

债券市场发展的若干重大问题与对策研究

——以交易效率与结算风险控制为视角

习晓兰*

摘要:我国债券市场仍然存在交易效率有待进一步提高,风险控制有待进一步保障的现象,反映了债券市场的发展存在监管架构、市场行为监管方面法律制度不完善、监管手段行政化、结算托管后台不统一和风险控制措施不到位、对投资者权益保护还不够充分等问题。本文就是基于我国债券市场的发展以及监管法律制度现状,从债券交易效率与结算风险角度,研究分析其发展所面临的现实性问题,在总结国际债券监管经验及国内债券市场发展的经验教训基础上,提出我国债券市场发展的若干制度设计与完善建议。

关键词:债券市场 交易效率 结算风险 制度完善

* 中国证券登记结算有限责任公司上海分公司法律部副总监。

前 言

债券和股票一样,是资本市场中不可或缺的重要组成部分。一个成熟的债券市场可以为市场参与者提供低风险的投融资工具。作为央行进行公开市场业务的基础市场,债券市场的发展直接影响着央行的宏观调控能力。同时,债券市场为各类机构特别是金融机构持有债券、及时调节流动性、降低超额储备水平和提供新的盈利渠道开辟了空间。此外,债券的利率特性还可以通过工具创新开展资产管理业务,促进社会资本的有效配置,发挥银行贷款和发行股票所无法替代的功能。

随着债券在国民经济中发挥作用的增强,我国政府对发展债券市场的重视程度也在不断提高。在2003年以前,国家尚未对资本市场如何构建提出规划,只是在当年的政府工作报告中概括性地提出要规范发展证券、保险、货币市场。而到了2007年,在十届全国人大五次会议上的政府工作报告中明确提出:要大力发展资本市场,推进多层次资本市场体系建设,扩大直接融资规模和比重,加快发展债券市场,进一步加强市场基础性制度建设,推进股票、债券发行制度市场化改革,切实提高上市公司质量,加强市场监管。近些年来针对金融资本市场的发展,尤其金融监管机构的发展规划中,都将证券市场的稳定健康发展作为市场监管的重要目标。这些说明了债券市场作为直接融资的重要手段,在国民经济中的作用及影响力日益增强。

然而长期以来,人们在谈及金融资本市场发展时,常常忽略了债券市场的存在,国际和国内理论界也将研究重点放在股票市场或是银行信贷对经济发展的作用,而对债券市场研究甚少。但是,实际上债券市场的健康运行对经济发展至关重要,缺乏良好法律监管的债券市场会使经济运行缺乏效率,债券的无序发展甚至直接导致金融危机的发生。因此,必须重视债券市场的研究和建设,完善债券市场的各种法律制度,不断提高交易效率,有效控制结算风险,使债券市场能够沿良性轨道健康发展,成为支持国民经济尤其是实体经济发展的强大助推器。

一、我国债券市场的发展现状与制度架构

(一) 我国债券市场的发展现状

我国债券市场发轫于 20 世纪 80 年代末,经过二十余年的发展,逐步形成了包括场内和场外多种组织形式和交易方式的市场,大致分为三个阶段:以柜台市场为主的阶段(1988~1991 年),以场内市场为主的阶段(1992~2000 年)和以场外市场为主的阶段(2001 年至今)。

目前,我国的债券交易市场分为场内市场和场外市场。场内市场主要指上海证券交易所债券市场与深圳证券交易所债券市场,场外市场主要指银行间债券市场。在我国场内的交易所债券市场,主要采取指令驱动,集中撮合的方式进行交易,市场参与者主要是除商业银行以外的金融机构及中小企业和个人投资者;而场外交易市场即银行间债券市场则采取市价驱动交易方式,其交易主体包括商业银行、证券公司、保险公司、基金管理公司、信托等金融机构和企业等。除交易方式和参与者有所差异,两个市场托管制度也存在很大的差别,交易所债券市场实行的是二级托管制度,中国证券登记结算公司即中证登上海、深圳分公司分别负责上交所和深交所的债券托管和结算,证券公司等托管人以自身的名义在中证登替客户托管债券;银行间债券市场实行的是实名的一级托管制度,依托中央国债登记结算有限责任公司(以下简称“中央结算公司”)的债券簿记系统进行。具体到市场的交易量情况,根据中国债券信息网 2012 年度平均统计数据,信用债日均成交量:银行间市场每天成交 800 亿元左右,其中最多是中期票据 500 亿元,短期融资券 150~200 亿元左右,企业债 150 亿元左右^[1]。而以债券的发行量来看,2011 年我国发行国债 1.5 万亿元,金融债 2 万亿元,其他的信用债、企业债合计 2500 亿元,中期票据 8000 亿元,短期融资券 1 万亿元,公司债只有 1200 亿元。从发行量的增长速度来看,国债现在是基本保持稳定,每年大约是 1.5 万亿元的水平,金融债增长非常快,

