

【文章编号】1002—6274(2018)03—096—12

债券市场的主体培育：目标、进路与法制变革^{*}

冯 果

(武汉大学法学院 湖北 武汉 430072)

【内容摘要】没有成熟的市场主体,就没有成熟的市场机制。当前我国债券市场主体架构虽已初步形成,但仍然存在投资者风险意识不足、债券特性未彰、市场监管杂乱和实质功能偏离等问题,亟须予以体系化的培育。从应然目标看,整体结构应更为健全,微观类别应充分竞争,市场主体能动态联通。从整体进路看,要注重培育与规范并重的理念内核,推进市场与监管的共同调适。从具体法制变革看,应围绕直接交易主体、监管主体及中介类主体采取适应不同类别主体定位的实质举措。

【关键词】债券市场 主体培育 体系架构 动态联通

【中图分类号】DF438 【文献标识码】A

经过30余年的发展,历经计划经济体制、市场经济初期、新兴转轨期与深化攻坚期等阶段的多次锤炼后,我国债券市场的发展突飞猛进,发行规模已居世界前列,市场主体架构的外在形式也初步形成。但囿于多头监管的制度现实、重股轻债的观念桎梏以及社会诚信的严重缺失,债券市场主体仍存在诸多棘手的问题。特别是2014年“11超日债”实质违约事件以来,债券违约犹如“多米诺骨牌”蜂拥而至,如何在风险愈演愈烈的市场环境中,对我国债券市场主体进行培育,不仅是当前亟须解决的问题,也是事关债券市场长远发展的重大命题。

一、债性未彰、监管杂乱与功能欠佳的三重问题叠加

从上世纪八十年代至今,我国债券市场主体不仅在规模数量上持续剧增,在类型划分上也逐渐由相对单一转变为丰富多样。抛开外在形式名称的差异,以功能性为导向标准,与债券市场相关的主体类型可被划为三类:一是交易直接相关方,即发行人与投资者;二是市场监管机构;三是市场中介机构。这三类主体可基本涵盖市场上所有的债券利益相关方。目前,我

国债券市场主体的三类架构虽已初步成形,但仍存在以下三重困顿,亟待化解和完善。

(一) 债券特性未彰: 发行人与投资者培育的“重股轻债”

长期以来,“重股轻债”的观念桎梏根深蒂固。就交易所市场而言,无论市场容量规模,抑或既有制度供给,债券市场均难以比肩股票市场。在市场主体培育方面亦是如此。市场主体的发展理应契合市场需求。然而在我国,债券市场很大程度上附属于股票市场,其制度根源或发展依据多从股票市场直接生硬“嫁接移植”,债券特性未能彰显。尤其在交易直接相关方——发行人与投资者的培育中,问题最为突出。市场对发行人的最大需求即其有效的信息披露,信息披露制度是债券市场运行的核心机制,在揭示市场风险、增强市场透明度、优化市场资源配置、促进市场约束以及维护市场稳定等方面发挥着重要作用。但我国债券市场发行人的信息披露的特殊性一直不被重视,既有制度过于依赖股票,致使发行人的信息披露欠缺符合债券特质的实质性内容,陷入“与股票同质化、粗糙化、形式化”困局。投资者是与发行人相对的另一市场核心主体,是债券市场运行的核心支撑和

^{*} 基金项目: 本文系教育部哲学社会科学重大课题攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”(14JZD008)的阶段性研究成果。

作者简介: 冯 果(1968 -) 男,河南南阳人,法学博士,武汉大学法学院教授、博士生导师,研究方向为公司法、金融法。

根本源泉。投资者教育乃投资者保护的基本举措,是风险防范的重点所在,其理应在证券市场乃至金融市场倾力推行。令人叹惋的是,在我国,投资者教育大多在股票领域“风生水起”,债券市场中的投资者教育相对鲜见,少有的教育模式也主要是照搬股票来进行,欠缺适应债券市场特点的投资者教育培养内容及具体规程。

(二) 市场监管多头: 主体培育制度杂乱的“监管侧”溯因

我国债券市场的监管架构呈现出“六龙治水”的错位芜乱格局,公司债券、金融债券和政府债券分属不同部门监管。由于监管部门的本位主义和封闭僵化的监管理念,不同机构对各自“治下”的债券主体监管要求各不相同,且监管权力配置并非依据债券自身属性,而是基于各自部门的监管需要和监管便利,由此致使监管部门定位模糊、各自为政,监管范围交叠、权责不明,监管欠缺协同一致性,债券主体培育中监管盲区与重复监管的弊病多有发生。^{[1]P49-50}现实中,受计划经济思维影响,监管部门又习惯于将自己作为行业主管部门,充当被监管者的“父母官”,多头监管的格局下,具体债券主体的培育与监管职责并不清晰。相反,为扩大自身监管地盘和维护部门利益,监管机构极易在监管竞争压力下放松监管,选择性降低监管标准,导致“朝向底线”的恶性竞争。本应着眼于培育市场的工作大多因成本耗费过高和其他部门的“搭便车”等顾虑而被搁置。虽然近年来债券市场逐渐深化,各机构也达成一定共识,就培育相应市场主体出台一系列方案,但监管多头的根源导致培育制度片面狭隘,各自部门大多“各说各话”,杂乱的制度规范反而使得债券主体缺乏明确的培育指向。

(三) 实质功能欠佳: 中介类主体“市场”定位偏离的困境

中介类主体是债券市场的交易“润滑剂”和“减缓器”。市场中中介理应以市场机制为基础,反映市场需求,契合市场变化。然而,当下债券市场行政管制占主导,中介机构唯监管部门马首是瞻,以满足监管者要求为重心,少有考虑其自身的市场定位,难以发挥其应然的“看门人”功能。例如,债券受托管理人机构、信用评级机构等中介多为从境外引入的政策性产物,本意在促进债券持有人利益保护、减少市场不对称及推动市场透明度,但实际上收效甚

微。^[2]此外,中介类主体奉行“营利至上”,为实现利润最大化不择手段。固然,市场主体作为理性经济人,功利主义是其本性,以“营利为目的”本无可厚非,但由于债券权利结构错配,债券资源畸形配置和交易主体地位失衡,导致债券中介陷入片面追逐利益的怪圈,而忽视其市场实质的定位,如此仅享受“制度红利”而欠缺市场义务责任的现象令人堪忧。

二、应然目标与进路安排: 债券市场主体培育的方向明定

债券市场主体债性未彰、监管杂乱与功能偏离的问题症结无益于债市风险预防与风险化解,亟须市场化、法制化的路径予以调适完善。而清晰的目标和明确的进路安排是具体行动的指南,在探索债券市场主体培育的解决举措之前,我们应首先明确主体培育的三重目标和双管齐下的进路安排,以为具体的实践制度安排提供灯塔引向。

