

【注册制下的证券监管制度研究】

《证券法》修订与债券 市场规则体系的重构^{*}

——兼论证券市场的法治逻辑与制度体系的现代化

冯 果^{**}

摘 要：经过二十多年的发展，我国资本市场取得了长足的进步，已经由早期的单一股票市场发展成为融股票、债券、基金、衍生品等多品种市场，并在规模上成为全球第二大资本市场。但是，我国有关证券法治的逻辑与法理却仍然建立在《股票发行与交易管理暂行条例》为基础的初期阶段，规则设计“股票化”倾向严重，市场化程度不足，法律体系混乱，逻辑基础薄弱。尤其是，长期以来“重股轻债”的立法指导思想，造成了债券市场法律制度建设的滞后与混乱，形成了我国资本市场法制建设与债券市场发展不同步，债券市场基础性法律缺失的局面。目前，发展与完善债券市场已经被作为全面深化改革的目标和任务，“股灾”后债市呈现出的火爆态势也进一步反映了债券市场的巨大发展空间。为此，有必要利用《证券法》修改的契机，认真反思我国证券法治的基本逻辑及其制度现代化的主要路径，将债券市场运行纳入《证券法》调整的框架内，并在此基础上将零散且混乱的债券市场规则予以整合，从而建立统一有效的债券法律体系。

关键词：债券市场 资本市场 证券法

* 本文系教育部重大攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”的阶段性成果。

** 冯果，武汉大学法学院教授。

一、“股票化”的证券法治逻辑与碎片化的债券法制

(一) “股票化”倾向的证券立法

长期以来,我国资本市场在立法指导思想基本上是围绕着股票市场展开的,无论在发行、上市、交易还是结算环节,均以股票为立法中心,在股票市场中又以场内市场为核心。有关证券立法和制度均以 1993 年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条例》)为基石,甚至在有关行政处罚决定书中仍以《股票条例》的某些条款作为认定和处罚依据。1999 年颁布实施的《证券法》,已分别在 2004、2005、2013、2014 年进行了四次修改,但以股票公开发行并在证券交易所上市为主线的立法思维和逻辑一直未变。^[1]证券法治股票化思维的集中体现是债券立法的“股票化”,即完全无视债券的特点,也缺乏公司债券特有的债券持有人会议、信用评级制度及以信用为中心的重大事件信息披露制度等针对性规定,难以为公司债券市场的发展提供有效的法律支持,导致债券立法依附于股票,债券的发行、上市、交易、结算、投融资主体、债券的品种、风险控制等一系列有别于股票的制度难以自成体系。以信息披露制度为例,股票与债券虽同为公司外部直接融资工具,但股票所建立的是股东与公司间的股权关系,在法律属性上与债券投资关系中的债权债务关系有所不同。可以说,股权的劣位请求权性质决定股票更多地依靠公司未来的经营业绩,而债权的固定收益请求权性质决定债券更多地取决于公司在债券到期时的偿还能力,两者虽有重要联系,但不宜等同视之,更不能取而代之。因此,信息披露的重点自然也应该有所不同。然而,我们在信息披露内容等方面同质化现象极其严重,根本无法反映出二者之间的差异。对此,学界已有多人阐释,在此不再赘述。^[2]

(二) 割裂的债券市场与碎片化的债券法制

我国的债券市场发展经历了曲折的进程。自改革开放以来,以国库券、企业债券和金融债券为主的债券发行取得了一定的发展。20 世纪 80 年代中期以后,债券流通市场开始形成,债券交易的主要场所经历了从柜台市场向以证券交易所为主的

[1] 徐聪:“论转轨背景下证券法治逻辑及制度现代化——兼评《证券法(修订草案)》‘一读稿’”,载《法学评论》2016 年第 1 期。

[2] 详见洪艳蓉:“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;徐聪:“论转轨背景下证券法治逻辑及制度现代化——兼评《证券法(修订草案)》‘一读稿’”,载《法学评论》2016 年第 1 期。

