

## 熊猫债市场分割和证券 监管竞争与统一

唐应茂\*

**摘要:**我国熊猫债出现两个市场、两个监管机构和两套监管规则并存的局面。这种市场分割、监管分离、规则不统一的局面起到了一定正面作用和积极效果。但市场分割带来的法律适用不统一等问题,监管竞争还很不充分,熊猫债最优规则还远远没有形成。规则层面,可出台适用于机构投资者市场的单行法,将银行间债券市场定位为机构投资者市场,通过对机构投资者市场单行立法的方式解决法律适用不统一的问题,以减少监管竞争带来的负面作用。

**关键词:**熊猫债 市场分割 市场监管 监管竞争

在熊猫债的发展过程中,我国出现了两个市场、两个监管机构和两套监管规则并存的局面。2015年12月,韩国政府在银行间债券市场发行了30亿元熊猫债。银行间债券市场由中国人民银行监管,韩国政府熊猫债发行适用《人民银行法》,适

---

\* 北京大学法学院副教授、耶鲁大学法律科学博士。

用银行间债券市场规则。2017年3月,俄罗斯铝业在上海证券交易所市场发行10亿元熊猫债。上海证券交易所市场由中国证监会监管,俄罗斯铝业熊猫债发行适用《证券法》,适用上海证券交易所规则。

一个国家两个债券市场并存,两个债券市场相互独立,受不同政府机构监管,适用不同法律,这在其他国家非常少见。在世界主要金融市场,证券监管是统一的。发行股票、发行债券,发行不同债券,都由同一机构监管,适用同样的法律。比如,在美国,1933年《证券法》既适用股票发行,也适用债券发行;美国证监会既管股票发行,也管债券发行。同时,美国的债券市场是多层次市场。美国债券市场既包括私募债券市场,也包括公开发行债券市场。但是,不管是私募债券市场,还是公募债券市场,它们都归美国证监会统一管理,适用同一部1933年《证券法》,适用相同的美国证监会规则。

熊猫债两个市场并存,引发了很多有趣的问题。比如,在熊猫债领域,银行间债券市场发展相对较快,信息披露也更完善。要了解银行间债券市场发行的熊猫债信息,投资人很容易就能找到不少信息披露文件,包括境内外律师出具的法律意见书。但是,在交易所市场发行的熊猫债项目中,翻遍交易所网站也找不到律师出具的法律意见书。两个市场做法不同,其中的原因在哪里?交易所市场找不到法律意见书,究竟是因为律师作用不大,还是其他原因所致,这不得而知。但是,两个市场存在差异,这几乎随处可见。

在本文中,我希望指出的是,这种市场分割、监管分离、规则不统一的局面存在一定合理性,反映了监管竞争带来的好处。同时,从广义的证券监管来看,即从包含了证券发行和交易监管、会计和审计监管以及评级监管三项内容的证券监管来看,熊猫债的监管分离模式是广义证券监管分割模式的一种表现,从世界范围来讲并不是一个完全孤立的模式。尽管债券市场“大一统”模式被美国、日本等国家采用,我国的熊猫债监管分割模式仍有存在的基础。市场分割带来的法律适用不统一等问题,需要探索中国模式来加以解决。

## 一、统一监管模式和分割监管模式

我国债券市场的分割局面是历史形成的。<sup>〔1〕</sup>针对不同类型债券,我国形成了不同的发行机制,形成了不同的交易市场,也形成了不同的监管规则。总体而言,企业债的发行由国家发改委负责监管,金融债的发行由中国人民银行负责监管,上市公司发行的公司债由中国证监会负责监管。从二级市场来看,企业债和金融债主要在银行间债券市场交易,后者由中国人民银行负责监管,而公司债在上海、深圳两个证券交易所交易,由中国证监会负责监管。熊猫债延续了债券市场多头监管、市场分割的历史局面,形成两个熊猫债市场同时发展、两个监管机构共存、两套熊猫债规则并行的状况。与中国的市场分割监管模式不同,在主要的世界金融市场,债券市场都是统一市场、统一监管、统一规则。中国的分割监管模式显得非常独特。

### (一) 熊猫债的分割监管模式

在熊猫债的发展过程中,银行间债券市场的作用非常突出。从2014年开始,德国戴姆勒公司、<sup>〔2〕</sup>汇丰银行、<sup>〔3〕</sup>渣打银行<sup>〔4〕</sup>等国际

〔1〕 讨论我国公司债券市场多头监管的困境、造成这种困境的历史背景和路径依赖问题的文章,参见洪艳蓉:《公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展方向》,载《证券市场导报》2010年第4期。

〔2〕 关因:《德国戴姆勒初尝“熊猫债”》,载《国际金融报》2014年2月10日。转引自人民网网站,[http://paper.people.com.cn/gjjrb/html/2014-02/10/content\\_1388891.htm](http://paper.people.com.cn/gjjrb/html/2014-02/10/content_1388891.htm),2017年6月30日访问。

〔3〕 《普通金融债——2015年香港上海汇丰银行有限公司人民币债券》,载中国货币网,<http://www.chinamoney.com.cn/fe/jsp/CN/chinamoney/infoPublish/searchInfoPublishResult.jsp?entyCode=3000028310&entyName=%E9%A6%99%E6%B8%AF%E4%B8%8A%E6%B5%B7%E6%B1%87%E4%B8%B0%E9%93%B6%E8%A1%8C%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B8>,2017年9月30日访问。

〔4〕 《普通金融债——2015年渣打银行(香港)有限公司人民币债券》,载中国货币网,<http://www.chinamoney.com.cn/fe/jsp/CN/chinamoney/infoPublish/searchInfoPublishResult.jsp?entyCode=3000028997&entyName=%E6%B8%A3%E6%89%93%E9%93%B6%E8%A1%8C%28%E9%A6%99%E6%B8%AF%29%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B8>,2017年9月30日访问。

知名企业发行的熊猫债,都是在银行间债券市场完成的。大韩民国政府〔5〕加拿大不列颠哥伦比亚省政府〔6〕波兰政府〔7〕等境外主权政府发行的熊猫债,也都是在银行间债券市场完成的。银行间债券市场的境外发行人,来自欧美发达国家的多,银行间债券市场熊猫债所引起的国内外市场关注也比较多。

与此同时,在2014年年初修订的《公司债券发行与交易管理办法》中,中国证监会为在交易所市场发行熊猫债埋下了伏笔。该《管理办法》第70条规定,“境外注册公司在中国证监会监管的债券交易场所的债券发行、交易和转让,参照适用本办法”。根据该条规定,境外注册公司,也可以在交易所市场发行熊猫债。据媒体报道,宝龙地产、碧桂园、中国燃气、世茂房地产、海航集团、汇源果汁和俄罗斯铝业都在上海证券交易所完成了熊猫债私募发行。〔8〕越秀交通基建则在上海证券交易所完成了首单公开发行熊猫债项目。〔9〕

〔5〕《外国主权政府人民币债券——大韩民国2015年人民币债券》,载中国货币网,<http://www.chinamoney.com.cn/fe/jsp/CN/chinamoney/infoPublish/searchInfoPublishResuIt.jsp?entyCode=3000029029&entyName=%E5%A4%A7%E9%9F%A9%E6%B0%91%E5%9B%BD>,2017年9月30日访问。

〔6〕《加拿大不列颠哥伦比亚省2016年度第一期人民币债券》,载中国货币网,<http://www.chinamoney.com.cn/fe/jsp/CN/chinamoney/infoPublish/searchInfoPublishResult.jsp?entyCode=3000029144&entyName=%E5%8A%A0%E6%8B%BF%E5%A4%A7%E4%B8%8D%E5%88%97%E9%A2%A0%E5%93%A5%E4%BC%A6%E6%AF%94%E4%BA%9A%E7%9C%81>,2017年9月30日访问。

