

公司债券制度的实然与应然

——兼谈《证券法》的修改*

洪艳蓉**

摘要:市场化是我国公司债券制度的内在要求和发展方向。证监会“核准制”下的“防范风险型”公司债券制度和中国人民银行“注册制”下的“发展市场型”公司债券制度,代表着我国两种公司债券市场化的发展模式,并形成“银行间债券市场主导,交易所市场弱势”的市场格局。从债券发展史和市场化的制度逻辑来看,这两种模式并非真正意义上的公司债券市场化,激励约束机制的失衡不利于发展一个健康稳定的公司债券市场。与市场制度、创新动力、市场基础设施相比,政府职能是影响债券发展的最重要因素,合理厘定政府与市场的分工有助于实现公司债券的市场化。应在统一公司债券监管标准并将之纳入《证券法》监管的基础上,完善实现市场化所必须的激励约束机制,鼓励债券

* 本文的写作得到国家社科基金《金融监管独立性研究》(06CFX015)和北京大学法学院2010年青年教师科研基金《合格投资者研究》的资助,特此致谢。北京大学法学院2009级法律硕士王萌帮助统计了部分公司债券发行资料,也在此一并致谢。当然,文责自负。

** 北京大学法学院副教授。

进行多平台交易,走差异性发展道路,妥善解决债券市场的稳定与发展问题。这将有赖于《证券法》的修改,以重新塑造公司债券规则。

关键词:公司债券 市场化 激励约束机制 统一监管 证券法

一、失衡的公司债券市场与迷航的市场化

公司债券是具有独立法人资格的公司依法发行的,承诺在一定期限内还本付息的有价证券。从公司资本发展史来看,发行债券是公司最早和主要的直接融资方式;^①根据晚近以来“融资优序理论”(picking order theory)等公司资本结构理论的研究,和股权融资相比,负债融资具有比较优势,发行债券是公司进行直接融资的优先选择。^②

通常认为,一个发达的公司债券市场,可以为各行业的公司经营者提供便捷、低廉的中长期外部资金;可以丰富投资者的资产投资组合,提供稳定的固定收益来源,健全一国的投融资体制。从支持金融体系完善的角度来看,发达的债券市场有助于推进利率市场化,形成固定收益率曲线,提高金融市场资金配置效率;有助于分散金融风险,协调直接金融和间接金融的结构,维护金融稳定;有助于加快资产证券化和金融衍生品等金融创新,推进资产管理业务的全面展开和商业银行业务转型,带来金融市场深化和繁荣。更重要的是,债券市场还具有调控功能,有助于顺利实施国家宏观经济政策,^③促进经济发展。

为配合我国金融体制改革进程,充分发挥债券市场的积极功能,并调整不合理的金融市场结构,^④降低金融系统性风险,公司债券市场近

^① 参见Efrat Lev, Adv., the Indenture Trustee: Does It Really Protect Bondholders, 8 U. Miami Bus. L. Rev., 1999, p. 50.

^② 参见汪红丽:“中国企业债券融资与公司治理实证研究”,复旦大学2003年博士学位论文,“资本结构与公司治理关系的理论文献回顾”,第7~29页。

^③ 参见曹海珍:《中国债券市场发展的理论与实践》,中国金融出版社2006年版,第13页。

^④ 这种不合理表现在:(1)在融资体系中,以银行贷款的间接融资为主,直接融资不发达;(2)在直接融资中,以股票融资为主,债券融资不发达;(3)在债券融资中,以国债、金融债为主,公司债不发达。

年来在国家政策的大力支持下,^⑤以2005年修改《公司法》、《证券法》为契机,获得了蓬勃发展,并在实践中形成了两套主要的发展模式:^⑥一是中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)监管的,以上市公司为发债主体,实行“核准制”,在上海、深圳证券交易所交易的“公司债券”^⑦模式;二是中国人民银行(以下简称央行)授权银行间市场交易商协会(以下简称交易商协会)自律监管,以非金融企业为发债主体,实行“注册制”,在银行间债券市场交易的“非金融企业债券工具”(以下简称中期票据)模式。

从2007年8月15日启动“公司债券”至2011年9月30日止,已通过交易所市场发行了129只债券,共筹集2458.1亿元资金;而从2008年4月15日启动中期票据至2011年9月30日止,在银行间债券市场已累计发行699只中期票据,共筹集资金18,217.1亿元;^⑧据统计,2010年公司债券融资量已占据债券市场融资量的54%。^⑨经过4年的发展,我国公司债券市场从无到有,不仅债券融资成为公司不可或缺的直接融资方式,而且公司债券市场也已成为我国金融市场一个日益

^⑤ 例如:被称为资本市场第二大发展纲领的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳步发展的若干意见》(国发[2004]3号)规定:积极稳妥发展债券市场。在严格控制风险的基础上,鼓励符合条件的企业通过发行公司债券筹集资金,改变债券融资发展相对滞后的状况,丰富债券市场品种,促进资本市场协调发展。2008年12月8日国务院办公厅发布的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》(国办发[2008]126号)规定:扩大债券发行规模,积极发展企业债、公司债、短期融资券和中期票据等债务融资工具;2011年3月17日发布的《国民经济和社会发展十二五规划纲要》规定:积极发展债券市场,完善发行管理体制,推进债券品种创新和多样化,稳步推进资产证券化。

^⑥ 实践中还存在国家发展和改革委员会监管的,主要以中央国企、地方重点企业为发债主体的企业债券模式。尽管企业债券已从1985年存在至今,但笔者赞同王国刚教授提出的“公司债券”与“企业债券”分立的观点,将这类非以商业信用发行,主要用于筹集国家重点建设和市政建设所需资金,在性质上应属于政府债券的债券排除于公司债券之外,不纳入本文的讨论范围。参见王国刚:“论‘公司债券’与‘企业债券’的分立”,载《中国工业经济》2007年第2期;洪艳蓉:“公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期。

^⑦ 广义的公司债券包括证监会监管的公司债券(狭义)和央行主管的中期票据,为便于区分,本文使用“公司债券”特指证监会监管的债券类型。

^⑧ 参见下文表6。

^⑨ 2010年,企业债券共发行3627.3亿元,中期票据发行4924亿元,“公司债券”发行511.5亿元。

重要的组成部分。

公司债券市场的兴起填补了我国直接融资的空白,然而“公司债券”与中期票据市场化制度设计差异及由此带来的13:100^⑩的融资规模悬殊,却引起了普遍关注和广泛讨论。无论是有边缘化危险的交易所债券市场,^⑪还是超规模发展的银行间债市场,具有普适性和稳定性的债券制度主导着市场的变迁。“公司债券”与中期票据同样以市场化为导向,^⑫却形成了不同的市场规模。哪种发展模式更有效地阐释了市场化,是规模本身,还是更真实的市场利率、更高的市场效率、更低的金融风险 and 更稳定的市场,才是评判市场化的标准?我们是否应承认“注册制”比“核准制”更代表市场化,抑或这只是对市场化一种流行的误解?是否应认为“以银行间债券市场为主,交易所市场为辅”的发展模式,契合西方债券发展史揭示的自然规律,是公司债券发展的必然选择?或者,公司债券市场化需要我们在充分考虑中国后发优势和国际发展趋势的基础上,走出区别于传统的创新之路?

当以市场化为导向,积极稳妥地发展公司债券市场成为各界共识,下一步是什么,成为决定公司债券生死的重大抉择。我们既不希望回到允许企业滥发公司债券导致偿付风险的泛自由化时期,也不希望重走以计划统筹社会资金,排挤债券市场发展的强行政化管制之路。公司债券市场“去行政化”后的可持续发展,应当建立在正确理解市场化和对实现市场化所必须的激励约束机制的有效构建与实施上。本文拟梳理并总结两套公司债券模式“同样市场化,不同市场规模”的得失,透过制度的实然与应然,让最终的答案告诉我们公司债券市场发展的未来。

^⑩ 参见下文表6。

^⑪ 参见于鑫、龚仰树:“美国债券市场发展对我国场内债券市场的启示”,载《上海财经大学学报》2011年第3期。

^⑫ 参见“《公司债券发行试点办法》颁布实施”,载中国证监会网,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxb/gzdt/200710/t20071031_69305.htm,2011年8月20日最后访问;“中国人民银行有关负责人就《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》的有关问题答记者问”,载中国人民银行网,http://www.pbc.gov.cn/publish/bangongting/83/1764/17644/17644_.html,2011年8月20日最后访问。

二、交易所债券市场与银行间债券市场:不同的市场化模式

(一) 证监会“核准制”下的交易所债券制度

2005年《公司法》、《证券法》的修改,取消了只有股份有限公司和国有独资公司、有限责任公司才能发行公司债券的资格限制和国务院确定公司债券发行规模的数量限制,允许公司根据生产经营需要提出发行公司债券申请并引入基于法定条件^⑬的核准制取代批准制,为公司债券的市场化提供了良好的契机。

在“公司债券”萌生前,实践中早已存在由国家发展和改革委员会主管,适用《企业债券管理条例》(1993年)的企业债券市场。证监会虽然从成立以来一直参与企业债券的监管,但行使的主要是企业债券上市交易方面的监管权(参见表3)。2007年年初,全国金融工作会议提出加快发展债券市场、大力发展公司债券之后,证监会另辟蹊径,根据《证券法》于2007年8月15日发布《公司债券发行试点办法》,启动了以上市公司和发行境外上市外资股的境内股份有限公司(以下简称上市公司)为试点对象,要求债券发行之后在上海、深圳证券交易所上市交易,并通过中国证券登记结算公司进行登记和结算的“公司债券”市场。这套模式最显著的特点是大量借助现有的法律资源和市场基础设施——《证券法》中关于股票发行上市、信息披露等方面的规定和实践中股票市场交易基础设施及登记、托管和结算的便利,构建了一个《证券法》框架下规

^⑬ 《证券法》第16条规定:公开发行公司债券,应当符合下列条件:(1)股份有限公司的净资产不低于人民币3000万元,有限责任公司的净资产不低于人民币6000万元;(2)累计债券余额不超过公司净资产的40%;(3)最近3年平均可分配利润足以支付公司债券1年的利息;(4)筹集的资金投向符合国家产业政策;(5)债券的利率不超过国务院限定的利率水平;(6)国务院规定的其他条件。公开发行公司债券筹集的资金,必须用于核准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。上市公司发行可转换为股票的公司债券,除应当符合第1款规定的条件外,还应当符合本法关于公开发行股票的条件,并报国务院证券监督管理机构核准。第18条规定:有下列情形之一的,不得再次公开发行公司债券:(1)前一次公开发行的公司债券尚未募足;(2)对已公开发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实,仍处于继续状态;(3)违反本法规定,改变公开发行公司债券所募资金的用途。

范的“公司债券”模式。(参见表1)

表1 “公司债券”主要制度规范^⑭

发文部门	施行时间	名称
全国人大常委会	2006.1.1	公司法、证券法
证监会	2006.7.1	证券登记结算管理办法(2009年修订)
	2007.8.15	公司债券发行试点办法
	2007.8.15	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第23号——公开发行公司债券募集说明书
	2007.8.15	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件
	2007.9.1	证券市场资信评级业务管理暂行办法
上海证券交易所	2008.9.26	上海证券交易所债券交易实施细则(2008年修订)
	2008.9.26	固定收益证券综合电子平台交易暂行规定
	2009.11.2	上海证券交易所公司债券上市规则(2009年修订)
	2009.11.2	关于调整公司债券发行、上市、交易有关事宜的通知
	2010.11.30	关于调整固定收益类产品收费标准的通知
	2011.6.24	关于投资者债券持仓余额实现互通的通知
中国证券登记结算有限责任公司	2008.10.8	中国证券登记结算有限责任公司债券登记、托管与结算业务实施细则(2008年修订)
	2010.3.17	关于调整公司债券结算业务有关事项的通知

与一直以来被指责过于行政化的企业债券^⑮不同,“公司债券”贯彻了市场化的立法宗旨,为解决在债券融资过程中筹资者(发债企业)与投资者之间的信息不对称问题,建立了一整套以市场手段为基础的激励和约束机制。

^⑭ 有关交易所市场和银行间债券市场“两市互通”的规定参见下文。

^⑮ 这套适用《企业债券管理条例》,由国家发展和改革委员会监管的企业债券,实行发债额度审批制,严格限定发债价格和利率,要求强制担保、限定债券募集资金用途等。2008年以后行政管制色彩逐步减少。参见2008年1月2日发布的《国家发展改革委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》。

