

【文章编号】1002—6274(2018)03—117—13

我国债券市场风险治理的规范逻辑与制度构建^{*}

袁 康

(武汉大学法学院 湖北 武汉 430072)

【内容摘要】建立市场化法制化风险防范体系,是维护我国债券市场健康有序发展、切实防范债券市场风险的现实需求。市场化是法制化的前提和基础,法制化是市场化的发展和保障,我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,就是要将债券市场风险的市场化约束机制嵌入到债券市场法律制度之中,并以完善的风险防范规则体系为债券市场风险的识别、预警和处置提供制度保障。构建这一体系的核心问题在于协调债券市场风险防范中政府和市场的关系,并按照市场化与法制化相结合的基本逻辑,明确制度构建中的价值旨向和基本原则,建立符合风险治理现代化要求的债券市场法律制度体系。

【关键词】债券市场 风险防范 市场化 法制化 政府与市场

【中图分类号】DF438 【文献标识码】A

在全面深化改革时期,发展债券市场已经成为我国建设多层次资本市场的重要环节。要实现和促进我国债券市场的发展,维护市场稳定和金融安全,必须在我国债券市场建立市场化法制化的风险防范体系,以市场化约束机制防范债券市场风险,并通过法律制度的完善为市场化约束机制有效运行提供制度保障。我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,是推动市场化改革、促进债券市场有序发展的重要保障和首要任务。然而,我国债券市场当前存在风险防范体系行政管制色彩较重且法律制度不完善的现状,以及对债券市场风险防范的市场化约束机制及其制度设计认识不足,这些都给建立市场化法制化风险防范体系造成了很大的障碍。而债券市场建立市场化法制化风险防范体系,需要充分厘清市场化与法制化的基本意涵和逻辑关联,在市场化与法制化有效互动的前提下完成制度构建。

一、市场化与法制化在债券市场风险防范体系中的互动逻辑

不论是从经济学理论的层面,还是从政治话语的角度,市场化从来都是改革开放以及全面深化改革时

期的重要命题。就概念内涵和本质特征而言,市场化是指在开放的市场中,以市场需求为导向,以优胜劣汰的竞争为手段,实现资源优化配置和效率最大化目标。市场化的核心要义是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。^{[1]P47}市场化既可以理解为一种过程,也可以解读为一种目标。就过程而言,市场化要求改变以往政府主导和行政干预在市场运行中的越位角色,发挥市场机制在资源配置中的决定性作用,是一种理念、模式和制度的转型。就目标而言,市场化是要充分发挥市场机制这只“无形之手”在调节资源配置中的主体性功能,并以此作为资源优化配置和整体经济效率提升的依托与保障。市场化意味着从政府主导转向市场主导,尽可能减少政府的无效干预甚至不当干预,使资源配置能够按照基本供需关系的调整而自发完成有效调节。当然,市场化并不是简单的“去行政化”,而是要妥善处理好政府与市场的关系。真正意义上的市场化并不是绝对排斥政府干预,而是在政府干预的配合和协调下充分发挥市场机制在资源配置中的基础性作用。我国债券市场从1981年恢复发行国债以来,经历了曲折的探索阶段和快速的发

^{*} 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:袁康(1989—),男,湖北荆门人,法学博士、社会学博士后,武汉大学资本市场法治研究中心副研究员,美国加州大学伯克利分校访问学者,研究方向为金融法。

展阶段。经过近 30 年的发展,我国债券市场规模迅速扩大,债券市场的结构功能也得到了广泛的拓展,在国民经济发展中发挥着越来越重要的作用。但与成熟的金融市场相比,市场化程度不足仍是中国债券市场面临的重大问题。而其中最突出也最紧要的问题,就是我国债券市场未能有效发挥市场化约束机制在债券市场风险防范中的功能与作用。我国债券市场长期以来的行政化风险防范体系已不适应我国债券市场发展的需要。当前,我国债券市场要充分发挥市场化约束机制在我国债券市场风险防范中的作用,构建市场化风险防范体系,并通过法律制度的完善保障市场化风险防范体系的有效运行。债券市场风险防范的市场化约束机制是市场化法制化风险防范体系的核心,市场化则是我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系的前提与抓手。研究我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,必须首先从债券市场风险防范市场化约束机制的基本理论着手,充分发挥市场化约束机制在债券市场风险防范中的主体性功能。

法制化的本质在于将各类市场规则和行为规范以法律制度的形式予以确立,并借助法律制度的实施调整社会关系和规范市场行为。法制化意味着制度的从无到有,规则的从失范到规范。由于长期以来“重股轻债”的资本市场运行格局以及交易所债券市场和银行间债券市场的二元结构,造成了债券市场法律建设的滞后与混乱,导致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、部门规章和自律规则零散且效力层级较低的现状。债券市场的人为割裂,导致了银行间债券市场和交易所债券市场之间法律制度的差异,从而形成了巨大的套利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、差异化的特点。^[2]具体表现为统一的上位法缺失和监管导向型的部门立法繁复冗杂。在法律层面则只有《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,我国债券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。^[3]在上述两个并行的法律制度规则体系里,关于债券市场风险防范的制度存在着两大基本特征:一方面,债券市场风险防范制度不完备不健全,未能有效实现债券市场中各类风险的防范、预警和处置的全方位构建;另一方面,当前债券市场风险防范制度具有显著的行政化倾向,过度依靠行政力量的干预导致了债券市场风险防范脱离市场化原则,不利于风险的有效避免和化解。债券市场风险防范的法律制度体系是预防和化解债券市场风险的法律依据,法制化则是我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系的基础和保障。我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,需要发挥法律制度在债券市场风险防范中的工具性功能,在对债券市场风险的类型、内容、成因、表现形式及其度量进行明确,且对风险防范市场化约束机制的具体手段、体系构成、特征和功能总体把握的基础之上,将市场化约束机制以法律制度的形式予以确认并保障其有序运行。

债券市场风险防范体系的市场化与法制化之间并非彼此割裂,而是存在着有机联系。市场化与法制化是一体两翼不可分割。一方面,市场化需要以法制化为保障。市场化须臾离不开法制化,市场机制的运行需要建立市场主体地位平等性、财产权受到公平保护、契约自由且市场规则得到有效保护等基础之上,而这些都需要通过法制化予以实现。同时,市场化要求政府保持合理的干预和控制,政府对市场进行参与和调控的权力需要法律制度予以有效授权和严格限定,这也有赖于法制化的完善。^[4]另一方面,法制化应当以市场化为依归。法制化需要建立在良法善治的基础上,即法制化的进程需要符合经济社会发展的基本规律和客观需求。随着市场经济的发展和机制基础性作用的日益凸显,作为调整经济关系、规范市场行为的法律制度应当尊重和吸收市场化的基本要求,按照市场化的标准完成法制化进程。

从债券市场风险防范体系建设来看,市场化与法制化是债券市场风险防范中两大核心面向。我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,要求这个风险防范体系既符合市场化的要求,也符合法制化的要