〔7〕《波兰共和国国库(由财政部长代表)2016年度第一期人民币债券》,载中国货币网,<http://www.chinamoney.com.cn/fe/jsp/CN/chinamoney/infoPublish/searchInfoPublishResult.jsp?entyCode=3000029632&entyName=%E6%B3%A2%E5%85%B0%E5%85%B1%E5%92%8C%E5%9B%BD%E5%9B%BD%E5%BA%93%28%E7%94%B1%E8%B4%A2%E6%94%BF%E9%83%A8%E9%95%BF%E4%BB%A3%E8%A1%A8%29>,2017年9月30日访问。

〔8〕有关宝龙地产、碧桂园、中国燃气等熊猫债情况,参见《交易所熊猫债发行升温》,2016年6月23日,载财新网,<http://finance.caixin.com/2016-06-23/100957593.html>,2017年7月30日访问。有关俄罗斯铝业熊猫债发行报道,载《俄罗斯铝业联合公司首期熊猫债券顺利发行》,上海证券交易所网站,[http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20170317\\_4252022.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20170317_4252022.shtml),2017年9月30日访问。

〔9〕《首只交易所市场公募熊猫公司债问世 越秀交通拔得头筹》,载新华网,[http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-03/25/c\\_128832324.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-03/25/c_128832324.htm),2017年9月30日访问。

熊猫债市场的分割,从法律适用角度来讲,它带来了《证券法》的统一适用问题。2005年修订的《证券法》第2条规定,“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院认定的其他证券的发行和交易,适用本法”。《证券法》并没有对“公司债券”进行定义。从文义解释角度来看,境外企业发行的熊猫债是在我国境内发行的债券,可以理解为属于“公司债券”的范畴。《证券法》适用于企业类熊猫债的发行和交易,这是一种可能的解读。但是,根据《人民银行法》第32条第4款规定,中国人民银行对银行间债券市场行使管理权,也对银行间债券市场发行熊猫债行使管理权。从实践来看,《证券法》不适用于银行间债券市场发行和交易的熊猫债,上海证券交易所发行的熊猫债,也不受《人民银行法》的管辖,这是业内较为通行的解读。

银行间债券市场熊猫债适用《人民银行法》,上海证券交易所市场熊猫债适用《证券法》,两个熊猫债市场的上位法不同。同时,两个市场适用的部门规章和规则也不同。比如,《公司债券发行与交易管理办法》由中国证监会颁布,在上海证券交易所市场发行熊猫债,这是需要遵守的主要部门规章;而中国人民银行颁布的《全国银行间债券市场债券交易管理办法》和《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》虽然不直接适用于熊猫债,但它们是境内发行人需要遵守的部门规章,境外发行人发行熊猫债时,通常也需要参考相关的规定。此外,银行间市场交易商协会是银行间债券市场的自律组织,它发布的各种债券发行和承销规则,与上海证券交易所发布的规则一样,分别成为两个市场发行和交易熊猫债需要遵守的规则。

因此,适用法律不同、监管机构不同、投资者群体不同,熊猫债延续了我 国债券市场分割和多头监管的局面,形成了带有非常强烈中国色彩的债券监管模式。

## (二) 债券市场的统一监管模式

从世界主要金融中心所在地来看,无论是美国、英国,还是我国香港,统一的证券法适用于股票和债券、适用于不同类型的债券,同一证券监管机构同时负责股票和债券的监管,这是一个普遍的做法。从已经完成熊猫债发行的境外机构所在国来看,如加拿大、韩国、德国

等国,<sup>[10]</sup>他们也采取同样做法。

比如,美国1933年《证券法》第2(a)条对证券的定义做了列举式的规定,包括股票(stock),也包括债券(bond或debenture)和债务凭证(evidence of indebtedness)。同时,该法第6条规定,发行人向美国证监会注册“证券”(securities),注册的方式是提交注册文件(registration statement)。因此,从法律层面看,美国1933年《证券法》统一适用于股票和债券,美国证券法统一监管股票和债券。

从美国证监会发布的部门规章来看,同一规则既适用股票,也适用债券;不同类型债券,适用规则因为债券类型不同可能不同,但不会因为交易市场不同而不同。比如,美国证监会发布的F-3表格(Form F-3),是关于美国上市公司增发的规则,并且是“储架发行”(shelf registration)的简易发行规则。所谓“储架发行”,就是发行人可以提交证券发行申请,美国证监会批准后,或者在不需要批准的情况下符合发行条件后,发行人可以在未来若干年内,根据市场情况随时发行证券。F-3表格既适用于股票增发,也适用于债券发行。不同市场的上市公司发行债券,也同样适用F-3表格的规定。

比如,百度是美国上市公司,在纳斯达克挂牌,2012年,百度向美国证监会提交了F-3表格,表明其计划发行债券。<sup>[11]</sup>中国电信也是美国上市公司,但它在纽约股票交易所挂牌。2003年,中国电信向美国证监会提交了F-3表格,表明其计划向美国证监会注册若干数量的股票和债券,在未来若干年内根据市场情况具体确定发行股票还是发行债券,发行多少数量和金额的股票或债券。<sup>[12]</sup>百度和中国电信发行和交易债券的市场不同,一个是纽约股票交易所,另一个是纳斯达克证券交易所,但上市后发行债券,都适用美国证监会发布的F-3表格,也都由美国证监会统一监管。

---

[10] Marcus Best and Jean - Luc Soulier, *International Securities Handbook (Third Edition)*, Wolters Kluwer, 2010.

[11] 美国证监会网站: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1329099/000119312512451829/d432231df3asr.htm>, 2017年9月30日访问。

[12] 美国证监会网站: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1191255/000119312504042130/df3a.htm>, 2017年9月30日访问。

因此,同一部证券法律统一适用于股票和债券,统一适用于不同类型、不同市场的债券,同一证券监管机构负责监管股票和债券发行、负责监管不同类型和不同市场的债券,这种债券统一监管模式是境外主要金融市场的惯常做法,与我国的分割监管模式完全不同。

## 二、为什么出现分割监管的中国模式?

为什么中国债券市场出现多头监管的局面?这里面的原因很多,也不属于本文讨论的范围。但是,熊猫债为什么延续了这种多头监管的局面,除了路径依赖带来的惯性以外,监管分割带来监管竞争,监管竞争推动解决了技术问题,这是熊猫债延续了分割监管模式的重要原因。

### (一) 监管竞争在债券市场发展中的正面作用

在部门规章、市场规则层面,交易所市场和银行间债券市场都有各自的优势和不足。究竟哪一个更好,现在下结论还为时尚早。总的来讲,同交易所市场债券规则相比,银行间债券市场规则的原则性较强,弹性较大,对发行人的限制相对较少。这是近十年来银行间债券市场发展迅猛的重要原因之一。

比如,中国证监会颁布的《公司债券发行与交易管理办法》第17条和第18条规定,公开发行债券需要满足部分资信条件,包括“发行人最近三个会计年度实现的平均可分配利润不少于债券利息的1.5倍”等财务指标条件,也包括“中国证监会根据投资者保护的需要规定的其他条件”这类兜底性规定,还包括“不存在严重损害投资者利益和社会公众利益的其他情形”这类原则性规定。这类发行条件或者不一定适用于境外机构,或者容易造成监管寻租、审核效率不高等诸多问题。

反观中国人民银行和银行间市场交易商协会的债券规则,如《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》,设置的限制性条件很少,一共只有21条,不到1700字,与交易所的管理办法70多条10000多字规定相比,非常简洁,基本没有这些财务指标或者不具有操作性的限制性规定。

