

债券市场发展及配套制度建设的 若干问题

陆文山*

摘要:我国资本市场存在着“重股轻债”的现象,在一定程度上制约了实体经济和资本市场自身的发展,故需大力发展债券市场。为此,应当完善债券市场的制度建设,实现监管理念从重管制审批向重规范发展转变,加快推进证券交易所债券市场与银行间债券市场的统一互连,进一步理顺债市管理体制。

关键词:债券市场 制度建设 理念 统一互连 管理体制

一、我国债券市场目前发展状态有待改进

以沪深交易所建立为起点的我国资本市场,历经 20 年发展,成就斐然。然展望未来,依旧任重道远。优化资本市场功能,在调整经济结构、转变经济发展方式中更好地发挥资本市场的作用,是当下资本市场的一项重要使命,也是应当认真研究的

* 华东政法大学兼职教授。

课题。

我国资本市场正处于新兴加转轨的发展时期,完善其功能,主要有两个层面:一是进一步开发利用好股市功能,适时拓展其深度与广度,当前的重点是深化一级市场发行制度改革,完善上市公司购并、重组制度,研究与多层次市场相适应的发行、上市、交易与结算制度等。二是大力发展和努力健全资本市场的另一功能——债券市场功能。

我们无法回避的一个现实是,在资本市场的建设和发展中,一直以来程度不同的存在着“重股轻债”的现象。

资本市场发展至今,尤其是最近十几年,随着股市的大发展,人们熟悉和关注的焦点一直是股票市场,企业改制与股份有关,筹资则更倾向于也主要依赖于发行股票,投资大众也习惯并青睐于股权投资。久而久之,人们在谈论资本市场建设时,常常以股市建设取而代之,而有关股权文化建设、上市公司治理、股东权益保护、中小板和创业板的推出,以及 VC、PE 等风险投资与股权投资的兴起,则一直以来成为市场议论的中心话题。而参与资本市场的各方主体,包括投资银行等中介服务机构、发行人与投资者等,也都乐于在股票市场争奇斗妍,最具典型性的则是,将资本市场的投资者冠以“股民”之雅号,则为之作了最好的注脚。直至我们的理论研究和舆论关注度,也集中聚焦于股市的研究与报道上。对作为资本市场有机组成部分的债券市场建设和债权式融资与投资,几乎成为被遗忘的角落。债券市场发展滞后的原因,是多方面的。

从资本市场自身来看,主要在于股票市场的扭曲发展导致无还本付息压力的股权式融资独霸市场。众所周知,我们的上市企业在很长时间内并不重视分红或对投资者的利益回报,投资者更关注的是股价的涨跌或买卖差价的多寡,至于分红回报率则是次要关注的问题。由此,即使是几十上百倍市盈率的股票,也有勇敢且交投活跃的买卖者,投资主体并未真正对上市公司利润回报形成约束。与此相伴随,资本市场中出现另外一个现象:一直以来因对股权式融资投资回报的相对非刚性约束(与债权融资的到期必须偿本付息比更是如此),投资者在关注二级市场股票买卖差价的同时不太在乎股本扩张对其权益的摊薄,因此,公司股权式融资易获通过,而公司资源的实际掌控者在规划

公司融资方案时,往往也将之作为首选。

就金融市场而言,一直以来以银行信贷为主的间接融资一统天下,加之我国目前发行债券的审批与核准手续相对繁琐以及计划性特征,客观上也使得企业发债变得较为困难。因此,企业举债仍只能更多的依赖于银行信贷。这种对银行信贷的过分依赖和信贷规模的高居不下,已使银行集聚了巨大的系统性风险,加之银行久已有之的信贷政策和信贷偏好,即使是金融危机中进行了巨量信贷投入,但大多也与处于嗷嗷待哺中的广大中小企业无关。这种投融资政策以及由此产生的融资渠道与主体的集中化、单一化,不利于我国实体经济的进一步发展,也有碍于调结构、促民生、稳增长目标之实现。

基于上述,笔者认为,资本市场发展的厚此薄彼与“重股轻债”现象,应当引起我们的足够重视,否则,如此偏食,无论对实体经济还是对资本市场的发展而言,或许均会导致营养不良。