(一) 应然目标定位: 整体健全、微观竞争与动态联通

从宏观的系统科学角度出发,市场主体具有典型的系统性特征,是两个或以上的组成部分相互作用形成的整体,表现为组分多元性、相关性和整体性。^{[3]P21}不仅存在直接相关的交易参与方——投资者和发行人,还有监管机构和多样化的市场中介,因而,主体具有“多元性”;各类主体之间围绕债券发行交易又存在密切的利益关联,彼此存在“相关性”,且作为市场主体不可或缺的部分共同组成债券市场主体架构,显现出体系的“整体性”。只有主体体系结构足够健全,各市场主体各就各位、各司其职,发挥其应然作用,债券市场方能运行有序,不至于因必要主体类型的缺乏而出现漏洞和短板,影响市场的有序运行。目前,我国债券市场主体类型尚不完整,典型如对债市风险防范和交易增信具有重要作用的专业债券保险机构仍尚付阙如,实践中仅依托传统财险公司中的债保业务无法达致充分的保险功能。因此,债券市场主体培育的第一重目标应为实现主体架构的体系健全。当然,这种健全体系的建构应逐步循序进行,首先应培育“核心靶向”主体群,然后是“辅助靶向”主体群,在优先保障基本体系架构完整的同时再丰富关联的其他主体。

除整体结构更为健全外,微观层面的各类主体应

以实现竞争性、功能化变革为目标,减少监管机构的过度干预,摒弃扭曲性的应付行为,以市场需求为立身根基。公平竞争是市场经济的灵魂所在,也是债券市场健康发展的内在要求。一旦市场缺乏公平竞争,不仅会因为垄断造成效率损失和不公平,也会助长寻租盛行和信用缺失,更会阻碍债券市场创新和扼杀企业家精神。^[4]只有实现债券主体实质竞争,债券主体不再受过多的行政牵涉,其才能真正从对监管机构的唯是唯诺中挣脱,转向到以市场投资者需求为导向,进而发挥主体功效,整体结构健全才有实质价值,否则债券市场主体培育将徒具体系架构之空壳,无法真正促进债券交易及防范债券风险。

不同主体在债券市场风险防范体系中发挥着不同作用,在相关主体培育中应进行差异化处理,进而实现主体间的动态联通和有效协同。首先,市场主体(尤其是发行人和投资者)要进行自我端口的治理。内部治理是内部风险管理制度的基础,市场主体内部控制下的自觉约束是风险防范的第一道防线,正如世界银行监管实践表明,“外部监管力量无论如何强大,监管程度如何周密,若欠缺主体内在控制的配合,监管效用将大大降低。”^[5]其次,除内部治理的自我约束与控制外,还应强化主体外在监督下的市场约束,尤其是债券市场的“看门人”^①——中介机构应将其培育为风险防范的外部第一防线。通过市场机制对经济主体的稳健运行施加制约的市场约束^②,不仅能弥补内部治理存在的约束力不足和官方监管具有滞后性难以适应市场创新的缺陷,更能促进发债主体完善内部治理,并对官方监管形成有力补充。最后,政府监管是风险防范的第三道防线。一方面,从规则型构来看,监管机构在其法定权限内衡平市场参与主体间不同的利益诉求,从中立“裁判者”的角度出发因应市场需求制定相关规则;另一方面,从执法效果看,相较于市场自发认同并执行的诸多约束手段,政府监管因其拥有法定监管权限和强有力的监管手段,对市场主体培育与规范更具威慑力和信服力。离开政府监管的强有力的保障,市场约束和内部控制将难以发挥作用,甚至沦为空谈。因此,为更有效地防范风险,对债券市场主体的培育应加强自我管理、市场约束与政府监管三者的有效协同。

(二) 整体进路安排: 理念引向与方式推进

债券市场主体存在的发展掣肘需要对症下药的

完善进路,在明定培育主体的三重目标基础上,更为关键的是确保主体培育落到实处。而债市主体培育乃系统性工程,其实效的落实既要有培育与规范并重的理念引向,又要在方式推进时注重市场与监管的合理调适。

理念引向要秉持培育与规范并重。理念是行动的指引,是具体举措推行的原则基准与价值导向标,完善债券市场主体首先应从理念层面明确核心考量。我国债市规模虽位居于世界前列,但主体仍处于初始发展期,与发达债券市场相比仍有很大差距。市场主体发育不成熟、市场缺位问题较为突出,主体供给满足不了市场需求,需对其予以培育和引导,以健全主体架构和主体功能。当前,债券市场化程度不断深化,以违约风险为首的债券风险日益频发,市场主体(尤其是中介机构)不能满足于“花瓶摆设”,应回归其应然定位,发挥出实质功效。鉴于我国债市主体的现状,紧要之务乃在市场化基础上通过制度来培育主体,提升债市主体能力。但培育并不是肆意地发展,债市主体的发展必须坚持市场化与法制化相结合的道路,培育的同时应强调制度规范,只有在法治框架下的有序培育才真正助益于主体发展。亦即,债市主体的发展完善应坚持培育与规范并行的理念引向。

方式推进要奉行市场与监管的调适并进。市场与监管是债券市场主体培育的两种核心调适手段。由于市场的缺陷性(垄断、信息不完备、外部性和公共品引起的市场失灵)及权力的强制执行和高效,主体培育天然离不开监管之手的协助。但监管介入不能成为扭曲市场的“掠夺之手”,应成为协助之手,致力于成为强化市场型的监管。政府和市场的关系应恪守“谦抑原则”,即在明确市场优于政府的前提下,将国家干预以一种克制的方式嵌入市场失灵的边界划定当中。^[6]市场具有优先性,市场化核心要义即为将政府主导的资源配置转化为市场主导的资源配置,并建立合理的法律框架和有效执行机制。^[7]^{P47}强调市场化调适并非简单地“去行政化”,不是政府“撒手不管”,而是契合公私融合的时代趋势,妥善处理主体培育中的市场与监管的关系,在市场化中既尊重市场参与者主体的地位,恪守契约自由,又保证适度监管,确保市场正义。债券市场主体的培育与规范应权衡市场与监管的“力度”和“向度”,通过稳健有序的市场化改革和配套性措施,转变根深蒂固的政府监管过

度的传统思维,“让政府的归政府,市场的归市场”,双向并进来提高债券主体培育的实效。^[8]

三、法制变革的基础性维度: 债券市场直接交易主体的培育

主体培育的理念和方式最终需落实到具体主体,不同主体存在的问题不同,其市场培育的定位和举措也有所差异。发行人和投资者是债券活动的直接利益相关方,对其的培育是法制变革的基础性问题。发行人是债券市场筹资主体,是债券交易安全保障的关键源头,对其培育规范的核心制度应集中于信息披露,通过赋予交易人强制信息披露义务来消除信息不对称,以制度的方式规制融资过程中的利益冲突;^[9]投资者是债券市场的资金源泉和运行支撑,应加强对投资者的保护,具体体现为债券投资者教育的推进、买者自负理念的贯彻和投资者适当性管理的安排。

(一) 确立债券发行人实质性信息披露法律制度

检视我国目前的发行人信息披露制度,至少存在规范体系与规范内容两大问题:前者表现为多头监管、市场割裂等因素导致债券市场信息披露规则体系芜乱,监管逐底问题多有发生;后者表现为囿于重股轻债的观念桎梏,债券本质与特性被漠视,既有制度过于依赖和参照股票,致使债券信息披露欠缺实质性内容,本可防范风险的信息披露制度被部分异化为加剧风险生成、扩散的“帮凶”。基于此,债券发行人的信息披露制度问题的破解进路,应着力于建构契合债券特征的实质性信息披露制度体系。