从实际效果来看,银行间债券市场采用较为原则、宽松的债券管理规则,同时,在审核流程上采用债券发行注册制,效率较高、也比较公开,在不到十年的时间,银行间债券市场就发展成为全球第三大债券市场,仅次于美国和日本。债券发行规模大大超过交易所市场的债券发行规模。2016年,全国共发行各类债券36.1万亿元,其中,在银行间债券市场注册发行的债券金额为32.2万亿元人民币,在交易所市场发行的债券金额仅为3.9万亿元。<sup>[13]</sup>从发行金额来看,银行间债券市场和交易所市场相比,前者遥遥领先。

## (二) 监管竞争在熊猫债市场发展中的积极作用

从近年来熊猫债的发展来看,熊猫债能够得到迅猛发展,尤其是在银行间债券市场得到快速发展,这和证券监管竞争也有直接关系。

熊猫债的发行主体包括国际开发组织、外国主权政府、境外金融机构和境外非金融机构。国际开发组织熊猫债情况较为特殊,由中国人民银行、中国证监会、财政部和外管局共同管理,主要由财政部负责。<sup>[14]</sup>在国际开发组织熊猫债发行监管中,中国人民银行和中国证监会没有直接竞争。但是,就外国主权政府、境外金融机构这两类境外主体而言,它们几乎成了银行间债券市场的独有发行主体。比如,大韩民国政府、汇丰银行、渣打银行都是在银行间债券市场完成了熊猫债发行,没有在交易所市场发行熊猫债。

银行间债券市场之所以能够“胜出”,既有历史原因,比如金融机构发行的债券(金融债)一直由中国人民银行负责管理;也有政策原因,即中国人民银行在政府推动人民币国际化背景下的特殊优势。中国人民银行负责管理人民币,也负责人民币国际化工作。外国主权政府持有人民币资金,在境内和境外使用人民币,都由中国人民银行负责管理。因此,外国主权政府发行熊猫债,也自然成为中国人民银行管理的领域。

---

[13] 中国人民银行:《2016年金融市场运行情况》,载 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3241712/2017012217050243373.pdf>, 2017年9月30日访问。

[14] 参见2010年9月中国人民银行、财政部、中国证监会和外汇管理局等四个部委颁布的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》。



进一步讲,在实现人民币国际化这一宏观政策目标的指引下,通过吸引外国政府发行熊猫债,也部分解决了影响熊猫债发行的关键技术问题,这实际上是监管竞争的另一个正面效果。比如,2010年,中国人民银行等四部委颁布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》,该办法第11条规定,“发行人民币债券的国际开发机构应当按照中国企业会计准则编制财务报告,除非该国际开发机构所采用的会计准则经财政部认定已与中国企业会计准则实现了等效”。虽然前述会计等效认可规则仅适用于国际开发机构,但是,从负责管理会计事务的财政部角度来看,会计等效认可规则也应该适用于发行熊猫债的其他境外主体。

从目前来看,与中国会计准则实行了等效认可的仅有欧洲国家采用的国际会计准则和我国香港地区采用的香港会计准则。那么,亚洲、北美等诸多国家采用的会计准则,都没有被财政部认定为与我国会计准则等效。因此,如果采用前述会计等效认可规则的话,采用加拿大会计准则的加拿大不列颠哥伦比亚省,不采用任何会计准则的大韩民国政府,都无法发行熊猫债。不过,由于中国人民银行在管理人民币、推进人民币国际化方面的独特作用,在人民币国际化的背景下,在推动人民币加入特别提款权货币篮子的背景下,在主权政府熊猫债的特殊场景下,前述会计准则障碍得到了解决或部分解决,这些境外主体最终完成了发行,部分突破了上述会计规则方面的限制。

因此,熊猫债在银行间债券市场得到迅速发展,它是中国人民银行和其他有关部门,包括中国证监会和财政部,之间竞争的结果,这是中国式的证券监管竞争。这种监管竞争有其积极、正面的意义,也得到了境外发行人的认可。比如,在完成熊猫债发行之后,加拿大不列颠哥伦比亚省财政厅长 Micheal De Jong 在接受记者采访时表示,该省发行熊猫债面临着诸如国内外会计准则差异、国内外评级标准不同等“水土不服”,上述挑战都可能变成绊脚石,“但我们对于中国央行和监管者的创新思维和办事效率印象深刻,事情的推进速度远远快于预期”。<sup>[15]</sup>

---

[15] 《加拿大 BC 省牵手熊猫债 债市开放再加速》,载凤凰网财经网,[http://finance.ifeng.com/a/20151207/14111960\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20151207/14111960_0.shtml),2017年9月30日访问。

### (三) 监管竞争的理论基础

因此,熊猫债出现的“市场分割”局面,债券监管竞争是非常重要的原因。监管竞争虽然带来法律适用不统一的问题,但也带来了正面效果,不少学者对此都有非常详尽的论述。20世纪90年代,美国耶鲁法学院罗伯塔·诺玛诺教授(Roberta Romano)提出了国际证券监管竞争(international securities regulatory competition)的概念,侧重讨论国家间证券监管竞争如何影响证券监管和公司治理水平。<sup>[16]</sup>诺玛诺教授提出证券监管竞争的概念,受到芝加哥自由经济学派的影响。她认为,好的证券监管制度,应该赋予证券发行人以选择权,允许发行人自由选择去哪个国家、哪个市场发行证券。通过赋予发行人自由选择权,促进不同国家、地区证券法律制度的竞争,从而促进最优公司治理机制的形成。诺玛诺教授的证券监管竞争理论,深受20世纪80年代有关美国各州公司法竞争是“竞低”(racing to the bottom)还是“竞高”(racing to the top,也译作“登顶比赛”)争论的影响,实际上是美国公司法领域有关州与州竞争在证券法领域的一个衍伸版本。<sup>[17]</sup>

无论在学术界还是在实务界,有关国际证券监管竞争的讨论一直延续至今。与中国有关的议题,既包括中国企业海外上市的话题,<sup>[18]</sup>也包括2014年阿里巴巴美国上市引发的香港证券法是否失去竞争力的讨论。<sup>[19]</sup>就前者而言,中国企业选择海外上市,实际上是我国大陆的证券法律制度和境外(我国香港地区和美国、英国等国家)证券法律制度竞争的结果。大陆的证券法律制度缺乏吸引力,发行上市的门槛高,发行审核流程效率低,由此导致中国移动、百度等大量优质中国企

---

[16] Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulations*, Yale Law Journal, June, 1998.

[17] Roberta Romano, *State Competition for Corporate Charters: The State Competition Debate in Corporate Law*, in Roberta Romano, *Foundations of Corporate Law*, Foundation Press, 1993.

[18] Erica Fung, *Regulatory Competition in International Capital Markets: Evidence from China in 2004 - 2005*, NYU Journal of Law and Business, Fall, 2006; 陈维曾:《制度套利:中国经济实力全球扩张和国际资本市场》,载吴志攀主编:《北大法律和金融评论》,法律出版社2014年版,第29~53页。

[19] 《香港交易所婉拒阿里巴巴 李小加:公众利益永远第一》,载搜狐财经网, <http://business.sohu.com/20130926/n387271676.shtml>, 2017年9月30日访问。

业选择去香港、美国上市。就后者而言,阿里巴巴坚持实施合伙人制度,阿里巴巴的合伙人仅持有阿里巴巴的少数股权,但有权控制董事会多数成员的提名。香港监管机构认为,阿里巴巴的合伙人制度违反了同股同权原则,容易侵犯小股东权益。因此,阿里巴巴决定放弃在香港联交所上市,转而选择去纽约证券交易所上市,因为美国的证券法能够接受阿里巴巴的合伙人制度。

所以,熊猫债发展过程中出现的市场分割、监管不统一的局面,虽然存在诸多弊端,与国际惯常做法也不一致,但它背后存在理论支持,也与中国需要解决的实际问题相契合,具备一定的现实合理性。

