叉挂牌、自主转托管等角度入手只能“治标”,更深层次的问题还在于多头监管下的权力博弈和债券市场法制基础割裂,只有在互联互通的目标牵引下重构债券市场监管体系、统一债券市场法制基础方能“治本”。

## 一、债券市场分割的制度探源

### (一) 债券市场功能定位的偏差

债券市场作为同股票市场并行的直接融资渠道,为多元化的市场主体搭建资金融通的桥梁自当是其最本源、最核心的功能,并在此基础上演化出了风险规避、价格发现、宏观调控等其他功能。既然如此,那么债券的发行、定价和交易就理应由市场中的资金供给者和资金需求者共同决定,政府不应过多干预。换言之,发行人能否发债成功,主要取决于自身信用;投资者能否避险获利,主要依据信息披露和市场中介提供的包括信用评级在内的金融服务进行判断。<sup>〔4〕</sup>同样的,发行人在选择哪个市场发行债券,投资者选择在哪个市场交易债券,也应是其市场主体自主权的应有之义,而不应由政府事先作人为的市场划分。但在我国,由于债券产品和债券市场在产生之初就存在功能定位上的偏差,导致政府管制过多,市场化程度不足。

从债券制度史的角度看,20世纪50年代初我国开始发行“国家经济建设公债”,其目的是平衡财政收支,抑制通货膨胀,稳定市场物价以及筹集国民经济建设资金。<sup>〔5〕</sup>并且直到1991年引入承购包销机制之前,由于不存在一级国债市场,国债发行主要通过行政摊派和政治动员相结合的方式。<sup>〔6〕</sup>但正如马克思所言,“强制的公债,无非是一

---

〔4〕 中信证券股份有限公司法律部:“交易所公司债券市场发展与《证券法》修改——以公司债发行法律制度为重点”,载《证券法苑》2011年第5卷。

〔5〕 沈炳熙、曹媛媛:《中国债券市场:30年改革与发展》,北京大学出版社2014年版,第21页。

〔6〕 高坚:《中国债券资本市场》,经济科学出版社2009年版,第108页。

种特殊形式的所得税。”〔7〕彼时,国债的发行主要是承担着财政性功能和宏观调控功能,国债二级市场尚未建立,个人投资者购买国债与其说是投资,莫不如说是作为一种储蓄的手段,国债作为“证券”所具有的投资属性也就无从谈起。事实上,即便在当前国债二级市场已经建立并日渐完善的背景下,国债的金融性功能依旧没有得到正视,大部分国债集中在银行间债券市场,其中又以商业银行持有为主,非银行机构投资者难以参与其中,造成国债交易的活跃度相对较低,2015年1~10月间,银行间债券市场国债交割量仅占15.27%,〔8〕与其庞大的市场规模严重不符。究其原因,无非是在碎片化的市场格局中,政府债券的基本性质是作为相对封闭的国家融资体制而存在,国家对资本的供给和融资进入门槛都严格控制,市场力量几乎不存在。〔9〕

而从企业债的产生和发展历程来看,1987年《企业债券管理暂行条例》规定企业债券仅可由中国境内具有法人资格的全民所有制企业发行,用于保证国家重点建设,之后1993年《企业债券管理条例》虽然删除了相关规定,但没有改变企业债券的基本定位,即将企业债券的功能仅仅定位于为中央和地方企业弥补项目资金缺口的补充性措施,而自始至终没有把企业债券市场看作是中国资本市场的重要组成部分。〔10〕特别是在过去相当长的一段时期里,企业债券与地方政府融资平台相结合所发行的“城投债”,成为了地方政府融资的重要来源,政府信用与企业商事信用相混淆,使得企业债券具有了“准政府债券”的性质。地方政府隐性担保的介入,意味着企业债券的融资基础在一定程度上被政府信用所替代,导致我国的企业债券非常规地处于零违约,严重阻碍了企业债券的市场化进程。〔11〕总之,由于政府债券和企业债券在产生和发展过程中一直是作为国家整体利用资金的一部分,债券市场服务于国家固定资产投资和国有企业输血脱困,服从于国家宏观

〔7〕《马克思恩格斯全集》(第5卷),人民出版社1958年版,第313页。

〔8〕数据来源于中债信息网,载 <http://www.chinabond.com.cn/Channel/19012917>,2015年8月26日访问。

〔9〕沈朝晖:“公债和民主”,载《中外法学》2012年第6期。

〔10〕何志刚:《中国债券市场融资功能研究》,经济管理出版社2003年版,第109页。

〔11〕洪艳蓉:“公司债券违约零容忍的法律救赎”,载《法学》2013年第12期。

经济调控安排的功能定位深刻影响了我国债券市场的整体制度设计。<sup>[12]</sup> 监管体制和规则制定中行政管制色彩浓厚,市场化程度不足,严苛的发债条件实际上将大量中小企业排除在外,债券市场服务于广大市场主体投融资需要的功能没有得到彰显。

此外,就债券交易市场而言,银行间债券市场的产生及其同交易所债券市场的分立,也并非市场自发生成的结果,而是政府意志的产物。为了防止银行资金违规流入股票市场,1997年中国人民银行发布了《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》,从而将商业银行剥离出交易所,这直接导致了银行间债券市场的建立以及交易所债券市场的边缘化,目前银行间债券市场的债券托管余额占债券市场90%以上。但是,“银行间债券市场”这个概念本身又十分含糊,银行间市场本质上是货币市场,而债券市场的本质又是资本市场,因此从概念上讲银行间债券市场兼具货币市场和资本市场的功能。<sup>[13]</sup> 银行间债券市场的一个突出特点就是商业银行的主导性,截至2014年年末,商业银行占银行间债券市场机构投资者数量的8.8%,但却拥有高达63.6%的持债比重,其中公司信用类债券的持债比重也达到了44.4%。<sup>[14]</sup> 商业银行固然是支撑银行间债券市场迅速发展壮大的重要力量,但其同质性特征也决定了银行间债券市场所固有的流动性问题,商业银行更多的是购买并持有债券而非交易,导致银行间债券市场的资本市场功能无法充分发挥。反观交易所债券市场,由于商业银行的退出,长期定位于个人投资者,虽然投资者结构的多元化和异质性有利于提高流动性,但市场规模有限。可以说,市场定位的错误是我国交易所公司债券市场发展过程中一系列错误的逻辑根源。<sup>[15]</sup> 正是因为个人投资者的市场分析能力和风险承受能力弱,导致监管机构对

---

[12] 洪艳蓉:“公司债券的监管竞争、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期;中信证券股份有限公司法律部:“交易所公司债券市场发展与《证券法》修改——以公司债发行法律制度为重点”,载《证券法苑》2011年第5卷。

[13] 高坚:《中国债券资本市场》,经济科学出版社2009年版,第221页。

[14] 数据来源于中债信息网,载 <http://www.chinabond.com.cn/Channel/19012917>,2015年9月14日访问。

[15] 周小川:“公司债券:吸取教训,以利再战”,载《中国货币市场》2005年第11期。

公司债券发行和流通严格控制,地方政府则对公司债券违约风险进行隐性担保,进而造成公司债券市场发展的扭曲和滞后。此外,我国证券交易所自产生之时就是以股票市场为基本定位,有关的交易机制和交易规则也都是以股票市场为导向的,这从根本上混淆了股债管理,自然也难以适应债券市场发展需要。由此可见,监管层所预设的银行间债券市场和交易所债券市场在功能定位上的不同,是导致两个市场在投资者结构、产品类型、监管模式、市场化程度等方面存在差异的重要因素,也加剧了两个市场分割的局面。

### (二) 债券市场监管权力的博弈

如前所述,我国的债券市场并非基于市场需要自发形成、自我演进的,而是表现为政府主导下强制性制度变迁的进程,在债券市场发展过程中,政府始终承担着利益调节者和制度制定者的角色。<sup>[16]</sup>也正是由于不同债券产品和市场的产生是由不同政府部门所推动的,造就了目前我国债券市场的多头监管体制。在债券发行监管中,多头监管体制下既存在功能监管部门之间的分工,也存在功能监管部门与机构监管部门的分工。<sup>[17]</sup>其中,财政部、中国人民银行、发改委、证监会和交易商协会分别对政府债券、金融债券、企业债券、公司债券以及非金融企业债务融资工具的发行实施功能监管,同时银监会、证监会和保监会还分别对商业银行、证券公司和保险公司发行金融债券实施机构监管。在债券交易监管方面,中国人民银行负责场外的银行间债券市场和商业银行柜台债券市场的监管,证监会负责交易所债券市场的监管。