场内市场的发展历程。然而,由于1997年股票市场过热导致银行资金大量流入股市,中国人民银行发布了《中国人民银行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》,促使商业银行从沪深交易所退出,转而通过全国银行间同业拆借中心提供的交易系统进行银行间债券回购和现券交易。^[1]凭借以银行为代表的持有巨量资金的活跃市场主体以及不断创新的债券品种和交易工具,银行间债券市场迅速发展扩大,在市场规模和活跃程度方面远超交易所市场。尽管到了2010年9月,证监会、人民银行和银监会联合发布了《关于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》鼓励商业银行再次进入交易所市场,但上市商业银行只能在集中竞价系统上交易,交易量极小,因而实质上相当于没有进入,^[2]已错失发展机会的交易所债券市场已因后发劣势很难赶上银行间债券市场。根据中国人民银行的统计数据,截至2015年9月末,债券市场总托管余额为43.8万亿元,银行间债券市场托管余额高达40.4万亿元,占债券市场总托管余额的92.2%。^[3]由此我国债券市场形成了银行间债券市场和交易所债券市场两个彼此分立的割裂的债券市场,这两个债券市场受到不同的监管部门的监管,前者由中国人民银行及银行间交易商协会监管,后者则主要受证监会和沪深交易所监管。经过30余年的发展,我国债券市场中的债券品种囊括了国债、地方政府债券、政策性银行债券、金融债券(含证券公司短期融资券)、资产支持证券、短期融资券、非金融企业债务融资工具(中期票据)、超短期融资券、集合票据、企业债券(含公司债券)等多元化的债券品种,然而在人为割裂的二元债券市场结构中,各类债券因流通场所的鸿沟而无法跨市场流动,且不同交易场所设定的差异化的发行条件和监管标准导致了同质债券的差别化对待,从而形成了巨大的监管套利的空间和制度规则的混乱。

由于银行间债券市场和交易所债券市场的彼此独立,两个市场的法律制度也并不协调,因此我国债券法制也呈现出碎片化、差异化的特征。这一方面表现为统一的上位法的缺失,另一方面则表现为监管主体导向型的部门立法繁复冗杂。在法律层面上,只有《证券法》和《公司法》中存在与债券交易发行有关的规定。然而遗憾的是,根据《证券法》的规定,该法只调整公司债券的发行与交易以及政府债券的上市交易。而《公司法》第七章关于公司债券的规定,也仅限于确认了公司可以发行债券的权利以及从发行人角度的基础性规则。在行政法规层面,亦只有《企业债券管理条例》对企业债券的发行和管理进行了原则性规定。在某种意义上,我

[1] 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年第2版,第5~8页。

[2] 马永波:“我国债券二级市场分层问题研究”,载《证券市场导报》2015年第8期。

[3] 数据来源:中国人民银行。

国债市场法律制度在法律和行政法规这两个层级基本上尚付阙如，基本上是以部门规章的形式由央行和证监会各行其是建立的规则体系。证监会围绕在其监管权限之内的公司债券出台了《证券公司债券管理暂行办法》《公司债券发行试点办法》《关于创业板上市公司非公开发行债券有关事项的公告》等规章和文件，后通过《公司债券发行与交易管理办法》废止了之前的文件，从而形成现行公司债券监管规则，对在证券交易所、全国中小企业股份转让系统、证券公司柜台以及机构间私募产品报价与服务系统交易或转让的公司债券进行了相对统一的规定，其中包括了发行条件、投资者适当性、信息披露、债券登记与托管等内容。沪深交易所也针对公司债券、中小企业私募债等出台了相应的上市规则和业务指引，以自律规则的形式完善和丰富了交易所债券市场制度体系。而对于债券品种更为多样的银行间债券市场，中国人民银行则发布了更多的部门规章，其中包括了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》《银债券柜台交易结算业务规则》《全国银行间债券市场债券交易管理办法》等大量的规范性文件。除此之外，全国银行间同业拆借中心发布的《全国银行间同业拆借中心债券交易流通规则》、银行间交易商协会针对银行间债券市场非金融企业中期票据、非金融企业短期融资券、中小非金融企业集合票据、非金融企业超短期融资券、非金融企业资产支持票据等债券产品出台的业务指引和规程，以及在债券发行和交易中的注册、信息披露、做市商等的规定构成了银行间债券市场的自律规则体系。除了央行和证监会，发改委也对企业债券发行出台了一些规范性文件，其中包括了《关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》^{〔1〕}《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》^{〔2〕}《关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》^{〔3〕}。整个债券市场法律制度体系的碎片化直接导致了债券市场规则的模糊与混乱。