其实,发展债券市场,实乃实体经济发展过程中的一种天然或内生性的需求。大凡现代经济社会,企业的经营已不可能再像农耕经济般自给自足而不举债,其在不同的发展阶段,均会有不同的借贷并形成相应的负债。而恰当的负债经营,已成为现代企业发展的一种常态经营模式。一般的,中短期资金需求,或可以通过银行等资金市场以借贷方式予以解决,而一年期以上的借贷尤其是中长期性质的举债,除向银行借贷外,则完全可以通过发行债券筹集资金,犹如通过发行股票筹资一样。我们知道,股权的投融资没有发达的股票市场是不行的,同样,债权式融资也需要有一个相对完善和较为发达的债券市场作支持。对一个追求稳健发展并注重股东权益维护的企业而言,寻求恰当的负债经营而非一味的通过股权式融资,乃是对股东的一种负责任做法。因为股权式融资(增发股票)均会程度不同的摊薄原有股东权益。企业如能善用合理的负债之经营杠杆,并由此给股东带来更好的投资回报,该企业必将更受投资人欢迎。

在后经济危机时代,在强调转变我国经济发展方式的当口,调整我国长期失衡的投融资结构,大力发展债券市场,扩大债券直接融资比例,还具有特别的意义。这一点似无需多言。笔者在这里想强调的是,发展债券市场对规范地方政府发展经济中的配套资金供给行为,至关

重要。2009年应对金融危机之成效是以4万亿元政府投资为基础的,地方政府在其中的配套资金一直是人们所关注的重点。由于受《预算法》等的约束,地方政府不能直接发行地方政府债券,除部分省市通过财政部发行了少许债券外,更多的则是借道于有地方政府背景的公司或由地方财政予以担保的城投公司发行债券,此类债券的发行急需规范,风险也需防范。地方政府变通发债已是既成事实,今后土地财政又难以为继,而基于目前我国的财政分配制度和地方财政的资金需求,地方政府如何利用好债市平台则相当重要。起码对身处后金融危机的各级政府来说,如能在完善相关规定后有序规范地方政府的债权式融资(发债)行为,则一方面可克服和防范现时存在的发债风险,另一方面又可在一定程度上遏制地方政府对土地财政的过分依赖(犹如改革开放前30年中,我国国债的发行对国民经济的贡献一样)。因此在债市的发展中,应当也必须结合研究并规范起地方政府的融资行为,可研究资产支持证券的利用和房地产信托计划与地方政府融资平台贷款的证券化问题,以及诸如债券的私募发行和发行市政债券等问题。

如果眼光再放得长远一点,视野更开阔一点,还可以发现发展债券市场除可直接满足实体经济需求外,还可壮大和提升我国资本市场的国际地位乃至掌握资本定价权。目前亚洲债市并不发达,依托我国越来越强大的实体经济,在建立与实体经济发展相适应的债券市场的同时,完全有可能将之建成亚洲债券市场的中心,果真如此,则可起到亚洲债市的指导利率乃至基准利率作用。即便仅仅从增强我国资本市场的竞争力考虑,倘若我们能同时注重债市与股市的齐头并进,也可弥补境外交易所市场发展中或偏股型或偏债型的功能缺陷,以便为我国资本市场国际竞争增添强劲活力与无穷魅力。

可见,大力发展债券市场有其内外的强劲需求,并且可以预计,一个积极稳健发展中的债券市场,必将为我国经济的持续腾飞、资本市场的做优做强提供另一强有力的引擎。笔者同时坚信,伴随我国实体经济的稳步发展,一个与经济发展和社会投资需求相适应的、充满生机和活力的中国债市的春天,是值得期待和努力的。

二、有关债市发展制度建设的几点认识

有关大力发展债市的战略规划,其实早在此前国务院颁发的资本市场建设的九条意见(“国九条”)中已作了原则规定,但实践中由于思想认识尚未完全统一等原因,使得有关制度的配套与落实仍未到位,实际成效尚不明显。因此可以这么说,发展债市虽大势所趋,但债市发展仍任重道远。基于此,笔者拟就有关债市发展和有关制度建设问题,谈些认识。

就当下而言,首先是要梳理并重视债市的制度建设,只有有了良好的制度铺垫,市场才能又好又快地发展。其次是要将债市发展作为健全资本市场功能的重要一环来抓,使之真正发挥起为实体经济服务的作用,为此全市场要从只关注和偏好股权式融资与股市建设,同时向注重债权式融资和债市建设发展的方向转变。此外,要同时研究债券市场自身建设的一些核心问题,比如统一标准和协同监管问题,对内对外的进一步改革开放问题等。而在这一建设进程中,更要积极推进并认真落实我国债券市场的统一互连问题。债市统一互连之所以重要是在于,只有相关市场的真正统一互连,才能使形成的利率较真实地反映市场实际供需,进而彻底地改变目前银行间市场的卖方市场特色和交易所市场的买方市场特色,最终则为产生更贴近市场的可供参考的中国收益率曲线打基础。下面就若干问题分述之。