表1 我国债券市场监管体系

监管环节	债券类别	监管机构	监管依据
债券发行市场	政府债券	财政部	《预算法》、《国库券条例》
	金融债券	中国人民银行、银监会、证监会、保监会	《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》
	企业债券	发改委	《企业债券管理条例》

[16] 王盛、董晓春、陈海滨:“制度变迁与中国债券市场的演变路径”,载《上海金融》2008年第12期。

[17] 隋平、罗康:《企业债券融资法律业务操作指引》,法律出版社2011年版,第16页。

续表

监管环节	债券类别	监管机构	监管依据
债券发行市场	公司债券	证监会	《证券法》、《公司法》、《公司债券发行与交易管理办法》
	非金融企业债务融资工具	银行间市场交易商协会自律管理	《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》
	资产支持证券	中国人民银行、银监会	《信贷资产证券化试点管理办法》
债券交易市场	银行间债券市场	中国人民银行	《中国人民银行法》
	交易所债券市场	证监会	《证券法》
	商业银行柜台债券市场	中国人民银行	《商业银行柜台记账式国债交易管理办法》

多头监管体制下的监管权力分野不可避免的会带来监管竞争的问题,表现为监管机构出台各自的债券规则和建立分割的交易市场。<sup>[18]</sup>不仅如此,与美国及其他成熟市场相比,我国交易所债券市场与银行间债券市场的竞争不仅存在于二级市场,还存在于一级市场。<sup>[19]</sup>而且在政府主导下的市场竞争实际上已经异化为监管竞争,这也意味着我国债券市场中的监管竞争贯穿着从发行到交易的整个过程。监管竞争一方面有利于促进监管优化和制度创新,特别是在公司债券领域,发改委、证监会和中国人民银行之间在一级市场的监管竞争直接推动了债券市场准入、发行条件等方面的变革(见表2)。有学者指出,我国公司债券的发展历程,其实是监管者在公司债券市场化道路上的竞争过程,外部的竞争压力和内部的部门诉求,促使监管者不断地在市场准入、上市交易、融资费用、登记结算和投资者保护等方面改进和完善,并形成了日益趋

[18] 洪艳蓉:“公司债券的监管竞争、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期。

[19] 于鑫、龚仰树:“美国债券市场发展对我国场内债券市场的启示”,载《上海财经大学学报》2011年第3期。

同的公司债券规则。<sup>[20]</sup>

另一方面,监管竞争下差异化的监管标准可能会引发监管套利,而为了提高吸引力,监管机构会以降低标准作为回应,从而导致“朝向底线”(race to the bottom)的竞争。<sup>[21]</sup>更为严重的问题是,在部门利益本位的驱使下,债券市场已经沦为各监管机构角逐权力资源的“竞技场”,债券市场分割实际上折射出的是监管权力的分割。仍以公司债券为例,发改委、中国人民银行和证监会三足鼎立的监管体系,使得本质上同属公司信用类债券的证券,适用三套价值取向、运行机制、监管方式存在诸多差异的法律制度,并在银行间债券市场和交易所债券市场分别交易。<sup>[22]</sup>另外,中国人民银行和证监会之间监管权力的博弈也直接影响到债券跨市场发行、交易以及托管结算体系的统一。例如,2014年6月平安银行首推“平安银行1号小额消费贷款资产支持证券”在上海证券交易所上市交易,试图突破央行和银监会的双审批制度,改由银监会审批后直接上市交易,但此后经历央行叫停和重启,过程可谓一波三折,其背后隐含的便是各方的监管角力。<sup>[23]</sup>又如,2010年证监会、中国人民银行和银监会联合发布了《关于开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》,标志着上市商业银行开始重返交易所债券市场,但从实践来看其重返之路依然充满坎坷,《通知》限定上市商业银行只能在交易所集中竞价交易系统进行规定业务范围内的债券现券交易,而不能进入交易所固定收益平台从事回购交易,这也是央行和证监会相互博弈和妥协的结果。<sup>[24]</sup>值得一提的是,央行在现有的中债登和中证登两套托管结算体系之外,又扶植了上海清算所并赋予其托管结算职能,负责短期融资券和中期票据的托管结算,使得本已割裂的托管结算体系更是雪上加霜,进一步加剧了债券市场互联互通的困难。

---

[20] 洪艳蓉:“公司债券制度的实然与应然——兼谈《证券法》的修改”,载《证券法苑》2011年第5卷。

[21] 时晋、曾斌:“市场分立与监管竞争——我国公司债券市场发展的法经济学研究”,载《制度经济学研究》2013年第1期。

[22] 徐明:“进一步完善公司债券市场的法律制度”,载《证券法苑》2012年第6卷。

[23] 孙红娟:“管中窥豹:平安银行ABS临停放大监管角力”,载《第一财经日报》2014年6月19日。

[24] 蒋飞、张宇哲:“证监会筹划‘债券交易所’”,载《新世纪周刊》2015年第6期。

表 2 公司信用类债券发行监管制度的演进历程

时间	公司债券	企业债券	非金融企业 债务融资工具
2005 年 5 月			《短期融资券管理办法》，中国人民银行监管，要求最近一个会计年度盈利，筹集资金用于本企业生产经营，待偿还融资券余额不超过企业净资产的 40%，发行利率由企业和承销机构协商确定
2007 年 8 月	《公司债券发行试点办法》，证监会核准，采用保荐制，要求股份有限公司的净资产不低于人民币 3000 万元，有限责任公司的净资产不低于人民币 6000 万元，累计债券余额不超过公司净资产的 40%，最近 3 年平均可分配利润足以支付公司债券 1 年的利息，债券的利率不超过国务院限定的利率水平		
2008 年 1 月		发改委《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》，将企业债发行审批制改为核准制，将先核定规模、后核准发行简化为直接核准发行	

续表

时间	公司债券	企业债券	非金融企业 债务融资工具
2008年4月			《非金融企业债务融资工具管理办法》,交易商协会注册,取消有关盈利要求,发行利率、发行价格和所涉费率以市场化方式确定
2011年3月	简化公司债券审核程序,开辟“绿色通道”,对符合特定条件的实行简易审核程序,原则上在申报后一个月之内核准		
2013年4月		《关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》,对企业债券按照“加快和简化审核类”、“从严审核类”以及“适当控制规模和节奏类”三种情况分类管理	
2015年1月	《公司债券发行与交易管理办法》,取消保荐制和发审委制度,公开发行的由证监会核准,可申请一次核准多次发行,非公开发行的实行备案制		
2015年4月	《证券法(修订草案)》第36条规定公开发行债券的条件中取消了有关公司净资产和累计债券余额的限制	发改委将企业债券预审权下放至中债登 <sup>[25]</sup>	

[25] 张宇哲:“发改委将企业债初审权移交中债登”,载财新网,<http://finance.caixin.com/2015-04-09/100798584.html>,2015年9月20日访问。

### (三) 债券市场法制基础的割裂

我国债券市场中的多头监管体制、法制基础割裂和市场分割三者之间的关系是互为因果和相互强化的,银行间债券市场和交易所债券市场分割以及发展不均衡的一个重要原因就是两个市场竞争的法制基础存在重大差异。<sup>[26]</sup> 有学者总结出我国债券市场法律体系呈现三大特点:一是法律法规、部门规章和业务规则数量多、内容庞杂;二是多头监管体制下各监管机构都有自己的一套规则,自成体系;三是法律法规、部门规章和业务规则之间的涵盖范围宽窄不一,缺乏内在的一致性和体系性。<sup>[27]</sup> 可以说,我国债券市场法制割裂既体现在法律层面,也体现在具体的监管规则层面;既存在于债券交易市场,也存在于债券发行市场。