从投资主体来看，银行间债券市场的投资者仅仅局限于作为银行间交易商协会会员的商业银行和非银行金融机构依托全国银行间同业拆借中心开展债券投资的金融机构，普通投资者只能通过委托金融机构才能参与其中，在某种意义上并不是一个完全开放的债券市场；而交易所债券市场的投资者因为商业银行等拥有较强资金实力的投资者的缺席而略显实力不足，从而难以有与银行间债券市场相匹配的流动性支撑。而从债券产品类型来看，交易所债券市场上的债券品种以公司债券为主，其品种类型的全面性和丰富性显然不如涵盖了金融债券、中期票据等各种债券品种

〔1〕 发改办财金〔2004〕1134号。

〔2〕 发改办财金〔2008〕7号。

〔3〕 发改办财金〔2013〕957号。

的银行间债券市场,比如短期融资券、中期票据不能进交易所市场,公司债则不能进入银行间市场。这种尴尬的现状直接导致了我国债券市场在二元格局下形成了银行间债券市场发达而交易所债券市场薄弱的“跛足”困境,而债券法制不统一和不完备所造成的壁垒又严格限制着各类要素在两大债券市场间的自由流动而加剧着这种“马太效应”,同时分割的市场和差异化的制度所导致的交易成本不当提高和监管套利空间的滋生,^[1]进一步使割裂的债券市场在扭曲的制度竞争中难以得到均衡发展。

(三) 缺失的上位法与混乱的监管竞争

我国债券市场的二元格局主要表现为证监会和中国人民银行各自主导下的分化发展,而其根源在于顶层设计上缺乏共同遵循的统一规则,具体而言就是上位法的缺失。正如前文所提到的,在法律层面上的债券规则主要是来源于《证券法》和《公司法》的规定,而这两部法律在事实上并未能实现对债券市场基础制度的初步构建,而只是在“重股轻债”的路径依赖中蜻蜓点水地提及了公司债券的发行条件。易言之,作为立法者的全国人大及其常委会并未针对债券市场出台基础性的法律,甚至国务院也只有《企业债券管理条例》这一部行政法规,构成债券市场规则主体的是中国人民银行、证监会和发改委这些部委所制定的部门规章和其他规范性文件。由于上位法尚付阙如,债券市场规则的主体内容都是由部门规章或其他规范性文件确定,三大部委能够在其监管范围内自由发挥地制定规则,从而形成了监管竞争。

公司债券、企业债券和中期票据的发行审批和监管分别由证监会、发改委和银行间交易商协会承担,从而在事实上造成了我国债券市场处于多头监管的格局,而这种债券市场的多头监管又因为具体的债券品种的分割呈现出相对的独立性特征。发改委、证监会与证券交易所、中国人民银行与银行间交易商协会从监管范围和行政隶属关系来看具有异质性,彼此之间并无有效的协同机制,从而出现为了扩大各自所监管的债券市场的活力和影响力而开展的以制度规则调整为主要表现形式的监管竞争,具体而言体现为包括市场准入、发行方式、发行市场、担保要求、募集规模、资金用途、定价方式和投资者保护在内的差异化的监管要求。这种差异化的监管要求即是监管部门之间的竞争策略。^[2]事实上,银行间债券市场正是在交易所债

[1] 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。

[2] 宋常、韩斯羽、张宇瑶:“中国债券市场的多头监管:低效监管抑或部门竞争”,载《上海金融》2013年第2期。

券市场之后通过监管条件的放松而鼓励和刺激业务创新后来居上，最终获得了债券市场份额上的绝对优势。这些努力一方面表现为银行间市场不断推出新的债券品种，例如 2004 年推出商业银行次级债、混合资本债和买断式回购业务，2005 年推出短期融资券，2006 年推出债券远期交易，2008 年推出中期票据，2010 年推出基于中期票据的信用风险缓释工具，并且还不断推出中小非金融企业集合票据、非金融企业超短期融资券等。而交易所市场也不再满足于单一的公司债券品种，推出了国开债、可转债、证券公司短期公司债、并购重组私募债券、中小企业私募债登品种。