求。一方面,债券市场风险防范的市场化约束机制应当逐步取行政化约束机制,适当减弱行政权力在债券市场风险防范中的不当干预,突出债券市场风险防范的市场化进路,以体现市场化改革的基本要求。另一方面,债券市场风险防范体系需要逐步规范化、法制化,通过债券市场风险防范法律制度体系的完善,将债券市场风险防范的市场化约束机制予以制度化,以法制化的规则与要求实现债券市场风险的防范、预警和处置,为市场化风险防范体系提供法制保障。市场化和法制化这两个面向,既是两个并列的目标,体现了债券市场风险防范体系建设中贯彻市场化改革精神、发挥市场在资源配置中的决定性作用的基本要求,也体现了加快资本市场法制建设、完善资本市场法治的基本要求。同时,市场化和法制化这两个面向又相互联系相互影响。市场化是法制化的前提和基础,相应法律制度的建设是建立在对债券市场风险防范的市场化约束机制充分认识的基础之上,是市场化约束机制的制度确认;法制化是市场化的发展和保障,完善的债券市场法制能够确保市场化风险防范体系功能的有效发挥。

二、债券市场风险防范法律制度中市场化的嵌入

债券市场作为资本市场的重要组成部分,理应占有与其功能相适应的地位。成熟资本市场国家的债券市场,不仅与股票市场平分秋色,甚至在一定程度上占据更大的比重。而我国的资本市场长期呈现出“跛足”的不均衡状况,即过度重视发展股票市场,对于债券市场则发展不足。债券市场发展不足,一方面会造成资本市场多元化融资渠道受阻,制约各类融资主体通过资本市场开展外源融资,不利于资本市场结构的优化;另一方面也会造成社会资金出口的单一化,妨碍社会资金的高效配置,限制资本市场融资功能的有效发挥。债券市场发展不足很大原因是过度行政管制,而更深层次的原因则是未建立有效的市场化法制化风险防范体系。正是因为市场化法制化风险防范体系的缺失,监管部门才不得不通过严格管制以控制风险。只有在我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,才能保障债券市场能以市场化方式运行,进而实现债券市场的发展,优化资本市场结构。

风险是金融市场的基本特征,债券市场运行的各个环节都存在着不同类型的风险。在债券市场发展的很长一段时期,监管部门为了实现零风险目标,往

往通过限制市场发展、强制要求银行担保或者政府隐性担保等方式防范风险。这种僵化的带有较强管制色彩的风险防范机制固然避免了风险的爆发,但实际上是因噎废食,不利于债券市场的健康发展。随着市场化改革全面深化、债券市场规模不断扩大、债券发行主体日益多元、经济形势日趋复杂,债券市场所面临的风险也更为多样和严峻。若不能对债券市场风险进行有效的监测、识别、防范和处置,将会直接危害投资者利益,造成市场波动,甚至会传导至整个金融市场形成系统性风险,危害金融安全。建立市场化法制化风险防范机制,其重要目标就是将债券市场风险的市场化约束机制嵌入到债券市场法律制度之中,以市场化方式和手段防范债券市场风险。

尽管市场化改革一直在推进,但我国债券市场仍具有一定的行政主导色彩。一方面,行政审批的存在使得债券的发行与交易都不同程度地受到行政权力的干预,且多头监管的格局造成了债券市场的人为割裂,银行间市场和交易所市场的二元分野导致了债券市场流通不畅,不同的交易规则和信息披露标准导致风险防范的效果难以统一。另一方面,以行政干预的方式防范风险,片面僵化地要求发行人的强制担保,虽然能在一定程度上减少风险,但却扭曲了资金价格的形成机制,限制了债券市场的效率。行政管制既解决不了市场风险问题,也解决不了市场发展问题,如果缺乏有效制约,还会带来寻租行为和腐败现象。当前中国债券市场的利益输送问题,归根到底是市场化程度不够、行政主导市场的结果。在行政管制下的行政化风险防范机制也会因过于僵化而不能适应瞬息万变的市场变动。从行政主导走向市场深化是市场发展的客观规律,十八届三中全会也提出要发挥市场在资源配置中的决定性作用,我国债券市场的风险防范机制也必须实现市场化,即强化债券市场风险的市场化约束,并通过法律制度予以有效保障。

厘清债券市场风险的基本类型及其识别方法,是建立债券市场风险防范体系的基本前提。债券市场风险尽管类型不同,但风险生成和风险传导不外乎遵循两条路径,一是因为市场自身缺陷或不完备所致,二是由于制度缺失等外部因素催生。新常态下市场风险与信用风险的交织演进构成了最原初的债券市场风险,股债融合以及市场割裂的状态滋生了债券市场的系统性风险,财政风险与金融风险的深度融合和

相互转化,以及市场深化下的金融创新,都给债券市场带来了新的风险样态。但无论如何,风险的生成、传导与爆发,都是在债券市场自身运行过程中完成。防范债券市场风险,也需要遵循债券市场自身风险机理,以市场化的方式介入到债券市场运行的全过程,从而有效地防范和处置风险。在风险生成阶段,应当以市场化的方式改善债券市场资源配置和运行机制,既要通过制度完善保障债券市场顺畅运行,避免因市场畸形发展导致风险滋生,又要及时调整不合理的制度安排,防止因制度漏洞或缺陷导致的风险。在风险传导阶段,应当按照市场化的思维勾勒出风险传导的轨迹和原理,通过风险隔离和风险疏导的制度安排,切断风险传导的路径。同时,构建市场化的风险预警机制,即围绕表征风险的核心指标以及监测风险的市场主体两方面因素,完善债券市场风险预警体系,以及时发现和处置风险。最后,在风险处置阶段,应当按照市场化原则进行风险责任匹配,打破具有政府干预因素和扭曲市场定价的“刚性兑付”和“隐性担保”,真正实现买者自负,同时以合理的配套制度安排避免风险的扩散和系统性风险的发生。概言之,市场化的债券市场风险防范机制,需要以尊重和发现债券市场自身的市场属性为基础,同时又需要按照市场机制的调整规律进行相应的制度设计,避免陷入无视市场规律和过度政府干预的泥淖,导致债券市场风险防范因市场化不足而缺乏实效。

建立市场化的债券市场风险防范体系,是充分发挥市场机制和市场约束在风险防范中的基础功能的核心要求。利用市场导向型的债券市场风险防范手段积极介入和干预债券市场的运行过程始终,以有效抑制利率风险、信用风险、流动性风险以及风险的跨市场传导。具体而言,市场导向型的风险防范手段主要有以下几方面:(1)发展风险缓释工具。风险缓释工具是用以对冲和管理风险的措施,信用风险缓释工具等风险管理工具的推出有利于市场参与者面对利率市场化带来的市场波动,为实现市场风险分担、保障利率市场化平稳运行起到积极作用。(2)改善债券市场结构。债券市场结构是指包括了债券市场组织形式、债券市场主体类型、债券品种和交易工具类型结构、市场监管体制等多方面内容的市场运行基础构架。通过增加和健全债券品种,完善投资者结构和发行人结构,从供需两端实现金融资源在债券市场的