首先,在法律层面上,银行间债券市场以《中国人民银行法》作为法律基础,但仅就中国人民银行对银行间债券市场的监管职责作了原则性规定,具体的主要通过中国人民银行制定的部门规章以及交易商协会的自律规则加以规定。交易所债券市场则是以《证券法》作为法律基础,但我国一直以来“重股轻债”的思维惯性也反映到了证券立法中,《证券法》基本上是以股票市场为立法导向的,“将其视作一部‘股票发行法’和‘股票交易法’并不为过”。<sup>[28]</sup> 《证券法》中有关债券发行、交易、信息披露、托管结算和投资者保护等规定大多直接沿用了股票市场的相关制度,漠视了债券本身所具备的特性。例如,规定公司债券发行采取保荐制,公司债券发行和上市的标准甚至严于股票,<sup>[29]</sup> 也缺乏对公司债券信息披露制度的专门规定。事实上,从股票和债券的区别来看,股票市场监管的重点主要是在市场风险上,而债券与股票相比最大的特点是到期还本付息,其监管的重点则应在于违约风险,有关债券发行条件、信息披

[26] 陆文山:“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券市场导报》2010年第4期。

[27] 刘铁峰:“中国债券市场法规建设情况浅析”,载《证券市场导报》2009年第4期;习晓兰:“债券市场发展的若干重大问题与对策研究——以交易效率与结算风险控制为视角”,载《证券法苑》2013年第9卷。

[28] 陆文山:“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券市场导报》2010年第4期。

[29] 蒋大兴:“被忽略的债券制度史——中国(公司)债券市场的法律瓶颈”,载《河南财经政法大学学报》2012年第4期。

露、信用评级、投资者保护等制度设计都应围绕偿债能力展开。此外,《证券法》作为我国证券市场的根本大法,本亦应成为债券市场的法律基础,但受制于部门立法的局限性,在分业经营和多头监管格局下,证监会主导制定的《证券法》调整范围极为有限,尚不能涵盖所有债券类型。《证券法》第2条规定所调整的债券范围仅包括公司债券的发行和交易以及政府债券的上市交易,至于银行间债券市场发行和交易的债券则游离于《证券法》之外。<sup>[30]</sup>这也导致了《证券法》中的应然规定与实然状态的矛盾,例如第7条规定:“国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理”,但现实中银行间债券市场由中国人民银行监管;第155条和158条分别规定“设立证券登记结算机构必须经国务院证券监督管理机构批准”及“证券登记结算采取全国集中统一的运营方式”,但现实中却存在中证登、中债登和上海清算所三套托管结算机构且分别适用各自的业务规则。可见,《证券法》的笼统性规定与银行间债券市场和交易所债券市场分而治之的现实格局严重不符,《证券法》作为债券市场基本法的地位也名不副实。

其次,从债券市场具体监管规则层面透视,可以发现债券市场规则的差异性尤为明显。一是在债券发行环节,同类债券适用不同的监管依据和监管标准,这主要表现在公司债券领域,企业债、公司债和非金融企业债务融资工具本质上都是以公司信用为基础,却适用三套不同的监管规则,在发行条件、审核制度、信用评级、发行定价、资金用途、交易场所和托管结算机构等方面都有所不同。二是虽然政府债券和企业债券已经可以通过转托管的方式在银行间债券市场和交易所债券市场间跨市场交易,但两个市场的监管规则并未做出应有的回应,跨市场交易过程中依旧适用两套不同的交易规则、信息披露规则和托管结算规则。特别是在结算方式上,银行间债券市场采用实时全额结算,而交易所债券市场采用日终净额结算,结算方式的差异导致债券转托管至少需要T+1

---

[30] 虽然此次《证券法》修改强调要扩大证券范围,但就债券而言,部门立法下的博弈和妥协使得结果依然不容乐观,《证券法(修订草案)》第3条第2款列举的债券范围仅包括“公司债券、企业债券、可转换为股票的公司债券等债券”,另外在第3款规定“政府债券的上市交易,适用本法”,但对银行间债券市场发行和交易的非金融企业债务融资工具、金融债券、政府债券是否适用仍语焉不详。

个工作日才能完成,降低了转托管效率,由于不能实时到付交易,可能会使投资者丧失套利机会,进而影响其跨市场交易的积极性。因此,债券市场互联互通的一个重要前提就是消除法律障碍,为债券跨市场交易提供统一的监管规则和监管标准。

## 二、债券市场互联互通的实现路径

目前来看,无论是在政府部门亦或是学界,对于打破债券市场分割的必要性,已经有了基本的共识,但对于债券市场发展模式的选择尚存在争议。一种观点认为,遵循债券市场发展的一般规律和国际经验,应当以场外市场为主要发展模式。<sup>[31]</sup>反对者认为,“银行间市场理应成为我国债券主体市场的观点、依据及因果关系都是值得商榷的,甚至是错误的。”<sup>[32]</sup>甚至有学者提出,“应逐步用交易所市场统合银行间市场,由证监会逐步统合债券市场的发行与交易监管。”<sup>[33]</sup>但需要指出的是,场内市场与场外市场并存、竞争和协调发展,是多层次资本市场体系构建的当然内容,可以满足多元化的融资需求和交易需要。<sup>[34]</sup>因此,片面地预设某个市场的主导地位或者用一个市场统合另一个市场都是不可取的,而是应当通过建立起市场竞争机制,进而由市场来选择和决定,否则只会继续在监管权力的博弈和妥协中裹足不前,或是陷入经验主义的误区。所谓债券市场“统一”,并非是指两个市场应该有完全相同的交易制度,更不是债券市场的合并,“统一的实质是债券市场的交易要素——信息、资金、交易券种、交易主体能够在市场间自由流动”,<sup>[35]</sup>“统一的标

---

[31] 时文朝:“债券市场发展的一般规律问题”,载《金融市场研究》2012年第11期。

[32] 金永军、赵敏、刘斌:“债券只适合场外交易吗?”,载《证券市场导报》2011年第7期。

[33] 蒋大兴:“被忽略的债券制度史——中国(公司)债券市场的法律瓶颈”,载《河南财经政法大学学报》2012年第4期。

[34] 中央财经大学课题组:“多层次资本市场及证券交易场所法律制度完善研究”,载《证券法苑》2014年第10卷。

[35] 高坚、杨念:“中国债券市场发展的制度问题和方法研究”,载《财经科学》2007年第12期。

准应该是市场各种要素自由流动和充分竞争,要素定价市场化”。<sup>[36]</sup> 鉴于“统一”一词可能引起的误解,“互联互通”似乎更能表达其内涵和实质,即“立足于消除市场之间人为的进出壁垒和制度障碍,便于发行人和投资者在不同市场和品种之间的选择,促进不同市场在竞争中共同发展。”<sup>[37]</sup> 笔者认为,从债券市场互联互通的本义出发,其实现路径应当立足于债券市场交易主体的互联互通、交易产品的互联互通以及托管结算体系的互联互通三个方面,有序推进。

### (一) 债券市场交易主体的互联互通

债券市场交易主体互联互通的实质就是投资者能够自主地选择交易场所,从事跨市场交易,这样既可以发挥市场竞争机制的作用,也有利于活跃市场,同时投资者也能够跨市场交易过程中获取套利机会并分散风险。就我国债券市场现状而言,个人投资者可以在交易所债券市场和商业银行柜台市场交易,大部分机构投资者参与银行间债券市场和交易所债券市场交易也并无实质性的障碍,目前存在的主要问题仍然在于商业银行。在我国,商业银行在整个金融体系中的地位举足轻重,特别是几大国有商业银行拥有雄厚的资金实力,这种影响力也从货币市场延伸到了债券市场,其在银行间债券市场的持债比重占到了一半以上。商业银行退出交易所债券市场也被视为是银行间债券市场迅速崛起、交易所债券市场边缘化的重要因素之一,这种影响至今依然存在。虽然2010年《关于开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》开启了商业银行重返交易所之路,但只限于上市商业银行,且只能参与集中竞价交易系统下的债券现券交易,这些限制使得商业银行参与交易所债券市场交易的实践情况不甚理想。应该说,自主地选择交易所并参与市场交易是市场主体应有的权利,而不应该被行政权力设置障碍。甚而有学者提出经济自由权是市场主体在宪法上享有的一项基本经济权利,其中首要的就是参与经济生活的自决权,包括投资自由、竞争