1. 筹资者的激励与约束

从筹资者的角度来看,证监会确立了以发债主体的信用责任为核心的制度机制,取消发债规模、募集资金用途、债券定价、强制担保等多方面的限制,授权公司一次核准,多次发行(橱柜登记, shelf registration)的制度安排,给予筹资者足够的激励,但基于“公司债券”面向公众投资者发售,并在有组织的证券市场交易的考虑,证监会设置了符合法定发债条件^⑥的“核准制”管理“公司债券”市场准入的约束。核准制借用股票发行审核中已经比较成熟的发行审核委员会制度,由其按照《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》规定的特别程序,对筹资人的发债申请是否符合《公司法》、《证券法》及《公司债券发行试点办法》规定的条件进行审核,出示意见之后再交由证监会作出核准或者不予核准的决定。从实践来看,在证监会2011年简化核准程序之前,筹资者从提交申请到获得核准,通常需要6个月的时间。尽管证监会在《公司债券发行试点办法》第6条明文规定,“中国证监会对公司债券发行的核准,不表明其对该债券的投资价值或者投资者的收益作出实质性判断或者保证”,但在市场看来,作为政府介入市场方式的核准制,意在甄别公司质量,以实现公众投资者的保护。

能够获得发债核准的公司,在债券存续期间主要受到内外两套机制的约束:一套是基于公司治理而产生的,根据《公司债券发行试点办法》的要求,发债公司的生产经营应当合法合规,符合国家产业政策,有着完整、合理而有效的内控机制,以监测公司募集资金的使用和应对公司信用的变化;另一套是基于市场纪律约束而产生的信息披露机制,公司要

^⑥ 《公司债券发行试点办法》第7条规定:发行公司债券,应当符合下列规定:(1)公司的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定,符合国家产业政策;(2)公司内部控制制度健全,内部控制制度的完整性、合理性、有效性不存在重大缺陷;(3)经资信评级机构评级,债券信用级别良好;(4)公司最近一期末经审计的净资产额应符合法律、行政法规和中国证监会的有关规定;(5)最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券1年的利息;(6)本次发行后累计公司债券余额不超过最近1期末净资产额的40%;金融类公司的累计公司债券余额按金融企业的有关规定计算。第8条规定:存在下列情形之一的,不得发行公司债券:(1)最近36个月内公司财务会计文件存在虚假记载,或公司存在其他重大违法行为;(2)本次发行申请文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏;(3)对已发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实,仍处于继续状态;(4)严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。

按规定的內容、格式和频率等承担债券发行的初始信息披露和持续信息披露义务,并不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,以提供给投资者必要的信息,并通过用脚投票的方式制约发债企业。

2. 投资者的激励与约束

维护投资者对资本市场的信心才能实现市场筹资的功能,因而保护投资者既是债券制度成功的关键,也是吸引投资者投资的最大激励。根据伯纳德·S. 布莱克(Bernard S. Black)的研究,一个强大的证券市场,应依靠法定的和市场的制度组成的复杂网络保护投资者:(1)获得公司商业价值的充分信息;(2)确信公司经理人和控股股东不会诈取他们投资的大部分或全部价值。^①这对于作为公司债权人的投资者同样适用。

激励和约束总是相辅相成,对发债企业课以信息披露义务构成了对投资者的保护。除此之外,证监会建立了借助金融中介帮助投资者减少信息不对称风险的机制(见下文)和帮助投资者参与发债公司治理,进行自我保护的机制。证监会在《公司债券发行试点办法》中规定了债券受托管理人制度和债券持有人会议制度,前者借鉴英美法系国家的债券信托原理,通过由担任保荐人和承销商的证券公司充任债券受托管理人一职,规定其应当为债券持有人的最大利益行事,并不得与债券持有人存在利益冲突;后者借鉴大陆法系国家债权人自治管理的经验,通过由所有债券持有人组成债券持有人会议,对关系债券人的重大事项进行表决,发挥投资者的自我保护作用。^②

市场化给予了资金余盈者投资的自由,但也要求其对于基于自己意思而行为及后果承担责任。证监会并未禁止“公司债券”的投资准入,也未对参与债券投资的投资者进行分类管理,^③但为严肃市场纪律,在规定核准制和各种保护投资者措施的同时,强调了“公司债券的投资风险,由认购债券的投资者自行负责”(《公司债券发行试点办法》第6

^① 参见 Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, p. 781.

^② 参见廖大颖:《公司债法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》,正典出版文化有限公司2003年版,第215页。

^③ 证券交易所在市场准入方面有所区分。进入固定收益平台交易的需是其认可的合格投资者,也即主要是机构投资者。

条)这一作为市场经济基本原则之一的“买者自负”(caveat emptor)^②的要求。

3. 金融中介的激励与约束

金融中介以其专业化的信息收集、分析和风险管理(包括识别、分散和化解等)能力减少市场信息不对称和交易摩擦,使投资者和筹资者更有效率地建立投融资关系,因而成为不可或缺的市场参与者。^③

在市场化环境下,投资者评估筹资者的信用风险可能存在信息不对称和欠缺足够的专业技能、经验,并可能存在投资者有限理性、集团行动难题和搭便车等其他不利因素,为此,证监会在“公司债券”制度构建中充分发挥金融中介机构^④识别、评估、分散和化解风险的功能:一方面引入保荐制,由充任保荐人的证券公司在尽职调查后推荐资信良好的公司发行债券(证券交易所则要求上市推荐人),代替行政监管者对筹资者的价值评判;另一方面建立债券信用评级制度,由评级公司对发债企业的偿付能力和风险进行科学评估后,提供通俗易懂的初始评级结果供投资者参考,并通过跟踪评级持续提醒投资者发债公司信用风险的变化,以利于其投资决策。

债券发行保荐(上市推荐)和债券评级活动,拓展了金融中介的业务空间,提高了经营利润,在国内资本市场业务同质化严重和竞争激烈的条件下,是对金融中介最大的激励。但倚重金融机构作为第三方提供风险判断存在风险,为防止它们基于利益最大化而滋生道德风险,损害投资者利益,证监会规定了提供上述金融服务的机构的资格准入、职业操守和业务规范,并予以诚信记录和违法责任制约,以确保金融中介能够诚信、勤勉尽责和公平地对待投资者。

总之,证监会在将债券发行从审批制转变为核准制^⑤并保留这一权

^② 参见徐明、卢文道:“证券交易‘买者自负’原则的司法适用及法制化初探”,载《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第217页。

^③ 参见王广谦主编:《20世纪西方货币金融理论研究:进展与述评》,经济科学出版社2003年版,第237~242页。

^④ 金融中介的范畴很广,还包括资产评估机构、会计师事务所和律师事务所等,此处只讨论专为“公司债券”引入的金融中介。

^⑤ “公司债券”上市交易核准权根据《证券法》的授权,由证券交易所行使。

限的基础上,从甄选发债企业、债券发行定价、债券流通和管理、投资者保护等环节发挥了市场机制的基础性作用,建立了规制债券市场参与者的激励和约束机制。而且,作为“公司债券”规则制定者的证监会,也是这套制度强有力的执法者,^⑭证券法中有关制约虚假陈述、欺诈投资者、无证经营等明确的民事、行政责任和刑法对应的罪名,是债券市场主体约束机制发挥作用的有力保障。

(二) 央行“注册制”下的银行间市场债券制度

通常,全国银行间债券市场被称为我国的场外债券市场。与许多国家的发展道路不同,这一市场的组建以切断银行资金流入股市,要求商业银行全面退出证券交易所为契机。1997年6月,为满足退出交易所的银行所持有的债券交易、融资和实现央行进行宏观调控等方面的需要,央行正式启动了全国银行间债券市场,并根据《中国人民银行法》第4条的规定取得了监督管理银行间债券市场的职权。这一过程造就了我国场外债券市场以银行间债券市场的形式出现,也奠定了央行在这一市场制度创新领导者的角色。^⑮

2008年4月15日,央行在前期(2005年)推出“备案制”的短期融资券制度取得巨大成功^⑯的基础上,适应国家倡导积极发展债券市场,提高直接融资比例的号召,发布《银行间债券市场非金融企业债券融资工具管理办法》,授权银行间交易商协会对本质上属于公司债券的“中期票据”^⑰进行“注册”发行和自律管理,要求债券发行后在银行间债券市场上市交易,并通过中央国债登记结算公司进行登记和结算。这套模式

^⑭ 证监会根据《证券法》拥有调查取证、查询、冻结或查封、禁止买卖、罚款、没收违法所得、市场禁入等执法手段,设立了查处违法违规行为的稽查局和稽查大队等。

^⑮ 参见何德旭、高伟凯等:《中国债券市场:创新路径与发展策略》,中国财政经济出版社2007年版,第286~287页。

^⑯ 从2005年5月发布《短期融资券管理办法》,支持企业在银行间债券市场发行短期融资券,到2007年末,已有316家企业累计发行短期融资券7693亿元,余额为3203亿元。参见“中国人民银行有关负责人就《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》的有关问题答记者问”,载中国人民银行网,http://www.pbc.gov.cn/publish/bangongting/83/1764/17644/17644_.html,2011年8月20日最后访问。

^⑰ 根据《银行间债券市场非金融企业债券融资工具管理办法》第2条的规定,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。

最显著的特点是央行利用《中国人民银行法》关于其监督管理银行间债券市场的模糊规定^{②⑧}及其在这一市场的影响力,授权交易商协会践行市场化规则,实施自律管理和自主创新,构建了一个游离于《证券法》框架之外的“中期票据”市场(参见表2)。^{②⑨}

表2 中期票据主要制度规范

发文部门	施行时间	名称
央行	2006.3.29	中国人民银行信用评级管理指导意见
	2008.3.26	关于加强银行间债券市场信用评级作业管理的通知
	2008.4.15	银行间债券市场非金融企业债券融资工具管理办法
	2009.5.4	银行间债券市场债券登记托管结算管理办法
银行间市场 交易商协会	2008.4.15	银行间债券市场非金融企业债务融资工具发行注册规则(2009年修订)
	2008.4.15	银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则
	2008.4.15	银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则
	2008.4.15	中国银行间市场交易商协会会员管理规则
	2008.4.15	银行间债券市场非金融企业债务融资工具募集说明书指引
	2008.4.15	银行间债券市场非金融企业债务融资工具尽职调查指引
	2009.2.24	银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册工作规程(2011年修订)
	2009.9.29	银行间债券市场交易相关人员行为守则
	2009.11.20	银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引

②⑧ 《中国人民银行法》第4条只是规定了央行有权监督管理银行间债券市场,但未如《证券法》第179条那样对监督管理的具体内容是否包括证券发行、上市、交易、登记、存管、结算及其他业务活动进行明确界定。这为央行进行制度创新提供了空间。

②⑨ 参见刘铁峰:“中国债券市场法规建设情况浅析”,载《证券市场导报》2009年第4期;陆文山:“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券市场导报》2010年第4期。

续表

发文部门	施行时间	名称
银行间市场 交易商协会	2009.12.2	银行间债券市场债券交易自律规则
	2010.4.19	银行间债券市场非金融企业债务融资工具突发事件应急管理工作指引
	2010.4.19	银行间债券市场非金融企业债务融资工具主承销商后续管理工作指引
	2010.9.1	银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程
	2011.4.29	银行间债券市场非金融企业债务融资工具非公开定向发行规则
	2011.5.3	银行间债券市场非金融企业债务融资工具现场调查工作规程
	2011.5.30	银行间市场非金融企业债务融资工具发行规范指引
中央国债登记结算有限责任公司	2008.7.31	银行间债券市场券款对付(DVP)结算业务实施细则

与“公司债券”相比,中期票据对解决筹资者与投资者之间在投融资过程中的信息不对称问题采取了更彻底的市场化做法:一方面,央行以形式审查的“注册制”取代实质审查的“核准制”管理中期票据的市场准入,^⑨因为从海外经验来看,“实行注册制国家的债券市场远较实行核准制的国家发达,也更加符合市场需求”;^⑩另一方面,央行转变政府管理职能,将中期票据的注册、发行、交易、信息披露和金融中介管理等职能授权给交易商协会行使,实现自律管理,央行则担纲市场监管者的作用。从实践来看,得到授权的交易商协会采取了“没有试点、没有批次、不预设规模”的开放式姿态并制定一系列自律规则(参见表2),有力地推动了中期票据市场的发展。