合理有效配置,能够消除因市场结构不完善、不畅通导致的风险生成、风险累积与风险传导。(3)完善信用风险管理体系。信用风险管理体系包括市场机构的内部风险控制、市场化的信用风险管理机制和监督管理机构及相关制度安排三个层次,其中最为重要的是要加快完善信用风险管控的市场化机制建设,主要包括信用风险定价、信用评级、信用增进以及信用风险转移等^[5]。通过市场化的方式实现信用风险的识别、转移与处置,从而有效地防范债券市场信用风险。(4)加强债券市场基础设施建设。交易、清算、结算和托管环节是债券市场风险防范的核心环节,对托管结算系统、清算系统、统一交易平台和信息库等市场基础设施建设进行完善,能够提高市场运行效率,防范道德风险和系统性风险^[6]。(5)建立互联互通的债券市场。银行间市场与交易所市场的互通互融是债券市场改革发展的基础性工作,建立统一的债券市场应加强交易所债券市场和银行间债券市场的联通,让债券人、投资者自主选择发行市场和投资市场,消除场内外分割状况,消除两个市场差价,进一步提高债券市场的整体运作,从而防止因市场分割与监管套利导致的风险生成与风险传导。^[7]

完善的法律制度体系,是发挥债券市场风险防范市场约束机制与工具功能的重要保障。债券市场风险防范制度体系应当将市场化风险防范机制与工具法律化,使债券市场风险约束机制能够在法律框架下更加有效地实现风险防范功能与效果。在债券市场风险防范法律制度中实现市场化的嵌入,核心内涵也正是将市场化约束机制以法律制度的形式加以确立和执行。债券市场风险防范法律制度中实现市场化嵌入的方式与路径主要有二:一是对债券市场制度进行检视与审查,清理容易导致风险生成和传导的不当行政干预,保证债券市场的组织和运行都能够按照市场机制的规律完成资源的有效配置,从而消除因法律制度不健全、不完备和不科学所造成的风险。二是引入债券市场风险防范的市场化机制,并建立相应的配套法律制度体系,使风险监测、风险预警、风险处置都能够按照法治的逻辑和思维开展,即使债券市场风险的市场约束机制能够在法律制度的保障下有效发挥风险防范的功能。

债券市场风险防范法律制度中实现市场化嵌入的主要内容与要点有以下几个方面:(1)引入安全高

效的流动性工具,推出三方回购和中央债券借贷机制,以优化流动性风险管理,并在债券市场法律制度中明确上述工具的创设条件、法律地位和交易规则,使流动性风险管理和控制的工具及其运用有法可依和规范运行。(2)完善信息披露和信用评级制度,深化以信息披露为本的债券发行机制,使市场阳光透明,使信用风险可判可信。通过债券信息披露制度的完善,以及时、准确、完整地公开发行人信息解决债券发行主体和债券投资人之间信息不对称,从而使投资者得以对债券的信用风险进行合理的评估并作出正确的投资决定。同时通过健全市场化的信用评级制度,使债券风险状况在市场机制的有效调整下得以量化和评估,使投资者和市场管理者正确地识别风险状况。(3)健全规范化、法制化的信用风险处置制度,优化完善市场约束机制和风险分担机制,使投资者不再过度依赖政府隐性担保和刚性兑付,确保债券的信用风险能够在市场上得到正确对待,并在市场化定价和交易中得到及时的吸收和化解。(4)建立债券市场风险监测制度,不断健全债券收益率曲线,特别是作为市场基准的国债收益率曲线,持续完善反映债券市场运行状况的价格指标体系,并以此为抓手,做好市场杠杆及风险监测相关工作。(5)持续完善债券担保管理机制,进一步规范债券发行时的担保品的要求,通过担保制度的严格管理防范债券信用风险爆发时对投资者造成的损失和对整个债券市场产生的冲击。(6)建立和完善债券市场基础设施制度,规范债券登记结算机构和债券交易场所的行为,推动割裂分散的债券市场基础设施之间完成规则的统一化,避免因制度差异形成套利空间,避免风险的转移和累积。

三、债券市场风险防范市场化体系的法制化依归

债券市场的有序运行,须臾离不开法律规则的约束。债券市场的风险防范,也应该纳入法律制度的框架之内。市场经济就是法治经济,法治经济是市场经济在法律层面的本质特征的概括,^[8]市场化的风险防范体系也应该是法制化的风险防范体系。要将债券市场风险防范纳入法制轨道,就是要将市场化风险防范机制以法律制度的形式予以明确和固定,通过法律制度的运行来实现债券市场风险防范。具体而言,一方面要实现从管制思维到监管思维的转变,确保监管部门尽责归位,即维护债券市场风险防范法律制度的实施和投资者保护,而不是对债券市场进行直接的行政

干预。另一方面要提高债券市场风险防范规则的位阶和层级,即当前债券市场规则多以部门规章和自律规则等方式存在,法律效力层次与债券市场地位不相匹配,亟需将其纳入到基本法律体系之中,以提高其效力。还有就是要加快债券市场风险防范法律制度的完善,制定债券市场信息披露、信用评级与增级、风险监测与预警等方面的法律制度,弥补制度漏洞以更好地防范风险,实现债券市场风险防范体系的法制化。

完善的法律制度,是确保债券市场风险防范市场化约束机制有效运行的基础。市场化风险防范体系的建立,也必定是法制化的风险防范体系。债券市场的统一将突破长久以来以行政权力划分债券市场疆域的藩篱,为市场化的实现扫清障碍,并奠定市场化法制化风险防范体系的建立基础。我国债券市场经历了三十年的跨越式发展,市场规则体系已经初步形成。然而,一方面,由于长期以来的行政主导型的发展路径导致市场化风险防范机制并不完善,对于政府隐性担保的路径依赖造成市场化风险防范体系在现行债券法治中尚付阙如,市场化风险防范机制既未得到应有重视,又未得到充分体现。另一方面,由于银行间债券市场和交易所债券市场二元割裂的格局已经形成,这种格局既是行政干预催生的产物,又在某种意义上是行政干预在债券市场结构上的反映,而这种行政主导下的债券市场二元格局也妨碍了债权市场统一的市场化风险防范体系的建立和功能发挥。所以,以市场化思维建立统一的债券市场风险防范体系,并通过相应法律制度的完善确保其按照法制化的轨道运行,是破解当前我国债券市场风险防范体系不完备、实现债券市场规范发展的必要路径。具体而言,就是要将市场化原则作为债券市场法制建设的基本理念,将市场化约束机制的具体内容纳入债券市场风险防范法律体系之中,并且注重各层次法律渊源的共同作用,建立包括基本立法、行政法规、部门规章、自律规则等在内的多层次风险防范法律体系。

我国债券市场风险防范制度具有浓厚的行政管制色彩,且债券市场相关法律制度存在着零散和滞后等问题,导致我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系缺乏制度支撑。我国当前债券市场风险防范的法律制度,更多的是通过对债券市场的市场化活动进行限制,消极地避免风险。而随着市场深化的不断发展,市场化改革的全面推进,债券市场法律制度必

须对市场发挥在资源配置中的决定性作用进行充分的回应,确保市场化约束机制在债券市场风险防范中作用的有效发挥。同时,我国债券市场的制度体系不够完善,基础性法律缺乏,部门规章和自律规则比较零散,造成了债券市场法律制度体系的混乱,不利于为建立市场化法制化风险防范体系提供有效的制度保障,因此亟需进一步完善债券市场风险防范体系的制度建设。