---

[36] 冯光华:《中国债券市场发展问题研究》,中国金融出版社2008年版,第120页。

[37] 时晋、曾斌:“市场分立与监管竞争——我国公司债券市场发展的法经济学研究”,载《制度经济学研究》2013年第1期。

自由等。<sup>[38]</sup>即便商业银行退出交易所债券市场有防止银行资金违规流入股市的历史考量,但随着资本市场的发展以及法律制度、监管制度的不断完善,通过建立相应的“阻隔机制”便可得到解决。2006年修订的《证券法》也删除了第133条关于“禁止银行资金违规流入股市”的规定。因此,应当破除债券市场交易主体参与跨市场交易的行政壁垒,保障其在市场经济中应有的自主权。

当然,交易主体的互联互通还需要相应的配套措施作为保障,包括培育多元化的投资者结构、建立适应不同投资者需求的交易平台以及完善债券市场做市商制度等。首先,商业银行主导下的银行间债券市场的投资者结构呈现同质化特征,而交易所债券市场长期以来的个人投资者定位也没有根本上扭转,导致两个市场存在交易不活跃或交易规模小的问题,债券市场价格发现和风险分散功能受限。从域外成熟市场的经验看,债券市场投资者结构以保险公司、共同基金、养老基金等机构投资者为主,个人投资者一般通过购买基金份额等方式间接投资。<sup>[39]</sup>因此,未来两个债券市场需要在主体互联互通的过程中不断丰富各自的投资者结构,通过扩大商业银行之外的承销商和做市商范围、放宽市场准入门槛、吸收境外合格机构投资者等方式壮大机构投资者队伍,改变商业银行一家独大的局面。其次,交易主体的跨市场交易需要有适应不同需求的多层次交易平台作保障,包括交易商之间的市场(B2B)、交易商与客户间的市场(B2C)和客户之间的市场(C2C)等。但目前银行间债券市场的市场结构相对扁平,大小机构投资者采用相同的交易方式,交易系统功能相对单一,市场分层有待进一步明晰。<sup>[40]</sup>最后,为了提高债券市场流动性,促进债券市场价格发现,银行间债券市场早在2001年开始引入做市商制度,并于2007年颁布《全国银行间债券市场做市商管理规定》,明确了做市商制度框架。但从实践情况看,做市商制度的作用并未充分发挥,无法满足市场需要,做市商双边报价质量差、价格波动大,报

[38] 王克稳:“论市场主体的基本经济权利及其行政法安排”,载《中国法学》2001年第3期。

[39] 冯光华:《中国债券市场发展问题研究》,中国金融出版社2008年版,第83页。

[40] 沈炳熙、曹媛媛:《中国债券市场:30年改革与发展》,北京大学出版社2014年版,第215页。

价券种比例偏低,甚至出现双边报价规模连年大幅下降的趋势。<sup>[41]</sup>影响做市商制度作用发挥的原因主要有:(1)做市商数量较小、结构单一,2014年银行间债券市场做市商数量为47家,其中包括7家专项做市商,商业银行占据绝大多数;(2)做市商权利义务不对等,债券购买、承销、借贷等优先权和便利权没有落到实处;(3)风险对冲工具有限,缺乏必要的风险管理手段。<sup>[42]</sup>针对以上问题,应尽快出台措施予以完善,以调动其做市积极性,履行做市义务,提高做市质量。

## (二)债券市场交易产品的互联互通

债券市场互联互通的另一个重要表现就是各类债券交易产品都能够自由的跨市场交易。目前我国债券市场的产品结构分割主要表现为:除了政府债券和企业债券可通过转托管的方式跨市场交易外,央行票据、非金融企业债务融资工具以及绝大部分金融债券、资产支持证券<sup>[43]</sup>只能在银行间债券市场发行、交易,公司债券<sup>[44]</sup>可转换公司债券则是在交

---

[41] 交易商协会公开数据显示,2009~2011年间做市商双边报价规模连续大幅下降,2009年双边报价规模49.47万亿元,2010年下降至10.88万亿元,降幅达到近80%,到2011年进一步降至5.39万亿元,同比下降50.47%。数据来源于交易商协会网, [http://www.nafmii.org.cn/zlgl/scjy/zsspj/qktb/201205/t20120528\\_15182.html](http://www.nafmii.org.cn/zlgl/scjy/zsspj/qktb/201205/t20120528_15182.html),2015年9月25日访问。

[42] 金永军、杨迁、刘斌:“做市商制度最新的演变趋势及启示”,载《证券市场导报》2010年第10期;冯光华:《中国债券市场发展问题研究》,中国金融出版社2008年版,第245页;沈炳熙、曹媛媛:《中国债券市场:30年改革与发展》,北京大学出版社2014年版,第216页。

[43] 金融债券长期只能在银行间债券市场发行交易,2014年“国开1301”、“国开1302”成为首批在上交所上市交易的政策性金融债券,但至今也就只有3只政策性金融债券在上交所挂牌,托管面值300亿元。至于资产支持证券,根据《信贷资产证券化试点管理办法》(2005年)第3条规定的“资产支持证券在全国银行间债券市场发行和交易”,因此大部分资产支持证券都是在银行间债券市场发行、交易,规模达到4018.11亿元,交易所债券市场的规模仅为559.31亿元。数据来源于中债信息网(<http://www.chinabond.com.cn/Channel/19012917#>)和上证债券信息网(<http://bond.sse.com.cn/fisp/fixed/debenture/zsjtgl.html>)。

[44] 中国人民银行曾发布2005年第30号文和2007年第19号文,提出符合条件的公司债券可以在银行间债券市场发行、交易流通和登记托管,支持公司债券在银行间债券市场与其他交易场所之间互相转托管,但在债券市场条块分割的格局下,此举多少显得“一厢情愿”,之后也开始“另辟蹊径”,出台《非金融企业债务融资工具管理办法》,发展短期融资券和中期票据。

交易所债券市场发行、交易。这种产品结构的分割并非是基于不同债券产品特性的考虑,非金融企业债务融资工具、金融债券、资产支持证券、公司债券在两个市场交易也不存在适当性的问题,其背后的根源还在于央行和证监会在监管竞争过程中“画地为牢”。但是,这种市场分割不利于债券产品的交易流通,而“流通性”和“可转让性”恰恰是证券的生命力之所在,<sup>[45]</sup>通过转让可以在融资功能之外,进一步发挥债券的投资功能、价格发现功能和风险规避功能。正如前文所述,我国银行间债券市场的投资者同质性决定了债券流动性较低,商业银行间存在大量的债券互持,交易所债券市场的债券上市交易品种、数量有限,交易规模小,使得整个债券市场呈现“购买-持有”(buy to hold)而非“购买-交易”(buy to distribute)的倾向,制约了债券市场功能的完全实现。通过债券市场交易产品的互联互通恰可以实现两个市场的互补,发挥各自在投资者结构、交易机制等方面的竞争优势,提高债券市场流动性,并在互通、竞争、融合过程中促进两个市场的协调发展。

债券交易产品的互联互通与其产品结构的多样化是紧密相连的,单一的产品结构无法满足投资者的投资、套利、避险等不同需求,也会使得互联互通的效果大打折扣。金融创新是金融市场的永恒命题,国际清算银行将金融创新分为价格风险转移创新、信用风险转移工具、流动性创造创新、信用创造工具和股权创造工具。<sup>[46]</sup>也正是这些金融创新机制和产品支撑了美国债券市场的繁荣,其产品创新结构包括:(1)浮息债券、零息债券、指数化债券、永久性债券等债券现券产品创新;(2)住房抵押贷款支持证券(MBS)、资产抵押支持证券(ABS)等债权衍生产品创新;(3)国债期货、国债期权、利率期权等利率衍生产品创新;(4)担保债务凭证(CDO)、信用违约互换(CDS)等信用衍生产品创新。2008年金融危机中,这些结构复杂且不受监管的金融衍生产品被视作是金融危机的“罪魁祸首”,成为巴菲特口中的“大规模金融杀伤性武器”。但与其说是金融创新出了问题,莫不如说是金融监管出了问题。因此,在我