^⑨ 参见沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011年第9期。

^⑩ 参见魏莹:“境外主要债券市场的比较分析及其启示”,载《世界经济情况》2008年第3期。

1. 筹资者的激励与约束

中期票据不设置具体的债券发行条件,采用由5名金融市场专家组成注册会议,简便、快捷地决定是否接受筹资者注册申请,允许发债企业取得注册后自主决定发债事宜的做法,为那些不能满足银行信贷要求和不符合资本市场发债条件的企业提供了一条有效的融资途径。与“公司债券”相比,注册会议每周召开一次,企业从提交申请到获得注册,通常只需要一两周时间,既减少企业发债成本,提高筹资效率,也能使企业降低不确定风险,更好地应对波动起伏的金融市场。在取消募集资金用途、债券定价和强制担保等限制,允许采用橱窗发行的同时,交易商协会还允许中期票据采用更简便的定向发行方式(私募),允许发债企业改变募集资金用途而只需提前披露等,为企业灵活运用中期票据管理资产负债表提供了便利。从实践来看,中期票据的期限通常为3~5年,能较好地协调投融资双方的诉求,填补“公司债券”动辄长达5~20年的期限空白;^②而且,在近年来货币流动性过剩的宏观背景下,许多中期票据的发行利率都低于同期银行贷款利率,^③再次降低了企业融资成本。上述种种制度优势和实施效果,构成了对企业巨大的激励,使中期票据在启动之后不久就赶超“公司债券”和企业债券,成为占据市场份额最大的公司债券类型(参见表6)。

注册制的准入门槛使交易商协会无法通过统一的发债条件约束筹资者,在中期票据的存续期间,发债企业除了受到内容相对简单、要求不高的信息披露要求^④的制约之外,主要由金融中介执行外部约束:一是中期票据发行者在发行注册时要公布企业主体信用评级,一旦信用评级机构下调这一评级,中期票据的发行注册将自动失效;二是中期票据主承销商对发债企业进行的后继管理,由其持续督导企业履行信息披露、还本付息等义务。

^② 参见陈晖、岑雅行:“我国债券市场监管中的利益冲突分析”,载《湖南师范大学社会科学学报》2009年第4期。

^③ 例如,保定天威英利新能源有限公司2011年5月12日成功发行了14亿元5年期中期票据,固定利率为6.15%,远低于同期银行贷款6.65%的基准利率。

^④ 参见赵晓男、穆文婷:“银行间债券市场信息披露制度研究”,载《青海金融》2011年第1期。

2. 投资者的激励与约束

中期票据在银行间债券市场交易的属性决定了其投资者是被认为具有投资知识、经验和更好风险承受能力的机构投资者,因而在投资者保护上更多地采用了市场自律和投资者自我保护的方法,除了和公司债券相类似的信息披露制度、债券持有人会议机制之外,中期票据充分发挥金融中介,尤其是主承销商作为“市场看门人”(gatekeeper)的作用,规定由主承销商通过后继管理、牵头组织突发事件应急管理、在企业不履行债务时进行代理追偿等协调发债企业与投资者的关系,保护投资者的合法权益。值得注意的是,除了上述这些防御性的保护措施,交易商协会还推出了积极的风险管理措施,显示了银行间债券市场的创新能力。例如,允许投资者通过逆向询价的方式与发债企业建立投融资关系,开发由投资者付费的信用风险缓释工具(CRM),帮助其分散中期票据的信用风险^⑤等。

由于我国场外债券市场以银行间债券市场形式出现的特色,央行为丰富投资者类型,活跃市场,近年来逐步开放这一市场,无论是银行、非银行金融机构,还是其他机构投资者,目前都可以申请备案的方式进入银行间债券市场进行债券交易。^⑥据统计,截至2011年8月末,银行间债券市场参与者已超过9000多家,涵盖了各种金融机构和非金融机构投资者,形成了以金融机构为主体,其他机构投资者共同参与的多元化格局,为中期票据提供了广阔的投资者基础。与中期票据实行市场自律管理相适应,投资者被要求自行判断和承担投资风险。

3. 金融中介的激励与约束

中期票据的市场自治管理,为金融中介充分发挥作用提供了大有可为的空间,除了信用评级公司从为发债企业提供主体信用评级和中期票据评级,拓展业务空间和赚取利润之外,受益最大的应是在主承销商名

^⑤ 例如,重庆化医控股(集团)公司2010年7月13日发行的可选择信用增进票据(10渝化医MTN2CE),使用了中债信用增进投资股份有限公司创设的“中债合约1号”信用风险缓释工具,是我国第一单由投资人付费的金融产品。

^⑥ 参见叶可松、唐烈:“银行间债券市场备案制政策背景及操作流程”,载《金融与保险》2009年第12期。

单中占据主导地位的商业银行。^②根据央行和交易商协会的制度规范,主承销商在中期票据中被赋予了尽职调查、发债推荐、债券营销、信息披露协助、债券发行后继管理、组织突发事件应对、代理追偿等多种身份和职责;此外,作为主承销商还可以投资者身份投资中期票据,以及获准创设信用风险缓释工具。可见,商业银行不仅通过“国家另有规定”的方式突破《商业银行法》、《证券法》规定的银行业与证券业分业经营的限制,从事了“投资银行”业务,而且还获得了新工具、业务、市场等方面的综合收益,是中期票据市场最大的赢家。

从对金融中介的约束来看,尽管主承销商承担重要职责,但与央行贯彻的市场自治和交易商协会采取的自律管理相适应,交易商协会对取得服务资格的金融中介规定了比较原则的业务操作要求,对不尽责和违反规定的金融中介采用诫勉谈话、警告、公开谴责等自律惩戒措施,并视情节严重与否建议有关部门给予处罚。

总之,央行以简便、快捷的注册制管理中期票据的市场准入,授权交易商协会对市场实施自律管理,充分发挥筹资者、机构投资者和金融中介机构在市场化环境下自我发展和自我约束的作用,被认为是市场化程度更高的公司债券模式。与证监会直接作为“公司债券”规则的执法者不同,央行采取了接受交易商协会规则备案、听取交易商协会每月汇报、接受交易商协会建议处罚相关主体等间接监管方式,并主要利用《中国人民银行法》第46条规定的手段,^③制约范围不断扩大的发债企业、机

^② 24家银行间债券市场主承销商中,银行占22家,另有两家主承销商为中信证券股份有限公司和中国国际金融有限公司。参见《非金融企业债务融资工具承销机构名单》,载交易商协会网,<http://www.nafmii.org.cn/Info/371003>,2011年9月25日最后访问。例如,2010年,工行、建行、招行、光大、农行主承销中期票据的只数均在70只以上,5家合计占比41%。参见“银行间债券市场快速健康发展,助力企业直接债务融资结构优化——2010年非金融企业债务融资工具发行情况”,载交易商协会网,<http://www.nafmii.org.cn/Info/473019>,2011年8月22日最后访问。

^③ 根据该条规定,央行对违法违规行为,如有关法律、行政法规有处罚规定的,依照其规定给予处罚;有关法律、行政法规未作处罚规定的,由中国人民银行区别不同情形给予警告,没收违法所得,违法所得50万元以上的,并处违法所得1倍以上5倍以下罚款;没有违法所得或者违法所得不足50万元的,处50万元以上200万元以下罚款;对负有直接责任的董事、高级管理人员和其他直接责任人员给予警告,处5万元以上50万元以下罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

构投资者和金融中介的违法违规行为。

(三) 监管竞争中变迁的公司债券市场和日益趋同的公司债券规则

新兴市场资金短缺的状况,使债券这一汇集社会闲散资金的融资方式一开始就受到严格监管,在计划经济背景下,公司债券被纳入全国固定资产投资范畴,成为政府调控宏观经济的金融工具。³⁹与 20 世纪八九十年代这种债券市场的定位相一致,实践中形成了央行、国家计委(后来的发改委)、证监会条块分割,共同监管公司债券市场的状况(参见表 3)。这种历史渊源奠定了央行、证监会对公司债券的监管权,并在我国 2007 年以后启动公司债券市场化的进程中,支持了央行、证监会分别创设“中期票据”市场、“公司债券”市场实行独立监管,形成在不同交易场所流通的二分的公司债券市场。

表 3 公司债券监管权与交易场所变迁

监管权分配	央行主导企业债券审批,国家计委等配合,央行监督柜台市场	国家计委、央行共同审批企业债券,央行和证监会负责监督市场交易	国家计委(发改委 2003)审批(核准)企业债券 央行监管银行间债券市场 证监会监管证券交易所市场					证监会核准“公司债券”
							央行主管中期票据 交易商协会注册发行	
时间	1984 → 1990	→ 1994	→ 1999	→ 2005	→ 2007.08	→ 2008.04	→2009 →	
交易场所	企业债券在银行等金融机构柜台交易		企业债券进入证券交易所交易		企业债券进入银行间债券市场交易			

“公司债券”市场和中期票据市场的兴起,源于国务院“积极稳妥地发展公司债券市场”的政策要求,在公司债券逐步向作为满足企业财务需求和投资者多样化产品需求的市场工具转化时,历史形成的监管分权必然带来各监管部门对公司债券及其关联资源的争夺。⁴⁰因为,公司债

³⁹ 参见安义宽:《中国公司债券:功能分析与市场发展》,中国财政经济出版社 2006 年版,第 212 页;欧林宏:《中国企业债券市场研究》,中国计划出版社 2007 年版,第 165 页。

⁴⁰ 参见洪艳蓉:“公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010 年第 4 期。

券所形成的借贷关系,一端连接作为市场经济主体的无数企业,尤其是在国民经济中占有重要地位的国有企业、上市公司等,另一端连接掌握闲散资金的广大投资者,其中包括资本雄厚的商业银行、保险公司等机构投资者,许多金融中介,如证券公司、信用评价机构等,也因提供专业服务而被连接到这个链条中。被假定为“公共利益”代表的监管者,也有“私人利益”和“功利目标”,^①其通过行使公司债券市场准入、批准交易和持续监管等职权,某种意义上起到了支配这些经济资源的作用。而且,公司债券作为近年来获得国家政策支持积极支持的融资工具,本身担负着如上所述的诸多重任,一旦某个监管部门管辖下的公司债券市场获得良好发展,就能够有效地彰显其监管绩效并提升其在国家经济管理体系中的地位。^②

通常,监管者在职权范围内,拥有对所辖机构和事项的监管规则制定权(regulation)和监管事务管理权(supervision)。监管者通过行使这些权力能够改变市场中“原先自由和责任的形式”,^③从而改变成本和收益的承担主体,塑造利己的制度及监管框架。根据监管竞争理论,监管竞争一定程度上将监管者的行为置于竞争压力之下,可以促使其更多地采取减少市场运作障碍、提供公共服务、促进产品创新以提高市场福利的措施,形成“竞争向上”的效果。

在这种作用力下,我国自2007年8月以来的公司债券发展历程,其实是两套模式背后的监管者在公司债券市场化道路上的竞争过程。来自外部的竞争压力和来自内部的部门诉求压力,促使监管者不断地在公司债券市场准入、债券上市交易、融资费用、登记结算和投资者保护方面进行制度改进和完善(参见表4),客观上使我国在短期内建立起一个生机勃勃,迅猛发展的公司债券市场。无疑,监管竞争积极作用的发挥,加快了我国公司债券的市场化过程,并形成了目前从载体形式上看,通过

^① 参见曹国安、田旭:“政府管制的历史研究述评”,载《经济学动态》2006年第1期,第83~88页。

^② 参见洪艳蓉:“我国企业债券融资的制度困境与变革”,载《公司法律评论》(2010年卷总第10卷),上海人民出版社2010年版。

^③ 参见[美]A. 艾伦·斯密德:《财产、权利和公共选择——对法和经济学的进一步思考》,黄祖辉等译,上海三联书店、上海人民出版社1999年版,第275页。

竞争中的相互模仿和经验借鉴,日益趋同的两套公司债券规则和功能相近的市场微观结构与基础设施安排(参见表5),尤其是在二级市场,“公司债券”竞争条件已与中期票据无重大区别,两类市场的竞争今后将更体现在一级发行市场上。