竞争的领域并不只是局限于产品种类的设计，而且在发行和交易机制方面的竞争也非常激烈。中国人民银行于 2007 年发布了《全国银行间债券市场做市商管理规定》，降低了做市商准入标准，通过加大对做市商的政策支持力度来增进市场的活跃程度和交易规模。同时，银行间市场还引入了增信机制，由银行间交易商协会等发起的中债信用增进投资有限公司能够为中小企业提供信用增级，吸引发行人选择银行间市场进行债权融资。此外，银行间市场的中期票据等债券品种的发行实行注册制和储架发行机制，从而使债券的发行更加便利自主。而证监会和发改委所监管的公司债券和企业债券都需要由监管机构审批批准后才能发行。中国人民银行和银行间交易商协会所制定的制度规则为银行间债券市场的发展创造了极大的制度优势，从而直接地促成了银行间市场的迅速发展。

监管者之间的竞争传导到交易场所，也造成了交易场所之间的竞争。例如，立足于银行等金融机构的银行间债券市场采用询价交易方式，交易所市场采用竞价交易方式，从而银行间债券市场以更加灵活的交易机制和巨大的交易规模获得了优势地位。同时，为了进一步降低交易成本以吸引发行人和投资者，银行间市场和交易所市场在交易费用上也开展了激烈的竞争。交易所债券市场为了追赶银行间债券市场，交易所大幅降低了经手费、交易单元使用费、交易单元流量费等费用，从而使交易费用得以大幅降低。同时，交易所还通过固定收益平台引入了与银行间市场一样的报价驱动的交易机制，此外还积极引入上市银行进入交易所市场开展债券交易，丰富债券品种等。^{〔1〕}

毋庸讳言，债券市场上激烈的监管竞争在倒逼监管部门改进和完善监管规则和促进债券市场的发展方面发挥了重要的作用，然而这种缺乏有效制约和边界的监管竞争也造成了不可否认的负面影响。一方面，将具有同质性的债券市场分割为银行间市场和交易所市场，并由三个不同的监管主体进行监管，这种多头监管本身会造

〔1〕 马永波：“我国债券二级市场分层问题研究”，载《证券市场导报》2015 年第 8 期。

成监管资源的浪费并增加监管成本,同时也会因为监管规则的繁冗而导致发行人发行成本和合规成本的增加;另一方面,不同债券市场之间对于实质上具有相同性质的债券产品适用不同的规则,缺乏统一的监管标准和责任约束机制,在客观上产生了监管套利的空间,^[1]从而形成“朝底竞争”(race to the bottom)的现象。当此现象累积到一定程度,则会造成风险的累积,从而危害债券市场的健康发展。

二、《证券法》修订应充分尊重资本市场治理的基本法治逻辑

资本市场有其自身的市场逻辑,证券法律同样应有其基本的逻辑体系。与从某一个侧面影响证券市场的《公司法》《期货法》《信托法》不同,在所有的资本市场规则体系中,唯有《证券法》是从总体和根本上对资本市场进行规范、对资本市场进行全方位的调整的立法。“它是规范证券发行、上市、交易、登记、结算、监管等过程中产生的各种法律关系的基本法,是资本市场的行为法、组织法、监管法。”^[2]《证券法》作为资本市场的基本法的地位毋庸置疑。作为资本市场的基本法,《证券法》调整的范围自然应当包括股票、债券、基金、证券衍生品。然而如前所述,当我们认真检视现有规定时,却会无奈地发现我们的《证券法》,所谓的“基本法”事实上处于有名无实的尴尬境地。这一状况既与《证券法》的基础性地位不符,也是导致了债券市场的分割、无序和混乱根源。因此,有必要重申证券法治及债券市场治理的基本逻辑。

当前债券市场分野的主要依据是债券品种,以发改委为审批主体的企业债券、以证监会为核准主体的公司债券和以中国人民银行和银行间交易商协会为注册主体的金融债券和非金融企业债务融资工具构成了我国信用债券市场的绝大部分的品种类型。问题是,当我们认真审视这些债券品种的本质属性,却不难看出上述债券品种之间存在内在的同质性,从而也能直接得出债券市场的分割格局乃是并未尊重债券共同本质的人为分割的基本判断。