[45] 范健主编:《商法》,高等教育出版社2002年版,第375页。

[46] [美]弗兰克·J.法博兹:《债券市场:分析和策略》,袁东译,百家出版社2002年版,第12页。

国债券产品结构单一、金融创新乏力的背景下,需要的不是对金融创新的行政管制,而是在有效监管下鼓励金融创新,丰富债券产品结构。

### (三) 债券市场托管结算体系的互联互通

单就债券市场交易主体和交易产品的互联互通而言,只是形式上的互联互通,如果托管结算体系不统一,也就不能够自由、实时地跨市场交易,真正的互联互通也就无法实现。换言之,债券市场中可以有多个“前台”进行交易,但“后台”必须统一。债券市场“后台”的分割,实际上就迫使投资者将其手中持有的债券放在不同的“口袋”里,“口袋”之间又没有顺畅的联通渠道,这就极大地限制了投资者在不同市场之间选择交易自由度,增加了交易成本,减少了套利机会。<sup>[47]</sup>虽然政府债券和企业债券可以通过转托管的方式跨市场交易,但这只能作为权宜之计,并不能根本上解决“后台”分割的问题,况且也仅限于政府债券和企业债券,金融债券、非金融企业债务融资工具和公司债券等被排除在外,只有政府债券可以双向转托管,企业债券只能从银行间债券市场向交易所债券市场转托管,审核程序的存在以及结算方式的差异更是大大降低了转托管机制的顺畅程度。更何况,作为相互之间存在直接竞争关系的两个托管结算机构,对于提高转托管效率的积极性还需要打上大大的问号。

从全球范围考察,债券市场托管结算大体呈现集中化趋势。早在1989年,G30小组就提出了关于证券托管结算的9条建议,其中第3条就是“中央证券托管机构(CSD):至1992年,应建立一个中央托管机构,并鼓励广泛参与”。<sup>[48]</sup>此后发达国家和地区在债券市场发展实践中,大多通过并购等方式建立了统一的中央托管结算体系,如英国的CREST公司、加拿大证券托管公司(CDS)、韩国证券托管公司(KSD)、香港的债务工具中央结算系统(CMU)等,都为各自的债券市场提供集中统一托管结算服务;而美国和日本则是针对政府债券和公司债券的不同设立了相应的中央托管结算机构,政府债券托管在美联储债券簿记系统和日本银行债券簿记系统,公司债券等则托管在全美证券托管清算公司(DTCC)和日本证券托管中心(JASDEC),但这也只是针对债券品种而

[47] 袁东:《债券市场:交易制度与托管结算》,经济科学出版社2005年版,第10页。

[48] 袁东:《债券市场:交易制度与托管结算》,经济科学出版社2005年版,第82页。

无关市场分割。与此同时,各中央托管结算机构基本都完成了公司制改革,并不断健全公司治理结构,引入多元化的股权结构,完善独立董事制度,设立薪酬委员会、风险控制委员会等专门委员会,以解决公司化后存在的营利性和公共性之间的利益冲突。

就我国而言,短期目标应当是扩大跨市场双向转托管的债券品种,并通过简化审核程序等方式在技术层面提高转托管效率,尽可能实现实时到付交易。长期来看,应当统一债券市场托管结算体系,保证投资者能够在统一的托管结算系统内完成债券交割,即实现所谓的“一户通”。现实来看,由于中债登依托银行间债券市场,已经成为债券市场最大的托管结算机构,建立了相对成熟的托管结算系统,因而一个较为可行的进路是由中债登统一负责债券市场托管结算,中证登负责股票市场托管结算。需要指出的是,目前中债登在法律性质上属于全国性非银行金融机构,由财政部出资、中国人民银行负责业务管理、银监会负责人事管理,造成在运营中面临监管机构的多方面干预,缺乏必要的独立性、自治性。因此,未来有必要深化其公司制改革,引入商业银行、政策性银行、证券公司、保险公司、证券交易所等多元化的股东结构,健全公司治理机制。

### 三、债券市场互联互通下的监管体系重构

#### (一) 债券发行市场:基于债券品种特性保留多头监管

“统一监管”和“横向规制”已经成为时下重构我国金融监管体系语境下的时髦话语,一个代表性的观点即认为金融服务统合应当是我国金融法重构的发展方向,应当对金融商品、金融服务、金融机构及其行为、金融监管等予以横向统合规制。<sup>[49]</sup> 特别是以英国《金融服务与市场法》、日本《金融商品交易法》和韩国《资本市场法》为代表的金融综合立法的勃兴,“统一监管”和“横向规制”似乎已是大势所趋。但是,金融业

---

[49] 杨东:“论金融法制的横向规制趋势”,载《法学家》2009年第2期;杨东:“论金融法制的重构”,载《清华法学》2013年第4期。

别的存在以及金融产品、服务的差异化结构也引起了对于“金融服务横向规制究竟能走多远”的疑虑。<sup>[50]</sup> 如果将问题的视野从“大金融”、“大证券”的范畴迁移至“债券”,问题依旧存在。债券与股票相比,除了还本付息之外,还有一个重要的特征就是产品结构的多元化,政府债券、央行票据、金融债券、公司债券虽然都可简单地归为“债券”,但其信用基础、功能定位都存在巨大的差异。例如,政府债券的财政功能远大于其金融功能,受到《预算法》的约束也远大于《证券法》的约束;央行票据的货币市场功能远大于其资本市场功能,受到《中国人民银行法》的约束也远大于《证券法》的约束。这些差异性也就决定了不同债券在发行资格、市场准入、发行条件以及监管主体上应有所区分。即使是同以公司信用为基础的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具,多头监管格局的产生在特定的历史阶段也有其制度合理性,在制度的路径依赖下,统一监管也是知易行难。

因此,笔者主张基于债券品种特性的考虑,应适当保留债券发行市场的多头监管,但在不同债券类别的发行监管权配置上还需具体分析、区别对待。首先,政府债券的发行除了关乎政府融资之外,更涉及政府预算约束、财政分权等财政法问题,因而在现有的财政管理体制下应继续由财政部负责发行监管。但应逐步转变目前的额度审批制管理,能否发债、发债规模应由发债的政府和市场根据政府信用、债券用途等因素共同决定,尤其是对有稳定收入来源的专项债券应按照市场化方式发行。其次,金融债券的发行监管除了中国人民银行外,还涉及银监会、证监会、保监会等对金融机构发债资格、债券计入资本方式的监管,应理顺二者之间的监管关系,在风险可控的前提下放宽发行条件的限制,并允许金融机构自主选择跨市场发行金融债券。最后,公司债券、企业债券和非金融企业债务融资工具现阶段可在保留多头监管体制下,逐步统一债券发行监管制度。长远来看,随着企业债券中剥离政府信用背书的城投债等“准政府债券”,企业债券将真正回归到公司信用基础上,加之发改委自身面临的职能转变,时机成熟时就应当消除企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具之间“同名异实”的状态,统合为“公司债

[50] 冯果:“金融服务横向规制究竟能走多远”,载《法学》2010年第3期。

券”并由证监会统一监管。但是,现行非金融企业债务融资工具由交易商协会注册的发行审核制度应得到肯定,公司债券都需以市场化为导向朝着发行“注册制”转变。

## (二) 债券交易市场:基于互联互通需要实施统一监管

不同债券品种的差异化特性并不意味着其在交易过程中所应遵守的监管规则和监管标准上有所差别,交易中的监管规则和监管标准只可能因不同市场、不同监管主体有别,而不会因不同债券而异。换言之,在我国债券市场分割的语境下,确立债券交易市场监管体制就不是基于债券品种特性的考量,而是要以有利于债券市场互联互通为出发点。据此,笔者认为,对债券交易市场应当实施统一监管,包括统一监管机构、统一监管规则和统一监管标准。一方面,可以说中国人民银行和证监会之间的监管权力博弈正是阻碍债券市场互联互通的“症结”所在,前已述及,在此无须赘述,而统一监管可以从根本上解决长期困扰我国债券市场发展的权力博弈问题,从而为债券市场互联互通铺平道路。另一方面,统一监管可以促使银行间债券市场和交易所债券市场之间的竞争关系,由监管竞争、规则竞争回到市场竞争的轨道上,以交易机制、基础设施、服务质量作为竞争市场资源的基础,而不是由行政权力分配市场资源。此外,互联互通下的债券跨市场交易也需要统一的监管规则和监管标准作为保障,否则只会徒增交易成本或引发监管套利。