表4 监管竞争下“公司债券”市场与中期票据市场的演进

主管	“公司债券”市场事件	时间	中期票据市场事件	主管
证监会/ 证券交易所/ 中国证券 登记结 算公司	启动“公司债券”市场	2007.8.15		央行/ 交易商 协会/ 中国国 债登记 结算公 司
		2008.4.15	启动中期票据市场	
		2008.6.9	暂停注册,2008.10 重启市场	
	交易所固定收益平台启动	2008.9.26		
	暂停核准,2009.7 重启市场	2008.9~ 2009.7		
		2009.9.21	中债信用增进投资 股份有限公司 ^④ 成立	
	“公司债券”分类 管理,完善市场微观机 构和投资者结构	2009.11.2		
	调整“公司债券”可 实行净额担保结算 交易的标准	2010.3.17		
	2010.4.19	发布主承销商后继 管理和突发事件管 理工作指引		
	2010.9.1	发布中期票据持有 人会议规程		

④ 中债信用增进投资股份有限公司由中国银行间市场交易商协会、中国石油天然气集团公司、国网资产管理有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、北京万行中兴实业投资有限公司七方共同出资设立,注册资本金60亿元,是我国首家专业债券信用增进机构。参见其官网 <http://www.cbicl.com.cn/>。其2010年7月所创设的“中债合约1号”是我国首单为中期票据提供信用风险管理的信用风险缓释工具。

续表

主管	“公司债券”市场事件	时间	中期票据市场事件	主管
证监会/ 证券交易所/ 中国证券 登记结算 公司		2010.9.29	中债资信评估有限 责任公司 ^⑤ 正式成立	
		2010.10.29	启动信用风险缓释 工具试点	
	调整固定收益类产 品收费标准,降低 收费	2010.10.30		
	简化核准程序,开设 “绿色通道” ^⑥	2011.3		
	发布上市商业银行 租用会员交易单元 参与债券交易通知, 交通银行完成第一 笔4000万元的交易 (2011.5.11)	2011.3.29		
		2011.4.29	发布中期票据定向 发行规则,130元定 向中期票据首发成 功(2011.5.4)	
	实现交易所投资者 债券持仓余额互通	2011.6.24		
	2011.10.1	上海清算所 ^⑦ 启动债 券净额结算		

⑤ 中债资信评估有限责任公司由中国银行间市场交易商协会代表全体会员出资设立,注册资本5000万元,是国内首家采用投资人付费业务模式的新型信用评级公司。参见其官网<http://www.chinaratings.com.cn/>。

⑥ 证监会成立独立于股权融资的债券融资审核小组,专门从事债券融资审核,并采取分类简化审核程序,满足以下四种条件之一的上市公司,若无重大原则问题,发行债券在1个月内就能完成审核并发行:(1)本期债券评级达到AAA;(2)本期债券期限小于3年,而且债券评级在AA以上;(3)公司净资产达到100亿元以上;(4)在交易所申请固定收益平台,向机构投资者发行。摘得公司债“绿色通道”首单的上港集团,从2011年3月7日递交材料到3月21日获得证监会发审委的核准(证监许可[2011]420号),只用了两周时间,大大地短于之前需要半年的周期。参见申屠青南:“公司债‘绿色通道’力推发行‘井喷’”,证券之星网<http://bond.stoc-kstar.com/IG201108150000604.shtml>,2011年8月20日最后访问。

⑦ 上海清算所即银行间清算所股份有限公司,是由中国外汇交易中心、中央国债登记结算有限责任公司、中国印钞造币总公司、中国金币总公司4家单位于2009年11月28日共同发起,按照《公司法》的要求依法设立的股份有限公司。公司的注册资本3亿元人民币,业务范围是为银行间市场提供以中央对手净额清算为主的直接和间接的本外币清算服务。

表5 日益趋同的公司债券规则和市场微观结构与基础设施

监管要求/市场基础设施		“公司债券”	中期票据	
监管者		证监会	中国人民银行 授权银行间市场交易商协会自律管理	
发行机制	市场准入	证监会核准制 + 保荐制	银行间市场交易商协会注册制	
	发行方式	公开发行:网上发行,网下发行;一次核准,多次发行;承销制	1. 公开发行:招标、簿记建档方式 2. 非公开发行 定向发行	一次注册,多次发行;承销制
	信息披露	强制性,持续性信息披露	强制性,持续性信息披露	
债券条款	发行主体	沪深证券交易所上市的公司及发行境外上市外资股的境内股份有限公司	具有法人资格的非金融企业	
	发行条件	较严格,符合法定要求	宽松,注册制形式审查,市场自决	
	募集规模	累积余额不超过公司净资产的40%	待偿还余额不超过企业净资产的40%	
	资金用途	公司自决,且符合国家产业政策 不得用于弥补亏损和非生产性支出	公司自决,且符合国家法律法规和政策要求,变更用途应提前披露	
	价格/利率	由发行人与保荐人通过市场询价确定	以市场化方式决定(可反向询价)	
	债券期限	无限制,通常5~10年	无限制,通常3~5年	
	担保要求	自愿性	自愿性	
	信用评级	强制性,后续跟踪评级	强制性,后续跟踪评级	
投资者保护	债券受托管理人大会 债券持有人大会	主承销商后继管理、突发应急事件管理 债券持有人大会 发行文件约定投资者保护机制		

续表

交易机制	上市准入	证券交易所核准制 + 上市推荐制		央行审核制(登记次日可上市流通)
	服务提供方	证券交易所		全国银行间同业拆借中心
	交易系统	电子化交易系统, 不排除电话询价		电子化交易系统 + 电话询价
	交易场所/交易方式	分类管理(余额互通, T + 0 跨系统交易)	1. 竞价交易系统: 全面指定交易; 连续、集中竞价交易; 市场不分层; 净价交易 2. 大宗交易系统: 报价交易、询价交易、做市商 3. 固定收益平台: 报价交易、询价交易、做市商、多边交易; 市场分层, B2B 和 B2C	银行间债券市场: 直接进入; 询价交易、做市商、多边交易; 市场分层, B2B 和 B2C
	债券回购	允许		允许
	风险转移工具	无		人民币利率互换、信用风险缓释工具等
	投资主体	1. 竞价交易系统 2. 大宗交易系统 3. 固定收益平台	包括上市商业银行在内的全体市场投资者 除商业银行之外的机构投资者	加入银行间债券市场的机构投资者

续表

登记/托管/结算	服务机构	中国证券登记结算有限责任公司	中央国债登记结算有限责任公司 (今后可能移至上海清算所)
	登记、托管、存管方式	中央登记,二级托管	中央登记,一级托管
	结算(清算/交收)	1.集中竞价交易系统:作为共同对手方进行净额清算,货银对付 2.非集中竞价交易系统:全额清算非担保交收;符合条件的,④可实行净额清算担保交收	全额结算,券款对付 (上海清算所有望实现公司中期票据的中央对手方净额结算)

三、两套公司债券市场化模式的发展逻辑与影响

(一) 债券规则趋同下的市场差距与发展公司债券的影响因素

建立在国务院提出的发展市场化公司债券政策之上的“公司债券”和中期票据市场,具有相同的市场化价值定位和逻辑起点,在三年多的监管竞争实践中,两套模式的运作规则日益趋同,然而历年的统计数据(参见表6)却表明,中期票据后来居上,一年的发行量就抵过了“公司债券”四年的发行总额,市场占有率遥遥领先,其融资效应超过了投资者保护措施似乎更制度化和市场更多层次化的“公司债券”。

④ 例如:对于在上交所挂牌的公司债券,应同时满足:(1)发行人的债项评级不低于AA;(2)债券上市前,发行人最近1期末的净资产不低于15亿元人民币;(3)债券上市前,发行人最近3个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券1年利息的1.5倍;(4)其他条件。

表6 “公司债券”与中期票据的发行规模和占比* (截至2011年9月30日)

单位:亿元

		2007	2008	2009	2010	2011.1~9	总计	占比
“公司 债券”	发行次数	5	15	36	23	50	129	15.58%
	发行总量	112	288	638.4	511.5	908.2	2458.1	11.89%
	平均发行规模	22.4	19.2	17.73	22.24	18.16	19.1	
中期 票据	发行次数	无	41	172	223	263	699	84.42%
	发行总量		1737	6885	4924	4671.1	18,217.1	88.11%
	平均发行规模		42.37	40.03	22.08	17.76	26.06	

* 根据证监会、上交所、深交所和中国债券信息网的数据统计而成。

这种短时间形成的“银行间债券市场占据主导,交易所市场日益边缘化”的现象引起了普遍关注,探求现象产生根源及如何发展未来公司债券市场的争论激烈而多元:有来自监管部门的声,也有来自交易商协会、证券交易所、登记结算公司、金融机构及投资者的声,还有来自学者们的研究。^⑨在众多观点中,有的主张,“注册制的实现和发展大大

^⑨ 例如:周小川(央行行长):“推进中国债务资本市场持续健康发展”,载《中国金融》2010年第23期;沈炳熙(原央行金融市场司副司长):“关于债券市场监管体制改革的若干思考”,载《金融纵横》2010年第3期;陆文山(证监会):“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券市场导报》2010年第4期;时文朝(交易商协会):“中国债券市场发展展望”,载《金融市场研究》2010年第2期;赵晓男、穆文婷(交易商协会):“银行间债券市场信息披露制度研究”,载《青海金融》2011年第1期;刘铁峰(中央国债登记结算公司):“中国债券市场法规范建设情况浅析”,载《证券市场导报》2009年第4期;金永军(上交所):“债券市场内外微观交易结构的趋势分析”,载《证券市场导报》2009年第4期;王升义(上交所):“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》(第4卷),法律出版社2011年版;高坚、杨念(国家开发银行):“中国债券市场发展的制度问题和方法研究”,《财经科学》2007年第12期;王国刚(社科院):“论‘公司债券’与‘企业债券’的分立”,载《中国工业经济》2007年第2期;金鹏辉(清华大学):“公司债券市场发展与社会融资成本”,载《金融研究》2010年第3期;洪艳蓉(北京大学):“公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期;朱小川(中欧陆家嘴国际金融研究院):“浅议我国债券市场的制度改革——从改革《企业债券管理条例》开始”,载《证券市场导报》2011年第5期;等等。

提高了企业直接债务融资的效率”,“应继续坚持主要面向机构投资者和以场外市场为主的发展模式”;有的主张,“银行间债券市场占据主导是因为脱离证券法和集中监管,发挥有利于利益平衡的自律监管,取得制度创新和政策支持优势所致”,“应给予交易所公平的国家政策以促进这一市场的发展”;有的主张,“未能正确定位公司债券市场的投资主体是债券市场发展滞后的根本原因”,“投资者结构决定市场微观结构,债券交易从场内交易向场外交易转移,机构投资者取代公众投资者成为债券市场主要投资者有其必然性”。众说纷纭,各种观点不乏真知灼见。然而,实践和研究已表明,一个健康而发达的证券市场需要多项制度的综合作用,单纯地倚靠某种机制短期内可能取得成功,却未必有利于建立一个长期稳定的市场,这已为许多经济转型国家发展本国资本市场的经验教训所验证。而且,理论上自洽和逻辑合理的制度安排,往往需要结合一国国情和资本市场的发展阶段进行量体裁衣,并辅以有效的执行机制才能发挥作用。

在参与构建我国债券市场,具有二十多年债券市场经验的高坚博士看来,“中国债券市场的发展取决于四大支柱:(1)市场制度的形成和发展。机构投资者和市场中介的出现和发展是债券市场发展的重要基础和必要条件。(2)政府机构的适当角色。政府不仅要加强对债券市场的监管,而且也要提供支持和鼓励债券市场发展的政策。(3)创新的理念培养。由市场参与者发起的产品、市场工具和制度创新是债券市场发展的主要推动力。(4)技术进步为基础的市场基础设施。债券登记、托管、结算等市场基础设施必须建立在现代技术的基础之上”。^⑤如果以此为检验标准衡量我国现有的两套公司债券模式,或许能够揭开合理解释市场失衡现象和推动市场前进方向的影响因素。

1. 市场制度

市场制度决定了债券筹资方、投资者和提供服务的金融中介在这一过程中的权利和义务,关系各方利益的分配和风险的承担,是维护市场运行的游戏规则。从上文和表5的比较来看,两大市场的债券规则正在日益趋同,债券条款、发行和交易机制等方面的内容已不是区分“公司债