债券是发行人为满足资金需求向投资者发行并承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证,其本质是债的证明。不论是企业债券、公司债券,还是金融债券或者被称作“中期票据”的非金融企业债务融资工具,都无一例外地具有债券的基本特征和法律结构。从相关制度对各类债券品种的定义表述来看,《企业债券管理条例》第2条规定“本条例适用于中华人民共和国境内具有法

[1] 卢大彪:“我国信用债券市场存在的主要问题与改进路径”,载《西南金融》2011年第11期。

[2] 徐聪:“论转轨背景下证券法治逻辑及制度现代化——兼评《证券法(修订草案)》‘一读稿’”,载《法学评论》2016年第1期。

人资格的企业在境内发行的债券”，第 5 条规定“企业债券，是指企业依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券”。《公司债券发行与交易管理办法》第 2 条第 3 款规定：“本办法所称公司债券，是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。”《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》第 2 条规定：“本办法所称金融债券，是指依法在中华人民共和国境内设立的金融机构法人在全国银行间债券市场发行的、按期还本付息的有价证券。”《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第 2 条亦明确界定：“非金融企业债务融资工具是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的，约定在一定期限内还本付息的有价证券。”这些表述都显示了各类债券品种并无实质性差别。^{〔1〕}

从债券所记载的权利义务关系而言，债券投资者与发行人之间的法律关系是债权债务关系，发行人即债务人，投资者或者债券持有人即债权人。^{〔2〕}不论是企业债券、公司债券，还是金融债券与非金融企业债务融资工具，其所记载的权利义务关系均未脱离发行人与投资者之间的债权债务关系这一基础性的法律关系，并不会因债券品种的不同而存在债券权利义务关系的差异。发行人都是根据法定程序方能发行债券，并且需要在一定期限内还本付息。因此，各类债券在记载的法律关系上具有同质性。从债券发行人而言，有资格通过债券市场发行债券募集资金的主体也都是具有法人资格的企业。企业债券的发行人是具有法人资格的企业，公司债券的发行人限定为公司，非金融企业债务融资工具的发行人是具有法人资格的非金融企业，金融债券的发行人则是金融机构法人。除了金融债券的发行人主体资格上有更为具体的限制之外，企业债券、公司债券和中期票据的发行人事实上也都只能是公司法人，并且金融机构法人往往也是采用公司形式。因而在某种意义上，各类债券在发行主体上也具有同质性。

既然企业债券、公司债券、金融债券和中期票据在本质上属于同一类有价证券，那么将其人为地分割在不同的债券交易场所进行交易、分由不同的监管部门进行监管的合理性无疑值得怀疑。一般来讲，选择不同的交易场所主要是基于交易机制、投资者结构、风险程度等因素的考虑，债券交易场所之间的区别也正是在于上述因素，而并非债券品种。事实上，只要相关债券品种能够在任何一个交易场所顺利发行并正常交易，该债券品种即应该可以在这个交易场所发行。我国目前的债券市场分割的体制在本质上是债券品种导向型的格局，以债券品种作为划分债券交易

〔1〕 王升义：“我国公司债券法律制度完善之初探——以对两个案例的分析为视角”，载《证券法苑》2011 年第四卷。

〔2〕 冯果：《证券法》，武汉大学出版社 2015 年版，第 10 页。

场所的基础和依据。这一体制造成了同一类型的债券品种在不同的债券市场之间无法实现自由的选择与流通,从而扭曲了正常的市场机制在债券市场上发挥作用。以商业银行发行债券为例,同样是作为金融机构的上市商业银行发行的信用债券,在银行间债券市场是归央行和银行间交易商协会监管的金融债券,而在交易所市场发行的信用债券则是公司债券,两者究竟有何实质性区别?答案显而易见。而从监管的层面来看,监管部门对于债券发行和交易的监管应当是以信息披露为中心,在满足基本的债券发行条件的基础上确保发行人全面、充分、及时、完整地披露相关信息,并且通过合理的投资者适当性制度优化投资者结构,使债券投资者能够充分认识和把握风险,避免债券市场上的欺诈现象并防范系统性风险。监管目标能否实现并非取决于监管权的归属,而是具体的监管政策和监管方法的选择。因此,片面地将具有同质性的债券品种人为地区分为不同类型在不同的债券交易场所发行和交易,并分别由不同的监管部门进行监管的做法显然与债券品种的本质和监管规律相悖,更多的是历史遗留和部门利益划分的产物。