至于统一监管机构的选择,在现行的法律和制度框架下,笔者主张由证监会负责对债券交易市场统一监管,中国人民银行在债券市场中的身份由市场监管者转向宏观审慎监管者和金融监管协调者。《证券法》第7条规定“国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理”,这里的“全国证券市场”自然也应当包括银行间债券市场和商业银行柜台市场,只是由于中国人民银行和证监会的监管割据,才造成了法律规定和现实状态的矛盾。通过证监会统一监管,既可以解决债券市场中的监管和法律冲突问题,也可以在根本上确立《证券法》在整个资本市场中的基本法地位。另外,中国人民银行的宏观审慎监管职能和金融监管协调职能也是有法可依的,2003年修订的《中国人民银行法》第2条删除了有关中国人民银行“对金融业实施监督管理”的规定,而是增加了“维护金融稳定”的内容,第9条规定“国务院建立金融监督管理协调机

制”,2008年国务院批准的《中国人民银行主要职责内设机构和人员编制规定》中明确了其“职责调整”内容包括“加强与金融监管部门的统筹协调,防范和化解金融风险,维护国家金融安全”。<sup>[51]</sup>由此可见,负责宏观审慎监管已是中国人民银行的法定职责之一,而从宏观审慎监管要求出发由其牵头建立金融监管协调机制也较为合适。<sup>[52]</sup>

### (三) 重塑债券市场发行监管与交易监管的关系

在我国债券市场发行监管和交易监管的关系上,总体上表现为重发行监管、轻交易监管,重事前监管、轻事中事后监管。这主要源于市场分割和多头监管下“谁的孩子谁抱”的理念根深蒂固,不可避免地衍生出重审批轻监管、以审批代监管、以主管代监管、监管不作为和乱作为并存的问题。<sup>[53]</sup>这种重发行监管、轻交易监管的理念,所导致的结果就是在债券发行阶段政府严格管控,设置严苛的审核制度、发行限额、利率限制、公司资本要求、盈利能力要求以及资金用途限制等,而有关债券交易中的持续信息披露制度、跟踪评级制度、风险预警制度、违约风险处置制度、投资者保护制度、违法行为监管和责任制度则明显欠缺,实际上就是以政府的实质审查代替市场判断,以事前审批代替事中事后监管。“这种监管方法实质上是政府替代投资者预判公司信用并隐含政府信用的风险兜底,不可避免地会诱发投融资双方的道德风险,也会阻碍债券市场未来的健康发展。”<sup>[54]</sup>应该说,投资者适当性管理之下的“买者自负”是资本市场的基本原则之一,政府监管的目标应是“保护投资者,确保市场公平、有效和透明,减少系统性风险”<sup>[55]</sup>,但绝不是为投资者做投资决策和判断,更不是为投资者的风险做担保。现实的情况是,在政府的“父

---

[51] 值得注意的是,2012年国务院批复设立的公司信用类债券部际协调机制即是由中国人民银行行长周小川担任召集人,载 <http://www.ccstock.cn/stock/gupiaoyaowen/2012-04-07/A747347.html>,2015年10月20日访问。

[52] 韩龙、彭秀坤、包勇恩:《金融风险防范的法律制度研究——以我国金融业对外开放为重心》,中国政法大学出版社2012年版,第153~157页。

[53] 宋逢明、金鹏辉:“企业类债券市场解构及其监管理念创新”,载《改革》2010年第6期。

[54] 洪艳蓉:“公司的信用与评价——以公司债券发行限额的存废为例”,载《中外法学》2015年第1期。

[55] IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, June 2010, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

爱主义”下,债券市场投资者缺乏应有的风险自担意识,进而“倒逼”政府对债券违约风险的隐性担保,造成我国债券市场中的刚性兑付和无实质性违约的非正常状态,<sup>[56]</sup>严重背离了市场化方向。因此,债券市场未来的监管重心应从发行监管向交易监管转变,建立市场化的发行监管制度,淡化发行环节的行政干预,强化债券交易监管,完善包括信息披露、信用评级、风险预警、违约处置、投资者保护等在内的交易监管制度,保障债券市场健康有序发展。

#### (四) 理顺债券市场监管与自律监管的关系

相对于政府直接介入市场的行政监管而言,自律监管是独立于行政监管并与之并行的市场化监管机制。<sup>[57]</sup>这种自我规范、自我管理、自我约束机制,与命令式、强制性的行政监管相比,具有专业性、灵活性、自愿性和低成本的优势。<sup>[58]</sup>从各国证券市场监管实践上看,基本上都形成了包括政府机构、交易所和行业协会在内的多层次监管体系。以美国债券市场监管为例,除了SEC的统一监管外,还包括了证券交易所、全国证券交易商协会(NASD)、市场债券规则委员会(MSRB)在内的自律监管组织。在我国债券市场中,银行间债券市场交易商协会自律监管发展的相对成熟,交易所债券市场的自律监管则明显滞后。但总体而言,我国债券市场监管体系仍是政府主导型的,交易商协会和交易所的“自律性”都没有得到充分显现。随着发行监管制度的市场化改革,“注册制”将是大势所趋,加之政府职能转变和简政放权,交易商协会和交易所势必承担更多的自律监管职能。此消彼长之间,需要更好地厘顺行

[56] 2014年3月,“11超日债”违约事件一度被视为打破了债券市场刚性兑付的神话,成为国内首例债券违约而受到市场和学界的“期待”和“叫好”,但最终获得官方背景的长城资产管理公司和突击成立的上海久阳投资管理中心的担保,得以全额偿付,实际上也很难称之为打破刚性兑付或实质性违约,政府在背后的作用耐人寻味。可参见杨虹:“‘11超日债’获全额偿付,刚兑再次延续”,载《中国经济导报》2014年10月28日版;郭成林:“\*ST超日重整投资人幕后身份起底”,载《上海证券报》2014年10月9日版。

[57] Peter Cane, *Self-Regulation and Judicial Review*, *Civil Justice Quarterly*, 1987, p. 324.

[58] [加]布莱恩·R·柴芬斯:《公司法:理论和结构和运作》,林华伟、魏旻译,法律出版社2001年版,第411~424页;Douglas C. Michael, *Federal Agency Use of Audited Self-Regulation as a Regulatory Technique*, *Administrative Conference of the United States*, November 1993, pp. 11-15.

政监管和自律监管的关系。

国际证监会组织制定的《证券监管的目标和原则》中涉及“自律原则”包括两条:(1)监管体制应根据市场规模和复杂程度,适当发挥自律组织对各自领域进行直接监管的职责;(2)自律组织应接受监管机构的监督,在行使和代行职责时应遵循公平和保密准则。<sup>[59]</sup>循此原则,我国债券市场行政监管与自律监管之间应保持“合作监管”(Cooperative Regulation)关系,建立起共享、协同、合作的监管体系,实现保护投资者和公共利益的共同任务。<sup>[60]</sup>具体而言,在监管方式上,由交易商协会和交易所担当一线监管者的角色,对会员和债券上市、交易活动实施直接监管,而证监会则逐步实现由直接监管向间接监管转变,减少直接参与市场日常监管的比重,转而通过立法和对自律监管组织的监督实现间接监管,只有在自律监管组织不能或不适合监管的领域才由证监会直接监管。在监管内容上,行政监管应集中在自律监管难以有效发挥作用的领域,证监会更多的是以立法、政策制定者以及审慎监管者的身份存在,主要负责制定有关债券市场监管的规章制度,监管自律监管组织,查处内幕交易、操纵市场、欺诈等重大违法行为等。至于微观层面的会员和上市、交易活动的日常监管,则主要由交易所和交易商协会负责。正如美国 SEC 前主席威廉·O. 道格拉斯对《1934 年证券交易法》中的自律监管制度所描述的那样:“交易所发挥优先作用,而政府发挥剩余作用。换句话说,政府拿着猎枪,站在门后,子弹上膛,抹好油,拉开枪栓,随时准备开枪,但期望永远不开火。”<sup>[61]</sup>

#### 四、债券市场互联互通下的债券法制统一

首先需要澄清的是,债券的差异化特征决定了不可能像股票一样构

---

[59] IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, June 2010, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

[60] Sam Scott Miller, *Self-Regulation of the Securities Markets: A Critical Examination*, Washington and Lee Law Review, Vol. 42, 1985, p. 859.