(一) 有关配套制度的体系和层次问题

在我国,债券市场起步早于股票市场,至今已有二十多年的历史,而债券发行的时间更为悠久,虽然较之资本市场成立初期,我国债市取得了长足进步,但与国民经济发展和现今股市作用相比,其发展明显滞后,诸多问题也暴露无遗。例如,在市场化改革的今天,债券市场仍深深带有浓重的计划经济特征,又如,交易所市场和银行间市场高度分割的局面仍无法打破。而一系列配套制度的不尽完善,使得它长期“躲在深闺人未知”,人们除青睐于国债和金融债的“金边”性外,对市场化程度较高的公司企业债券,则或是不识庐山真面目,或是心存疑虑。

其实,在我国资本市场建立早期,债券(当时主要是国债)曾起了主导作用。之后,随着股票市场的发展,特别是20世纪90年代中期“327”国债期货事件的发生及其后的整顿,随之是国债回购问题的清理,使得以交易所为龙头的债券市场信誉受损,而交易所债券市场更由于银行等机构的撤出而渐趋萎缩,以至于交易所市场其后的发展主要围绕股市而展开,由此的资本市场制度建设,也主要以股票市场为导向,重股市轻债市特征明显。如此发展格局,导致包括交易所在内的整个债券市场的制度建设严重滞后,相关制度供给严重不足。与此同时,银行间债券市场得以发展,并形成另一套分割的制度体系。结果是形成了两个分割的市场。由于债市的这种分裂局面和欠发达,各种滞后的制度建设迟迟得不到纠正。例如,90年代早期制定的《企业债券管理条例》就一直沿用至今。这一现象甚至反映在了我国的公司证券立法中,例如以《证券法》为例,将其视作一部“股票发行法”和“股票交易法”并不为过。尽管证券法中也有关于债券的一些规定,但仅有的若干法条规定,或指向早就应修改的《企业债券管理条例》,或只是基于债券目前分割管理现状的描述,更未为统一互连市场以及制度同一与监管协同做好法律准备,由此留下了该法与《银行法》以及《企业债券管理条例》等相关法律法规调整的边界模糊甚至冲突。

例如以公司债券规范为例,《企业债券管理条例》规定的企业债券和《公司法》中的公司债券究竟如何区分;实行公司制的金融机构发行的金融债券是否属于公司债券;金融债券在银行间债券市场公开发行,是否受《证券法》证券发行制度的约束;资产支持证券以及其他中长期债券等新类型证券品种如何监管;等等,其实在现实社会生活中均提出了不同的监管完善需求,因为它们均须行政许可作出规定,否则要么市场难以适从,要么处于监管无序状态。类似问题,均是债券市场制度建设中的基本问题。

2005年修订的《公司法》、《证券法》较之以往有了巨大进步,但遗憾的是,对债券尤其是公司债券制度的规定仍未较好涉及,一些基本问题依然如故。

就基础性制度工作而言,债市管理或监管必须有明确的基本法定位,在形成相对统一的认识和重视发展债市的理念后,要不断优化债券

市场结构,适时拓展债券市场的深度与广度,建立与风险控制相适应的多层次市场,积极稳健地推动各类公司债、企业债乃至准地方公债的发展;要在重视规范发展和风控的同时允许有序的债市创新,重视市场的梯度培育,结合产品类型、交易工具、风险程度等对发行人和投资参与人予以分类管理,并针对债市的特点建立和完善与之相适应的交易方式与结算方式;要稳妥评估风险类别并积极建立健全信用评级与风险控制体系,对债权人或持有人权益提供有效的制度保障,建立有效的纠纷处理机制,如此等等。这些均是制度必须尽快加以明确和完善的。

要纠正债券市场制度供给失衡的状况,还有一个对制度架构范围本身的理解问题。这就涉及对债券市场制度体系的范围认识。

笔者此前曾就证券市场法律制度体系的外延与内涵作过论述。笔者同样认为,犹如目前以股票为核心的证券法律体系建设一样,在推进债券市场制度建设中,我们理应注重建立多层次的债券市场法律体系,要厘清不同层面的法律关系与制度规范,以解决效力层次不同的法律规范的适用,以避免缺位、越位与错位问题。债市制度体系建设与构架中,大致也应包含宏观、中观和微观三个层面的制度建设。