将现行零散的债券规则进行整合,重构适应我国债券市场发展方向的信息披露法律体系,是债券市场前行的必由之路。当前《证券法》修订正在紧张进行中,利用这一契机从碎片化披露要求中提炼出共性需求,将债券信息披露法律制度统合到《证券法》框架之下正当其时,而《证券法》也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,建立更加全面、完整的证券信息披露法律制度。具言之,应从以下两个方面共同着手,对债券信息披露制度体系的基础性法律——《证券法》进行修订。一方面,应确认各类债券品种的证券属性并将其纳入《证券法》调整范围,确立《证券法》作为调整债券法律关系的基础性法律地位,在《证券法》框架下规范债券市场运行。只有将各种债券归位到《证券法》下,才

能避免《证券法》只是部分债券信息披露基本法的窘境。另一方面,债券主体繁多、债种复杂、市场多样,仅通过基础性法律《证券法》对其信息披露事宜作出原则性规定是远远不够的,详实细化的内容还要依赖于行政法规、部门规章、规范性文件等下位法的规范。一套完整的债券信披法律体系,不仅要有统一的上位法依据,更应有具体制度的差异化安排,如此方可在底线约束的基础上适应债券市场发展的需要,实现持续创新。在具体制度构建时,要综合考量债种、主体及市场的差异,对不同债券制定区分性的监管规则。^[10]考虑到债券与股票的差异性,债券市场主体的信息披露应有自身特性。不同于股票持有者主要关注企业的未来成长性,其信息披露重点在于影响盈利能力的事宜,债券“当事人是否通过信用与另一方进行交易,取决于他对债务人的人格、偿还能力和提供的担保的评估”,^{[11]P282}主体诚信及其“专以偿债为主要内容的特殊经济能力”则构成了债券信息披露的核心内容,凡有损于发债人偿债能力,可能危及债券及时清偿的事项,都应为债券信息披露内容。^[12]回归债券本质,正视债券特性,构建以偿债能力为核心内容的债券信息披露法律制度应成为证券法制度改革的重要内容。

(二) 投资者教育、买者自负与投资者适当性管理

我国投资者教育虽形式初成,但多属于敷衍应付的口号宣传和运动式的短期举措,“我国的金融教育更多的是通过市场危机和群体恶性事件来进行的”,^[13]系统性长效机制的缺失导致投资者教育深陷囹圄,难有实效,债券市场中的问题更为突出,亟须如下变革:其一,明确债券投资者教育责任主体。投资者教育具有公共产品的属性,公共产品具有非排他性和非竞争性,需要超越个体经济利益的政府来充当实施主体。但债券市场监管多头,部门利益驱使下监管机构各自为政,对额外增加负担的“投教工作”避之唯恐不及。鉴此,应通过立法明确债券市场投资者教育责任主体,并设计必要责任追究机制以督促相关部门积极履责。^③当然,投资者教育非一夕之功、一己之力,不能仅靠政府推行,应将证券业协会、银行间交易商协会等自律组织及债券业务经营机构等市场主体囊括进来,通过一定激励机制的设计和和实施,鼓励各方主体共同参与投资者教育,以期形成多层次的、互为补充的、满足投资者各种需求的教育体系。其二,

优化债券投资者教育的基础内容。当下的投资者教育大多以股票市场为核心展开,鲜有涉及债券市场。即使少有的债券投资者教育也多由证券机构展开,教育重心多侧重于实战理论及技巧、技术分析,培训内容较为单一、缺乏系统性。为使债券投资者形成整体功能性教育观,应优化教育内容,不仅要培训投资者决策的相关技巧,也应从资产配置、权益保护途径、风险意识的强调等多方面展开。其三,丰富债券投资者教育的方式。理论上投资者教育的形式多样,包括网络、广播、电视、报刊、杂志、讲座及展览等一切传播渠道。域外国家大都兼行灵活多样且富有知识趣味的教育方式,但现实中我国债券知识的宣传和教育的教育方式,但现实中我国债券知识的宣传和教育的教育常常依赖少数的几种渠道和形式。虽然互联网和大数据时代的到来使网络技术和移动终端广为普及,但在债券投教上网络作用尚未得以充分显现,“科技的魅力”仍待加强。我们应积极转化技术进步带来的优势,发挥科技创新的作用,大力发展线上和线下教育,逐步搭建起以网络平台为主轴、以移动媒体和纸质刊物为两翼的投资者教育模式,通过多样化方式并举来助推投资者素质和能力实现蜕变和提升。^[14]

债券投资者教育不仅要传播知识、传授经验,更应倡导理性投资、风险防范的理念,在债券风险防范体系中,尤需关注“买者自负”原则在投资者层面的实质落实。“买者自负”充分体现着民法意思自治的基本原则,作为法律体系的基本构成要素——“人”,应对依其自我意志作出的选择负责,这既合乎商品经济的伦理要求,是市场契约精神的集中体现,也符合市场交易的理性,有助于营造良好的市场投资氛围。^[15]然而,这种市场基本原则在我国债券市场长期以来却形同虚构。自上世纪九十年代以来,由于政府“刚性兑付”隐形担保的存在,债券一直被视为“储蓄投资”的替代性方式,其违约风险被人为暗藏。如果发行人濒临违约或发生违约,本属正常市场风险,投资者却难以接受,多数旋即寻求政府予以兜底救济。为维护债券市场稳定,政府大多出手相救,进而形成恶性循环,不仅不会切断这种畸形的惯性依赖,反而强化了投资者的投机心理,长期以往造成投资者风险意识淡薄。问题是,随着市场深化的逐步推进,债券市场刚性兑付“魔咒”被逐步打破,政府必将无力应对越来越多的企业债券信用风险,唯一出路是贯彻落实“买者自负”之原则。目前,我国金融法中与“买者

自负”相关的法律规定乃《证券法》第27条,“股票依法发行后,发行人经营与收益变化,由发行人自行负责;由此变化引起的投资风险,由投资者自行负责”。然而该条仅限于证券发行领域,且以股票为调整对象,对债券等其他金融产品并无涉及,这与买者自负原则丰富的内涵相去甚远。其他低位阶的部门规章、自律性规范虽规定了买者自负,但内容散乱、法律位阶较低,^④难以直接作为司法裁判依据。鉴于此,有必要强化金融立法的统一规定,对散落在规章及规范性文件中的买者自负原则加以整合,至少先在《证券法》中确立证券交易“买者自负原则”,将急缺的债券交易囊括进来。^[16]