[1] 参考中国债券信息网,2012 年度平均统计数据。

每年增长率达到 30%，金融债的主要发行主体是国家政策性银行，它会得到政府的支持，所以更容易发行，信用债增长也比较快，有 20% ~ 30% 的增速。截至 2013 年 5 月，我国国债总量为 6.5 万亿元，金融债 7.5 万亿元，信用债务 5 万亿元，总计 19 万亿元人民币。^{〔2〕} 2012 年我国 GDP 为 47 万亿元人民币，债券总量占到 GDP 约 41%，而其中，信用债总量为 5 万亿元人民币，占到 GDP 不到 10%，在国际上属于较低的水平。

可见，债券市场在我国发展较晚，与国际上发达资本市场相比仍存在较大差距。对比国际债券市场，我国债券总量在世界前几大经济体国家中仅排第八。而到 2010 年年底，美国和加拿大债券市场规模占全球比重已达到 36%，2010 年，美国公司债券募资规模超过 1 万亿美元，是股票募资额的 4 倍。^{〔3〕} 因此，从发达国家的经验来看，债券所占 GDP 应占有较大比重。就目前中国资本市场发展而言，债券占 GDP 的 40%，而股票已经达到了 60%，这虽然一个与成熟市场不一致的现象，但也表明中国未来的债券市场的发展存在很大空间，说明债券市场未来的增长速度和扩容前景具有很大潜力。

（二）我国债券市场制度架构

中国债券市场相关的制度架构主要分三个层次：国家法律法规、主管部门行政规章和业务规则等。在国家法律法规的层面上，虽然涉及债券发行的较多，如《公司法》、《中国人民银行法》等，但大多只是一些零星的原则性规定或监管性质的行政规则，《证券法》也较多地侧重于股票等证券的规制，我国目前尚缺乏一部完整、系统的规范债券市场的法律法规。

在部门规章的层面上，目前较多的是中国人民银行的规范性文件，这些规范性文件涉及公开市场、双边报价、银行间市场的准入、发行、交易结算等各领域，但这些规章较为分散，缺乏内在的一致性和体系性，不利于市场参与者的合规管理。

目前操作性较强，对债券市场起到最实用规制作用的，是中央结算

〔2〕 参考中信建投证券网站，2012 年相关数据信息。

〔3〕 李德：“中国债券市场的改革与发展”，载《金融与经济》2011 年第 3 期。

公司、交易所等的业务规则。由于其制定者参与债券市场运作,因此这些业务规则相对完善,针对性强,能够对市场起到较好的指导作用。但由于缺乏法律保障,这些业务规则的法律效力尚难以得到所有主体,尤其是司法机关的完全认可。

二、我国债券市场快速发展面临的若干问题

虽然我国债券市场在部门规章以及操作规则等层面的制度已经相对完善,较好地保障了市场的正常运行,但一直以来,在法律法规层面缺乏对债券及债券市场系统性的规范,还缺少专门的法律法规来对债券的发行、登记、托管、交易、结算等环节以及债券市场的基本运行架构等内容作全面的原则性规范,成为债券市场进一步发展的瓶颈。具体体现在,由于债券市场监管不力导致的风险规避功能不足,债券结算法律制度不健全导致的结算风险较大,法律没有给予统一监管主体导致债券市场缺乏统一的制度规则和监管手段,此外,由于缺少专门规范债券市场的法律法规,使债券登记托管存在法律风险这些问题已经成为债券市场快速健康发展的实质性障碍。