宏观层面的法律规范,应当是债券市场准入、发行、信息披露与偿债机制、投资者权益保护、中介机构职责等市场基本制度,以及上市后交易、监管等涉及市场规范发展和运行模式,且具有基础性和普遍性的制度规范。其内容应更多体现在《公司法》、《证券法》中,此类法律,则应注意处理与协调好与其他相关法律之间的关系。但就市场发展而言,类似证券上市条件之类的规定,最好不宜在法律层面予以规定,因为是否上市以及是否接受上市,这完全是市场主体与交易所的自主行为,境外一般也鲜有立法直接规定的。而立法给予直接规定的影响是,各市场的特色和自主性的缺失,从而制约了交易所上市制度的市场化发展。如果上市制度由交易所根据一定的法律程序制定,交易所便可从市场角度出发,并经正当法定法律程序核准后,就不同时期的上市与退市标准作出调整,但若上市条件被国家立法法定化后,除非启动国家立法修订,就交易所而言,则无所作为,这已有实践例证。例如,作为交易所自律管理职能的公司退市问题,这在境外是市场常有的事情,也是市场优化资源配置的必然现象,但因为此前我国法律直接就退市作

出了规定,便导致了交易所在作出公司退市决定后,遭被退市公司(沪市PT水仙,第一家被退市公司)股东状告交易所的诉讼,甚至出现要求用司法判决判定其可直接恢复上市的意见。这虽属个案,其后也未出现因退市再诉交易所的,但却反映了制度缺陷而引发的把司法权、行政权与自律管理权混同等认识上的混乱。要推进市场化,制度归位与架构合理是前提。

中观层面的法律规范,应当是那些进一步落实和实施全国人大基本法律制度,或者涉及债券市场部分领域和具体问题,由国务院以行政法规或部门以行政规章予以规定的法律规范。就债市而言,如何为全国统一互连的债市建设提供制度基础应是题中应有之义,为此,应摒弃有碍债市进一步发展的陈旧理念和实时修改或废除现行各种不合理做法。

微观层面的法律规范,主要是债券交易场所,包括证券交易所和银行间债券市场以及将来可能出现的其他柜台市场制定的业务规则。事实上,债券市场组织者也一直在法律法规的框架下,依法、有序并按职权自主的对市场履行着组织、管理、监督和微观机制的创新职能。这在现有市场已得到充分证明。

当然,这三个层次的制度不应仅停留在市场运作层面,它须由市场参与各方,尤其要得到执法和司法层面的认同与尊重,否则,制度之落实就无法得到保障,市场也就会陷入制度性缺陷乃至运作无序的状态。

(二)有关管制与监管的认知问题

总体而言,目前债券市场还是一个计划性、管制性很强的市场,基本上实行着市场规模管理制度和严格的以主体性质为主的市场准入制度。以企业、公司债券为例,相关的法律法规主要是1993年8月出台的《企业债券管理条例》(属行政法规系列),其后制定的《公司法》与《证券法》有所涉及,但管理框架主要以《债券条例》为主。《债券条例》颁布至今未作任何修改,相关内容自然带有20世纪90年代初期计划经济的烙印。至于《公司法》与《证券法》两部法律的缺陷,则已如前述。因此可以这么说,运行十几年的现有债券市场的管理制度,本质上是20世纪90年代初的计划色彩很浓的东西,体现的也自然是管制审批的理念。

例如,就发债主体而言,除上市公司外,发行公司债券目前仍然属于国有企业的专利。而涉及企业债的发行,则基本实行企业债券规模管理制度和严格的事先行政审批制度。另外,较长时间内实行的企业债券利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的40%等规定,也引致了公司债券利率的单一化趋势。当然,特殊历史时期的管制是必须的也是必要的,但在市场化改革的今天,管制的过度,事实上已不利市场的进一步发展。

因此,从管理理念和思路而言,如何从重管制审批向重规范发展转变,亦即在推进市场化发展的同时,真正做到放松管制、加强监管,是接下来必须要考虑的问题。

这一思路的转变,也将有利于债市发展能真正为调结构、转增长方式的经济转型和市场化内生性发展服务,因为这起码可以从重发行的数量控制与主要为国有主体服务,向重主体平等和重质量以及重偿债能力的评估与风险防范转变。而其中,主体平等与市场化又甚为重要。