“买者自负”作为市场经济的基础性原则,确应予以高度重视,但债券市场的交易不同于简单的普通商品交易,具有高度信息性、流动性、专业性、复杂性等特征,买卖双方之间一般实力悬殊,仅强调“买者自负”无法满足实质公平,不利于纠纷之化解。而投资者适当性制度的出现即是对“买者自负”原则的有益补充,其核心要义为让适当的投资者参与适当金融交易。检视我国债券市场投资者适当性制度的零星规定,我们应着力破解以下两方面问题:一方面,在观念上区分投资者适当性制度与合格投资者制度。目前,债券市场对投资者适当性制度存在误解,认为其类似于“市场准入”制度的观念大行其道。合格投资者是指“符合法律对特定证券品种或投资项目预设的条件要求”,其产生于美国的私募发行制度。我国2002年证监会《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》将合格投资者制度引入我国证券市场,其被视为一种“市场准入制度”。而投资者适当性更多涉及证券公司等市场中介对客户了解、测评和接受义务,重点是将合适的产品推荐和销售给合适的投资者。二者目的并不相同,前者主要从市场风险、投资者本身的角度,设定其需要满足的条件门槛;后者则重在针对不同投资者提供不同法律保护,其涵盖内容更为广泛全面。另一方面,既有规则体系散乱、内容缺乏一致性、文件规范效力偏低的难题必须破解。债券市场多头监管,缺乏协同,每推出一个市场、一项创业业务或创新产品即制定相应的投资者适当性规则,不同业务间规则具有较高重合度,导致立法分散、内容不一、体系杂乱。^⑤而且诸多规则仅限于规范性文件,没有上位法依据,法律效力层级偏低,约束

力极为有限。证监会或银监会的有关规定,对金融机构违反投资者适当性义务所承担的法律后果都未明确,这也大大影响了该制度在投资者保护和防止错误销售和不当销售上的实效。基于此,我们应通过体系化立法建构使投资者适当性制度发挥实质作用。债券市场是证券市场重要组成部分,投资者适当性问题应放置于证券法体系当中解决。在《证券法》中引入投资者适当性制度,不仅能够统一证券投资者适当性规范,而且能够强化证券投资者适当性规范的法律约束力,从而达到保护投资者利益的立法诉求。

四、法制变革的关键性维度: 债券市场监管主体的培育

由于我国债券市场是政府主导下的强制性制度变迁的产物,监管机构在债券市场发展居于关键性的地位,债券市场主体培育离不开对监管的塑造。监管水平的高低也将直接影响债券市场主体培育的优劣,是债券市场主体培育的关键性因素。当然,监管机构虽然特殊,其也是市场主体,亦应遵循市场主体行为规范,尊重市场规律。我们应秉持监管治理的理念,围绕独立性、透明度、问责机制以及监管执法改进四方面强化对监管机构的约束。

其一,推进债券监管独立性。监管有效性取决于良好的监管治理,后者又以监管独立性为前提和基础,动辄受到政治干预和被监管对象捕获的债券监管,只能造成监管软化并诱发道德风险,在危机发生时容易延缓救援时机,造成灾难性后果。^{[17]P2-3} 债券市场的特殊性、债券活动的复杂性和债券行业的专业性要求监管主体应相对独立。发达国家和地区的债券监管机构独立性普遍较强,如美国证监会(SEC)直接向国会报告,而不隶属于政府机构;英国金融服务局(FSA)也独立于政府体系,以向财政部提交报告的方式间接向国会负责;香港证监会(SFC)执行政府职能,却相对独立于政府机构。^[18] 我国债券市场多头监管的局面仍将在今后一定时间内存续,在统一债券监管之前,首先应考虑推进监管应然层面核心机构——证监会的独立性。而监管独立性体现为以下四个维度:(1)组织独立性。证监会的基本定位应更为独立,姑且不说效仿美国SEC将其从国务院中独立出来,至少应解决其事业单位属性与行使公权力干预市场属性的监管权失调问题,明确其独立行政机关的性

质,树立专业且权威的证券监管者地位。(2)立规独立性。监管政策制定应在保持对经济周期和市场形态的理性判断基础上独立于宏观调控政策。证监会可根据法律明文规定或授权,自主制定债券市场准入、持续监管、信息披露等技术性监管规范,并根据债券监管目标的需要在保证政策一致、连贯的前提下适时调整既有监管规范。(3)监督独立性。应赋予证监会在债券市场充分的监管权力,包括“准司法权力”及一定的执法自由裁量权,配置各种得当的执法措施,以使其既能处理日常审慎监管,又能应付系统性的危机处理。(4)预算独立性。监管机构可根据履责需要自主决定预算来源、用途,在“成本-效益”评估防范的约束下合法合理使用经费。

其二,完善债券监管问责机制。债券监管的独立性需要问责机制的配合约束。监管机构的独立性可能导致其对被监管行业过度监管,造成金融压抑,阻碍金融创新;也可诱使监管机构与被监管对象共谋,滋生监管寻租和道德风险,造成过度自由化,不利于监管效能发挥。因此,在推进债券监管独立性的同时,应进行制度化的监管问责安排。考虑到债券市场的特殊性,可从三方面展开。(1)明确责任划分。目前债券市场多头监管导致监管重叠或缺位问题多发,一旦出现风险,监管主体难担其责,推诿现象多有发生,严重影响到风险防范与化解的及时处理。考虑到债券市场“六龙治水”的权力分配格局短时间内难以改变,不同部门间利益博弈的现象将长期存在,监管机构统一的夙愿并不现实。在此情形下,折衷之策乃明确各监管机构的基本定位,通过《证券法》或其他法律规定来合理划分其监管权限与责任,减少监管紊乱的发生。^{[19]P57-58} (2)严格并细化责任惩处。现行法规对监管者的责任规定过轻,仅有微弱的行政处分并不足以形成有效监督制约及法律威慑力,应进一步细化监管问责的法规执行标准,提高可操作性,并加大对监守自盗、与被监管机构内外“勾结”的监管人员的惩处力度。(3)丰富问责主体。应通过监管目标的法定,规定详尽的立法机构、政府机构、被监管机构及信用中介机构等主体的问责条款,构建全面的债券监管问责网络,以强化对监管机构的再行监管与约束。

其三,加强债券监管透明度。债券市场本质即为信息市场,债券市场信息不对称广泛存在,不仅发生

在发行人与投资者之间,也体现在监管者与监管对象、监管者与公众之间,后者不对称通常表现于对监管政策、监管措施出台的原因、过程缺乏理解。为防止监管主体滥用监管权,实现对监管过程的有效监督,应通过加强监管透明度建设形成有效外部监督。一方面针对社会公众进行监管的基本信息公开,包括监管主体的基本信息、市场动态、监管目标、监管标准、监管依据等信息的公开。披露内容要更为全面,不能仅局限于一般信息,也需对具体财务、人事、监管变革等事项予以充分详实的说明,以使社会公众有全面认识。另一方面加强对被监管者监管过程的公开,包括磋商、协商、谈判、指导等过程公开,履行或执行情况公开等。债券市场披露问题不仅与整个金融市场相似,与一般政府信息披露也有共通性问题。囿于“重实体轻程序”“程序价值附着于结果有效性”等传统的观念,既有的债券市场信息披露多披露结果性事宜,而忽视过程性披露。^[20]为加强透明度的建设,使信息披露达致实效,应加强对被监管者的过程性披露,以及实时监控并处置市场风险,防范问题的发生。