[61] William O. Douglas, *Democracy and Finance*. Yale University Press, 1994, p. 82.

建完全统一的法律制度,所谓的“债法统一”只能是相对意义上的,<sup>[62]</sup>罔顾债券特性讨论“债法统一”只会是一个伪命题。故而,债券市场互联互通下的债券法制统一,其实是一个从个性中提炼共性、于混沌中发现秩序的过程。

### (一) 宏观层面:确立《证券法》在债券市场的基本法地位

在债券市场互联互通背景下,应明确《证券法》作为债券市场基本法的地位,并协调好《证券法》与《中国人民银行法》、《公司法》之间的关系。其中,《证券法》与《中国人民银行法》之间的核心冲突在于债券市场交易监管权的归属,前者规定由证监会对全国证券市场统一监管,后者又规定中国人民银行负责对银行间债券市场监管。按照笔者所主张的证监会统一监管债券交易市场,应通过修改《中国人民银行法》删除有关银行间债券市场监管的规定,将中国人民银行的监管职责重点转向宏观审慎监管和金融监管协调上。对于《证券法》与《公司法》的关系,有学者主张“《公司法》与《证券法》是一般法与特别法的关系”<sup>[63]</sup>。可以说,在涉及公司发行股票和债券时,二者的确存在一般法与特别法的关系,但随着《证券法》所调整的“证券”范围不断扩展,将远远超出股票和公司债券的范畴,而是包括政府债券、集合投资计划及其他金融衍生品,这时二者的关系就有必要重新审视。可不管如何,《证券法》与《公司法》存在调整范围的交叉却也是不争的事实,无论是基于二者的内在关联性,还是基于法律协同效用发挥之考虑,都有必要将公司法律制度和证券法律制度作为整体进行合理的架构和设计。<sup>[64]</sup> 现行《公司法》在第七章“公司债券”中规定了公司债券的定义、募集办法、债券载明事项、债券存根簿、登记结算、转让以及可转换公司债券的发行和换股等内容,与《证券法》的规定存在重叠和交叉。根据王保树先生的观点:公司法更多强调自治,证券法更多强调适度监管;公司法以任意性规范为主,证券法以强制性规范为主;凡属于规范公司自我的调节的归入公司法,

[62] 洪艳蓉:“债法统一是依法治市的试金石”,载《经济观察报》2015年3月2日版。需要说明的是,从内容上看该文所讨论的“债法统一”也主要是基于公司债券而言的。

[63] 刘俊海:“建议《公司法》与《证券法》联动修改”,载《法学论坛》2013年第4期。

[64] 赵万一、高达:“论中国公司法与证券法的协同完善与制度创新——以公司治理为研究视角”,载《河南财经政法大学学报》2014年第4期。

凡确认和规范政府对证券市场必要监管的归入证券法。<sup>[65]</sup>因此,在《证券法》和《公司法》联动修改时,涉及“公司债券”的规定也须秉持以上原则,对于公司债券发行和交易监管的内容应在《证券法》中规定,而因应《公司法》的组织法特性,对有关公司债券持有人会议和债券受托管理人等内容可在《公司法》中作原则性规定。<sup>[66]</sup>在确立了《证券法》在债券市场的基本法地位后,应当扩大《证券法》规定的“证券”定义及范围以囊括所有债券类型,并规定债券发行审核、信息披露、信用评级、登记结算、投资者保护等基础法律制度。

## (二)中观层面:在分类管理基础上重整债券监管规则体系

### 1. 统一同类债券发行监管规则

《证券法》作为债券市场基本法,只能对债券市场共性的基础法律制度做出规定,尤其是在债券发行市场中不同债券的监管主体和发行条件各有不同,需要依赖以行政法规或部门规章形式呈现的发行监管规则予以规范。但我国债券发行监管规则体系整体上表现出空白、分散的特点,有必要在理顺发行监管权的基础上统一同类债券的发行监管规则。

(1)政府债券领域的监管规则基本空白,只有1992年制定的《国库券条例》,总共14条内容且大多是原则性的规定,操作性不强,难以适应国债发行监管的需要,地方政府债券的发行监管规则尚付之阙如。目前规范国债和地方政府债券发行的主要依靠财政部出台的“办法”、“通知”等,并且都是年度性的,缺乏规范性、稳定性和延续性,违背了财政法定和债券市场法治的基本精神。因此,财政法学者纷纷提出了制定《政府公债法》、《地方公债法》、《国债法》或《政府债券法》等立法诉求。<sup>[67]</sup>笔者认为,无论是制定专门规范政府债券的法律,亦或是行政法规、部门

[65] 王保树:“公司法与证券法修改应联动进行”,载《清华金融评论》2014年第11期。

[66] 洪艳蓉:“《证券法》债券规则的批判与重构”,载《中国政法大学学报》2015年第3期。

[67] 岳彩申、王旭坤:“规制地方政府发债权的几点立法建议”,载《法学》2011年第11期;华国庆:“中国地方公债立法研究”,载《安徽大学学报(哲学社会科学版)》2010年第4期;华国庆:“中国国债立法研究”,载《经济法研究》(第7卷),北京大学出版社2008年版;向东:《中国政府债券法律制度研究》,中国言实出版社2014年版,第90页。

规章,对于政府债券的法治化都是十分必要的,但应注意与《证券法》之间的协调、分工,前者应侧重于政府债券发行法律制度,政府债券市场交易法律制度应由《证券法》调整。

(2)金融债券领域的发行监管规则主要是《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》、《商业银行次级债券发行管理办法》以及《保险公司发行资本补充债券有关事宜公告》等,形成了相互补充的金融债券发行监管规则体系。但现行的规则还只是针对银行间债券市场金融债券发行,无法适用交易所债券市场,2014年国开行试点在上海证券交易所发行金融债券,采取的是制定《关于国家开发银行金融债券发行交易试点的通知》的方式,并规定“其他政策性银行在本所发行金融债券,参照本通知执行”。伴随着金融债券跨市场发行的逐渐放开,应当对金融债券发行监管规则进行修改,尽快出台适用跨市场发行的、统一的《金融债券发行管理办法》。

(3)公司债券领域的发行监管规则相对完备,包括证监会制定的《公司债券发行与交易管理办法》、中国人民银行制定的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、国务院制定的《企业债券管理条例》和发改委制定的《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》,此外还有交易商协会制定的《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》和《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》等自律规则。但存在的突出问题是规则体系割裂,主管部门之间各行其是,没有将本质上相同的公司信用类债券作为一个整体进行规则建构和制度设计,从而产生了前述的法制割裂、监管竞争、监管套利和市场分割等一系列弊病。因此,一如笔者在前文所期许的,在对企业债券、非金融企业债务融资工具和公司债券正本清源,回归“公司信用”这一共性基础时,就有必要打破公司债券“三套规则、二分市场”<sup>[68]</sup>的割据局面,将所有公司债券的发行监管统一到《公司债券发行与交易管理办法》中。

## 2. 整合债券市场交易监管规则

当前,债券交易市场呈现两套分立的监管规则体系:一是中国人民

---

[68] 洪艳蓉:“公司债券的监管竞争、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期。

银行制定的部门规章和交易商协会自律规则所构成的银行间债券市场交易监管规则体系;二是证监会制定的部门规章和交易所自律规则所构成的交易所债券市场交易监管规则体系。这两套监管规则相互独立、分别适用,缺乏内在的协调性,导致投资者在从事跨市场债券交易中可能面临不同的监管要求,从而不利于债券市场的互联互通。法律等正式规则中的制度安排“应能消除不必要的市场/产品准入壁垒和退出壁垒,确保市场足够开放,使市场能够面向最为广泛的参与者群体”,“确保所有市场参与者面临同等程度的监管负担”。〔69〕为此,在债券市场互联互通下,随着债券交易市场的监管统一,应当以证监会的规章整合现行中国人民银行的规章,统合政府层面的交易监管规则。至于交易所和交易商协会的自律规则,应基于两个市场在投资者结构、交易机制等方面的差异性,允许制定适合各自市场需要的自律规则。例如,交易所债券市场中存在大量个人投资者,因而更需要重视投资者适当性管理的规则制定和制度设计。但同时也要注意两个市场自律规则的协调性,使之有利于债券跨市场交易,特别是信息披露、信用评级等共性监管制度应尽可能保持统一。