(一) 债券市场监管不力导致的风险规避功能不足

国际经验表明,发达的债券市场可以有效地降低一国金融系统的风险。一方面,企业通过债券市场进行长期融资,减轻银行系统融资的负担,也有利于企业资产负债结构匹配,降低企业对经济环境的敏感性。另一方面,债券融资的信用风险由债券持有人承担,从而使信用风险大大分散。此外,债券市场发展为银行等金融机构提供了资产负债管理及利率风险管理工具,有利于化解经济体系蕴涵的风险。然而我国债券市场在规避风险方面并没有发挥出应有的作用,主要表现在:

首先,我国公司债券市场还处于初步发展阶段,公司债券融资在企业融资中所占比重微乎其微,债券融资的优势没有充分体现。金融风险仍过度集中于银行体系,比重过小的债券规模无法在金融系统风险控制层面发挥应有的作用,同时对于债券市场自身的风险防控也缺乏行之有效的操作手段。

其次,我国债券市场避险工具匮乏,目前仅有买断式回购和债券远期交易等产品,缺乏利率互换、利率期货和远期利率协议等国际市场上最为普遍的避险工具。而且现有的产品流动性严重不足,相关避险工具无法发挥应有作用。如买断式回购自2004年5月20日推出以来,仅达成了2490笔,交易结算量为3468亿元,而债券远期交易在推出的当年,仅成交了178亿元,在债券市场风险防控方面难以有所作为。

最后,我国债券市场做空机制不完善,容易演变成单边市场,进而导致债券价格波动加剧。2011年以来,随着市场日益活跃,利率波动、市场预期等对我国债券市场价格的影响日趋明显。与此同时,我国利率市场化改革步伐进一步加快,债券市场正日益暴露在逐步显现的利率风险之中。

(二) 债券结算法律制度不健全导致的结算风险较大

一个安全、高效的托管结算平台是债券市场健康发展的基础。目前,我国交易所债券市场结算存在制度性缺陷,银行间债券市场的结算制度还不完善,这些因素都影响和制约了我国债券市场的长期、健康发展。就债券结算体制而言,我国目前的结算法律制度随着债券市场的发展,逐步完善,但仍存在一些问题。2001年以前,我国交易所的证券登记结算体系是分散型的,沪深两证券交易所分别设立了各自的登记结算机构,两套系统互不联通,在运作方式、技术支持、降低风险和成本方面存在很大的局限。2001年,中证登公司成立,通过设立上海深圳分公司的方式,统一了场内市场的证券结算,但与场外市场仍然没有统一的结算办法。虽然我国债券市场目前存在的结算方式和清算方式的差异有其一定的合理性,如基于市场结构不同,交易双方信用等级和市场地位不同,需要适用不同的结算方式,但从长远角度看,建立统一的结算体系仍是必要的。就目前而言,结算法律制度的问题具体体现为:

1. 债券结算监管法律制度存在矛盾

我国分割的结算体制一直是制约债券市场长远发展的瓶颈,我国证券法要求证券结算的全国统一集中运行,但作为部门规章的人民银行一系列文件又明确中央结算公司承担银行间市场的结算职能,两者之间往往形成冲突。我国目前的结算体制仍存在很大的差异性和分割性,不利于债券市场的发展和监管。

从世界主要发达国家的结算体制统一化的进程看,发达的债券市场必然要求结算机构的统一。美国也存在场内和场外市场,也有不同的全额交收和净额交收制度,但美国的结算机构是统一的,有利于提高结算的效率和安全性:首先,统一的结算机构可以保证系统的对接,而系统的对接将极大地减少信息的不对称和延迟现象;其次,统一的结算机构具有相同的监管规则和自律规则,可以减少市场参与者的合规风险;再次,统一的结算机构可以提高跨市场资金清算效率,为跨市场套利提供方便,例如,在结算分割的情况下,如果同一天在交易所和银行间市场进行买和卖,在一个市场出售债券的资金不能用于在另一个市场购买债券的结算,而同一个结算机构就可以当天进行净额轧差;最后,统一的结算机构具有网络效应的特质和规模经济的优势,两者之间呈现相互促进的态势,能有效的提高市场效率。因此,统一债券结算监管法律制度,减少制度性冲突的桎梏,是完善债券市场法律制度的重要前提。