其四,改进债券监管执法。债券监管的具体执行依靠监管人员。监管人员的价值观念和行为习惯很大程度上决定监管执行的实际效果。因而,监管治理更应致力于提升监管人员的素质和能力,力促其保持良好的职业道德,确保其执行善治的制度目标而不是向他们的自利行为妥协。^[21]同时,要强化债券监管机构内部治理和监管职能的去利益化,避免出现“旋转门”效应,依法隔断被监管对象对监管者的利益输送,防范监管寻租和道德风险的发生。

五、法制变革的助推性维度:债券市场中介主体的培育

除直接交易参与方和监管机构外,债券市场主体还存在大量的中介机构。不同中介机构在促进市场流动性、防范市场风险中发挥着重要作用。对于中介类主体的有效培育将有效助推债券市场规范化发展。

(一) 做市商与货币经纪机构:着眼市场流动性

做市商与货币经纪机构是债券二级市场交易达成的主要推进力量,对其培育将增强债券市场流动性和透明度,提高交易效率,降低交易差错与信用违约风险的发生。二者的出现在很大程度上是对传统询价交易内在局限的查缺补位。其中做市商制度多适

用于商业银行等大型机构,而作为市场信息的集大成者、有“金融中介之中介”之称的货币经纪机构则可使中小参与者受益。

作为债券市场流动性促进的“中流砥柱”,我国的做市商制度运行至今发挥的效果仍相当有限,提供的市场流动性明显不足,现行制度存在以下四方面的问题。首先,市场分层欠缺。理论上,我国银行间债券市场有一定分层设计,但实际上各层次参与者权限并无显著差别,债券市场交易结构扁平化严重,在银行间市场中几乎所有市场成员均是交易商角色,其次,做市商结构单一。做市主体同质化严重,风险偏好亦高度趋同。再次,激励约束机制失衡。虽然《全国银行间债券市场做市商管理规定》(以下简称《做市商管理规定》)有相关规定,但落实甚微。约束机制亦形同虚设,既有规定无法对做市商形成具实质威慑力的强约束。最后,做市主体资格标准涣散。囿于多头监管的影响,一级交易商、做市商、承销商等各类市场资格按部门割裂,不同业务机构不得不适用不同标准,欠缺统一化塑造。针对以上问题,应围绕重点症结力行改革。其一,明确市场定位,完善市场分层。监管层可借鉴美、欧债市的分层经验,^⑥将市场划为“交易商市场(B2B 批发)”和“投资者市场(B2C 零售)”两个层次,在交易商市场,交易商(含做市商)之间可采用询价、做市、经纪等任一方式交易;在投资者市场,则仅能由做市商与投资者采用做市方式交易,投资者之间不能直接交易,如此切实赋予做市商特殊交易地位。其二,为避免市场同质化过于严重影响做市机制发挥作用,应优化内部结构,适当扩大银行外其他合格机构加入做市商。其三,落实做市商权利,改进做市商考评制度。加强《做市商管理规定》中赋予做市商的六项权利的配套制度保障;适当简化考评指标体系,侧重鼓励做市报价的价格功能,适当降低对报价量和成交量的过高权重;根据考评结构,定期对做市商和尝试做市机构实行优胜劣汰。其四,发挥制度协同功能,统一各类做市资格。以制度法规的形式打破各类资格利益碎片化的现状,实现各类做市资格的内在一致。^[22]

此外,中小投资者珍视的货币经纪机构更是“羸弱”,问题颇多。首先,自身定位偏离,客户对象过于狭窄。根据2005年《货币经纪公司试点管理办法》及相关规定,货币经纪公司及其分公司仅限于向境内

外金融机构提高经纪服务。实践中,大量对债券市场熟悉程度较低、处于信息劣势地位的非金融机构无法受益于货币经纪信息服务。其次,货币经纪市场竞争乱象丛生。一方面,正规机构业务类型较为集中,同质竞争越发激烈,另一方面,实践中未有牌照的机构或工作室,以“投资咨询”等名目为客户提供实质性经纪服务,由于其鲜受监管,给债券市场的规范健康发展埋下隐患。最后,债券货币经纪技术水平较落后。我国经纪行业服务和技术方式仍停留在声讯服务的阶段,由于缺乏专业化的电子经纪平台,导致债券报价成交效率不高,交易的可追溯性、稳定性、及时性和安全性得不到充分保障。为更好地培育和规范我国的货币经纪机构,我们应聚焦上述现实棘手的问题,从以下四方面寻求符合当前市场发展态势的改进方案。其一,修订现行法规,打通金融机构和非金融机构之间“零售”规模经纪服务的渠道,扩大经纪服务客户群体。其二,疏堵举措并进,规范市场竞争。债券市场品种日益丰富,对货币经纪机构的需求也随之增加,建议相关部门适当扩大对货币经纪机构的行政许可范围,鼓励引导各机构拓展业务门类,多元发展自身比较优势,避免扎堆恶性竞争。^[23]同时,严厉打击违规无牌机构,并适当引导培育其中资质较好、运作规范的机构成为正规货币经纪机构。其三,研究专门适用于货币经纪业务的信息化电子平台,使传统声讯经纪与电子经纪结合共同发挥作用,提高货币经纪的服务水平。

(二) 信用评级与信用增进机构: 关切信用风险

作为固定收益工具,债券主要风险来源于信用风险,而信用风险防范之关键在于对发行人偿债能力准确的评测揭示与实质性的增信推进,前者主要依靠信用评级机构来发挥作用,后者则多借助于信用增进机构来主力推动。信用评级机构是一种客观的中立评价体,自其诞生150余年来,从最初信息中介逐渐演变为重要的市场“看门人”,惯以其深入分析的专业技能为投资者简明揭示债券风险的动态变化,缓解市场信息不对称,降低市场交易成本。而信用增进机构的价值体现于,在发行人内部有限偿债能力基础上通过外在第三方机构实力的保证增加其偿债能力,减少债券违约风险发生系数。二者相辅相成,信用评级机构重在优化程序性风险揭示,而信用增进机构重在实质性风险的降低,共同致力于债券市场的风险防范目