^⑤ 高坚:《中国债券资本市场》(中文版),经济科学出版社2009年版,英文版前言第2页。

券”市场和中期债券市场的主要特征和更有利于哪一方市场发展的因素。长期以来,关于市场制度,最大的争议来自两个方面:一个是市场融资准入,另一个是市场投资准入。前者涉及政府职能中的企业融资核准抑制或注册制的采用,留待下文讨论。这里先分析有关债券市场的投资者定位问题。

作为一种固定收益工具,债券具有相对确定的未来现金流,收益相对稳定而安全度较高,但与此同时,债券的投资收益率较低,当本金较少时,收益现金流很少,对个人投资者吸引力不大;通常拥有大量资金且看重投资安全性的机构投资者持有债券,才能通过大额交易取得规模效应,扣除交易成本获得收益。而且,公司债券以企业的信用为融资基础,不同企业之间信用差异很大,债券期限各不相同,债券的到期收益受国家宏观调控、市场环境和利率变化等多种因素影响,交易机制也灵活多变,这就需要投资者具有专业的知识和技能,具备较强的市场分析、风险识别和风险承受能力,能够进行大量的信息收集和处理工作,准确判断债券价值并掌握复杂的投资技巧入场交易,而这些往往是个人投资者所不具备的。公司债券的上述内在属性决定这一市场必然主要以机构投资者为投资主体。

从公司债券发展史来看,尽管在市场发展早期,个人投资者曾经作为主要主体参与债券交易,但当机构投资者这种参与者形态出现并日益成熟后,其逐步成为债券市场主要投资者则具有了必然性。目前,在海外债券市场,尽管不排除一些高质量的公司债券面向个人投资者发售和一些具备投资技能和风险承受能力的合格投资者参与各类债券交易,但债券市场的投资者仍以机构投资者为主。^⑤意识到“在计划经济的思维主线和不完善的市场环境主线下,错误地将公司债券市场定位于个人和中小投资者的投资者定位错误是导致我国公司债券市场一系列失误的最重要的逻辑根源,也是造成目前公司债券市场发展严重滞后的主要原

^⑤ 参见冯光华:《中国债券市场发展问题研究》,中国金融出版社2008年版,第49页。

因”,^⑤中期票据创立之始即选择以银行间债券市场的机构投资者,尤其是拥有雄厚资金实力的商业银行、保险机构等金融机构为对象,可谓成功的要素之一。

与此同时,“公司债券”市场的无法勃兴,近年来被归咎的一个主因即交易所市场欠缺深具实力的机构投资者。为扭转逆势,证券交易所创立了专供机构投资者交易的固定收益平台,并和证监会一起致力于推动1997年按规定退出交易所市场的商业银行重新回归交易所(参见表7),目前这一工作已取得初步进展。2011年5月11日,交通银行通过租用海通证券的交易席位,完成了第一笔4000万元的交易。如果这一工作能够顺利推行,未来交易所拥有与银行间债券市场相同的投资者群体结构,并非不可能。可以说,通过制度的模仿和规则的改进,发挥后发优势,市场机制不会成为发展公司债券的最大障碍。

表7 交易所、银行间债券市场两市互通规则

发文部门	发文时间	名称
央行	2005.12.13	公司债券进入银行间债券市场交易流通有关事项公告[2005]第30号
央行	2007.9.27	公司债券在银行间债券市场发行、交易流通和登记托管有关事宜公告[2007]第19号
证监会、银监会	2009.1.19	关于开展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
央行、证监会、银监会	2010.9.30	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
上海证券交易所	2010.10.28	关于试点期间上市商业银行在证券交易所参与债券交易有关事项的通知
	2010.12.3	上海证券交易所债券业务指南(商业银行专用)
	2011.3.29	关于上市商业银行租用会员交易单元参与债券交易有关事项的通知

^⑤ 周小川:“吸取教训 以利再战”(在2005年10月20日中国债券市场发展高峰会上的讲话),载《中国金融》2006年;冯光华:《中国债券市场发展问题研究》,中国金融出版社2008年版,第198页。

2. 创新动力

从制度供求的角度来看,如果组织或操作一个制度安排的成本小于其潜在制度收益,就可能发生制度创新。作为制度创新的“第一行动集团”,是能在不确定性的环境中及时捕捉到由制度非均衡产生的获利机会。^⑤换言之,如果创新者能够实现创新的权利和义务相一致,从中获得收益增进自身福利,而不是仅仅只有负外部性,那么就能吸引更多的市场主体参与创新。在我国资本市场新兴加转型时期,市场经济在解放金融组织在计划经济之下束缚的同时也加剧了它们之间的竞争,业务同质化带来的利润收窄,以及我国加入WTO之后因开放资本市场带来的竞争压力的综合作用,促使金融组织增强了金融创新动力。下面以在两套公司债券模式下担纲市场自律和管理功能的证券交易所和交易商协会为例,来评估金融组织的创新动力。

在“公司债券”的推行过程中,证券交易所在其职权范围内充分发挥了制度创新功能,从设置大宗交易机制、固定收益平台、实施债券分类管理构建多层次交易市场、降低固定收益手续费、推动商业银行回归交易所,到最近的实现投资者债券持仓互通,证券交易所为“公司债券”市场提供了各种便利,使交易机制、成本和市场投资者与银行间债券市场日益趋近。这种创新能力和积极的创新行动反映了交易所争取在未来十年内使交易所债券市场取得重大突破,发展成为国内核心场内债券交易市场,助力中国证券交易所成为世界一流交易所的决心。^⑥

再看中期票据市场中交易商协会的创新能力和行动。如上所述,在央行的授权下,中期票据从发行、信息披露、交易、管理、危机处置等一整套制度设计都出自交易商协会之手,通过借鉴海外经验和与“公司债券”市场的竞争,交易商协会建立并完善了各种债券市场自治、自律管理措施,包括逆向询价、主承销商后继管理、突发事件管理、定向发行等,并开创性地研发了用于转移信用风险的信用风险缓释工具。此外,还创设了专门的金融服务机构——中债信用增进投资股份有限公司和中债资

^⑤ 参见道格拉斯·G·诺斯:《经济史中的结构与变迁》,陈郁、罗华平等译,上海三联书店1991年版。

^⑥ 参见“上海证券交易所战略规划(2011—2020)”,载上海交易所网,<http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/flgz/temp/temp20101213a.html>,2011年8月20日最后访问。

信评估有限责任公司。⁵⁵交易商协会自身也从2007年9月成立的银行间市场自律组织,发展成为一个拥有2400多家各类会员,在资本市场具有巨大影响力的组织。

显然,无论是证券交易所还是交易商协会,都具有良好的创新能力和充足的创新动力,但作为受到监管的自律机构,其能够创新的广度和深度,受行政监管者提供的支持、给予的认可和法律制度提供的市场自治空间影响。这些能够影响债券市场创新能力的支撑因素,归根到底,还是一个政府和市场如何分工,从而厘定监管边界的问题。

3. 市场基础设施

一个发达的债券市场离不开完善的市场基础设施的支持,因技术进步带来的市场基础设施更新换代,往往改变资本市场的构建和相关制度规则,这已在晚近以来资本市场的发展中得到验证。与海外资本市场经过百年逐步形成的历史格局不同,我国资本市场启动于20世纪八九十年代,在构建市场基础设施上能够发挥后发优势,采用同时代最先进的技术和适应国际发展趋势进行,在空白的基础上构建一个更具现代化和更有效率的资本市场基础设施,有关统一的证券登记结算就是一个显著的例子。债券市场上亦是如此。因此,在借鉴海外债券市场微观结构时,需要剔除这一市场基于历史架构而非基于市场基础设施性能而带来的影响,才能避免邯郸学步的尴尬。

近年来关于公司债券市场基础设施的讨论主要集中在“一个争议,一个批评”上。“一个争议”指的是我国公司债券市场到底应以场内交易为主,还是应以场外交易为主,与债券市场实践相结合之后的问题是,应以银行间债券交易市场(场外市场)为主导,还是应与交易所债券市场(场内市场)并驾齐驱发展公司债券市场。分析这一问题的关键在于正确理解债券交易机制的要求和场内、场外交易场所的区分。如上所述,债券的本质属性和晚近以来机构投资者的兴趣,铸就了债券市场以机构投资者为主要投资者的格局,与此相适应,机构投资者基于其资产规模、议价能力、资产管理等的考虑,在债券交易方式、保密性等方面需

⁵⁵ 创立专门的金融服务机构是否必要,是否属于创新过度,存在部门利益诉求,属于另一个值得讨论的问题,在此略去。

要更多灵活性和自由度,从而决定了机构投资者参与债券交易更青睐于询价交易而非竞价交易。传统上,在有组织的证券交易场所通常采用竞价交易,而在非集中的、分散的场外交易市场通常采用询价交易。这一债券发展的历史造成人们普遍认为债券适合机构投资者在场外交易。然而,应注意的是,场内场外市场的划分,起源并存在于有形(物理)市场和纸质债券时代,随着现代技术的发展,证券交易场所日益无形化和债券载体日益电子化(无纸化)。近年来,随着电子债券交易(系统)平台的出现,更先进的债券交易技术和创新运用其中,已日益模糊了传统的场内、场外交易的界限,^{⑤6}使“场内”市场能够提供询价交易,“场外”市场也能进行竞价买卖。与此同时,许多存继百年的证券交易所为避免这一新兴市场的冲击,纷纷引入新技术搭建具有询价交易等场外市场功能的交易平台,或者并购新兴电子交易平台,以增强自身的竞争力;而一些发展良好的电子交易平台,受益于技术进步带来的竞争优势,壮大实力,反过来收购传统的证券交易所,形成综合性、多元化的交易平台,也已屡见不鲜。^{⑤7}就我国情况而言,从债券交易机制及所采用的电子技术等方面来考察,银行间债券市场实质更像场内市场,而非名义上的场外市场;^{⑤8}证券交易所因搭建了固定收益平台,并引进询价交易等多项灵活的交易机制,事实上也已然提供场外交易的服务。而且,从国际层面来看,2008年次贷危机过后,海外主要市场的固定收益证券呈现了透明化、标准化、集中交易等监管要求和发展趋势。为此,不宜以传统的关于场内场外市场的划分想当然地对应于交易所市场和银行间债券市场的划分和功能供给,更不能简单地以此主导我国公司债券市场的发展方向。研究表明,“债券交易的场所适合程度不是按照名义上的场内市场和场外市场来划分,而是视各市场提供的基础设施是否合适为准”,“就

^{⑤6} 参见金永军:“债券市场场内外微观交易结构的趋势分析”,载《证券市场导报》2009年第4期。

^{⑤7} 参见袁铭良:“交易所竞争:兵临城下”,载《金融实务》、《财经》杂志社2010年10月10日版,第11~18页。

^{⑤8} 参见金永军、赵敏、刘斌:“债券只适合场外交易吗?”,载《证券市场导报》2011年第7期。

二级市场基础设施而言,交易所市场和银行间市场不存在根本区别”;⁵⁹而且,从构建多层次资本市场和发挥竞争积极作用的角度来看,也应允许债券在多个交易平台进行交易。⁶⁰综上,决定债券交易能够在哪个市场发展更好的关键便只有这一市场的投资者准入和监管程度了,而这又最终取决于政府监管权的安排。

“一个批评”指的是我国的交易所市场和银行间债券市场处于分割状态,未能互通互联,形成一个统一的市场。分析这一问题的关键在于如何评判市场的统一。所谓的统一,不宜理解为市场上只有唯一一个交易所或者两个市场应该有相同的交易、托管和结算制度,当然出于安全和效率的考虑,有必要建立一个集中的证券登记结算系统。在许多有经验人士看来,统一的实质是债券市场的交易要素——信息、资金、交易券种、交易主体能够在市场间自由流动;⁶¹“统一”的标准应该是市场各种要素自由流动和充分竞争,要素定价市场化。⁶²以此衡量实践中的两个市场,债券利率因监管者放松管制已可以进行市场化定价;银行间债券市场因实行备案制,已允许各类机构投资者进入;随着近年来商业银行进入交易所市场规则的制定和交通银行首单实践(参见表7),吸引具有雄厚资金实力的商业银行进入交易所市场,改善交易所投资者结构,正在成为现实;而在债券转托管和资金交割上,随着近年来中国证券登记结算公司调整债券结算规则,中期票据将逐步移至上海清算所进行统一存管和结算,更为便捷和有效的净额结算的全面推行,将大大地改善两市的互通互联状况,使交易更为“通畅”。⁶³因此,交易市场的畅通问题,经过技术改进、基础设施投入和监管者(服务提供方)的合作是可以