### 三、熊猫债分割监管模式是否真的独特?

进一步讲,熊猫债发展过程中形成的分割监管与国际惯常做法不符,这是放在相对狭义的证券监管范围来看的。所谓相对狭义的证券监管,指的是仅仅针对证券发行和交易行为的监管,不包括对证券中介机构的监管,也不包括对与证券发行和交易密切相关的会计审计和评级的监管。如果从广义范围去界定证券监管,那么,世界各国的证券监管体制大相径庭,差异极大。

比如,在我国,证券公司由中国证监会负责监管,对证券公司的监管被纳入了《证券法》的范畴,被纳入了我国证券监管的范畴;而在美国,对证券公司、投资银行的监管属于自律监管,由自律组织美国金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority)负责,不属于美国证监会直接监管的范畴。

如果将会计审计监管纳入广义证券监管的范畴,把评级监管也纳入广义证券监管的范畴,从这一范畴来看各国监管体制,监管统一的程度则出现了很大的不同。在美国,美国证监会统一监管证券发行和交易、会计审计以及评级,美国属于“大一统”证券监管模式。但是,在欧盟,证券发行和交易以及评级在某种程度上实现了统一监管,而在会计审计监管领域,还没有纳入统一证券监管的范畴,属于一定程度的分割监管模式。因此,我国熊猫债发展中形成的分割监管模式,在某种意义

上属于证券分割监管模式的一种表现,在世界范围来看,并不属于孤例。

### (一)“大一统”证券监管模式

美国是比较典型的“大一统”证券监管模式。“传统”的证券发行和交易,与证券发行和交易密切相关的会计审计事务,以及近十年来才纳入监管的债券评级,都由美国证监会统一负责监管。

美国证监会对“传统”证券发行和交易的监管,早在1933年《证券法》和1934年《证券交易法》中就得到了确认。比如,1933年《证券法》第6条就明确规定,“任何证券都可以向美国证监会注册,只要提交三份注册报告……”作为上位法的《证券法》明确规定了美国证监会的监管权。

美国证监会对会计审计的监管始于2002年的《萨班斯—奥克斯利法》。该法第3条规定,美国证监会应该颁布规章和规则以执行《萨班斯—奥克斯利法》。根据《萨班斯—奥克斯利法》要求,美国设立了公众公司会计监督委员会,由它负责美国境内外审计机构的监管。根据该法第101条,美国公众公司会计监督委员会的主席由美国证监会任免,美国证监会还有权罢免该委员会的其他成员。美国证监会是美国公众公司会计监督委员会的上级领导,通过监管后者来实现对会计审计事务的监管。

美国证监会对评级机构的监管要晚很多。1975年,美国证监会提出了“全国认可的评级机构”概念,并将穆迪、标普和惠誉认定为“全国认可的评级机构”。但是,对评级机构的监管直到2006年《信用评级机构改革法》颁布后才实现。该法第4条规定,“选择被认定为‘全国认可的评级机构’的评级机构,需要向美国证监会提出申请……”

因此,美国证监会集证券发行和交易监管权、会计审计监管权和评级监管权于一身,几乎涵盖了证券监管涉及的各方面内容。美国模式是比较典型的“大一统”证券监管模式。与美国类似,日本模式也类似于“大一统”监管模式。日本的金融厅(Financial Services Agency)既负责传统的证券发行和交易的监管,也负责会计审计机构和评级机构的监管。<sup>[20]</sup>

---

[20] *List of Licensed (Registered) Financial Institutions*,载日本金融厅网站,<http://www.fsa.go.jp/en/regulated/licensed/index.html#06>,2017年9月30日访问。

## (二) 分割证券监管模式

像美国这样的“大一统”证券监管模式,在世界上恐怕只是少数。在证券发行和交易、会计审计以及评级这三个领域,从不同国家来看,统一监管程度存在差异。以欧盟为例,且不说欧盟法律和欧盟成员国法律之间的复杂关系,仅就欧盟法律层面的统一监管程度而言,前述三个领域的统一监管程度和方式仍然存在相当大的差异。

就传统证券发行和交易而言,欧盟层面的主要法律是2003年颁布的《欧盟募集说明书指令》,<sup>[21]</sup>以及2004年颁布的《欧盟持续信息披露指令》。<sup>[22]</sup>这两个指令是欧盟委员会颁布的,但其执行主要依赖于成员国的证券监管机构。比如,《欧盟募集说明书指令》第21条规定,“每一成员国应该指定一个有关的中央行政机构负责履行本指令项下的义务……”在欧盟层面,根据《欧盟募集说明书指令》第24条规定,欧盟证券委员会(European Securities Committee)协助欧盟委员会执行该指令。但是,这个委员会由欧盟成员国证券监管机构代表组成,相当于一个反映成员国意见的机构,其主要职责是协助欧盟委员会指定落实欧盟指令的规则或措施,并非欧盟委员会的常设政府部门。<sup>[23]</sup>

就会计审计监管而言,在欧盟层面,主要是通过等效认可机制来认定某一个国家的会计准则是否与欧盟的国际会计准则等效,认定某一个国家的审计监管体系是否与欧盟的审计监管体系等效,只有被欧盟

[21] 该指令英文全名为 DIRECTIVE 2003/71/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, 载欧盟网站, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0071&qid=1498790429558&from=EN>, 2017年9月30日访问。

[22] 该指令英文全名为 DIRECTIVE 2004/109/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, 载欧盟网站, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0109&qid=1503542992357&from=EN>, 2017年9月30日访问。

[23] 参见欧盟网站对该委员会职责的介绍, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-progress/regulatory-process-financial-services/expert-groups-comitology-and-other-committees/european-securities-committee\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-progress/regulatory-process-financial-services/expert-groups-comitology-and-other-committees/european-securities-committee_en), 2017年9月30日访问。

认定为等效的其他国家会计准则,或者被欧盟认定为等效的其他国家审计机构,才能够在欧盟境内使用或者执业。会计和审计的等效认可机制由欧盟委员会直接负责。究竟哪些会计准则被认定为等效、哪些国家的审计监管体系被认定为等效,这都是通过欧盟委员会决定方式来加以公布。从这个角度来讲,会计审计的等效认可机制由欧盟委员会直接负责,没有交给任何证券监管机构意义上的组织来实施。

与前两个领域不同,在评级监管领域,欧盟集中监管程度很高。在传统证券发行与交易监管和会计审计监管领域,欧盟层面的执行力度相对较弱,主要依赖于成员国监管机构来具体执行监管。而在评级监管领域,对评级机构的注册、第三国评级机构的认证等等监管措施,都由欧盟设立的欧洲证券和市场局(European Securities and Markets Authority)统一负责。因此,在评级监管领域,欧盟不仅通过颁布指令来统一规则,还通过单独设立的部门直接行使监管权力。

从上述三个领域监管来看,即便在欧盟层面存在一定程度的统一,主要是规则意义上的统一,但在具体监管上,在不同领域,有无常设监管机构、监管机构在政府内的层级高低(如由欧盟委员会监管还是由欧盟委员会下设部门监管)都存在不同,不属于“大一统”的监管模式。从欧盟成员国的监管情况来看,其中的差异就更大。限于篇幅,我在此不一一讨论,仅举一个例子来加以说明。

2005年12月,欧盟委员会设立了“欧洲审计监督机构小组”(European Group of Public Oversight Bodies),相当于欧盟成员国负责审计监督机构的联席会议。该小组设立后曾经发布过一个报告,介绍2006年到2008年小组的工作情况。<sup>[24]</sup>其中,报告的末尾有一个附件,列出了欧盟各个成员国负责审计监管的机构名称。从这个附件来看,欧盟成员国的审计监管机构五花八门,什么类型的机构都有。

比如,英国负责审计机构监管的是自律组织,名为“财务报告委员会—职业监管委员会”(Financial Reporting Council—Professional

---

[24] 该报告英文全名为 Report of the European Group of Auditors' Oversight Bodies (EGAOB), 载欧盟网站, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/auditing/docs/relations/10122008\\_egaob\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/relations/10122008_egaob_report_en.pdf), 2017年9月30日访问。