标。在我国债券市场,两种机构不仅发展的步伐缓慢、市场格局较为混乱,而且多属于形式性的“门面工程”点缀,欠缺实质功能的有效发挥。

信用评级机构作为“市场看门人”,中立性是其立身之本,但目前各种利益冲突正袭扰评级机构,首当其冲的便是发行人付费模式。当评级机构收入主要来源于发行人时,极易导致评级机构与受评对象利益勾连,其便很难坚守独立第三方的角色。且评级机构权责失衡,又进一步加剧了这种评级芜乱现象的发生。评级机构享有巨大权力,投资者和监管层对其相当依赖,在权力高歌的背后相应的法律责任却未能有效厘清。此外,目前我国信用评级机构还存在以下特殊的棘手问题。(1)既有规范芜乱,缺乏内在一致性。债券信用评级市场上位法阙如,下位法各行其是,市场充斥着不同机构出台的部门规章或规范性文件,不仅增加了监管成本,降低了监管效率,还造成评级机构不得不疲于应对不同监管机构形似异实同的“重复性”监管。(2)评级机构公信力不足,市场重视程度不够。在我国债券评级往往被视为债券发行人审批中的形式化流程,备受漠视,市场大多认为评级本身的象征意义远大于实质意义。(3)机构良莠不齐,市场竞争失序。各评级机构为获取市场业务,多采取恶性价格竞争、级别竞争的手段,影响债券评级的独立性和公正性。当下信用评级机构正处于“阵痛期”,亟待以下改革以因应市场发展需求。首先,建立统一信用评级法律法规体系,确定明确信用评级监管体系。加强信用评级基础性法律、行政法规的建立,对信用评级市场准入、利益冲突化解、信息披露、监管标准及法律责任等统一规定,消解下位法“各行其是”的内容冲突和冗杂规范。明确信用评级监管主体,避免各自为政的监管冲突。其次,强化评级机构诚信规制,促进评级结果科学规范。我国信用评级机构是在政府主导下发展起来的,严重的行政干预导致其缺乏声誉资本生存的土壤。评级机构应加强自身诚信建设,提高评级结果的质量水平,使市场对其产生足够信赖。最后,针对发行人付费利益冲突的问题,可从两个维度出发解决:一是基于发行人付费模式的改革,严格评级机构与被评级机构的隔离机制,增强评级机构独立性;二是引入订购人付费模式,从根源上减少发行人与评级机构的利益冲突。而欲对信用评级机构进行有利约束,离不开民事、行政、刑事

责任良好衔接的责任格局。目前,民事责任的进程虽是必然,但仍任重道远,故在中远期内,优化行政责任立法和执法理念或许是更理性的选择。^[24]

信用增进机构是专业化的债券外源信用“注入商”,对于债券实诚的风险防范有显著强化作用,但其在我国正处于初始发展期,无论市场定位、社会认可还是规范保障等层面尚面临诸多困境。首先,监管分散,规范缺乏。专门信用增进机构缺乏明确的市场监管主体,据银行间交易商协会NAFMII调研,银监会、央行、发改委、地方金融办(局)、财政部(厅)等部门均在“融资性担保公司”方面间接涉及信用增进的监管规定,但监管单位分工不明,管控分散游离,缺乏核心机构的统一协调。监管规范更是空白缺位,在信用增进行业目前尚无规范性文件,更莫论高位阶的法律法规。仅有的2012年8月发布的“规范指引”《信用增进机构行业规范》(JR/T 0069-2012)和《信用增进机构风险管理规范》(JR/T 0070-2012)也只是行业自律层面的标准。^①对此,应加强监管机构的明定,并积极推动信用增进行业管理办法的出台,更好地推动信用增进行业的健康发展。其次,从信用增进机构本身来看,经营管理不规范,机构质量有待提升。现实中信用增进机构鱼龙混杂,经营运作欠缺合理规范,“刚性兑付”背后盲目增级现象较为普遍,市场认可度不高。这亟须加强机构的公司治理、内部风控等建设,同时发挥自律组织在行业内的协调规范,在此基础上,完善信息披露建设,使社会公众对信用增进机构形成良好监督。最后,信用增进机构发展缓慢,需在市场化运作基础上加强政府扶植推动。目前信用增进机构还处于起步阶段,在市场化运作过程中,由于产品投入产出相对较低,市场机构创新的积极性不高。建议针对当前特定时期的情形,政府加大对信用增进机构的政策性“红利扶植”,对特别优质的机构给与风险补偿安排,对信用增进机构案例抵质押物登记提供支持等,以此实现在规范中培育、培育中规范的双重使命。^[25]

(三) 债券保险与债券信托机构:注重风险化解

在债券市场,风险的防范固然是体系构建基点,但倘若风险真实发生,那么风险能否及时被化解就成为市场稳定有序的关键所在。债券保险机构与债券信托机构(受托管理人)的引入培育则恰为风险处理提供了市场化机制的载体。债券保险机构不仅能为

发行人提供“信用加码”的增信功能,还能在债券实质违约后给与投资者比市场担保更充分、及时、全面的“换位”偿付。债券信托机构以债券持有人利益为核心考量,凭借其专业化、主动性的管理为受益人的最佳利益而努力行事,为分散的中小投资者提供了一种及时实行有效监督的替代性路径。一方面可在债券发行、存续期作投资者的“信息传话筒”,另一方面则可在违约事件发生后,紧急采取必要措施维护债券持有人合法利益。

作为发行人违约风险转移的实质偿付担当,债券保险是指由专业保险公司为债券发行人提供信用担保,保证被保险人按期偿还本金和利息;如果到期日被保险人无法偿还,保险人有责任代为向权利人(债券投资人)进行支付。^[26]在我国市场上已存在部分类似债券保险的探索,但多是将“履约保证保险”应用到债券市场,并未建立起真正意义上的“专门性债券保险”。我们应力求在现有履约保险基础上培育专业性债券保险机构,从法律架构、机构培养、内控体系及信用评级四方面加强规范。(1)《保险法》是债券保险的监管依据,应在现行《保险法》中增加“债券保险”的相关条款,也可先制定专门针对债券保险的相关法规,以明确债券保险机构承保债券的范围、最低信用等级、投资对象类别、信息披露等事宜,为其业务开展提供法律保障。(2)成立专门性债券信用保险机构,将债券保险业务与传统保险业务区分开来,增加债券保险业务的专业性,最大程度降低债券风险的传导扩大。(3)债券保险公司设立伊始,即应注意加强自身风险控制,定期对政策风险、信用风险、流动性风险及操作风险进行分析评估,做到事前、事中与事后控制相结合,将风险控制可在承受范围内。对承保对象应慎重选择,切莫盲目追求利益而忽视被承保对象信用风险的控制,避免重蹈次贷危机中美国保险公司承保大量高风险产品而使自身蒙受重大损失的覆辙。^[27]

而债券信托机构,多被称为债券受托管理人,是一种保护债券持有人权益的常态化组织。但在我国愈益频繁的债券违约现实案例中,却很难发现“理想”中的债券受托人的身影。实践中债券受托管理人被动消极的表现与我国目前的制度内容缺陷存有紧密关系。一方面,债券受托管理人角色定位存在偏差。管理模式被称为“受托管理”,既没有将债券受托管理合同认定为信托关系,也不视为委托代理关

系,而是出于处于两者之间的模糊地带,信托原理无法在债券管理中明确发挥功用。对此,应对债券受托人身份和角色给与明确的定位。综观域外实践和我国市场特点,以信托关系中的受托人角色定位最为合适。信托关系的明确,能为相关制度的完善提供法律基础和理论支撑。另一方面,利益冲突问题亟待解决。公司债券受托管理人与债券持有人之间应具有一种良好的信赖联系,^[28]我国债券受托管理人一般由承销商担任,承销商一人分饰二角,利益冲突下履职往往存在摇摆抉择。对此,可借鉴美国《信托契约法》的做法,以违约作为分水岭来区分对待利益冲突。当发行人按约履行债券合同时,债券持有人的利益是可期的,此时利益冲突并未必会对债券持有人利益产生影响,可对其采取宽容的态度;当债券合同违约时,此时须消除利益冲突带来的影响,或勒令受托管理人限时改正,或撤换,或追责(如将自己收取的报酬返还给债券持有人^⑧)。如此,可在债券违约危及持有人权益的紧要关头时,债券受托人能与债券持有人成为利益统一体。