⁵⁹ 金永军:“债券市场内外微观交易结构的趋势分析”,载《证券市场导报》2009年第4期。

⁶⁰ 参见余桂荣:“英国公司债券市场发展及启示”,载《青海金融》2011年第3期。

⁶¹ 参见高坚、杨念:“中国债券市场发展的制度问题和方法研究”,载《财经科学》2007年第12期。

⁶² 参见冯光华:《中国债券市场发展问题研究》,中国金融出版社2008年版,第120页。

⁶³ 冯光华博士的研究也表明:“无论从交易券种、交易主体还是从债券的转托管等方面来看,我国债券市场联通的框架都已初步建立,两个市场联动性正在不断加强,已经实现了初步的互通互联。”参见冯光华:《中国债券市场发展问题研究》,中国金融出版社2008年版,第229~230页。

解决的,这不应成为限制某一市场发展,或者偏重发展某一市场的理由。相反,从有利于我国构建多元化、多层次资本市场的角度出发,应鼓励既有的交易场所发挥自身优势又通力合作,共同致力于资本市场福利的提高。

4. 政府职能

与海外市场经济的发展过程不同,我国从计划经济向市场经济转化的过程中,政府在转变自身管理职能的同时充当着主导制度变迁的角色,许多金融领域的变革,都是自上而下由政府主导的强制性制度变迁。在我国公司债券的演化过程中,也能看到政府的主导作用,从国务院提出积极稳妥地发展公司债券市场提供政策支持,到证监会、央行在各自主管的金融领域创立一套公司债券市场化模式,无不彰显了政府职能对于构建公司债券规则和发展公司债券市场的重要影响。由上述可知,作为决定公司债券发展的市场制度、创新动力和市场基础设施等因素,在终极意义上也都受制于政府职能。然而,市场的可持续发展应来自市场内生力量推动的诱发性制度变迁,以权力为基础的管理方式最终应让位于以规则为基础的管理,政府在构建好市场激励和约束机制之后,应该让这套游戏规则自主地发挥作用,自身退居二线担当市场执法者和政策支持者。这是市场得以发达并维持在这一阶段的理想状态。

正如“内生交换经济学”所揭示的,如果把政府(职能)与市场(分工)之间的对话作为一级交换的话,那么市场参与者之间的博弈则可以视为二级交换。“二级金融交换的实现需要以一级金融交换的履行为前提。也就是说,只有在一级市场交换已建立起市场,所有市场规则已公开且能得到强制执行时,二级金融交换才能发生。”^④政府职能的边界,也就意味着市场承担的功能和能够发挥的空间,往往“不完美的市场源于不完整的制度或源于一级交换的缺失”,^⑤因此,在我国目前由政府主导公司债券制度强制性变迁的背景下,政府(与市场)职能的界定及政府如何理解市场化,会是决定公司债券市场发展最重要的影响因素。

以此检视我国的公司债券市场的发展。在政府逐步放松管制的经

^④ 高坚:《中国债券资本市场》(中文版),经济科学出版社2009年版,第81页。

^⑤ 高坚:《中国债券资本市场》(中文版),经济科学出版社2009年版,第38页。

济背景下,我国公司债券开始了“去行政化”过程,证监会、央行分别在不同的法律体系下发展出一套公司债券制度;在两个市场的竞争中,证券交易所和交易商协会在各自主管的监管者的引领和支持下,不断改进规则,完善市场,实现了一级市场交换在二级市场的延伸。尽管从上述比较(参见表5)可知,在市场规则、交易机制和基础设施等方面,两套债券模式正在趋同,然而现实的市场规模却相距悬殊。“与美国及其他成熟市场相比,我国交易所市场与场外市场的竞争不仅仅在二级市场,还存在于一级市场”,^⑥这其中更重要的是一级市场的竞争。因为,恰恰在这个一级市场,最直接地反映了政府与市场的对话。证监会主导的“公司债券”和央行主导的中期票据,虽然都以市场化为导向,但其中贯彻着监管者对市场化的理解和监管者与市场的具体分工,两个市场发展态势和规模的不同,在很大程度上与此相关,而不是人们通常认为的二级市场机制的差异。

(二) 证监会与央行公司债券市场化模式的发展逻辑

1. 证监会“防范风险型”的公司债券发展模式

从公司债券规则和市场发展态势来看,“公司债券”呈现了以“防范风险”为价值取向的市场化发展特征。这种取向的形成既有法律规定的监管分工的影响,也有证券交易所市场历史形成的路径依赖因素的影响。申言之:

“公司债券”市场是在《证券法》框架下发展起来的一套公司债券制度,其市场化模式深受作为政府与市场一级交换最终成果的《证券法》具体规定的影响。追溯我国《证券法》的制定历史,《证券法》的起草工作始于1992年,促成《证券法》出台的重要原因是1998年亚洲金融危机的爆发使国内大大提高了对金融风险的重视程度,规范市场发展、防范金融风险成为1998年《证券法》的主导性立法思想,并最终体现在整部法律条文中。尽管2005年对《证券法》进行了修改,通过引入市场化的激励和约束机制放松了对证券市场的管制并加强了证券监管,减少了《证券法》过度风险防范的特色,但比较1995年《公司法》、1998年《证券

^⑥ 于鑫、龚仰树:“美国债券市场发展对我国场内债券市场的启示”,载《上海财经大学学报》2011年第3期。

法》和2005年《证券法》有关公司债券的内容,^⑥不难发现,2005年《证券法》除了将1995年《公司法》的公司债券内容放至《证券法》中(使法条结构更合理),将已不合时宜的债券“审批制”修改为“核准制”,并将债券上市权授予证券交易所核准之外,并未对公司债券具体发行条件做任何改变,仍然延续了1995年《公司法》主要为国企融资服务和1998年《证券法》“防范风险型”立法的属性。而且,从《证券法》第10、17条关于证券发行核准等方面的规定来看,2005年《证券法》的重心在于发展股票市场,对于公司债券的核准,确认了实践中“国务院授权的部门核准”的做法,在统一债券监管权和统一债券规则上并无所作为。因此,可以说,现行《证券法》中的公司债券规则取向,仍然带有浓厚的为大型国企融资服务和侧重风险防范的市场发展思路烙印,并且在整个债券规则的构建上,主要是参照适用股票这一不同于债券的融资工具的设计,^⑦而未能真正地契合债券的内在属性,发展出一套有利于公司债券长远发展的内生性制度。作为根据《证券法》设置并从中获得规范、发展和监管市场职权的证监会,尽管引入各种激励和约束构建市场化的“公司债券”模式,但在激励与约束力量对比和各项制度的配合上,更多的是受这种风险防范法律主导思想的影响,总体呈现激励不足、约束有余的格局,特别是在2005年修改《证券法》,大幅度提高证监会的执法能力之后,更加强了“公司债券”约束机制的威慑力,相比之下,在公司债券发行条件和核准制等未做实质性改变的条件下,“公司债券”激励机制的效果越发式微。“债券市场在没有建立激励的前提下建立约束机制,会导致金融监管过严”,^⑧不利于发展一个生机勃勃而强大的债券市场,“公司债券”市场的发展就是一个例证。

侧重风险防范的市场化发展思路,也与证券交易所被赋予防范风险的主要功能有密切关系。我国从1981年开始恢复发行国债,到1988年6月国家已批准在全国61个大中城市进行国债流通转让的试点,开辟了

^⑥ 1995年《公司法》第161、162、164条等;2005年《证券法》第10、16、18、48条等。

^⑦ 参见王升义:“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》(第4卷),法律出版社2011年版,第350页。

^⑧ 高坚、杨念:“中国债券市场发展的制度问题和方法研究”,载《财经科学》2007年第12期。

银行柜台场外交易市场。20世纪90年代初,上海、深圳证券交易所陆续开业交易国债,形成了柜台交易市场和交易所市场并存的局面。但柜台买卖差价太大,助长了专门博取差价收益的投机行为,柜台交易只在部分地区开放也导致国债黑市十分猖獗;相反,交易所市场交易集中,采用竞价交易方式,价格透明,交投活跃,也便于集中管理。因此,监管者出于防范风险的考虑,于1995年8月禁止国债在场外交易,债券发行和交易从此统一到证券交易所市场进行,交易所市场因此盛极一时,成为主导的债券市场。然而,继1995年因“2·23事件”关闭交易所国债期货市场之后,1997年又发生了大量银行资金通过回购进入交易所助推过热的股市事件,为隔断风险,国务院决定自1997年6月起要求所有银行退出交易所市场,从此证券交易所失去了商业银行这一资金雄厚的市场最主要的机构投资者。随着我国股票市场的发展,交易所市场吸引了广大社会公众参与交易,形成以中小投资者为主的投资者结构,加重了交易所防范风险的责任,客观上则放缓了交易所金融创新的步伐。更糟糕的是,2003年爆发证券公司挪用客户债券,回购到期但仍有大量未能还券的情形,严重损害了投资者对资本市场的信心。国务院在处理交易所债券回购风波中判断和反思交易所市场存在较大风险,选择借鉴主要发达国家债券场外发展模式的经验,强化了“轻交易所市场,重银行间市场”的政策导向。^⑩总而言之,交易所曾强大于风险管理,但也式微于风险管理;在法律和实践中尚未发展出通过投资者分类强化风险管理和以适当性调和投资者风险自负责任的做法之前,防范风险最直接和最有效的手段只能是限制市场的发展。因此,在背负越来越重的风险防范责任的情况下,交易所只能以约束机制管理风险,错失债券市场的发展良机。据统计,自2001年以来,交易所债券市场就被银行间债券市场超过,之后一直未能赶超。

从证券交易所的角度来看,根据《证券法》的授权,证券交易所取得了核准公司债券上市和监管债券交易的职权,其本身并不乏创新动力和能力,但交易所要改变在公司债券市场中处于弱勢的竞争格局和被边缘化的危险,只有先打破监管者注重风险防范而“无为”的思维,在一级市

^⑩ 参见夏武勇:“交易所债券市场的机遇”,载《中国金融》2011年第10期。

场通过证监会的核准增加公司债券的发行数量,^①然后才能谈得上在二级市场与银行间债券市场的交易竞争,证券交易所近年来创设的大宗交易、做市商、双边报价等符合债券交易特点和受机构投资者青睐的制度才能真正发挥作用。由此,通过债券品种和数量供应的“开源”,在已打通上市商业银行进入证券交易所进行债券交易渠道的大好环境下,才能突破银行间债券市场的投资者锁定和市场流动性自我强化的竞争优势,助力交易所发展强大的公司债券市场。

2. 央行“发展市场型”的公司债券发展模式

与“公司债券”贯彻了监管者在市场化发展道路上侧重风险防范的思维不同,中期票据呈现了以“发展市场”为价值取向的特征。这种取向的形成既有法律模糊规定带给市场发展空间的影响,也有央行进取性的市场发展策略通过自律性的交易商协会发挥最大功效的作用。申言之:

造成“公司债券”与中期票据市场不均衡发展的原因很多,但其中一个很重要的原因是两个市场竞争的法制基础存在重大差异。^②如上所述,“中期票据”是游离于《公司法》、《证券法》之外,利用《中国人民银行法》中关于央行监督管理银行间债券市场的原则性规定建立起来的公司债券类型,不同于“公司债券”从发行到交易等都受到了法律的规制。《中国人民银行法》在法律层面的“留白”,实际上是完成了一级交换中政府与市场的对话,并为市场争取到了最大限度的话语权,央行因此在银行间债券市场可以根据自己的目标设计一套最有利的公司债券制度并奠定发展的基调。

从银行间债市市场的发展沿革来看,这一市场一直贯彻着央行发展市场的思维导向。当1997年6月商业银行全面退出交易所市场之后,为了满足银行交易证券、进行融资的需要,也为了使央行能够在1998年全面取消信贷规模控制之后通过公开市场操作执行货币政策,由央行主导开始筹建银行间债券市场。在这个市场1997年启用之时,市场交易