充分发挥市场在资源配置中的基础性作用,通过推进改革为经济社会发展提供强大的动力和制度保障,是我国经济发展的既定政策。事实上,在我国当前的经济增长中,逾90%是靠投资来拉动的,而投资中又主要依靠政府投资,经济增长内生动力不足。因此增强经济内生动力,必须进行相关领域的改革。其中之一就是要对社会资本投资给予国民待遇。中央经济工作会议也对此作了明确要求,即必须增强非公有制经济和中小企业的活力和竞争力,放宽市场准入,保护民间投资合法权益。

债券市场发展也不例外。在对发债主体和债项予以评级的同时,应给所有企业以同等机会。我们的债市管理模式,也应按照主体平等、规范发展、有效风险控制等市场化理念去运作,应从重管制向重监管迈进,并积极推进市场化改革,由政府为导向和主要依赖行政手段调节向逐步以市场为导向和主要依赖市场机制的亮丽转身,最终实现债券市场的跨越式发展。

(三) 市场间的统一互连问题

十几年债券市场的发展,相继形成了证券交易所债券市场和银行间债券交易市场,两个市场且成分割状态,前者通常被称为场内市场,

后者则被称为场外市场。最近几年,交易所债券市场无论是市场规模还是交易量,均呈下滑、萎缩趋势。相反,银行间债券交易市场却进入快速发展时期,在债券规模、交易主体、债券品种、交易机制、市场创新等方面发展迅速。问题在于,两个市场的不均衡发展态势和分割状态,长此以往,将不利于市场化利率的真正产生。

形成不均衡发展的原因很多,但其中的一个重要方面是两个市场竞争的法制基础存在重大差异。证券交易所债券市场法制环境总体上受《证券法》和《公司法》的约束,例如,个人与机构投资者参与债市必须遵守《证券法》中的经纪业务模式;在交易机制上,主要实行指令驱动、集中撮合,而诸如做市商、大宗交易、双边报价等符合债券交易特点的制度,由于一直以来商业银行等主体的禁止进入而难以有效发挥作用;在交易品种上,仍限于国债和数量不多的公司债券,即使是国债的发行,由于银行等主体不能进入的限制,交易所市场的债券托管数量只占很少部分。相比之下,银行间债券交易市场的迅猛发展,除 20 世纪 90 年代政策调整后具有的市场独特资源等优势外,实际上它还更具有制度资源优势,因为在事实上,它脱离了《证券法》和《公司法》的制约,其另可依据的《人民银行法》、《商业银行法》等对银行间债券市场作出的原则性规定,使其享有较为充分的制度创新的法律空间,因此在其有关债市发展的大量的行政规章和政策性文件中,均可实行有别于证券交易所市场的债券发行与交易制度。例如,已经发行并在银行间市场上市的本质上仍然属于公司债券或带有公司债券特征的企业短期融资券、商业银行金融债券以及其他资产证券化的固定收益类债券等便是。

不均衡发展的另一个重要因素是,如何看待债市发展的场内、场外市场方向,这涉及有关我国债券市场场所发展的指导思想和基本思路问题。

中国债券之市场如何发展?一直以来有一个颇具代表性并有实际影响力的观点认为,在西方发达国家,其债券市场的重心一般也是场外市场亦即 OTC 市场,且交易量约占其债券成交总量的九成以上,交易所市场只是规模很小的补充形式,因此,主张我国债市建设应以建立银行间市场为主,交易所市场为辅的市场结构,制度供给和市场创新也应

当向银行间市场倾斜。

笔者则认为,无论是场外市场还是场内市场,都应该有其存在的必要和发展的空间,而且,每一种交易模式都在以不同的方式向市场参与者提供价格发现和流动性等功能,至于具体模式与市场结构,则最终是与一国特定的经济发展水平、证券市场成熟程度乃至政治制度和历史积淀有关。就我国而言,目前我国证券市场的个人投资者的比重高,国际化程度较低,但是技术水平和电子化程度却很发达,而且,市场的历史发展过程也与西方国家又很不相同,例如,散户直接参与特征,早期资本市场建设就以场内市场为主的特征等,这一切,决定了我们不应亦步亦趋国外市场的发展模式,而应从经济和社会的实际需求出发,积极探索符合我国国情的债券市场发展模式。