债券作为证券的具体类型之一应当适用《证券法》的规定,而吊诡的是在我国现行制度下只有公司债券和政府债券适用该法,企业债券、金融债券和中期票据长期在《证券法》框架之外运行。无论是从学理还是从实践上来看,企业债券、公司债券、金融债券和中期票据都被认为是证券,其作为有价证券的本质属性在债券的发行交易过程中,抑或是在行政法规和部门规章中都得到了肯定。通过 Howey 标准即(1)以获得利润为目的(2)投入资金(3)用于共同的事业(4)利润主要来自他人的努力^[1]来验证,也能确认上述债券品种都属于证券。然而,我国《证券法》第2条中将证券界定为“股票、公司债券、政府债券、证券投资基金份额和国务院依法认定的其他证券”,尽管企业债券、金融债券和中期票据在本质上与公司债券并无二致,然而单从文义上来判断,该法并未有效将企业债券、金融债券和中期票据涵盖其中。虽然法律条文中有“国务院依法认定的其他证券”兜底,但这一虚置的条款在其他部门的文字游戏以及相互的默契之中被有意无意地忽视了,进而导致了《证券法》无法针对银行间债券市场上的各类债券品种进行有效的调整。当前学界对《证券法》中证券范围的局限进行了批评,并呼吁扩大证券的范围并进行一般性的界定。^[2]其中很重要的一个部分就是需要正确认识市场上所谓的各类债券品种作为证券的本质属性,并将其纳入《证券法》的统一调整之中。

[1] SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946).

[2] 陈洁:“金融投资商品统一立法趋势下证券的界定”,载《证券法苑》2011年版第五卷。

三、《证券法》修订契机与债券法律体系重构

债券法律体系的混乱目前已经成为我国债券市场进一步发展的掣肘，将现行零散的债券制度规则进行统一与整合，重构适应我国债券市场发展方向的债券法律体系，是发展和完善债券市场的必由之路。目前《证券法》的修订工作正在紧张进行之中，利用这一契机将债券法律制度统一到《证券法》的框架之下恰逢其时，而新《证券法》也需要充分考量债券市场发展的制度需求，超越传统“重股轻债”的固有范式，建立更加完整和全面的证券法律制度。具体而言，借助《证券法》修订的契机，应当从以下几个方面探索重构债券法律体系的路径：

首先，应当确认各类债券品种的证券属性并将其全部纳入《证券法》的调整范围，确立《证券法》作为调整债券法律关系的基本法地位，在《证券法》的框架下规范债券市场的运行。一方面，债券自身的证券本质和其市场化趋势决定了其应当不例外地作为一般性的证券品种受《证券法》调整，另一方面，《证券法》所构建的证券市场运行规则和监管体系在实际上具备有效规制债券市场的能力，能够便利发行人通过发行债券进行直接融资并且能够保护投资者利益。^{〔1〕}既然企业债券、金融债券、中期票据和公司债券并无实质性的区别，那么仅凭监管者的差异而将其人为割裂显然并不符合市场规律，只有公司债券受《证券法》调整而其他债券品种游离在《证券法》之外显然也与资本市场法治目标背道而驰。比较合理的解决方案可以是淡化企业债券、金融债券、中期票据、公司债券等称谓，直接回归其作为法人所发行的有价证券的本质，通过列举加概括的方式明确其为接受《证券法》统一调整的证券类型，并且在此基础上对各类债券品种进行统一的原则性的规定，以此作为债券市场的基础性制度和监管部门出台部门规章和自律性规则的依据。通过将各类债券品种纳入《证券法》统一调整，使割裂的债券市场得到统一的上位法予以规范，从而消除交易所债券市场和银行间债券市场制度规则不协调的问题。

其次，应当在《证券法》中针对债券市场制定符合债券特殊性需求的债券发行制度、信息披露制度和投资者适当性制度。我国现行《证券法》的主体部分还是局限于股票发行与交易制度，对股票的过度关注和对债券的忽略导致了我国现行证券法体系的不完备和债券市场制度供给的不足，除了《证券法》第16、17和18条和第57至60条中对公司债券的发行和交易条件和要求的之规定之外，再无针对债券的特殊性规定。《证券法》的修改必然要弥补债券市场规则的缺失，而债券制度与股票制度之间的差异性也要求《证券法》对债券作出有别于股票的特殊性规定。在