^① 目前,中期票据不能到证券交易所交易,也未见任何立法和政策拟推进这一过程。因此,只能先考虑“公司债券”的扩容。

^② 参见陆文山:“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券市场导报》2010年第4期。

成员只有 16 家商业银行总行并采取了准入审批制。但随着我国金融机构发展带来的参与投融资需求的增强和执行货币政策的需要,央行自 2002 年以来采取了市场发展战略,不仅以准入备案制取代审批制,更将个人和包括工商企业在内的非金融机构纳入到市场交易主体中。^⑭与交易所市场主要是公众投资者不同,银行间债券市场的优点在于一开始就是一个机构市场。通常,机构投资者被认为具有投资知识、技能和风险承受能力,银行间债券市场更多地被允许进行金融创新和实验,而不是始终承受防范风险的重担。因此,央行以发展战略不断促进银行间债券市场的扩容和产品创新,不仅未损害市场,反而扩大投资者基础,使这一市场具有了“流动性自我实现”机制。^⑮

中期票据的构建,充分借用了这个具有发展特性而少被课以风险防范重任的银行间债券市场。而且,在具体规则的构建上,央行采取了完全“去行政化”而假手交易商协会这个自律组织之手的做法,更加彰显了其发展市场的特色。由于交易商协会采取开放性的人会措施,^⑯能够协调各方利益,加上市场自治方法的采用,中期票据在各项制度设计上呈现出对市场主体的极大激励。《中国人民银行法》授权央行监督管理银行间债券市场,央行既是这个市场的规则制定者,也是执法者。然而,央行作为中央银行和我国分业监管形成“一行三会”金融监管格局之后,央行更多地承担宏观经济调控和维护金融安全职责的身份定位,使央行并不宜过多地牵涉具体的金融事务和像证监会那样配备专门的稽查局和执法队伍进行市场执法。在中期票据的约束上,央行采取的是授权交易商协会进行自律管理,并通过听取其报告监督市场,相比于中期票据的激励机制,约束机制的效果要弱得多。这种“强激励,弱约束”的搭配恰好与“公司债券”相反。在我国公司债券市场从无到有的起步阶

^⑭ 参见曹海珍:《中国债券市场发展的理论与实践》,中国金融出版社 2006 年版,第 24 页。

^⑮ 参见于鑫、龚仰树:“美国债券市场发展对我国场内债券市场的启示”,载《上海财经大学学报》2011 年第 3 期。

^⑯ 凡自愿接受交易商协会自律管理的,都可申请加入。协会会员包括单位会员和个人会员,银行间债券市场、拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场的参与者、中介机构及相关领域的从业人员和专家学者均可自愿申请成为协会会员。参见交易商协会网站 <http://www.nafmii.org.cn/Info/208313>,2011 年 9 月 20 日最后访问。

段,这种激励多过约束的模式最能取得显著效果并使市场占据优势,这正是中期票据短时间内异军突起并牢牢占据债券市场主导地位的主因。然而,“如果过早地强调自律,容易造成信用风险膨胀”,^⑥以发展市场为导向的中期票据市场化模式短期内的胜利,是否意味着长期市场的巩固,仍是一个有待时间验证的问题。

(三) 公司债券模式“市场化”背离与负面影响

市场化是国务院提出的我国公司债券市场的发展方向,但市场化既不是保守不前,也不是自由妄为。证监会、央行按照自身对市场化的理解,或者以“防范风险”为价值取向,或者以“发展市场”为价值取向,执行公司债券政策。两个债券市场发展的失衡——一个是超规模发展的中期票据市场,一个是有边缘化危险的交易所债券市场,可能背离了国家政策预设发展市场化公司债券市场的初衷,而两套模式各自存在的激励约束失衡也会影响公司债券市场功能的发挥,甚至可能带来金融风险。

1. 两套公司债券模式未能有效促进储蓄向投资转化并合理分配金融资源,解决企业融资难题

公司债券最基本的功能是改变直接融资和间接融资的结构,为企业提供从资本市场获取中长期债权资金的途径。交易所债券模式以“防范风险”为价值取向,决定了其必然选择高质量的公司作为发债主体,但公司质量高低往往处于动态变动之中,监管者通过规定公司净资产、盈利能力和负债余额等数量衡量标准进行判断,符合《证券法》第16条规定的发债条件的只能是大型企业。“公司债券”启动之时,试点对象被限于“上市公司”;而从近四年的债券发行情况来看,平均每只债券的发行规模高达19.1亿元(参见表6),如果按照“累计债券余额不超过公司净资产的40%”的规定,能够发行“公司债券”的公司净资产总额平均约在48亿元人民币以上,只能是大型企业。相比中小企业,这些大企业凭借自身信用不仅能够从商业银行获得信贷,也能通过增资扩股获得资本市场资金,它们本身并不缺钱,多为它们提供公司债券融资途径并未能使

^⑥ 王林:“公司债券市场立法国际比较及启示”,载《经济理论与经济管理》2009年第3期。

个体和社会福利达到最优,反而占用了本应配置给最缺乏资金的中小企业的资源,进一步恶化其生存环境。另外一种情况是,一些上市公司因受信贷政策调控影响无法从银行获得资金,通过债券融资为其提供资金可能在某种程度上反而削弱了国家宏观调控的效果,近年来受到调控的房地产业就是一个典型。^⑦此外,值得注意的是,由于“公司债券”需要到期还本付息,而股票融资却可以长期使用,加之我国资本市场畸高的股票市盈率,上市公司通过股票融资比债券融资成本更低,^⑧有明显的股权融资偏好,^⑨旨在服务上市公司的“公司债券”反而遭受冷遇,白白浪费了发展机遇和金融资源。

就中期票据来看,央行是秉承“发展市场”观念在银行间债券市场开拓一个全新的公司债券品种,那么根据利益集团理论,央行的活动本身具有其“内部性”,要尽快地发展市场并占据优势,必然挑选代表更多经济资源或者能够占有更多经济资源的大型企业作为发行主体,而不是处于劣势的中小企业。从实践来看,尽管中期票据市场设立的初衷也包含有为中小企业拓展融资渠道的设想,三年来的发行情况表明,单只中期票据的平均发行规模为 26.06 亿元人民币(参见表 6),如果按照“累计余额不超过公司净资产的 40%”计算,往往大型企业才容易获得发行机会,目前交易商协会已通过另设中小企业集合债券解决中小企业融资问题,从反面说明了中期票据并非适合中小企业的融资工具。

2. 两套公司债券模式发展失衡,不能有效降低融资成本和提高融资效率,促进利率市场化和帮助传导宏观政策

“公司债券”与中期票据因其竞争基础不同,形成交易所弱勢,银行

^⑦ 例如,证监会从启动“公司债券”至 2009 年 11 月 9 日已批准发行 51 只公司债,共计 566.8 亿元,其中房地产公司债 18 只(占 35.2%),募集资金 158.8 亿元(占 28%)。根据《中原地产红皮书 2009》的统计,十大房地产标杆企业(保利、复地、富力、华润、金地、绿城、万科、雅乐居、招商和中海地产)2008 年平均资产的负债率高达 65%,其中一半的房地产企业负债率突破 70%,绿城中国的负债率最高,达到 140%,风险最为突出。参见:“A 股掀起发债热 公司债券募资创新高”,来源:<http://jr.hztop.com/news/zairongzhidaotai/2010-02/22/99990928212.html>;“中原地产年刊行业篇:融资重启标杆房企扩张”,来源:http://house.focus.cn/news/2009-12-28/826524_2.html,2010 年 3 月 15 日最后访问。

^⑧ 金鹏辉:“公司债券市场发展与社会融资成本”,载《金融研究》2010 年第 3 期。

^⑨ 参见付雷鸣、万迪昉、张雅慧:“中国上市公司公司债发行公告效应的实证研究”,载《金融研究》2010 年第 3 期。

间债券市场强势的格局,由于二者悬殊过大,交易所市场已无法处于和银行间债券市场竞争的地位,并随着后者的市场锁定和市场流动性自我增强效应,正面临边缘化的危险。这种市场发展的过度失衡已影响到两个市场作用的发挥。

研究表明,交易所债券市场价格误差小,交易机制效率更高,^①投资者来源广泛,其投资目标多元化,交易活跃,更容易形成反映市场真实供需状况的利率曲线,并可通过信用价差将基准利率有效传导到企业等经济实体,使债券市场成为央行宏观调控手段的一部分。现实中,交易所债券市场因缺乏足够的债券数量和商业银行等大型机构投资者的参与,业务清淡,即使这一市场本质上具有上述优势,也因欠缺载体而无法有效发挥效用。

相反,银行间债券市场中期票据数量和投资者众多,但作为一个以金融机构为主导的市场,银行间债券市场有着内在的缺陷:^②从中期票据的投资者持有情况来看,商业银行、信用社、非银行金融机构、证券公司、保险公司和基金的投资额占中期票据发行总额的97%以上,单商业银行一类的金融机构就占比60%以上。^③这些类型的投资者在投资理念、投资行为上具有明显的同质性,配置型需求占主导地位,交易型需求比较少,^④容易出现单边市,不利于债券市场的活力和流动性的提高,也不利于债券市场发挥价格发现的功能,形成真实、合理的固定收益率曲线。

因此,两类市场虽然各有特点,但二者不均衡的发展态势和日益悬殊的地位,将不利于我国债券市场形成真正反映供需平衡的利率曲线并充分发挥债券市场的其他功能。

^① 参见吴蕾、周爱民、杨晓东:“交易所与银行间债券市场交易机制效率研究”,载《管理科学》2011年第4期。

^② 参见高坚:《中国债券资本市场》(中文版),经济科学出版社2009年版,第221页。

^③ 参见中国债券信息网站——中债数据——统计报表之“3-05 主要券种投资者持有结构”,<http://www.chinabond.com.cn/jsp/include/EJB/tjyb-more.jsp>,2011年10月6日最后访问。

^④ 参见申世军、陈珊:“我国债券市场的持有结构特征及优化建议”,载《中国货币市场》2011年第1期。

3. 两套公司债券模式未能有效调整和平衡金融市场结构,不利于防范金融风险

公司债券市场的启动本为改变我国失衡的直接融资和间接融资比例,改变直接融资中股票占比过大和债券融资中以国债为主的局面,调整我国的金融市场结构,避免风险过度集中于银行领域,不利于金融体系的稳定。但实践中,“公司债券”市场相对于中期票据市场发展的巨大失衡,不仅未能起到调整上述金融结构的作用,反而带来新的平衡问题。

从银行间债券市场的投资者结构来看,中期票据的主要购买者仍是商业银行,这实际上是另一种形式的间接融资,对减少企业对银行体系的依赖作用并不明显,^④也未能有效地把风险转移出银行系统。而且,如前所述,商业银行作为中期票据主承销商被赋予了从尽职调查、债券推荐、信息披露协助、债券营销、后继管理、应急事件管理和代理追偿等多种角色。一方面,商业银行作为主承销商的优势主体,几大有控股商业银行的主承销占据半壁江山,主承销商的收费是否足以支撑商业银行投入足够的财力、物力和人力自始至终履行好每项职责,同时避免利益冲突和做好风险隔离?而且,商业银行涉足投资银行业务时间并不长,游离于《证券法》之外的中期票据市场能否借助自律形成对商业银行尽职履责的有效约束,仍有待时间验证。另一方面,商业银行因其业务经营的特殊性和在社会信用体系中的核心地位,使其比其他金融机构和企业更具有外部性和脆弱性,一旦商业银行主承销的中期票据发生信用风险,商业银行应急处理或者代理追偿不利,很容易使投资者将责任归咎于商业银行,诱发声誉风险并可能引起更多问题,严重的可能发生金融系统性风险。2006年,工商银行因主承销沦为中国第一只“垃圾债券”的福禧短期融资券而被推到风口浪尖,虽然最后债券得以在金融主管部门和上海市政府的推动下如期足额偿付,但所引起的风险和连锁反应却让人警醒。

^④ 王林:“公司债券市场立法国际比较及启示”,载《经济理论与经济管理》2009年第3期。

4. 两套公司债券模式未能适应市场发展阶段平衡激励约束机制,促进市场的可持续发展

“公司债券”以“防范风险”为价值取向,对市场主体的规范呈现“强约束,弱激励”的格局;相反,中期票据以“发展市场”为价值取向,对市场主体的规范呈现“强激励,弱约束”的格局。近年来,在我国宏观经济调控收紧的背景下,一些企业利用银行间债券市场较宽松的发债条件和低于同期贷款利率的发债优势,到这一市场进行债券融资,再利用央行和交易商协会对企业所募集的债券资金用途监管不严的状况,将该笔资金用于发放委托贷款,谋求高额利息或者用于投机活动,不仅增加了企业信用风险,也扰乱了金融秩序。