Oversight Board);法国也是类似情况,由自律组织负责审计监管[ Haut Conseil du Commissariat aux Comptes (H3C)];而在德国、奥地利这些国家,审计机构由政府专门设立的审计监管机构负责监管,如德国的“审计师监管委员会”[ Auditor Oversight Commission (AOC)]和奥地利的“审计质量控制监督委员会”(Audit Quality Control Oversight Board);而在丹麦、拉脱维亚这些小国家,它们没有设立专门的审计监管机构,而是由政府财政或经济管理部门负责审计机构的监管,如丹麦的“商业和公司管理局”(Danish Commerce and Companies Agency)或拉脱维亚的财政部(Ministry of Finance)。因此,至少从这些审计监管机构的名称就可以看出,欧盟各成员国对审计机构的监管与传统证券监管也几乎都是分离了,没有形成类似美国的“大一统”证券监管机制。

因此,如果从广义的证券监管范畴来看监管统一问题,既存在美国、日本这样的“大一统”证券监管模式,也存在欧盟及其成员国的分割证券监管模式。我国熊猫债出现的监管分割情况,从某种意义上讲,可以看作是分割证券监管模式的一个样本。从世界范围来看,我国的模式并不完全是一个孤例。如果把广义证券监管看作一个谱系,“大一统”模式大概位于这个谱系的最右端,或者说位于证券监管发展演进的最前端,我国的证券分割监管模式位于这个谱系的最左端,或者说位于证券监管发展演进的初级阶段,而欧盟的分割监管模式大概处于这个谱系的中间位置。

#### 四、监管竞争还是监管统一?

如果“大一统”证券监管模式是证券监管发展的方向,那么,结束熊猫债两个市场分割、两个监管机构并存、两套规则并行,促进监管统一似乎是一个必然的选择。但是,这样的逻辑可能过于简单。即便监管统一是未来的方向,这并不等于现在就要开始统一,也不等于我们不能尝试继续分割的局面,为未来的统一创造条件。实际上,在笔者看来,美国、日本的“大一统”监管模式不仅仅只是一个特例,而且,它的

形成,尤其是审计监管和评级监管纳入证券监管之中,也仅仅是最近二十年的事情,它是否真正代表了证券监管的发展方向,这是一个可以存疑的问题。欧洲的不少国家,包括英国这样的世界金融中心国家,至少从审计监管来看,将其并入广义的证券监管恐怕仍然会是一个很长的历史过程。因此,更为现实的问题恐怕是,从传统的债券发行和交易来看,从狭义的证券监管范畴来看,我国是否应该结束目前的监管分割局面?在我看来,监管竞争虽然存在诸多弊端,但是,就我国目前的情况来看,监管竞争还很不充分,熊猫债最优规则还远远没有形成。继续维持监管竞争格局,对于统一市场的形成至关重要。

### (一)熊猫债监管竞争的现实空间

为什么说监管竞争还很不充分?从实践来看,目前两个市场的竞争主要集中在公司信用债领域,也就是境外非金融企业发行熊猫债领域。而其他几类主体发行熊猫债,两个市场之间实际上没有任何监管竞争。

比如,国际开发组织发行熊猫债目前主要由财政部负责审批,在银行间债券市场发行和交易;外国主权政府发行熊猫债主要由中国人民银行和交易商协会负责审批、注册,在银行间债券市场发行和交易;而境外金融机构发行熊猫债主要由中国人民银行负责审批,也在银行间债券市场发行和交易。就这三类熊猫债在来讲,他们都在银行间债券市场完成和交易,市场发行和交易监管由中国人民银行和交易商协会负责,不存在监管分割的情况。同时,国际开发组织熊猫债的发行,主要由财政部负责,也不存在监管分割的情况。

就国际开发组织熊猫债市场而言,它的发展速度一直很慢。从2005年到现在,只有国际金融公司、亚洲开发银行发行了几笔熊猫债。为什么国际开发组织熊猫债市场发展缓慢?这里面的原因很多。比如,在很长的一段时间里,我国将国际开发组织视为欧美主导的国际开发组织,控制欧美主导的国际开发组织进入中国资本市场,这与资本市场对外开放一致采取的谨慎立场是一致的。但是,随着我国主导的金砖银行、亚投行的崛起,并非所有国际开发组织都是欧美主导的国际开发组织,“一刀切”地限制国际开发组织在我国发行熊猫债,这实际上是限制了我国主导的国际开发组织的融资能力,尤其是在本土人民币市场的融资能力。



但是,在财政部一家主导国际开发组织熊猫债发行审批的情况下,在没有外部竞争的情况下,国际开发组织熊猫债审批规则的修改一直很难提上日程。实际上,从2010年该规则被修订以来,至今都没有做过任何调整,它实际上成为阻碍我国主导的国际开发组织进入我国资本市场的法律障碍。在很难通过调整规则的情况下,2016年9月,中国人民银行批准国际复兴开发银行,即世界银行,在银行间债券市场发行了特别提款权计价的债券。<sup>[25]</sup>

2015年年底,人民币加入了国际货币基金组织的特别提款权货币篮子。世界银行发行的特别提款权计价债券由人民币结算,但是,从技术层面来讲,特别提款权计价的债券并不等于人民币计价的债券。因此,至少从文义解释角度来看,世界银行发行的特别提款权计价债券不适用于2010年《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)。由于人民币国际化、人民币“入篮”等事务由中国人民银行负责,世界银行发行特别提款权债券也顺理成章的由中国人民银行负责审批。

因此,在人民币国际化的背景下,中国人民银行成功地获得了国际开发组织的部分债券发行审批权,这是熊猫债发展中持续监管竞争的例子。实际上,中国人民银行通过对世界银行特别提款权债券的审批,也从事实上调整了2010年《暂行办法》中的诸多限制,为未来国际开发组织人民币债券发行规则的调整打下了基础。

比如,2010年《暂行办法》第9条规定,国际开发组织在中国境内发行人民币债,必须“经在中国境内注册且具备人民币债券评级能力的评级公司评级”。《暂行办法》第17条规定,国际开发组织“发行人民币债券所筹集的资金,应用于中国境内项目”。募集资金必须在中国境内使用的要求,与人民币国际化的目标是背道而驰的;境内注册评级机构的评级要求,也一直被国际开发组织所诟病。为此,在世界银行

---

[25] 《国际复兴开发银行2006年第一期特别提款权债券》,载中国货币网,<http://www.chinamoney.com.cn/fe/jsp/CN/chinamoney/infoPublish/searchInfoPublishResult.jsp?entyCode=3000029648&entyName=%E5%9B%BD%E9%99%85%E5%A4%8D%E5%85%B4%E5%BC%80%E5%8F%91%E9%93%B6%E8%A1%8C>,2017年9月30日访问。

发行的特别提款权债券中,这两个要求都事实上被放弃了。比如,世界银行在其募集说明书中披露,“本债券没有被任何评级机构评级”,并且,募集资金“将用于发行人的一般运营用途”,并未强调必须在中国境内使用。<sup>[26]</sup>

世界银行发行特别提款权债券的例子,仅仅是监管竞争继续发挥正面作用的一个例子。可以预见,由于目前已经存在的市场分割状况,监管机构在没有竞争压力下存在习惯性采取固有立场的倾向,依赖没有竞争压力下监管机构自身调整规则存在的困难,在那些形成“监管垄断”的熊猫债市场,哪怕是在熊猫债发展初期一直发挥正面作用的银行间债券市场,仍然存在监管竞争的空间。在有的时候,这个空间可能还非常大。