2. DVP 交收方式相关制度尚未形成

DVP 即货银对付,是指证券登记结算机构与结算参与人在交收过程中,当且仅当资金交付时给付证券、证券交付时给付资金。该制度已成为国际证券市场通行的结算基本原则,是各国结算机构能够维持证券市场正常运转的基本制度。它是由国际证券委员会等国际组织根据各国运行情况制定并推介,同时也是国际评估机构评价证券市场运行安全性、风险程度的重要指标。国际证券委员会组织及十国集团央行支付清算委员会(CPSS)在2001年颁布的《证券结算系统推荐标准》中明确将实现货银对付作为各国证券结算系统应努力达到的标准之一。由于在此机制下,一旦结算参与人发生资金或证券交收违约,证券登记结算机构可以根据该原则不向违约参与人交付其对应买入的证券或应收的资金,同时予以处置,从而控制和化解本金损失的风险。

现券买卖、买断式及质押式回购等债券交易的结算都可采用 DVP 结算方式,2004 年开始金融机构在银行间市场上可以实行 DVP,而 2008 年开始非金融机构也可以实行 DVP 制度交易所市场。近年来,企业债等部分新业务品种的结算业务中,尝试引入 DVP 原则,但总体尚未真正完全实现货银对付,最低结算备付金等风险管理制度,虽在一定

程度上减少了结算参与者资金交收违约的发生几率,但仍无法完全消除结算机构法律风险。而我国与DVP相关的法律制度,只有人民银行一个文件,内容比较简单只有18个条款,主要从业务流程角度进行规定,没有涉及就买卖双方和结算代理人等结算各方的权利义务,一旦出现基于DVP的法律纠纷,将缺乏相关依据进行处理,成为债券市场的重要风险隐患。

(三) 统一监管主体的缺失

目前,我国债券市场的监管格局并不是一个统一的集中监管体系,而是一个分散的多头监管体系。从功能监管来看,根据《中国人民银行法》,人民银行负责监督管理银行间债券市场;证监会则依据《证券法》实施对交易所债券市场的监管;依照《企业债券管理条例》,企业债券的发行由发展改革委审批;财政部作为一个特殊的债券发行主体,对国债的发行也负有一定的管理职责。与此同时,作为机构监管者,银监会、证监会和保监会还分别对银行类金融机构、证券公司、基金公司和保险公司等市场参与主体进行监管。

这种监管格局从环节上看似乎各有分工,层次分明,功能监管与机构监管相辅相成,但实际运作过程中,在如此分散的多头监管格局下彼此监管职责难以完全界定清楚,往往造成监管协调和监管信息无法共享、措施难以落实等困难,影响市场监管效率,给市场的发展带来诸多不必要的障碍,也是影响交易效率、产生结算风险的主要因素之一。

(四) 债券市场监管法律法规的不完善

债券市场健康发展需要完善的法律制度保驾护航,而目前从我国债券市场建设情况来看,缺少专门规范债券市场的法律法规,债券登记托管存在较大的法律风险。

第一,虽然我国债券市场在部门规章以及操作规则等层次的制度已经相对完善,较好地保障了市场的正常运行,但一直以来,在法律法规层面缺乏对债券及债券市场系统性的规范,还缺少专门的法律法规来对债券的发行、登记、托管、交易、结算等环节以及债券市场的基本运行架构等内容作全面的原则性规范,整个债券市场的法律法规体系还不系统。尤其在债券的登记托管方面,风险隐患很大。在现行与证券市场有关的《证券法》、《公司法》和《企业债券管理条例》等法规中,只