检视我国债券市场风险防范法律制度体系,主要问题表现为:(1)信息披露制度的混乱。建立和完善债券市场信息披露制度有利于强化对债券发行人的约束机制,确保债券投资者基于及时、准确、充分的信息作出投资决策,识别和防范债券市场风险。然而,目前我国债券市场信息披露制度还存在着很严重的问题:交易所债券市场与银行间债券市场的信息披露制度在披露数量、披露内容、披露方式等方面都存在着不平衡,统一的债券市场信息披露规范体系尚未建立,不同债券市场间的信息披露制度存在显著差异,债券市场信息披露的监管不足,缺乏自愿性信息披露的引导规范与激励机制。(2)信用评级制度的不足。信用评级在便利企业融资与债券发行、提高市场信息披露层次、健全债券市场监管方面发挥着举足轻重的作用。我国债券信用评级市场在取得长足发展的同时,亦因制度缺失存在着不少问题:在内因方面,国内信用评级机构缺乏独立性、公信力不强,评级方法落后、不科学,对企业债券信用评级流于形式;在外因方面,政府对于债券信用评级的监管沿用计划经济时代的思路,多头监管导致监管主体缺位,受制于国外信用评级巨头竞争压力,国际市场扩展举步维艰。因此,我国债券信用评级既面临评级市场发展中的诸如评级机构与发行人的利益冲突等一般性问题,又亟需解决当前制约我国债券信用评级发展的诸如监管体制不畅的特殊性问题。(3)债券登记托管和结算制度的缺失。从风险防范的角度来看,我国的债券登记、托管和结算制度是在交易行为环节上对债券市场风险进行约束。从整体上看,我国债券登记、托管和结算制度在职能上是防范了信用风险、操作风险、存管风险、流动性风险等一系列风险,但是在现有债券市场分化的格局下,分割的托管体系制度与结算体系制度难以达到其职能所预期的目标。我国债券市场的法律渊源出自《证券法》中关于证券登记、托管和

结算的规定,但是在现行制度下,债券登记、托管和结算是部门规章与《证券法》并存,然而部门规章与《证券法》的效力层级并不统一。随着市场深化的不断发展,市场化改革的全面推进,债券市场法律制度必须充分回应市场化的要求,确保市场化约束机制在债券市场风险防范中作用的有效发挥。同时,我国债券市场的制度体系不够完善,基础性法律缺乏,部门规章和自律规则比较零散,造成了债券市场法律制度体系的混乱,不利于为建立市场化法制化风险防范体系提供有效的制度保障,因此亟需进一步完善债券市场风险防范体系的制度建设。

债券市场风险防范体系的法制化,需要按照三个层次展开,即市场化的基本逻辑、市场化与法制化的衔接、法制化的制度实现。第一个层次是明确市场化的基本逻辑,厘清债券市场风险防范市场化约束机制的基本原理,为建立市场化法制化风险防范体系提供理论源泉和基本方向,这是债券市场风险防范体系法制化的逻辑起点。第二个层次是市场化与法制化的衔接,即需要结合债券市场风险防范市场化约束机制的基本内容,将其上升到法律制度,实现市场化和法制化的有机融合。第三个层次是法制化的制度实现,即提出完善债券市场风险防范体系具体的制度设计方案,其内容既涵盖市场化约束机制的制度确认,也涵盖整个债券市场法律制度的顶层设计。上述三个层次是一脉相承的,以市场化的基本逻辑作为出发点,研究市场化与法制化的衔接,最终走向整个债券市场风险防范体系的法制化,构成了债券市场风险防范体系法制化的完整路径。

具体而言,首先,债券市场风险防范制度需要以市场化约束机制为前提和基础。债券市场风险防范体系的法制化,本质在于将债券市场风险防范的市场化约束机制以法律制度的形式予以确立,通过制度的实施保障风险防范的市场化机制得以有效运行。因此,尊重市场机制、明确市场机制、保障市场机制,是债券市场风险防范体系法制化的出发点和立足点。其次,债券市场风险防范体系的法制化需要以完备的风险防范制度体系为主体和核心。法制化的核心要点在于使债券市场运行和风险控制有章可循有法可依,因此针对债券市场风险生成、传导、预警和处置等环节,构建系统性、全面性的风险控制法律制度体系是债券市场风险防范体系法制化路径中的核心环节。

再次,债券市场风险防范体系的法制化需要以良好的法制运行为依托和保障。徒法不足以自行,良好的法律制度如果缺乏有效的实施,则会停留于静态摆设不能发挥应有作用。债券市场风险防范法律制度的实现,离不开基于制定法的有效执法和司法,即通过对风险防范中行政监管权力的有效配置和合理运用,使行政干预和行政指导以符合市场化要求的方式开展落实,同时通过司法的积极介入使债券市场风险能够以市场化的方式完成自我化解。概言之,债券市场风险防范体系的法制化路径,需要回应好法制化的方向、法制化的内容和法制化的实现等问题。法制化的过程,既需要在静态层面上建立符合市场化旨趣和规律的债权市场风险防范制度体系,又需要在动态层面保证债券市场风险防范制度的有效实施和功能实现。

四、债券市场风险防范中政府与市场关系的协调

我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,核心问题在于协调债券市场风险防范中政府和市场的关系。从债券市场风险防范的角度来看,市场与政府都能够起到防范和化解风险的作用,要在此基础上建立政府和市场风险管理的激励相容机制,既要发挥政府对债券市场风险积极但有限度的干预,也要发挥市场自我纠偏的风险管理和处置机制,让市场发挥更大的内生调节作用。^[9]只有政府和市场两者相互补充、彼此协调,才能够兴利除弊取长补短,实现债券市场风险的有效防范。

(一) 市场在债券市场风险防范中的功能定位

债券市场风险的产生、累积和扩散,原因在于债券市场自身发展不均衡或者政府不当干预。我国债券市场对风险的管理意识很弱,这在宏观上助长了债务风险的加速累积,在微观上削弱了债券市场风险定价的功能,更抑制了市场对风险的管理能力。^{[10]P60}因此债券市场风险防范,归根结底还是要围绕债券市场自身的市场化运作流程与规律,发挥市场机制在风险防范中的主体性功能。具体体现在以下几方面:

1. 正确认识风险生成的市场属性。就债券市场风险而言,尽管不排除个别不当行政干预的影响,但风险生成主要是债券市场自身运行中各种市场因素综合作用而产生的结果。以债券信用风险为例,债市违约的原因是多方面的,包括行业因素、政策因素、经营因素、财务因素、公司治理因素和其他一些因素。例如债市违约事件主要集中于强周期行业和产能过

剩企业,或者产生于发行人突发重大事件等。^[11]既然债券市场风险生成于市场,那么从逻辑上讲,防范债券市场风险也可以着眼于市场本身,通过完善债券市场运行的各个环节,使市场机制能够正常有效地发挥调节作用,从而有效地防范风险的生成和传导。