比如,我国提出了“一带一路”的倡议,这与人民币国际化的目标具备一定的相似性,我国未来的很多工作都将围绕这一倡议展开,熊猫债的发展恐怕也不例外。“一带一路”涉及的国家,既有相对比较发达的中东欧国家,也有经济发展水平很低的中亚国家。银行间债券市场的投资人主要是商业银行等大型金融机构,它们的风险偏好相对较低。如果有还债能力相对较低,或者至少存在不确定性的发行人到我国发行熊猫债,或者如果有2014年以来受欧美制裁的俄罗斯企业,甚至是受欧美制裁的俄罗斯金融企业到我国发行熊猫债,银行间债券市场投资人因为风险偏好低而将其拒之门外,这恐怕不太符合“一带一路”的倡议。

在这种情况下,固守金融债(金融机构发行的债券)由中国人民银行批准,继续金融债领域的监管垄断,这恐怕不是一个好的思路。从最低限度来讲,我们至少应该探索在交易所市场发行该类企业熊猫债的可能性。其中原因在于,交易所市场投资者差异更大、风险偏好更高,银行间债券市场很难接受的境外企业,包括金融企业,交易所市场未必不能接受。要探索交易所市场的可能性,也就势必维持两个市场并存的格局。

---

[26] 《国际复兴开发银行2006年第一期特别提款权计价债券募集说明书》,载中国货币网,<http://www.chinamoney.com.cn/fe/Info/32223882>,2017年9月30日访问。

## (二) 熊猫债最优规则的形成

在熊猫债发展的初期阶段,银行间债券市场和交易所市场都没有发布全面的熊猫债规则。它们基本都是通过类似于“窗口指导”的方式,对有兴趣的境外发行人,对经常参与熊猫债的券商、律师、评级机构等中介,通过召开座谈会的方式,通过发布比较简单的“小册子”的方式,对发行申请需要提交的材料,对某些问题的监管态度做出指引性的提示。对于实践中迫切需要解决的问题,则在一事一议的基础上,发布简短易行的通知来加以澄清。比如,2016年12月,中国人民银行发布了《关于境外机构境内发行人民币债券跨境人民币结算业务有关事宜的通知》,对境外机构发行熊猫债如何在境内开立非居民银行账户、如何使用账户内募集资金问题做出了明确规定。

在笔者看来,在熊猫债发展初期阶段,采取一事一议的方式,不强求大而全的规则治理路径是适合中国目前情况的。从长远来看,发布熊猫债规则,审批流程透明、公开,这肯定也是未来熊猫债可持续发展的方向。至于试点审批、一事一议向规则治理的转化需要多长时间,这只能根据熊猫债的发展情况来看定,很难做出一个准确的预测。从监管竞争角度出发,从两个市场已有的规则来看,两个市场的规则各有优劣,都有其长处,但也存在各自短板。通过监管竞争的方式,形成熊猫债的最优规则,这也存在很大的现实空间。简单而言,前面提到,银行间市场的规则有弹性、公开程度高、审核效率高,这是银行间市场规则和审核层面的长处,但是,银行间市场规则仍然存在很大的完善空间,尤其是在投资者保护和发行人的证券责任制度方面存在完善空间。

比如,中国人民银行颁布了不少债券管理方面的部门规章,如2005年4月的《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》、2008年4月的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》和《全国银行间债券市场债券交易管理办法》。如前所述,这些规章的优点是相对简要,没有规定太多硬性要求,保持了规则的弹性。《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》(以下简称《管理办法》)一共就二十来条,不到两千字的篇幅,非常简洁。《管理办法》从2008年颁布至今没有任何修改,但基本支持了银行间债券市场这十年间的飞速发展。从立法技术来讲,这种简洁化、原则化的立法模式,属于一个适

应了中国发展速度的成功模式。同时,它也强调了证券法核心理念,包含了证券法的核心内容。比如,《管理办法》第7条规定,“企业发行债务融资工具应在银行间债券市场披露信息。信息披露应遵循诚实信用原则,不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏”。

但是,总体而言,银行间债券市场的各种办法、规则总体上偏重促进市场发展,侧重市场各类主体的分工和监管权限的设定,对投资者保护关注不够,对投资者保护所引发的发行人责任的界定也关注不够。从证券法理论来讲,通常而言,公开发行证券的管理和信息披露责任的规定,这是证券法最为核心的两个内容。银行间债券市场规则对公开发行证券的管理,如要求债券发行必须在交易商协会注册,这都有明确规定,与此相关的不属于公开发行的私募发行的界定,银行间债券市场规则也有涉及。但是,证券法领域关注的披露责任的性质(刑事、行政、民事责任)、免责事由的认定(如是否具有过错)等重要问题,几乎没有任何规定,或者即便有规定,规定的也不多、不细。

比如,2012年,交易商协会发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》(以下简称《披露规则》)。《披露规则》对于债券发行人应该披露什么信息,做了非常全面和细致的规定。在信息披露的责任问题上,《披露规则》也做了相对清楚的规定。比如,《披露规则》第30条规定,“企业披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,根据情节严重程度可给予警告、严重警告或公开谴责处分,可并处责令改正、责令致歉、暂停相关业务、暂停会员权利或取消会员资格处分”。同时,《披露规则》第34条还规定,“在信息披露工作中,企业、中介机构及负有直接责任的董事、高级管理人员和其他直接责任人员涉嫌违反法律、行政法规的,交易商协会可将其移交行政主管部门或司法机关处理”。

因此,从交易商协会自律组织的性质来讲,它已经对信息披露的协会自律责任以及潜在的行政和民事责任做了规定,不能说没有尽其义务。但是,由于银行间债券市场的上位法缺失,或者说《证券法》有关信息披露责任的规定能否适用于银行间债券市场的发行和交易存在不确定性,同时,交易商协会的上级主管部门,中国人民银行由于监管资源缺乏或者其他原因,也没有出台任何可做援引的有关信息披露责任的部门规章,银行间债券市场在信息披露责任上存在规则缺失或规则不细的问题。

反观交易所市场规则,无论是《证券法》,还是中国证监会颁布的部门规章,上海证券交易所发布的规则,针对信息披露的责任问题,它们都有相对清晰的规定。比如,《证券法》第69条规定,“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料,有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、上市公司应当承担赔偿责任;发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。”这是信息披露民事责任的法律基础。此外,《证券法》第193条和第231条分别规定了信息披露的行政责任和刑事责任。

从部门规章来看,中国证监会2011年4月发布了《信息披露违法行为行政责任认定规则》(以下简称《认定规则》),对什么是信息披露违法行为、如何认定违法责任、如何确认责任人员及其责任等作出了相应规定。这类规定与境外机构熟悉的证券法体系、内容更为接近,对境外机构关心的信息披露责任问题提供了一定指引,规定也相对较为细致。比如,《认定规则》第7条至第10条,对于当然构成信息披露中的虚假陈述、误导性陈述以及重大遗漏做了明确规定;《认定规则》第12条和第13条对信息披露义务人违法的客观方面考虑因素和主观方面考虑因素做了列举式规定。随着近年来信息披露执法力度的加大,中国证监会通过个案行政处罚的方式,还在不断丰富信息披露行政责任认定的考虑因素。

在信息披露方面,中国证监会的执法情况远远谈不上令人满意。但从法律框架、监管理念以及监管的细致程度而言,中国证监会及交易所市场的做法仍然值得中国人民银行和银行间债券市场参考。因此,未来熊猫债的发行和交易规则,从银行间债券市场来看,势必应该强化投资者保护和发行人证券法律责任;<sup>[27]</sup> 而从交易所市场来看,势必应

---

[27] 2015年以来,银行间市场开始出现债务违约事件。为此,银行间市场开始强化信息披露和投资者保护。比如,2016年9月8日,中国银行间市场交易商协会发布了《投资人保护条款范例》。参见《关于发布〈投资人保护条款范例〉的公告》,载中国银行间市场交易商协会网站, [http://www.nafmii.org.cn/zdgz/201609/t20160909\\_57015.html](http://www.nafmii.org.cn/zdgz/201609/t20160909_57015.html), 2017年9月30日访问。