(四) 债券登记托管与债券结算机构: 保障交易“闭环”

债券市场的有效运行离不开基础性设施,其中最关键的设施即为市场“后台”——登记托管与结算机构。安全高效的登记托管结算体系是市场平稳运行的基础,也是投资者对市场信心的重要保证,更是债券风险防范、风险监测与风险化解的前沿平台。登记、托管与结算是每项债券不可缺少的必经环节,“流经即有痕”,以信用风险和操作风险为主要表现的债券风险多在登记托管结算环节聚集衍化,若处理不当,极易造成风险在市场中产生一系列连锁反应。债券登记与托管关联密切,遍及债券发行、交易全环节;债券结算则主要指债券与资金的最终转移,是债券交易的最终环节。

我国债券市场建立30余年来,凭借技术后发优势,已基本实现无纸化的改革,初步建立起高速运行、电子存储、相对统一集中的登记托管结算体系,债券市场登记托管架构呈现出“三个市场”(交易所债券市场、银行间债券市场、商业银行柜台市场)、“三大机构”(中债登、中证登、上清所)的三足鼎立局面。作为债券权益归属变动与保管维护的运行中枢,形式架构看似完整的债券市场登记托管体制实际上暗含

两方面危机:一方面,实物券时代,债券登记、托管、交收均可参照不动产登记转让的法律制度来确认登记托管关系中各主体的权利义务。但无纸化变革使证券被高度电子化、抽象化,登记托管技术虽已到位,但法律法规未能对其基本性质、权利义务及相关责任安排进行清晰定位。因此,应在《证券法》修订中进一步明确登记托管机构的性质,并以权利义务为核心凸显登记托管机构的定位,尤其要摒弃单一管制思维,以市场化交易思维加强登记托管机构的法律责任,不能过于偏袒,应对其公平分配,以实现各主体公平分配。另一方面,债券登记托管虽有统一之势,但仍然彼此割裂区隔,“曲线救国”的折衷之策——市场转托管仍收效甚微。债券登记托管仍然是“三分天下”,在无纸化电子簿记登记托管技术面前,人为割裂市场的登记托管无疑将增加交易成本,降低市场运行效率,不便于市场参与者投资运作。实践中由于不同市场系统设计、时间要求、彼此竞争等缘由,权宜之计“转托管”适用范围过小,目前仅限于国债(双向转托管)和企业债(仅能由银行间市场单向转托管到交易所市场),且未能发挥应有之效,交易所与银行间债券市场债券难以及时转托管,价格发现和市场资源配置功能难以实现。对此可从以下两条进路推进:一条是理想型进路,即充分实现电子簿记下统一集中的中央登记托管,但部门利益难以短时间内厘清,此举难度甚大;另一条是畅通转托管路径,加大转托管债券适用范围,减少转托管路径壁垒,提高转托管市场间的契合度,使形式分割下的登记托管实现最优化的实质性统一集中之效。

债券结算机构是债券交易促进与风险防范的“终端保障”。但目前结算作用的发挥以部门监管范围为边界,生硬将本质相同的债券(如中期票据、公司债、企业债)归于不同结算机构结算,欠缺合理性。域外发达债券市场的结算机构也大多分市场进行,但划分依据不是以部门监管为限,而是以债券类型为标。以美国为例,美国债券托管、结算包括两套系统,一套是政府债券、机构债券总托管于美联储的债券簿记系统(FRBs),由全美证券托管清算公司(DTCC)下的固定收益清算公司(FICC)及摩根大通登清算银行进行;另一套是以公司债券为首的私人部门债券总托管于DTCC下是全美证券托管公司(DTC),由DTCC下的国家证券清算公司(NSCC)及其他清算银行负

责结算。^⑨反观国内,建议将结算系统进一步集中统一,即便短期内难以消除中债登、中证登和上清所的人为介入的隔阂差异,也应逐步引流建立以债券差异为主导的托管机构体系,如此益于实现同种债券结算体系的一致性适用,减少不必要的结算成本耗费和制度寻租套利发生。此外,债券结算机构对净额结算制度的适用仍如履薄冰,“中央对手方”机制缺乏明确法律支持。实行债券净额结算是国际发达债券市场的普遍做法,这种结算方式可降低对手方风险的同时,提高结算效率,也利于加强有效监管。目前净额结算制度在我国上清所渐已实践中推行,然其核心要义——中央对手方机制却仍在法律法规中鲜有提及,^⑩为净额结算制度的推行留下了制度隐患。“责任更替”是中央对手方机制形成的关键内容,债券买卖双方将权利义务转让给中央对手方,原先相互

之间的债权债务关系终止,而代之以参与人分别与中央对手方形成新的债权债务关系,这种责任更替后的纠纷解决不再依据债券双方之间的买卖协议而是按照结算规则产生的清算表。因而,需在法律框架内以更高位阶的法规明定“责任更替”,明确中央对手方和结算参与人的权利、义务与责任。^[29]

总之,我国债券市场不成熟的重要表现就在于市场主体的不成熟。俗话说“有什么样的市场,就会有什么样的投资者”,同理,“不同的主体也会成就不同的市场”。没有诚信意识和法治精神的市场主体断然不可能产生理性与有序的市场。培育理性及具有法治意识的市场主体是我国债券市场最终走向成熟的必由之路。主体培育和法治文化的形成是一个复杂的系统工程,可谓任重道远。

注释:

① 证券市场“看门人理论”起源于20世纪80年代,后由哈佛大学法学院的Reinier H. Kraakman教授首先提出,经科菲(John C. Coffee)教授发展完善。一般认为,“看门人”是以自己的职业声誉为保障向市场参与者提供各种证券服务的市场中介。

② 巴塞尔银行监管委员会关于市场约束的理念由来已久。1997年《有效银行监管核心原则》指出:有效的市场约束是有效银行监管的先决条件。在1999年修订的巴塞尔协议中,明确提出市场约束作为银行监管三大支柱(最低资本要求、监管当局的监督检查和市场约束)之一。2000年后,市场约束理念被不断拓展适用,由起初的银行市场拓展到整个金融市场,其中就包含债券市场对市场约束机制的应用。

③ 鉴于当前债券多头监管、市场分割局面仍将在较长一段时间内存在,由一个部门主要负责投资者教育并不现实。我们建议由证监会和中国人民银行分别在其监管的市场加以推进,其他部门则予以必要协同。

④ 我国最早提及“买者自负”原则的规范性文件是2006年银监会的《商业银行金融创新指引》。在债券领域则主要是2009年颁布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第13条“债务融资工具投资者应自行判断和承担投资风险”,2015年颁布的《公司债券发行与交易管理办法》第9条“公司债券的投资风险,由投资者自行承担。”