2. 充分尊重风险识别的市场判断。由于市场机制不能正常发挥作用,例如政府的隐性担保和刚性兑付的行业潜规则,会导致市场主体对债券市场风险的敏感度下降,从而无法正常识别风险,进而导致风险的累积乃至爆发。因此,防范债券市场风险必须要充分尊重风险识别的市场判断,使市场主体能够自行识别风险,使债券市场风险成为发行人和投资者充分考虑的客观因素,并且让流动性风险、利率风险和违约风险等真正成为债券定价的影响因素,从而使债券市场风险识别与预警能够以市场化的方式真正实现风险管理与防范。^[12]同时,要充分利用市场化主体辅助甄别债券市场风险。通过完善债券市场信用评级机制,提高信用评级公信力,通过信用评级充分揭示债券发行人及债券本身的风险,^[13]以市场化的方式帮助市场参与者识别债券市场风险。

3. 客观遵守风险处置的市场规则。债券市场“刚性兑付”饱受诟病,当前违约事件集中爆发,如何科学有效地处置违约事件关乎债券市场的稳定发展。实践中,政府隐性担保问题依然严重,债券违约处置市场化程度较低,投资者保护有待进一步加强。债券违约处置中应当合理运用破产程序,不论是破产清算抑或和解重整,制度上都应保证债权人与债务人平等协商,以市场化处置为原则,以法院充分的司法保障为后盾。应当认识到,债券违约对发行人和债券持有人都会产生损失,尽管违约责任的承担不以过错为要件,但应当考虑债券交易的社会性和经济性,违约处置基于对市场风险的识别和市场利益的平衡,应合理分配交易所产生的市场风险。^[14]概言之,债券市场参与者进行债券交易,应当以充分认识和承担债券市场风险为前提,按照市场化的原则和规则公平分担风险,在确保债券市场稳健运行的前提下,落实“买者自负、风险自担”的市场规则。

(二) 政府在债券市场风险防范中的角色实践

就债券市场而言,政府在参与债券市场活动时具有双重角色。一重为政府作为债券市场的监管者,负有维护债券市场健康稳定发展的监管责任,并且需要

从金融市场整体安全的角度防止系统性风险的发生。另一重为政府因为与作为债券发行人的国有企业和平台企业之间的密切联系,也不可避免地以某种形式成为债券市场的参与者。由于双重角色的存在,政府在债券市场风险防范的过程中难免会陷入投鼠忌器的困境,导致其往往会突破债券市场风险防范的市场化原则,造成不合理的行政干预,进而不利于市场化风险防范体系的建立。具体体现在以下几方面:

1. 政府对债券市场存在不合理管制,容易造成风险。在当前分业经营分业监管的体制下,债券市场监管机构的监管行为扭曲,成为影响债券市场进一步发展最主要的障碍。^[15]监管部门各自为政,造成债券市场分割,容易在监管竞争的压力下放松监管,选择性降低监管标准,弱化或突破投资者适当性原则,带来监管竞争和监管套利,增加系统性风险的隐患。

2. 政府对债券违约存在隐性担保,可能会妨碍风险识别和处置的市场化。尽管有关政府部门一再发文声明划清政府与企业的边界、但在实际操作中却为了“守住不发生系统性风险的底线”,在风险事件发生后积极组织各方力量协调解决,这进一步增强了市场对政府兜底的认知。^{[10]P59}政府积极介入债券违约事件的处理虽无不当,但以兜底者的身份或有意识去处置债券违约风险,可能会导致市场对于风险的敏感程度下降,不利于债券市场参与主体准确识别风险和防范风险。

3. 政府在债券市场中的不规范行为,影响了债券市场风险防范的正常进行。一方面,政府对国有企业债券违约进行积极主动的全方位干预,使得政府隐性担保和债券刚性兑付成为市场普遍预期,导致债券市场正常的风险识别、风险定价与风险处置等市场化风险防范机制失灵;另一方面,政府本身在不考虑总体额度、规模和清偿能力的情况下,通过地方政府融资平台大量发行平台债券,导致财政风险的金融化,^[16]使得风险过度向债券市场转移。造成的后果不仅包括由于行政权力的越位妨碍市场化风险防范机制的有效发挥,还有因为行政利益过度侵蚀市场而新增市场风险。

(三) 政府与市场协同下的债券市场风险防范

随着市场机制在资源配置中的决定性作用的确立,我国债券市场风险防范体系也必须围绕市场化约束机制予以构建,其内在要求就是,明确和保障债券市场风险的识别、预警和处置都按照风险生成、传导

和预防的基本市场规律开展。与此同时,为了防止债券市场风险防范过程中的市场失灵,也需要政府在尊重市场机制的前提下及时、有效、合理地介入,通过行政调节弥补市场失灵所造成的债券市场风险失控。债券市场风险防范作为一项系统工程,需要妥善平衡好政府和市场的关系,通过市场和政府的有效协同,更好地防范债券市场风险。具体而言,政府和市场协同需要符合如下要求:

1. 尊重市场规律与政府合理调节相结合。政府和市场有效结合下的债券市场风险防范需要把握以下原则:第一,明确市场机制在债券市场风险防范中的基础性作用。债券市场建立市场化法制化风险防范体系,前提在于市场化。任何偏离市场规律的风险防范机制,都难以准确把握债券市场风险生成和传导的客观特征和核心要素。只有发挥市场机制的基础性作用,才能够使债券市场风险能够通过市场化约束机制得以有效处置和预防。第二,充分并合理发挥政府调节的风险防范功能。政府全面有效的监管,以及在风险事件发生的事前事中事后阶段的积极干预,都能够在很大程度上弥补市场机制的不足和市场失灵造成的风险,从而对债券市场风险进行预防和化解。但与此同时,必须要把握好政府干预的必要限度,即只有在市场失灵的情况下、在尊重市场机制的前提下合理、有限度地进行干预。第三,实现市场规律和政府调节之间的动态平衡。市场调节与政府调节之间并没有明确的界限,两者之间应当根据债券市场风险状况的客观现实,按照最符合债券市场安全和效率的利益最大化原则相机抉择,在不越位、不缺位的前提下及时完成补位,以动态平衡和有效协作的形式做好债券市场风险防范。

2. 监管机构归位尽责与市场主体责任自担相结合。监管机构应当理顺监管体制,避免因债券市场人为割裂和监管权力的不合理分配导致套利空间和风险。中国债券交易市场由于存在不同的监管机构,不同的机构监管所依据的法律法规不同,这种不统一的监管标准不利于债券产品在市场上的交易和流通,也容易造成风险的生成。依据统一标准、由同一个监管机构进行总体监管,这样避免监管机构之间的监管竞争,能够提高监管效能,有力防范债券市场风险。^[17]从市场层面来看,应当明确信用评级机构、承销商、受托管理人、发行人等各类市场主体在构建债券市场风

险防范中的功能和责任,使各类市场主体能够以市场化的方式参与到债券市场风险防范之中。^[18]

3. 系统性风险的政府干预与一般风险的市场化处置相结合。由于需要坚守不发生系统性风险的底线,在涉及系统性风险的问题上,政府需要积极干预以避免债券市场风险传导至整个金融市场甚至危及国民经济。在发生或者可能发生债券市场系统性风险时,政府应当积极介入并采取相应措施化解和处置。而对于一般性的风险,如果是因为债券市场结构或者交易制度存在问题而导致的风险,政府也需要以监管者的角色予以及时调整。但是若只是发生在个别发行人和投资者身上的风险,则应当遵循“买者自负、风险自担”的原则,通过破产清算及和解等方式进行风险处置。易言之,政府应当着眼于系统性风险以及债券市场结构和整体运行,有限度、有节制地介入风险治理,而基于一般市场行为所产生的风险则应当由相应交易主体按照市场化的方式自行承担和化解,政府在其中只能进行监管和指导。