例如,就投资者结构而言,发达国家债券投资者以机构为主(股票投资其实也是如此,一般投资者以购买基金等方式投资),如美国财政部债券 90% 为机构投资者持有。机构投资者交易笔数少而金额大,采用场外一对一询价方式要优于场内集中撮合成交。而我国呈现个人投资者和机构投资者二分天下的格局,凭证式国债尤其如此。个人投资者交易的特点是笔数多但每笔交易额小,交易所的撮合竞价系统交易成本低且透明度高,比较适合个人投资者。另外,与国外交易所不同,交易所市场会员遍布全国,证券营业部有两千多个,网点深入基层,投资者也熟悉并认可交易所债券市场的运作方式和交易规则。因此,单一模式的场内和场外交易已无法满足不同类型投资者的需要。

其实,发达国家债券市场发展是有其特定的历史背景和路径依赖的,我国债券市场发展未必要不走样得全盘拷贝。稍稍回顾一下历史便知,无论是早期的荷兰还是英国乃至以后的美国,其债券市场发展历史久远,在其有形的证券交易所出现以前,OTC 市场为主导的格局就已经形成。这一市场格局下,往往只有几个大型超级金融机构(一般是大银行)是交易主体,垄断全部交易。这些实力雄厚的既得利益集团,常常会动用媒介力量或专家学说的理论力量,甚至不惜通过游说国会,对于可能威胁自己利益的制度变迁,设置重重障碍,典型的如要否取消专家经纪人制度、要否引入电子化交易等,就曾经引发不小的震动或遇强烈反对。债券交易能否引入交易所市场这种制度变迁的阻力也非常

之大。或许诸如此类原因,债市在发达国家交易所市场,曾经在相当长时间内难以得到充分发展。但时至今日,这一格局已有变化,进入 21 世纪,随着纽约证券交易所与泛欧交易所联盟以及上市等一系列的行为实施,纽交所已然涉足其原本并不涉及的债券市场领域。更有甚者,在美国次贷危机爆发后,人们已开始考虑是否应将场外结构性产品放入场内交易与监管的问题。有人甚至提出,是否应将期货交易监管权并入美国证监会(SEC)的问题,但因期货业界的强烈反对,此建议似乎已不占上风。因此,市场发展以及格局呈现,实乃均衡结果,而非原本就有的模型推导。

我国债市的发展则应顺应市场和社会实践的需要。事实上我国债市的发展确有别于境外市场,而且从早期的市场充分竞争状态下的以交易所债市为主到银行撤出交易所后的银行间市场的建立和发展壮大,期间看到的是政府主导的制度变迁的结果。但目前两个市场各有千秋,也均在程度不同的发展中。“国九条”之后也在研究两个市场的统一互连问题,除统一互连的技术工作之外,最重要的是要摒弃重场外市场扩张轻场内市场发展的观念,在有效防范风险的同时,为不同债券市场统一互连发展提供制度供给。否则,由于市场的人为割裂,一个真正反映市场供需平衡的收益率曲线最终亦难以形成。

(四) 债券市场管理体制完善问题

目前,我国债券市场管理体制总体上呈分散状态,就市场而言,银行间债券市场和交易所债券市场实行不同的管理体制。

今后债券市场的发展以及统一互连后的市场运行,其管理体制该如何完善,甚为重要。管理体制的完善过程,是行政许可更为规范、市场运作更为高效和安全、风险防范体系更为有效的过程,当然也是市场化程度更高、制度统一规范、监管更为透明有效的过程。而债券市场的分散管理格局,显而易见容易导致标准不一和监管的差异化,也易使发行主体在监管制度上“趋利避害”以及参与各方重权轻责等弊端出现。

目前起码可在监管制度的统一和监管理念的统一上先行一步。在此基础上,债券市场管理应注重完善市场机制、发挥市场作用、减少不必要的行政管制,但需实行有效的监管。实行有效监管的基础工作,一是尽可能统一监管权限,提高监管效率,为此应梳理现有配套的法规制

度,这方面重点是理顺企业债券、公司债券以及其他证券化产品之间的关系,并使之在市场化基础上,统一发行、上市和风险控制等监管机制和标准。二是在交易所债券市场和银行间债券市场加强监管协作,改变两个市场之间的分割格局。眼下两个市场的交易品种、市场参与主体、交易机制各不相同,市场间的债券转托管、清算、交割等基础建设滞后,严重分割的市场,降低了债券市场整体流通性和运行效率,也导致了各自收益率曲线的扭曲。