该提高弹性、增加对境外发行人的吸引力。两个市场规则存在很大的相互学习、融合的空间。

## 五、机构投资者市场单行法

如果继续维持熊猫债市场分割的局面,如何解决潜在过度竞争、法律适用不统一等问题?毫无疑问,市场分割、监管竞争必然带来负面效果,由此带来监管协调的需求。实际上,最近两年在严控金融风险的背景下,强调监管协调、强调党的领导,在很大程度上也是对监管竞争、监管分割造成问题的回应。在这个大的背景下,熊猫债监管分割问题带来的负面后果是可控的。

从法律角度来讲,监管分割带来的法律适用不统一问题,由此造成法律对政府监管权力约束的软化,这是笔者更为担心的问题。传统的思维是应该强调法律适用的统一性,试图将《证券法》扩展适用到银行间债券市场,以此解决监管分割带来的法律适用的不统一问题。但是,监管分割是在长期的市场发展和监管变革中形成的,原因较为复杂,涉及市场利益、部门利益,短期之内要将《证券法》扩展适用到银行间债券市场仍面临一定难度,还不如考虑出台适用于机构投资者市场单行法,将银行间债券市场定位为机构投资者市场,通过对机构投资者市场单行立法的方式解决法律适用不统一的问题,减少监管竞争带来的负面作用。

### (一) 机构投资者市场单行法的可行性

从世界范围看,从证券法角度,对机构投资者市场单行立法的模式很少见。美国、欧盟、日本等国家几乎都是统一立法模式,同一部证券法既适用于普通投资者、公众或散户,也适用于机构投资者或者专业投资者。在我国,迄今为止与证券监管相关的只有《证券法》和《证券投资基金法》。后者虽然针对特定的机构投资者——证券投资基金,但是,它核心理念仍然在于保护投资基金的公众或散户。即便如此,机构投资者市场单行立法仍然具有可行性,不管是从其他国家已经存在的部分立法例来看,还是我国正在开始的投资者分类的做法来看。

比如,《金融工具和交易法》是日本有关证券监管最核心的法律。它是一部有关证券监管的全面立法,但是,它提出了专业投资者 (professional investor) 的概念,并围绕专业投资者做出了一系列规定,明确哪些《金融工具和交易法》中保护普通投资者的规定不适用于专业投资者,明确哪些《金融工具和交易法》的规定从维护市场秩序出发仍然适用于专业投资者。根据《金融工具和交易法》专业投资者的定义,东京证券交易所设立专业投资者市场 (pro - bond market), 发布该市场的发行和交易规则,由专业投资者参与该债券市场的发行和交易。《金融工具和交易法》相关规定和东京证券交易所规则构成了债券专业投资者市场的完整法律体系。

具体来讲,根据日本金融厅网站的介绍,《金融工具和交易法》将投资者分为专业投资者和普通投资者,专业投资者是根据其知识、经验和财产能够对金融交易进行适当风险管理的投资人。为此,《金融工具和交易法》对专业投资者的类别进行了列举性的规定。专业投资者包括合格机构投资者、日本政府 (the State)、日本中央银行,以及日本内阁根据该法第 2(31) 条规定通过内阁条令 (Cabinet Office Ordinance) 方式确认的法人。后者是一个持续的过程。被内阁条令确认为专业投资者的法人包括上市公司 (issuer companies of listed share certificates)、特殊目的公司、股本 5 亿日元以上的股份公司以及外国法人等。<sup>[28]</sup> 此外,该法律还规定了专业投资者和普通投资者的相互转换机制,限于篇幅,在此不做讨论。<sup>[29]</sup>

日本《金融工具和交易法》区分专业投资者和普通投资者,其出发点在于,这些专业投资者所具备的知识、经验和财产不同于普通大众,《金融工具和交易法》减少信息不对称的监管措施的目的是保护普通大众,这些监管措施不需要适用于专业投资者。通过减少对专业投资者的保护,能降低金融过度管制带来的交易成本,以此提高日本在全球

[28] *FAQ on Financial Instruments and Exchange Act July 2015 Financial Services*, 第 76 ~ 81 页,载日本金融厅网站,[http://www.fsa.go.jp/en/laws\\_regulations/faq\\_on\\_fica.pdf](http://www.fsa.go.jp/en/laws_regulations/faq_on_fica.pdf), 2017 年 9 月 30 日访问。

[29] 简单而言,符合条件的普通投资者可以以一定方式转换为专业投资者,同注[28],第 81 页。

金融市场的竞争力。因此,《金融工具和交易法》对那些旨在保护普通大众而不适用于专业投资者的监管措施做了列举和排除。最常见的例子是交易完成前澄清交易条款的要求、交易完成前“交付文件”的要求。也就是说,股票或债券发行过程中,发行人说明股票或债券的主要条款和条件,必须交付(deliver)募集说明书给投资人这类旨在保护普通大众的要求,统统不适用于专业投资人。实际上,这类要求相当多。日本金融厅将《金融工具和交易法》的这些规定分为四类,涉及近20条法律的规定。<sup>[30]</sup>

当然,《金融工具和交易法》的监管措施并不完全都是为了保护普通大众的,部分监管规定是为了维护市场秩序,甚至是出于保护公共利益出发的。对于这类监管措施,也就是《金融工具和交易法》所称的“维护市场公平”的措施,专业投资者仍然需要遵守。日本金融厅最经常援引的例子是有关禁止保底的规定(prohibition of compensation of loss),认为该规定仍需适用于专业投资者。

实际上,对投资者进行分类,分为普通投资者和专业投资者,并根据分类结果对其实行区别对待,我国也已经开始了相关立法。2016年12月,中国证监会发布了《证券期货投资者适当性管理办法》,要求在中国证监会监管的领域对投资者进行分类,分为普通投资者和专业投资者,并根据分类结果向其销售不同的金融产品。这个管理办法仅仅是一个部门规章,尚未上升到法律层面,同时,它仍限于从机构监管层面对证券、期货等经营机构如何销售产品做出限制。与日本《金融工具和交易法》相比,该管理办法并未明确区分所谓减少信息不对称的监管措施和保护市场公平的监管措施,从而对专业投资者相应降低保护、减少金融交易成本。即便如此,区分专业投资者和普通投资者,对两类投资者区别对待的理念已经开始体现在我国的证券法律中。从这个角度来看,对机构投资者进行区别管理,对机构投资者市场单行立法,这在我国并不是一个完全陌生的概念。

## (二) 机构投资者市场单行法的核心内容

未来出台机构投资者市场单行法,其功能既在于解决市场分割带

---

[30] 同注[28],第80页问题29。



来的现有法律适用不统一问题,也在于对投资者区别管理,降低机构投资者市场的交易成本,提高中国债券市场的国际竞争力。从促进监管统一出发,机构投资者市场单行法也不应该仅仅是银行间债券市场的单行法,而应该在借鉴银行间债券市场成功发展经验的基础上,使其成为适用于不同市场的机构投资者单行法、证券特别法。因此,从这几个因素考虑,未来机构投资者单行法至少应该包括以下三个方面的核心内容。

第一,解决现有法律适用不统一的证券法信息披露及其责任规定。

《人民银行法》第32条第4款规定,人民银行对银行间债券市场行使管理权。这是中国人民银行管理银行间市场熊猫债的法律依据,银行间债券市场的上位法是《人民银行法》。《人民银行法》主要是对中国人民银行的职责、权限等问题进行规定,而银行间债券市场管理只是中国人民银行的若干职能之一,《人民银行法》不可能花大量篇幅去规定信息披露义务、信息披露责任等证券法意义上债券投资者、发行人关注的问题。