五、债券市场建立市场化法制化风险防范体系的框架与路径

建立市场化法制化风险防范体系,是我国债券市场风险治理现代化的必由之路。落实到具体的体系构建上,需要妥善处理好市场化和法制化之间的关系,以市场化作为风险防范体系的价值旨向和制度基础,以法制化作为风险防范体系的制度目标和实现保障,在市场化与法制化的共同要求下,建立符合风险治理现代化要求的法律制度体系。

(一) 市场化法制化风险防范体系的价值定位

债券市场建立市场化法制化风险防范体系,需要明确其基本的价值定位,以作为顶层制度设计的宗旨与依据。

首先,需要以尊重市场化约束机制为基础。市场化约束机制是债券市场风险防范体系的核心,即债券市场风险防范体系需要遵循债券市场运行的基本规律,把握债券市场风险生成、风险传导、风险处置等各个环节的市场规律,并以此为基础进行制度设计。在以往债券市场的运行过程中,具有浓厚“父爱主义”倾向的风险防范措施抑制了市场化约束机制的有效发挥,政府隐性担保和刚性兑付使得债券市场风险识别和预警形同虚设,致使市场主体忽视债券市场信用

风险。同时,银行间债券市场和交易所债券市场的人为割裂,在妨碍资金资源在不同市场正常流通配置且因监管标准差异导致套利空间的同时,也会造成风险难以按照统一的监管框架得以有效防范和控制。并且,债券市场风险过于倚重行政力量的路径依赖,使得市场化风险防范机制一方面因长期被忽视而不健全不完备,另一方面也缺乏正常发挥作用的体制机制基础。因此,债券市场建立市场化法制化风险防范体系,需要将市场化约束机制作为基础性内容,并且通过合理的制度设计保障其充分有效地发挥作用。

其次,需要以政府合理有效干预为补充。政府干预与调节,是弥补和化解市场失灵的重要手段,也是国民经济长期发展中的有益经验。面对债券市场风险防范的任务,政府应当有所作为,但同时也应把握好合理限度,避免形成对市场机制的妨碍。政府的不当干预使得关于公司债券风险水平的信息无法通过债券市场进行传递,加重了发债企业和投资者之间的信息不对称,造成了企业和投资者的激励扭曲和行为扭曲。另外政府强制性的担保要求不但没有解决公司债券市场上的信息不对称问题,反而造成了公司债券发行者和投资者的激励扭曲,结果是由政府承担了公司债券的信用风险,加重了金融体系的风险积累和经济运行的社会成本。^[19]政府在防范债券市场风险时,应当守住其干预的底线,取消其对于债券市场的强制性、不合理的干预,将决策权交还给市场机制,以市场为主体开展债券市场风险管理。但与此同时,由于债券市场风险的传导有可能造成系统性风险,政府需要对债券市场风险状况进行积极的监控与防范,避免爆发系统性风险波及整个金融体系的稳定与安全。

再次,需要以完善的法律制度为保障。市场化法制化风险防范体系,着眼于市场化即发挥市场机制的基础性作用,但最终还是要落脚到法制化即法律制度体系的建立之上。制定良好且实施有效的法律制度,是债券市场风险防范市场化约束机制有效运行的重要保障。在制度上,我国债券市场风险防范制度具有浓厚的行政管制色彩,且债券市场相关法律制度存在着零散和滞后等问题,导致我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系缺乏制度支撑。我国当前债券市场风险防范的法律制度,更多的是通过对债券市场的市场化活动进行限制,消极地避免风险。而随着市场深化的不断发展,市场化改革的全面推进,债券市

场法律制度必须对市场发挥在资源配置中的决定性作用进行充分的回应,确保市场化约束机制在债券市场风险防范中作用的有效发挥。同时,我国债券市场的制度体系不够完善,基础性法律缺乏,部门规章和自律规则比较零散,造成了债券市场法律制度体系的混乱,不利于为建立市场化法制化风险防范体系提供有效的制度保障,因此亟需进一步完善债券市场风险防范体系的制度建设。

(二) 市场化法制化风险防范体系的基本原则

我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,在遵循以市场约束机制为基础、以政府合理有效干预为补充、以完善的法律制度为保障的价值取向下,需要妥善处理和融合市场与政府、法律制度与自律规则、场内市场与场外市场、安全与效率等之间的关系,使债券市场风险防范能够在利益平衡、协调联动的基础上完成体系化构建。

第一,坚持市场调节与行政干预相协调原则。在建立市场化法制化风险体系时,需要妥善处理好发挥市场约束机制基础性和主体性作用与发挥政府合理有效干预调节的补充性功能之间的关系。市场调节与行政干预之间并不存在冲突,市场调节有时会因为市场失灵而需要行政干预予以补充,行政干预是在尊重市场调节的前提下实施的干预,且两者之间是根据债券市场运行的实际状况下完成动态平衡。^[20]但是,如何实现动态平衡、如何完成彼此协调,则需要债券市场法律制度对于政府参与债券市场风险管理进行规制。一方面要对政府进行明确授权,即规定监管部门在债券市场风险防范中的法律地位和职权范围,保障政府能够对债券市场运行中的违法行为以及可能造成风险的行为进行有力的监管,并且对投资者权益保护和防范系统性风险积极承担监管职责。另一方面要对政府行政干预行为进行有效约束,通过限定职权范围和权力清单的方式,使行政干预在市场调节面前保持其应有的谦抑,并且以严格的行政监管程序与监管责任保证权责一致。概言之,就是要转变债券市场风险防范对行政管制的僵化依赖,合理划定行政干预的边界和限度,发挥市场在资源配置中的决定性作用,促进市场化约束机制在债券市场风险防范中的应用,平衡好市场调节与行政干预在债券市场风险防范体系中的作用。

第二,坚持法律制度与自律规则相协调原则。债

券市场建立市场化法制化风险防范体系,归根结底会落实到完善债券市场风险防范的法律制度上。但是这个法律制度体系如何构成,是立法者和监管者必须厘清的基础性问题。法律制度的内容体系会在下文中提及,这里需要重视的是,在法律、行政法规、部门规章和自律规则等各类层级的法律规范大量存在的债券市场制度体系中,如何平衡好体现立法机关和监管部门意志的法律制度与体现市场共同体意思具有一定软法属性的自律规则之间的关系。事实上,债券市场自律组织处于债券市场运行的一线,以银行间交易商协会、证券交易所等为代表的自律组织,既承担着债券交易活动的组织者的角色,又承担着一线监管和自律监管的职责。这类机构制定的自律规则,在很大程度上既体现着行政监管部门的意志,又反映着作为会员的市场主体的诉求,并且可以及时、灵活地进行调整以适应市场风险状况的变化,能够很好地在市场化和行政干预之间达成平衡,从而有效地开展债券市场风险管理。因此,在我国债券市场法律制度体系的建设过程中,债券市场基础性法律制度的功能是构建债券市场风险防范体系的整体化系统化法制框架,同时也需要充分关注和肯定债券市场自律规则在债券市场风险防范制度中的重要地位。要充分肯定银行间市场自律规则和交易所自律规则在债券市场风险防范中的重要作用,但也要适时推动相关规则的法律化,提高自律规则的效力层级,实现债券市场风险防范制度体系的多元化。