〔1〕 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。

债券发行与交易方面,现行《证券法》在发行制度上的核准制选择直接导致了交易所债券市场在与选择注册制的银行间债券市场的竞争中落于下风,在未来股票发行注册制也成为必然的情况下,债券发行注册制也应当及时地在新法中予以确认。同时,债券与股票的区别在于债券所记载的是债权债务关系,投资者债权能否得到实现取决于发行人能否按时还本付息,而发行人的偿债能力依赖于其资产和现金流,因此只需要确保发行人真实、完整地披露了相关信息,发行人是否具备偿债能力的判断应当交由投资者完成,而不宜在《证券法》中一刀切地规定过高的限制条件,从而将一些中小企业排除在债券市场之外。在债券信息披露方面,应当尊重债券与股票的差异,建立适用于债券的信息披露制度。相比于股票投资者所关心的公司盈余而言,债券投资者更关心公司收入和现金流的稳定,因此不宜以股票信息披露制度替代债券信息披露制度,而是应当制定符合债券投资者利益的债券信息披露制度。^{〔1〕}在投资者适当性制度方面,既需要结合不同债券品种的风险特征规定投资者门槛,更需要打破刚性兑付的隐性惯例下所形成的投资者固有思维,强化“买者自负”原则下债券投资者的风险意识。

最后,应当允许在《证券法》基础性规定的框架下由具体监管部门和自律组织基于具体债券类别和交易场所制定差异化的债券规则。将债券制度规则纳入《证券法》的统一调整并不绝对意味着债券市场监管主体和制度规则的单一化,而是在确立基本的原则和基准的前提下使各监管部门和自律组织在制定具体规则时有法可依、有章可循,并以此为基础制定符合实际条件和要求的精细化的债券规则。尽管企业债券、金融债券、中期票据和公司债券的本质相同,但在具体表征和风险构成上依然是存在细微差别。以金融债券为例,金融机构的发债并非只是单纯的债券发行行为,还涉及金融机构稳健运行的审慎监管等问题,不能绝然排斥相关业务监管部门对金融机构发债行为的监管。在这个层面上,银监会、保监会、中国人民银行等对相关金融机构发行债券的行为制定相应监管规则具有其合理性与正当性。而从交易场所来看,交易所债券市场与银行间债券市场在投资者结构、交易机制等方面也具有显著的区别。以机构投资者为主的银行间债券市场具有资金实力更为雄厚、投资水平更高、风险承受能力更强的投资者群体,投资者保护的问题在银行间市场不是主要矛盾,如何提高债券发行与交易的效率是银行间债券市场所面临的主要问题;而以一般投资者为主的交易所债券市场则需要将投资者保护问题作为具体债券规则的重点方向。概言之,交易所债券市场与银行间债券市场需要针对不同的问题制定符合其具体特点的具体规则。而这些具体规则又恰恰是在

〔1〕 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。

《证券法》所规定的基础性制度框架下的细化，并与基础性制度共同构成统一有序的债券法律体系。

四、结语

证券市场法治的统一是中国资本市场走向现代化的关键，中国债券市场持续健康发展须臾离不开完善的债券法律制度，我国债券市场的市场化和法制化，必须要改变当前证券市场立法中的“重股轻债”的立法思维和混乱无序的立法状况，改变建立债券法律制度碎片化和低层级的现状。这就需要及时重构和完善债券法律体系，充分利用《证券法》修订的契机将债券纳入到《证券法》进行统一调整，使零散的债券制度规则在上位法的指引下得以有效整合与规范，将混乱无序的监管竞争引导回遵循证券市场基本规律的基础之上的监管创新。同时，基于《证券法》所确立的债券基本原则和制度主线，由国务院、监管部门以及自律组织根据具体的债券品种和交易场所制定有针对性的债券规则，完善以债券发行、信息披露和投资者适当性等债券制度，最终形成以《证券法》为基本法律，以逻辑清晰、分工明确的充分考虑到具体债券品种和交易场所的特殊性的行政法规、部门规章和自律规则为主体内容的债券法律体系，以促进债券市场的规范发展。