有《证券法》的部分条款涉及证券(债券)托管,而且内容也只是明确托管机构职责和指定托管机构。债券登记托管中各方权利和义务、无纸化和多级托管条件下债券所有权的界定和实现、托管机构破产时对其客户资产的保护等内容均没有明确法律规定,当发生债券持有人与托管人纠纷或托管人破产等事件时,持有人权益就难以得到有效保障。这在近两年的大量证券公司风险事件中相关问题已充分暴露。此外,《证券法》的规范对象只是交易所市场,银行间债券市场及依托中央结算公司进行的托管行为目前仅靠中央结算公司的业务规则规范,法律风险更为突出。

第二,《担保法》等与债券市场的发展不相适应,不利于保护债券交易中守约方的正当权益。在发达金融市场,有关金融担保品的法律安排比较完善,金融担保安排一般分为两类:一类是担保品所有权转移的金融担保,担保品提供方将金融担保品的完整所有权转移给担保品接受方;另一类是质押式的金融担保,担保品提供方所提供的金融担保品以质押方式处理,担保品接受方获得担保品质权,但金融担保品的完整所有权仍属于担保品提供方。但无论采取何种担保安排,担保品提供方发生(合同约定的)违约事件时,担保品接受方根据约定可将相应的金融担保品立即出售变现,变现收入用于冲抵双方原有债务,多退少补。而我国《担保法》、《物权法》没有对金融担保进行专门规定,将金融担保等同于一般物权担保处理,同时规定“出质人和质权人在合同中不得约定在债务履行期届满质权人未受清偿时,质物的所有权转移为质权人所有”,禁止流质契约的出现;而且出现违约后对担保品的处理需经出质人与质权人协商同意的,方可以转让,导致守约方无法进行有效的担保品处置。另外关于权利质押的规范也主要涉及股票,对债券尤其是电子记账式债券则完全未作规定。现行《担保法》、《物权法》已经严重滞后于债券市场的发展,当出现违约时,守约方无法快速处置违约方所提供的金融担保品,不利于有效地维护守约方的权益,制约了债券市场的创新。与我国的规则形成鲜明对比的是德国法。德国采取民商分立的立法体系,《德国民法典》明确禁止在民事交易中订立流质契约,但《德国商法典》则对此未作规定,且在第346条中规定了对商事习惯效力的认可:“在商人之间,在行为和不行为的意义和效力方

面,应注意在商业往来中适用的习惯和惯例。”德国联邦最高法院的相关判例已经明确承认了商事交易中流质契约的合法性。这一区分民、商事交易的立法模式,既能在民事交易中保护普通的个体,又有利于商事交易快速便捷的进行,值得我国借鉴。

第三,对虚假信息披露、证券欺诈等严重违反金融秩序行为的责任追究制度缺失。发达市场国家普遍建立了对虚假信息披露、证券欺诈的刑事责任追究制度,用刑法而非民法,来打击利用虚假财务信息进行的金融诈骗活动。美国2002年7月30日生效的《2002年萨班斯-奥克斯法案》规定:故意提供虚假财务报告、故意销毁、隐匿、伪造财务报告、证券欺诈等犯罪行为处以重典(涉嫌财务报告的犯罪行为最高可监禁20年,欺诈的犯罪行为则最高可监禁25年)。除此以外,美国非常发达的集团诉讼和高额的惩罚性赔偿金制度也极大地增加了虚假信息披露和证券欺诈的犯罪成本。英国《防止欺诈投资法》第十三条规定,任何人如以明知其为不真实的、引入误会或欺骗性的说明或允诺或故意隐瞒重要事实或轻率的做出不真实的说明,诱使他人或企图诱使他人成立各种投资交易,即构成刑事犯罪,处七年以下有期徒刑。相比之下,我国相关刑事金融法律制度还很不完善。比如,只有“以非法占有为目的,通过提供虚假信息而进行”的金融诈骗才适用《刑法》,而证券市场上存在的“不以非法占有为目的,通过有意提供虚假财务资料为企业骗取资金”的诈骗行为则只适用《合同法》,只能通过《合同法》来追究行为人的民事责任。刑事责任追究制度的缺失,导致法律不足以形成有效的威慑,不利于维护债券市场的正常秩序。