第三,坚持场内市场与场外市场相协调原则。由于我国债券市场存在着银行间债券市场和交易所债券市场的二元结构,场内市场与场外市场发展不均衡、不统一,两者之间的风险状况和特征也并不完全一致。因此,要对两类不同市场类型的风险状况和防范手段进行有效区分,但也要促进两类市场实现互联,推动统一债券市场的建立并在此基础上实现债券市场风险防范体系的统一化。具体而言,由于场内市场和场外市场之间存在着监管部门不同、监管规则不同、债券品种和交易机制也不同,^[21]从而导致场内市场和场外市场的风险类型、风险特征以及风险防范手段也存在差异。我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,不是单独对场内市场或场外市场进行割裂的制度设计,而是要统筹场外市场和场内市场的协同发展,在促进两者融合的基础上构建整体化、系统

化的风险防范体系。

第四,坚持金融安全与金融效率相协调原则。我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,其核心在于防范风险,尤其是要守住不发生系统性风险的底线。在这个层面上,相关的制度设计需要对于债券市场运行的各个环节和流程进行相对严格的规制,以避免风险的生成和传导。这种对于金融安全的追求在很大程度上会抑制金融创新和债券市场活力,对金融效率可能会产生一定的减损。但是从另一个层面来看,防范债券市场风险归根结底还是要保障债券市场的有序发展。因此,防范债券市场风险既是要避免债券市场对于金融效率的过度追求而损害金融安全,但也并不一定是要以损害金融效率为代价换取金融安全,而是要通过合理的制度设计实现两者之间的平衡与协调。既要通过完善债券市场风险防范体系,对债券市场风险进行有效控制,维护债券市场的安全与稳定,但与此同时还需要鼓励债券市场创新,避免因过度防范风险而制约债券市场的正常发展,在金融安全与金融效率之间寻求合理的平衡。

(三) 市场化法制化风险防范体系的制度构建

债券市场建立市场化法制化风险防范体系是一项系统工程,需要以市场化和法制化为两大核心面向。市场化和法制化这两个面向,既是两个并列的目标,体现了债券市场风险防范体系建设中贯彻市场化改革精神,发挥市场在资源配置中的决定性作用的基本要求,也体现了加快资本市场法制建设,完善资本市场法治的基本要求。^[22]同时,市场化和法制化这两个面向又相互联系、相互影响。市场化是法制化的前提和基础,相应法律制度的建设是建立在对债券市场风险防范的市场化约束机制的充分认识的基础之上,是市场化约束机制的制度确认。法制化是市场化的发展和保障,完善的债券市场法制能够确保市场化风险防范体系功能的有效发挥。我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系,要落脚到具体的法律制度建设中来,按照风险生成、风险识别、风险监控与预警、风险分担与处置的逻辑要点进行相应的制度建设。其中核心制度主要包括以下五个方面:

第一,进一步完善债券信息披露制度。信息披露是增加市场透明度的重要手段,如何建立统一明确的信息披露标准,强化信息披露监管,提高信息披露质量,是有效防范债券市场风险的重要内容。建立契合

债券本质的信息披露制度,是防范债券市场风险产生和进行风险识别的重要环节。当前债券市场发展良好,势头猛进,信息披露存有的诸多问题也日益凸显和加剧,碎片化的模糊法制和搪塞不全的披露规定已无法充分因应市场日新月异的需求,既有格局的混沌亟需法律制度从理念和规范双重视阈进行系统化重构。具体而言,在总体思路上要秉承统一与差异二元并进,既要在顶层设计上进行统一化建构,又要在具体制度方面进行差异化安排;在基本进路上要在深入理解债券本质和特性基础上搭建以偿债能力为中心的制度设计;此外,还应以发行人、中介机构、投资者等为切入点加强必要的配套性制度建设。^[23]

第二,进一步完善债券信用评级增级制度。信用评级增级,是界定和提高债券信用等级,防范债券信用风险的有效方式。规范信用评级机构的行为,提高信用评级公信力,创新信用增级方式,是债券市场风险防范制度体系的重点内容。当前,债券市场信用评级制度为发行人付费评级模式,即由受评对象支付评级费用,容易造成评级机构为主动迎合发行人而合谋修改拟发行债券的信用等级,严重影响评级结果的真实性与有效性。对此我国公司债券市场可以逐步尝试由投资者直接向信用评级机构付费^[24],从根源上切断评级机构与发行人之间的利益链条,使其转向与投资者结成利益共同体,通过更加客观、公允地开展信用评级,向投资者揭示公司债产品风险,为投资者合理决策提供依据。同时,对公司债信用评级机构建立信用档案,通过案例评价、主管部门评价、专家评价、市场机构评价等方式对评级机构实施评价,并且根据信用水平分类对评级机构实施守信激励、失信惩戒措施,充分发挥评级机构在债券市场中的信用风险揭示和预警作用。此外,还应当充分规范债券保险、发行人关联担保等方式,完善债券信用增级制度,使得债券市场风险得以充分识别和化解。

第三,进一步完善债券登记托管结算制度。债券登记托管结算,是债券发行与交易中的核心环节,统一高效的托管结算体制能够有效地对债券市场风险进行集中监管和风险控制。我国现有的债券登记、托管和结算制度是在当时国债回购发展不规范而引发系统性金融风险的背景下应运而生的,可以说,透过债券登记、托管和结算制度的历史变迁能够厘清该制度在债券市场风险防范体系中的地位,也更有助于厘

清该制度在债券市场风险防范体系的作用。债券市场的分割化导致了我国在登记、托管和结算等一系列监管行为上的断层,这种断层会导致诸如系统性风险以及操作性风险等风险的产生。统一的债券登记、托管和结算制度在有效推动债券市场化进程的同时,也能够减少风险控制的成本,帮助完善对债券市场交易行为等的监管,从债券市场的各个交易环节上加强风险控制作用。我国的托管体系是二级托管结构体系,主要由中央国债结算公司以及中国证券结算公司两个机构分别对场外场内市场负责。虽然二者并存的托管结构体系顺应了中国债券市场的发展趋势,但是作为两种托管系统,二者缺乏进一步的沟通与合作,客观上造成了债券市场在债券、资金流通上的不充分,也间接造成了市场的分化与割裂。构筑一个完整的债券市场风险防范制度体系,必须要打通二者之间的壁垒,形成统一互联的托管体系在借鉴国外托管制度发展经验的同时,完善我国债券托管体系制度建设,加速债券市场化进程。^{[25]P103}我国的债券登记、托管和结算法律制度的源头可追溯至《证券法》中对于债券市场托管结算机构的规定,而现有的中央托管结算体系大多是依据央行等监管部门规章。现有的登记托管结算体系法律适用的层级效力不匹配,同时也制约了债券市场统一的市场化进程。