### (三) 微观层面:统一债券市场监管的基础法律制度

#### 1. 实行市场化的债券发行审核制度

我国债券发行中以审批代监管、以政府实质审查代替市场判断的弊端已无须赘言,在市场发展初期或许具有其制度合理性,但随着时间的推移理应朝着市场化方向迈进。此次《证券法》修改的重点就是要实行股票发行注册制,但在这个大背景下率先出台的《公司债券发行与交易管理办法》却依旧沿袭了公司债券发行核准制,未免显得不合时宜。实际上,从股票和债券的比较来看,债券具有还本付息的特性,而且总体上是面向机构投资者发行为主的,相对于股票市场的个人投资者具有更强的判断能力,但却面临更为严格的发行条件和审核制度,着实令人费解。即便从保护债券投资者的角度理解,现行《证券法》中规定的公司债券发行人净资产要求、发债限额、资金投向、利率限制等发行条件,与公司债券到期后发行人的偿付能力也并无实质性关联,依然无法实现立

〔69〕 高坚:《中国债券资本市场》,经济科学出版社2009年版,第92页。

法初衷,反倒是阻断了大批有融资需求的中小企业的发债之路。更何况,银行间债券市场非金融企业债务融资工具早已实行注册制发行,公司债券继续墨守成规,只会进一步加剧两个市场失衡的局面,也不利于公司债券统一和市场互联互通。有鉴于此,建议除政府债券和金融债券可暂缓之外,应加快推进公司信用类债券发行注册制改革。所谓“注册制”与“核准制”的区分并非在于审与不审,发达资本市场中的注册制也存在一定程度的实质审核,<sup>[70]</sup>而是在于审什么、谁来审、怎么审。注册制的制度内核也被归纳为“重信息披露,轻实质审核;多市场参与,少价值判断;强责任约束,弱数量控制”。<sup>[71]</sup>因此,注册制改革后的公司信用类债券发行,应由交易所和交易商协会负责注册管理,降低发行门槛,简化发行审核程序,将发行审核和监管的重心转移到信息披露上。

## 2. 建立以偿债能力为中心的信息披露制度

注册制下的债券市场监管应当是以信息披露为中心的,及时、完备的信息披露是投资者据以做出投资判断和决策的重要依据。在债券发行环节,银行间债券市场和交易所债券市场都形成了标准化的信息披露要求。例如,交易商协会颁布的《非金融企业债务融资工具注册文件表格体系》列示了债务融资工具注册文件的最低信息披露要求,包括募集说明书、发行公告、发行计划、财务报告、法律意见书、评级报告、信用增进等七大信息披露表;交易所公司债券市场的募集说明书大体上也包括发行概况、风险因素、发行人及本期债券资信状况、偿债计划及保障措施、发行人基本情况、财务会计信息、募集资金运用、债券持有人会议、受托管理人等信息披露内容。但在债券交易环节,《证券法》只规定了股票交易中临时信息披露的“重大事件”情形,对于债券交易则没有规定,而是在《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》和《公司债券发行与交易管理办法》中分别规定,但内容上不尽相同,与《证券法》规定的股票交易临时信息披露要求也大同小异,没有能够体现债券的特性。与股票投资者关注企业盈利能力不同,债券投资者主要

---

[70] 沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011年第9期。

[71] 郭雳:“注册制改革应把握重点、有序推进”,载《证券法苑》2014年第12卷。

关注发行人偿债能力。<sup>[72]</sup> 因此,构建契合债券本质的信息披露制度,需要以发行人偿债能力为中心,信息披露的重点除了关注发行人盈利能力之外,还应关注与偿债能力相关的资产处置、股利分配、对外负债、担保变化、对外投资和关联交易等内容。

### 3. 统一债券市场信用评级制度

信用评级对于债券信用风险揭示意义重大,但我国债券市场信用评级起步较晚,信用评级机构的权威性和独立性不够,跟踪评级不到位,信用评级的作用未能得到充分发挥。<sup>[73]</sup> 另外,还存在债券市场信用评级制度不统一的问题,银行间债券市场信用评级由中国人民银行主管,适用《信用评级管理指导意见》和《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》;交易所债券市场信用评级由证监会主管,适用《证券市场资信评级业务管理暂行办法》、《证券资信评级机构执业行为准则》和《证券市场资信评级机构评级业务实施细则(试行)》。并且,两个市场信用评级机构的资质认定、市场准入也由中国人民银行和证监会分别负责。监管的不统一,评级规范的不统一,也导致两个市场信用评级机制、评级标准的不统一,从而可能造成债券跨市场发行和交易中的不确定性。为此,建议统一债券市场信用评级制度,制定统一的信用评级监管规则,统一信用评级监管主体以及评级机构的市场准入和退出制度,统一信用评级的指标和方法,健全对信用评级的市场评价机制和责任约束机制。

### 4. 完善债券市场投资者保护制度

债券市场成熟与否,除了考量交易制度、基础设施和产品结构外,关键还在于是否有成熟的投资者及投资者保护制度。或者说,债券市场发展成熟的过程,也是投资者权利意识和风险意识觉醒的过程。在我国债券市场投资者结构中,既有日趋成熟壮大的机构投资者,也有交易所和柜台市场中的普通个人投资者。正是后者的存在,使得我国债券市场的风险防范和投资者保护偏重于行政性保护,且对于事前防范的重视程度多过于事中事后的处置和救济。结果就是,投资者在政府的长期“关

[72] 时文朝主编:《中国债券市场:发展与创新》,中国金融出版社2011年版,第167页。

[73] 刘迎霜:“论我国公司债券信用评级机制的构建”,载《江西社会科学》2009年第2期。

怀”下,误认为债券零风险、零违约或者抱着政府会兜底的心态,甚至出现抢购“垃圾债”的怪象。因此,我国债券市场的投资者保护制度应由行政性保护向市场化保护转变,在健全投资者适当性管理、信息披露、信用评级制度的前提下,落实“买者自负”原则,重视民事诉讼、先行赔付等自力救济机制的作用。

## 五、结语

债券市场互联互通、监管体系重构及债券法制统一是一个复杂的系统性工程,三者之间必须作为整体进行协同性变革,其内在所蕴含的是债券市场由行政化向市场化、法治化之路的转变。申言之,对于从市场分割到互联互通的不同发展模式的选择问题,实际上也就是对市场、政府与法治三者关系的认识问题。真理总是越辩越明的,难的是其实践之路。笔者愿意将之比作建造房屋,大体都要经历打地基、搭框架和配套设施三个环节,一旦打牢地基、搭好框架,之后的工作自然也都水到渠成。本文也正是基于这样的考虑,尝试为债券市场互联互通奠定理论基础和顶层设计框架,至于微观层面的制度建构只是捎带提及,未做深入探讨,需留待后续研究。本文认为,债券市场互联互通必须是针对困扰债券市场发展的功能定位偏差、监管权力博弈和法制基础割裂所作的深刻变革,而不仅仅是监管机构间达成的转托管机制和协调机制所能涵摄的。债券市场监管体系和法律制度必须对此做出回应:(1)债券发行市场基于债券品种特性保留多头监管,但债券交易市场应当由证监会统一监管,债券市场监管重心应由发行监管向交易监管转变,同时强化交易所和交易商协会的自律监管职能;(2)债券市场法制应在尊重债券品种和市场差异的基础上尽可能把握共性特征,确立《证券法》在债券市场的基本法地位,重整债券监管规则体系,统一债券市场监管的基础法律制度。当然,笔者也深知“条条大路通罗马”的道理,债券市场互联互通、监管体系重构和法制统一的路径绝不会只有一种,如何在不断摸索中发掘一条适合我债券市场发展的道路,依旧任重而道远!