⑤ 典型例证即为债券交易“龙头”的银行间市场,在2014-2016年间,其颁布了至少6部规范性文件对不同业务标准进行了各式规定。如《中国人民银行金融市场司关于商业银行理财产品进入银行间债券市场有关事项的通知》(银市场〔2014〕1号)、《中国人民银行金融市场司关于非金融机构合格投资者进入银行间债券市场有关事项的通知》(银市场〔2014〕35号)、《关于做好部分合格投资者进入银行间债券市场有关工作的通知》(银市场〔2014〕43号)、《中国人民银行金融市场司关于私募投资基金进入银行间债券市场有关事项的通知》(银市场〔2015〕17号)、《中国人民银行公告〔2016〕第3号》、《中国人民银行公告〔2016〕第8号》等。

⑥ 美、欧场外债券市场均为清晰的双层架构。第一次是B2B市场,是交易商间进行直接交易的批发市场;第二层是B2C市场,是做市商与投资者进行交易的市场。

⑦ 两项标准于2012年8月经中国人民银行批准发布,由全国金融标准化技术委员会组织,由中债信用增进投资股份有限公司联合中国光大银行股份有限公司、中债资信评估有限公司编写。

⑧ 返还范围不仅包括履行受托人职责的收费,在受托人是承销商时,还应当将承销利润返还给持有人。

⑨ 美国结算机构经历通过不断合并,目前市场上最大的托管结算机构是“DTCC”,不同市场的业务由其不同子公司进行。发展历程如下:1973年DTC成立,集中负责除政府债券和新兴市场债券外的其他证券的托管;1976年以多边净额结算为主推的NSCC成立,集中负责债券和股票交易的清算;此后,NSCC先后成立了国际证券清算公司(ISSC)、政府证券清算公司(GSCC)、抵押证券清算公司(MBSCC)、新兴市场证券清算公司(EMCC);随着交易商、经纪商种类日益丰富、交易越发活跃,托管系统和清算结算系统被进一步整合,1999年DTC与NSCC合并为DTCC,2002年,GSCC、MBSCC、EMCC成为DTCC全资子公司,2003年GSCC与MBSCC又合并为FICC。

⑩ 有所涉及的规范法律位阶过低,仅有的规范为《证券登记结算管理办法》第45条“...证券登记结算机构采取多边净额结算方式的,应当根据义务规则作为结算参与人的共同对手方”和《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》第41条“银行间债券市场债券结算机制包括全额和净额两种。净额义务有关规定由中国人民银行另行规定。”不仅法律位阶较低而且内容闪烁含糊,未对中央对手方和责任更替机制给与明确性。

参考文献:

- [1] 杨梦. 市场化视域下我国债券市场改革及其法律选择[A]. 史际春主编. 经济法学评论(第十四卷)[C]. 北京:中国法制出版社,2014.
- [2] 冯果,袁康. 从法律赋能到金融公平——收入分配调整与市场深化下金融法的新进路[J]. 法学评论,2012(4).
- [3] 苗东升. 系统科学精要[M]. 北京:中国人民大学出版社,2010.

- [4] 唐志军, 向国成. 权力结构、强化市场型政府和中国市场化改革的异化[J]. 南方经济 2013 ,10.
- [5] 李爱君. 系统重要性金融机构的特殊风险法律防范[J]. 中国政法大学学报 2015 ,1.
- [6] 刘大洪. 论经济法上的市场优先原则: 内涵与适用[J]. 法商研究 2017 2.
- [7] 高坚. 中国债券资本市场[M]. 北京: 经济科学出版社 2009.
- [8] 张守文. 政府与市场关系的法律调整[J]. 中国法学 2014 5.
- [9] 南玉梅. 债券交易人卖者责任探析——以信息披露义务与诚信义务为核心[J]. 中国政法大学学报 2017 ,1.
- [10] 时晋. 市场分立与监管竞争——中国公司债券市场发展的法经济学分析[J]. 制度经济学研究 2013 ,1.
- [11] [英]戴维·沃克. 牛津法律大辞典[M]. 李双元译. 北京: 法律出版社 2003.
- [12] 洪艳蓉. 《证券法》债券规则的批判与重构[J]. 中国政法大学学报 2015 3.
- [13] 吴晓灵. 将金融启蒙和教育纳入国家战略[EB/OL]. <http://news.hexun.com/2013-11-11/159559614.html>, 2018-3-10.
- [14] 夏梓耀. 香港金融消费者教育的经验——以投资者教育中心为例[J]. 金融教育研究 2016 6.
- [15] Alex M. Johnson, Jr. An Economic Analysis of the Duty to Disclose Information: Lessons Learned from the Caveat Emptor Doctrine[J], 45 (1) San Diego Law Review, 2008.
- [16] 胡伟. 金融消费“买者自负”原则的检视与展望[J]. 西南金融 2013 5.
- [17] 洪艳蓉. 金融监管治理: 关于证券监管独立性的思考[M]. 北京: 北京大学出版社 2017.
- [18] 赵峰. 中国证券监管治理的国际经验借鉴与评估体系重构[J]. 资本市场 2012 7.
- [19] 冯果. 债券市场风险防范的法治逻辑[M]. 北京: 法律出版社 2016.
- [20] 叶姗. 监督监管者: 程序控管思路下的金融监管[J]. 江西财经大学学报 2011 1.
- [21] 赵峰, 高明华. 金融监管治理的指标体系: 因应国际经验[J] 改革 2010 9.
- [22] 马永波. 我国债券市场分层问题研究[J]. 证券市场导报 2015 8.
- [23] 丁攀. 货币经纪业务的国际比较及对我国的启示[J]. 福建金融 2010 2.
- [24] 刘志云, 史欣媛. 论证券市场中介机构“看门人”角色的理性归位[J]. 现代法学 2017 4.
- [25] 郭欠, 等. 信用增进机制在银行间债券市场的重要作用与面临的挑战[J]. 金融市场研究 2013 7.
- [26] 郑时雨. 债券保险行业研究[J]. 吉林金融研究. 2015 ,10.
- [27] 郭金龙. 债券保险及其在结构金融市场中的风险传递[J]. 中国资本市场 2012 6.
- [28] Marcel Kahan, Rethinking corporate bonds: The Trade-off between individual and collective rights[J], 77 New York University Law Review 2002.
- [29] 钟维. 期货市场中央对手方制度研究[J]. 社会科学 2015 ,12.

The Subject's Cultivation in Bond Market: Goal, Process and Legal Transformation

Feng Guo

(Law School of Wuhan University, Wuhan Hubei 430072)

【Abstract】The market subject is the core drive and the ultimate foothold to bond's issuance and transaction. Up to now, although the subject's framework has been established in our country, we are still faced with the problems that bond's character isn't revealed fully, the market's supervision is in disorder, and the virtual function is deviated off, which in need urgently to cultivate systematically. From the perspective of its goal, the overall structure should be sounder, the micro-entity should have full competition, and all kinds of entities can achieve dynamic unicom. As for the general process, we should attach equal importance to regulation and cultivation, promote the proper adjustment between market-led way and governance-led way, and take substantive measures based on the different roles of different subject. With regard to the concrete legal transformation, more efforts should be put on the substantive measures of direct transaction subject, regulatory subject and the other intermediaries, which should be made by their different roles.

【Key words】bond market; the subject's cultivation; the system architecture; dynamic unicom

(责任编辑: 唐艳秋)