第四,进一步完善债券市场做市商制度。债券市场做市商本身是为了防范流动性风险而产生的,但随着做市商在债券市场中角色和定位的异化,导致了做市商自身也成为了造成风险的因素,包括做市商主体数量、内部治理和做市券种类类型等风险产生的内部因素,以及价格发现机制的失灵、监管与考核指标的不匹配等风险传递的外部因素等,都使得债券市场做市商的风险防范机制的失灵或低效。我国债券市场做市商制度本身起步较晚,在发展过程中还处于摸索的阶段,境外的成熟市场经验是我们主要参照的对象,通过对不同市场环境的分析,结合做市商制度的经济实质,寻找我国的缺陷根源。国外的做市商制度主要存在于场内交易,范围上还包括了期货交易,并且逐步形成了竞价交易与做市商制度交叉的混合交易模式,这些经验从做市商制度本身的建设上可以给我们一些启发。做市商本身给市场带来了一定的风险,由

于其对市场风险的影响,加强做市商自身的建设应当放在制度规范的第一位。^[26]从主体的准入到治理等方面,都是对债券市场风险防控的体现。内部控制是企业管理的基本要求,基于风险的角度,对做市商制度进行内部治理与控制的完善体现了对于风险的事前监测、事中控制以及事后的弥补机制。具体包括做市商准入的市场化以丰富做市商主体种类,改革做市商内部控制和治理,建立健全做市商风险评价体系等。债券市场中做市商制度的建设不仅要依靠内部治理,还需要合理有效的外部监管。同时,充分有效的外部市场是化解风险的首要保障。基于前面对于债券市场中风险传递的外部因素分析,针对做市商制度的特点以及现状,着重从竞争市场、价格发现机制、监控机制以及考核机制等方面进行制度建设,如引入竞争机制,考虑将债券做市商与债券承销资格、一级交易商资格三者结合起来,赋予做市商对新发债券优先认购权和优先追加认购权等。

第五,进一步完善债券市场风险分担制度。风险分担机制能够有效平衡债券市场风险对相关利益主体的影响,提高各类市场主体对市场风险的承受能力和管理能力。风险是债券市场的客观现象,完全杜绝风险几乎是不可能的,因此,如何合理分担风险是债券市场亟待解决的问题之一。在我国,债券市场的风险分担主要依靠衍生工具,市场参与者通过运用不同的衍生工具转移或对冲风险。我国的债券衍生工具的种类较少,相关制度不完善,不能充分发挥分担市场风险的作用。建立市场化法制化风险防范体系,应当打破过去的政府隐性担保和刚性兑付的路径依赖,以市场化的方式建立风险分担制度。一方面,通过债券回购、利率衍生工具、信用衍生工具、保险等方式探索多元化风险分担机制,并且为这些多元化风险分担机制的创新与发展创造良好的制度环境。另一方面,对于实际发生的风险,在政府有限度地协调处理的条件下,坚定不移地通过正常的市场化途径予以解决,例如拍卖抵押物以保证债券本息的及时清偿,实在不能清偿的发行人应当进入破产程序,实在无法清偿的,债券投资者应当按照“买者自负”的原则^[27]承担不能清偿范围内的损失。

参考文献:

- [1] 高坚. 中国债券资本市场[M]. 北京: 经济科学出版社 2009.
- [2] 马永波. 我国债券二级市场分层问题研究[J]. 证券市场导报 2015 8.
- [3] 冯果. 债券的证券本质与债券市场法制化——证券法修订背景下的债券法律体系重构与完善[J]. 证券法苑 2016 17.
- [4] 刘志云, 刘盛. 供给侧改革背景下的经济法: 挑战与回应[J]. 政法论丛 2017 4.
- [5] 巴曙松. 债券市场快速发展更需关注市场风险管理体系建设[J]. 经济 2011 6.
- [6] 谢多. 中国债券市场的改革与发展[J]. 专家论坛 2013 7.
- [7] 巴曙松. 影响我国债券市场流动性的宏观因素分析[J]. 中国财政 2013 11.
- [8] 谢海定. 中国法治经济建设的逻辑[J]. 法学研究 2017 6.
- [9] 宗军. 债券市场风险评估与控制[J]. 中国金融 2017 17.
- [10] 毛振华. 中国债券市场信用风险与违约案例研究[M]. 北京: 中国社会科学出版社 2017.
- [11] 任婉馨. 中国债券市场信用违约风险的成因分析[J]. 清华金融评论 2016 10.
- [12] 刘海龙. 债券定价与债券风险预警方法综述[J]. 系统管理学报 2016 1.
- [13] 中国人民银行常州市中心支行课题组. 我国信用评级揭示债券风险的有效性研究[J]. 金融纵横 2014 3.
- [14] 冯果, 段丙华. 债券违约处置的法治逻辑[J]. 法律适用 2017 7.
- [15] 徐忠. 中国债券市场发展的最大障碍是封建式监管[J]. 金融研究 2015 2.
- [16] 李安安. 财政风险金融化的法律控制——以地方债务置换为视角[J]. 武汉科技大学学报(社会科学版) 2016 4.
- [17] 冯果, 刘秀芬. 优化债券市场监管体系的法律思考[J]. 江西财经大学学报 2016 5.
- [18] 高榴. 我国公司债券发展中的风险、问题及对策[J]. 南方金融 2017 4.
- [19] 李丽. 公司债券市场信息不对称和政府作用[J]. 金融理论与实践 2006 5.
- [20] 蓝寿荣. 论金融法的市场适应性[J]. 政法论丛 2017 5.
- [21] 马其家. 论新时期我国金融监管体制的调整——以我国证券市场行政监管权的重配与协调为视角[J]. 政法论丛 2016 6.
- [22] 安国俊. 债券市场: 风险管理与发展创新并重[J]. 当代金融家 2016 6.
- [23] 李文. 英国债券市场的信息披露: 制度、标准与经验借鉴[J]. 金融市场研究 2013 8.
- [24] 余丽霞, 王停娜, 尚婷婷. 我国信用债市场违约问题及对策研究[J]. 西南金融 2016 11.
- [25] 冯果. 债券市场风险防范的法治逻辑[M]. 北京: 法律出版社 2016.
- [26] 马永波, 郭牧炫. 做市商制度、双边差价与市场稳定性——基于银行间债券市场做市行为的研究[J]. 金融研究 2016 4.
- [27] 杨为程. 证券交易中“买者自负”原则的检讨与反思[J]. 江汉论坛 2014 4.

Normative Logic and System Construction of the Risk Management in China's Bond Market: Based on the Marketization and Legalization of Risk Prevention System

Yuan Kang

(Law School of Wuhan University , Wuhan Hubei 430072)

【Abstract】The establishment of a market-oriented and legal-oriented system of risk prevention is a practical need to maintain a healthy and orderly development of the bond market and to effectively prevent the risk of the bond market. The marketization is the premise and basis of legalization, legalization is the development and protection of the marketization. The establishment of such a system in China's bond market is to implant the market restraint mechanism into the bond market legal system, and provide an institutional guarantee the risk identification, improve the early warning and disposal. The coordination between the government and the market is the core issues, and the modernized risk prevention system call for the legalization in accordance with the basic logic of market-oriented legal-oriented system combining the specific system in the construction of value direction and basic principle.

【Key words】bond Market; risk prevention; marketization; legalization; government and market

(责任编辑: 唐艳秋)