在《证券法》是否适用于银行间债券市场,以及未来机构投资者市场,存在不确定的情况下,未来机构投资者市场单行法应该将证券法核心内容规定,也就是有关信息披露责任的规定纳入其中。其中,最为核心的规定也就是《证券法》第69条关于信息披露民事责任及其免责事由的规定,以及信息披露行政责任和刑事责任的规定。相对而言,这些规定都是原则性规定,只要未来单行法中存在这样的规定,并且规定本身与《证券法》规定不存在冲突,那么,就足以解决目前因为立法部门化、监管分割带来法律适用不统一、不确定的问题。

第二,有关专业投资者的界定及其如何适用证券法律的规定。

这是未来机构投资者市场单行法的核心内容。从立法框架来讲,这部分的核心内容包括三个方面,即如何界定专业投资者,哪些《证券法》层面保护公众股东的规定不适用于专业投资者,哪些《证券法》以及其他金融市场法律层面从维护市场秩序以及其他因素(如保护公众利益)需要适用于专业投资者的规定,甚至需要增加的规定。

如何界定专业投资者?日本的《金融工具和交易法》项下专业投资者的概念及其界定、美国证监会发布的《D条例》(Regulation D)可

信赖投资者(accredited investor)都是可以参考的立法例,中国证监会颁布的《证券期货投资者适当性管理办法》项下对专业投资者的界定也可以作为参考。<sup>[31]</sup>不过,后两者界定的相关概念,既包括机构投资者,也包括符合一定条件的个人投资者,这同日本将专业投资者主要限定在机构投资者(法人)上存在不同。<sup>[32]</sup>从监管效率出发,未来机构投资者市场单行法可以考虑将专业投资者限定在机构投资者范畴,暂时不包括个人投资者。同时,单行法提供一定弹性,授权监管机构根据情况持续认定符合条件的专业投资者。

《证券法》哪些规定是为了保护公众股东,从而不适用于专业投资者?这实际上是未来机构投资者市场单行法最为核心的内容,也是对证券市场进行分类管理、精细化管理的核心环节。梳理现有《证券法》中哪些普通投资者保护规定不适用于机构投资者,梳理现有其他法律(如金融消费者保护法律)不适用于机构投资者,这将是未来立法过程中一个最为艰巨的任务。限于篇幅,本章无法做出这样的全面梳理,但在此试举两个例子,说明什么样的证券法规定可以不适用于机构投资者市场。

比如,从证券法原理来看,证券法的核心内容除了信息披露责任以外,还包括授权政府监管涉及公众的证券公开发行。因此,这涉及政府的监管程序,涉及政府行为性质是审批还是注册、申请材料应包括什么等内容。从保护公众角度出发,证券法律规定,监管机构对信息披露的格式和内容需要做出进一步细化要求。美国1933年《证券法》是这么

---

[31] 《证券期货投资者适当性管理办法》第8条规定了五类专业投资者:(1)经有关金融监管部门批准设立的金融机构,包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等;经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人。(2)上述机构面向投资者发行的理财产品,包括但不限于证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品、经行业协会备案的私募基金。(3)社会保障基金、企业年金等养老基金,慈善基金等社会公益基金,合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)。(4)符合条件的法人或者其他组织。(5)符合条件的自然人。

[32] 日本原则上将自然人归为普通投资者,但也规定了符合条件的普通投资者转换为三类投资者的机制。因此,理论上日本自然人也可以成为专业投资者。

规定的,我国《证券法》第19条也是这么规定的。<sup>[33]</sup>因此,美国证监会发布了各种表格,如F-1表格、S-1表格,对募集说明书要包括什么内容,采用什么样的格式(先写什么、后写什么)做了详细规定;中国证监会也发布了募集说明书格式准则、法律意见书格式准则等诸多规定,对这些文件怎么写有非常详细的要求。

就机构投资者市场而言,这类保护公众投资者的规定都没有存在的必要。因此,美国D条例中502规则(Rule 502)(b)条(信息要求)中,一方面,针对私募发行所规定的信息披露要求已经大大低于公开发行所需要遵守的信息披露要求;另一方面,它明确指出,如果向可信赖投资者(accredited investor)出售证券,不需要遵守任何信息披露要求。实践中,“不需要遵守任何信息披露要求”并不意味着不需要披露任何信息,而是不需要向公开发行一样按照监管机构规定的固定格式披露信息。如果发行人有某些信息,哪怕不是为此次债券发行准备的,也可以作为销售和募集债券的信息提供给机构投资人。

从这个角度来看,日本东京证券交易所专业债券市场相当激进。虽然日本境外发行人仍然需要制作募集材料(如programme information以及后续反映具体发债条款的材料),但是,它可以是英文的募集材料,不需要专门为日本投资者制作日文募集材料;前面提到,它可以不用评级,因此,募集材料中完全可以披露说此次债券没有任何评级信息。

再如,根据《证券法》的规定,超过200人以上的发行,属于公开发行,由此产生一系列公开发行的后果,包括相应的法律责任。因此,从私募发行角度来讲,严格控制发行人数在200人以内,不管这200人是机构投资者,还是个人投资者,这是我国实施《证券法》的一个重要措施。这种不区分投资者是谁的“一刀切”方式,尽管存在其提高监管效率方面的合理性,但是,与世界主要金融市场所采取的模式存在很大差异。在美国、欧盟、日本等市场,尽管也存在人数限制的机制,但是,在计算这类人数限制的时候,专业投资者或类似投资者是不计算在内的。

因此,如果从保护公共投资者角度出发,继续保持这种“一刀切”

---

[33] 该规定为,“发行人依法申请核准发行证券所报送的申请文件的格式、报送方式,由依法负责核准的机构或者部门规定”。

的人数控制方式存在其合理性,那么,未来机构投资者市场单行法则可以完全废除人数限制。只要债券发行针对的是专业投资者,那么,不管多少人,实际上都可以采用私募方式向这些专业投资者发行债券,只要对投资者的分类和界定是相对准确的,同时,在立法上保持政府再介入的某种弹性。<sup>[34]</sup>

实际上,日本东京证券交易所的专业债券市场也表现得非常激进。比如,在该市场的所有债券募集信息都是公开的,不管是募集说明书,还是具体债券的条款,在东京证券交易所网站上都能看到。这在很大程度上已经突破了“私募”的概念。在传统“私募”场景下,投资者与发行人之间一对一交易,除了少量新闻报道之外,公众很难查询到某一私募债券的信息。比如,2014年德国戴姆勒在银行间债券市场私募发行熊猫债、2016年法国威立雅在银行间债券市场发行熊猫债,这从公开渠道都无法了解该次债券发行的任何具体信息。东京证券交易所之所以能对私募做出这么大的突破,这在很大程度上与日本《金融工具和交易法》的突破有关。根据日本金融厅的解读,《金融工具和交易法》禁止私募发行中公开广告的规定不适用于专业投资者。

第三,促进市场统一、监管统一的规定。

未来制定和颁布机构投资者市场单行法,带有一定的适应目前市场分割局面的权宜之计的色彩,但是,它也需要为监管统一创造必要条件。从这个角度来讲,这部单行法不应该仅仅成为银行间债券市场的法律,而应该在考虑银行间市场机构投资者及其运作的前提下,让这部单行法成为跨市场统一适用的法律。为此,两个市场一定程度的协调和妥协仍然是必要的。比如,前面提到,中国证监会发布《证券期货投资者适当性管理办法》将部分符合条件的个人也包含在专业投资者范围之内。未来银行间债券市场会员是否能够吸收个人,这将是一个发展的问题。如果短时间内不能,那么,在未来界定专业投资者范围的时候,提高专业投资者门槛、排除至少是暂时排除个人投资者,以此统一两个市场的做法,这可能是不得不采取的方案。

---

[34] 比如,日本处于保护公众利益,以及在专业投资者保护制度本身受到威胁的时候,可以刺破面纱。