证监会的发展模式可能造成监管过严,不利于我国发展债券市场;央行的发展模式虽然可以在短期内培育出一个生机勃勃的市场,但过早谈放权而未能建立有效的约束机制,容易造成信用风险膨胀,不利于市场经过初期发展之后平稳地进入下一个发展阶段。进入2011年以来,包括云南省电力投资公司、四川高速公路建设开发公司、山东海龙股份有限公司等债券发行人违反中期票据自律规则,风险状况频出的现象,已在警示人们思考中期票据的低门槛市场准入带来的信用风险问题和建立这一市场有效的约束机制的必要性。

此外,央行在建立这一市场过程中,除了创设新的融资工具,开拓新的债券业务外,还新设了中债信用增进投资股份有限公司、中债资信评估有限责任公司、上海清算所等机构。这些机构所提供的服务是否需要通过新设机构解决,是否出于市场竞争的需要,提供的服务是否必须的而且更有效的呢?至少在一些人看来,“只要其是纯债券品种,原则上只需在交易系统和簿记系统中增加一个栏目即可”,“除了某些特殊的债券品种外,不可能一类债券搞一套市场设施,这不仅是没有必要的,而且必然造成极大的浪费,影响债券市场的发展”。^⑤这些做法是出于发展市场的需要,还是更多部门利益的考虑,抑或是监管“竞争向下”的表现?如果按这种模式发展,是否之后还会有更多的“专业性”服务机构出现?对这些问题清晰而理智地回答,无疑将关系未来市场可持续发展的命运。

^⑤ 沈炳熙:“发展公司债券市场的几个认识问题”,载《中国金融》2007年第8期。

四、公司债券市场化的激励约束机制和《证券法》的修改

(一)“市场化”的理解与内涵

从我国公司债券 2007 年启动之始,市场化就成为这一进程的指导方向。然而什么是市场化,如何实施市场化,不同监管者可能千人千面,各有自己的理解和操作。目前,我国形成的证监会主导的“防范风险”型“公司债券”模式和央行主导的“发展市场”型中期票据模式就展示了两种不同的市场化。结合上述分析与海外市场经济和资本市场发展的经验,笔者认为,可以从以下三方面理解“市场化”:

首先,市场化应强调市场在分配资源中的基础性作用和核心地位。能够直接运用市场手段的,应毫不犹豫地予以运用;不能直接运用市场手段,但通过政府创造条件或者适当培育之后能运用的,政府应积极地创造条件,或者在适当的时机退出干预;只有在市场无法发挥作用或者发挥作用不经济的情况下,政府才作为公共利益的代表参与其中。任何时候,政府不能以自己的优势抢夺市场机会或者假借市场化谋取部门利益。强调市场的不可替代性,并非要否认、取代政府的作用;市场化不是自由化和脱离发展条件的任意妄为。在市场化过程中,政府是规则的制定者、市场基础设施服务提供者和规则的强制执行者。政府与市场的分工、政府对市场的干预要法制化、公开透明、依照法定职权和法定程序进行,让市场获得可信任的一级交换之后,促使市场参与者在二级市场通过各种博弈形成自我激励和约束机制。

其次,市场化应该是一个循序渐进、臻于完善的过程。历史经验表明,市场化不能靠停滞不前自动实现,也不能靠一步到位瞬息而就。市场化的试点选择、前进顺序和行进速度,应与一国金融市场环境和整体社会条件相适应,保持市场化进程与各项经济、社会制度的契合性和协调性。过于保守地抵制市场化,或过于急切地实施市场化,都是对市场化的背离,其结果都是破坏性的。

最后,市场化有着基本内容,但又不求完全一致。根据一国“本土化”状况和在市场发展的同一阶段或不同阶段,都可以有各种以这些基

本内容为导向的实现方式。在公司债券规则的制定上,最应贯彻的市场化的基本内容是平等、效率和投资者保护这三个基本的原则。^⑥申言之:

所谓平等原则,对公司而言,是指市场融资机会平等,无论公司规模或者性质,在满足一定条件时都可以凭借自身信用同等地获得融资机会;对投资者而言,是指投资机会平等,各类投资者基于风险控制和收益最大化,自主判断投资风险并自由决定投资品种和投资额度;对于金融中介而言,是金融服务市场准入、行为标准和责任约束平等,对提供同一种金融服务的金融中介适用同一调整规范并承担同样的责任。

所谓效率原则,即以最小的投入形成最大的产出,从成本的角度来看,要避免债券的多头监管,重复监管,减少债券市场的分割和交易机制的不对接;从效益的角度来看,要由具备监管优势的主体主导监管并引入高效的方法规范市场。

所谓投资者保护原则,即监管者以保护投资者,尤其是中小投资者为重任,为其行使权利创造有利条件,并在他们权益受到侵害时提供各种有效的救济。从国外实践来看,债券投资因涉及复杂的专业知识与技能,只有少数信用等级较高的债券才在以散户投资者为主的证券交易所流通,并由监管者实施较严格的监管保护;大量的债券主要在机构投资者构成的市场交易,监管相对宽松并强调中介组织的自律监管。

(二)《证券法》对公司债券的统一监管和激励约束机制的重构

市场化的内容繁多,需要制定各项规则——予以落实,但对我国现在的公司债券市场而言,统一监管理念,制定统一的监管规则是最重要的。^⑦当公司债券市场分立的成本和影响已经超过了分别进行市场实验的效益时,就应是变革之时。

公司债券是一种具有独立法人资格的公司发行的,约定未来一定时

^⑥ 参见洪艳蓉:“公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期。

^⑦ 参见吴晓灵:“稳步发展企业债券市场 优化金融资产结构”(2005年1月15日在中国人民大学举行的资本论坛上的发言),<http://finance.sina.com.cn/hy/20050115/13111297123.shtml>,2011年8月20日最后访问;沈炳熙:“关于债券市场监管体制改革的若干思考”,载《金融纵横》2010年第3期;陆文山:“推进我国债券市场发展的若干问题再认识——兼论资本市场功能的完善”,载《证券市场导报》2010年第4期;等等。

期还本付息的有价证券。这种筹资者和投资者通过资本市场建立起来的借贷关系,应在《证券法》中受到统一监管,以维护我国统一的资本市场和证券法作为这一市场基本法的严肃性。换言之,《证券法》应成为在各类交易场所交易的具有公司债券属性的有价证券最高法律层级的制度规范。统一监管的内容包括但不限于:(1)《证券法》要取消之前延续1995《公司法》服务于大型国企融资需要和1998年《证券法》过于侧重风险防范的规定,重新构建公司债券公开发行的条件,也即从主要为国有主体服务和重发行的数量限制,^⑧向重主体平等、重质量以及重偿债能力的评估和风险防范能力转变;(2)在规定公司债券公开发行的同时,推进债券私募发行,并通过细化私募的条件或公开发行的例外,发展丰富的债券发行方式,满足市场主体的不同需求;(3)改变公司债券参照适用股票信息披露规则的状况,结合公司债券的内在属性和交易特点,制定适合投资者进行投资决策参考的信息披露规则;^⑨(4)允许公司债券在多个交易平台进行交易,将债券进入这一平台的批准权和市场交易监管权授予市场基础设施提供者或交易组织者或行业协会行使,允许各个交易平台发展各具特色的交易机制,创造比较优势,增进多层次资本市场的福祉;(5)规定统一的证券登记、托管和结算规则,与允许债券前台交易多样化不同,应尽力促进债券后台服务的统一和集中,如果暂时无法完成,也应维护其互通互联,以便于债券能够在各个市场之间完成转托管和资金清算,维护市场安全并提高市场效率;(6)规定公司债券市场统一的监管者,如果短期之内无法完成,也应建立彼此之间分工协作的监管关系,并统一监管标准,避免监管套利。同时,规定债券市场参与主体一致的违法违规责任制约,并授予监管者强有力的执法措施进行执法。在这一过程中,可根据市场的成熟程度将部分市场监督权限和执法权限授予自律组织行使,通过监督自律组织尽职履责起到间接执法作用,既节约了监管资源,又提高了监管效率。

均衡的激励约束机制是保障公司债券市场化能够内生性发展的关

^⑧ 参见杜俊生:“债券市场‘40%天花板’问题及解决路径”,载《银行家》2010年第11期。

^⑨ 参见赵晓男、穆文婷:“银行间债券市场信息披露制度研究”,载《青海金融》2011年第1期。

键。我国两套公司债券市场化模式呈现的激励和约束失衡问题已引起了关注。因此,为了更好地发展公司债券市场,有必要在其市场化进程中构建契合当时金融环境和社会环境的激励约束机制。在总结上述两套债券市场模式制度得失的基础上,可就激励约束机制作如下进一步的完善:

筹资者的激励和约束。允许筹资者根据生产经营需求进入各类债券市场融资应得到肯定和鼓励,但并非全无条件,在市场准入上可以采取适当的方式。通常,信用类债券的违约风险是客观存在的,并不能通过行政审批消除,^⑨除非政府愿意担保或者最后买单,而这背离了市场化目标。目前,核准制和注册制在两套公司债券模式上得到运用,从运作机制来看,经过证监会2011年改革的核准制已变得更为便捷和高效。核准制和注册制从历史渊源和字意上解读,确实存在重大区别,但人们也普遍存在误解,认为实行注册制的国家就没有审核,实行核准制的国家就没有发债的自由。^⑩在世界范围内,核准制和注册制同样得到普遍运用,有的在监管部门实行注册制,却把核准的权限留给了证券交易所来行使。在降低发债条件并提高核准效率的情况下,我国的核准制与注册制的效果正在趋近。应注意的是,无论采用何种机制,最核心的都是要确保申请人信息披露的真实、准确和完整。如果能够建立有效的市场约束机制,采用注册制也能很好地管理风险,而不会引致比核准制更大的风险。反之,如果核准制只是名称的区别,在实际操作中能够保障根据法定条件,公开、及时地进行核准,这一机制也能起到注册制的效果。因此,采用哪种机制,除了传统做法的影响之外,还要看是否有有效的市场约束机制予以配合,是否有依法进行、简便快捷的操作程序。至于筹资者的约束,则要通过强化信息披露、公司治理和内控机制、违约责任执法、财务管理和破产制度以及公司诚信档案进行加强。唯有这些市场化的约束能够发挥作用,公司债券融资市场的无门槛准入才能真正实现。

投资者的激励和约束。允许投资者自由地进入债券市场进行交易

^⑨ 参见王国刚:“论‘公司债券’与‘企业债券’的分立”,载《中国工业经济》2007年第2期;周小川:“推进中国债务资本市场持续健康发展”,载《中国金融》2010年第23期。

^⑩ 参见沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011年第9期。

应得到肯定和鼓励,但不宜按之前的做法只是简单地区分个人投资者和机构投资者。银行间债券市场的备案制使个人和企业可以通过一定的方式进入这一市场交易,但事实上许多机构投资者未必具有债券交易知识、交易技巧,更不是有能力和愿意承担风险的投资者。因此,应根据交易市场的特性设置投资者准入的条件(包括进行必要的测试和适时进行身份转换),不是限制,而是进行投资者分类管理,如专业投资者或是交易对手等一类的标准,以便监管者能够根据投资者的不同类型采取保护他们的措施,以提高市场效率并节约管理成本。在投资者的约束上,应改变毫无区别不让投资者承担责任或者全盘让投资者风险自负的做法,而是在上述投资者分类管理的基础上,对于满足某类条件的投资者进入市场之后的风险则由其自负,其他的则要视情况,区分是哪方的责任加重了投资者的风险而给予适当的救济。当然,提高投资者的认知能力和自我保护能力是很重要的,而这需要更多的投资者教育。

金融中介的激励和约束。随着混业经营趋势的到来,允许金融中介机构从事各种金融业务,提供综合性的服务将更为常见,基于范围效应和调高综合竞争力的考虑,混业经营应逐步被允许和鼓励。但金融中介的多重身份、提供多重服务很可能存在利益冲突,应通过规则的制定约束这种可能性并强化金融中介的内控制约机制。此外,与金融中介服务的特点相适应,也应充分利用对它们的诚信记录制约,以及通过强有力的执法制约金融中介的道德风险。