三、完善我国债券市场法律制度的相关建议

对于影响我国债券市场快速健康发展的现行法律制度所存在的问题,笔者认为,既不能回避也不能照搬外国的做法,应当根据我国现实情况加以研究,结合转型期经济发展的变化,制定出较为合乎现阶段国情的对策,使债券交易效率得到大幅提升,有效控制结算风险,确保债券市场的功能充分发挥,具体而言包括以下方面:

(一)明确并统一监管主体

债券市场的健康运行需要建立一个统一的机构,负责场内和场外市场的监管工作。在该机构的内部,可以根据不同市场设定不同监管部门。这个统一的政府监管机构应当具有广泛的监管职能,包括场内及场外,既包括债券发行、上市交易、清算结算,托管登记,又包括债券市场的中介服务和投资者保护。从监管层面看,统一的主体应涵盖如下方面职能:(1)研究和拟订债券市场的方针政策、发展规划;起草债券市场的有关法律、法规,提出制定和修改的建议;(2)制定有关债券市场监管的规章、规则;(3)监管债券的发行、上市、交易、托管和结算;监管债券市场参与者的债券市场行为;(4)管理债券市场,管理市场的高级管理人员;(5)管理各类债券市场自律组织;(6)监管境外机构到境内从事债券业务;(7)监管债券信息传播活动,负责市场统计与信息资源管理;(8)依法对债券市场违法违规行为进行调查、处罚。但是,应当注意,我们所说的统一的政府监管机构主要是指市场监管机构,市场参与者的监管者仍然承担各自监管对象发行和投资债券行为的监管。

综上所述,债券市场发展需要统一的监管主体对债券市场进行监管,但是由哪个部门来负责我国债券市场的统一政府监管需要考量。学界和实务界对实行统一债券市场监管的市场呼声一直很高,但在统一监管机构的落实上有着不同的声音。学者、证监会相关人员和以券商为主的交易所市场参与者认为由证监会承担统一监管责任;而人民银行和商业银行则认为由中央银行监管比较合适,因为我国债券市场的大部分额集中在银行间交易市场。实质上,就目前我国现状而言,从监管便利性、有效性、权责统一角度来看,由证监会来承担统一债券市场的监管更契合债券市场发展的实际:

1. 根据我国目前的金融监管格局,人民银行的职能并不以金融监管为主

根据2003年12月27日第十届全国人民代表大会常务委员第六次会议修正后的《中华人民共和国中国人民银行法》规定,央行被重新定位于国家的中央银行和宏观调控部门,肩负制定和执行货币政策,维护金融稳定,提供金融服务这三大职能,其中维护金融稳定取代了原

有的金融监管职能。可以看出,国家对人民银行的定位是整体金融稳定,而不是具体金融监管。虽然人民银行也被赋予监督管理银行间同业拆借市场和银行间债券市场、外汇市场、黄金市场的职能,但就其货币政策和金融稳定的目标出发,主要以拆借市场为主。^{〔4〕}

2. 在现行监管框架下,证监会已经在法律上被赋予了证券监管职责

《证券法》第七条规定:“国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理。”同时,根据1998年9月国务院批准的《中国证券监督管理委员会职能配置、内设机构和人员编制规定》,中国证监会属于国务院直属正部级事业单位,是全国证券期货市场的主管部门,它根据国务院的授权履行其行政监管职能,依法对全国证券期货业进行集中统一监管。

3. 从世界范围看,债券监管与股票监管机构基本重合

由于债券和股票等都属于证券,具有的格式化凭证化的外在属性和资本虚拟的内在属性,发达国家都基本按照证券监管原则来监管。^{〔5〕}如美国债券市场监管者为SEC,英国的债券市场监管为FSA,日本的债券监管机构是证券交易监督委员会等,从这些中都可看出,发达国家的债券监管机构未采取中央银行管辖,而是将债券与股票的监管机构统一为一个主体。相应的,美、英等国的中央银行,也主要履行货币政策制定等职能,而不直接对债券市场进行监管。这为我国债券市场统一监管提供了有益的参考。

(二) 推进结算制度的改革

1. 建立安全有效的账户管理制度

托管账户是投资者权利的载体,有效的账户管理制度是债券市场健康发展的必要保证。我国银行间市场由于实行一级托管账户制度,在债券回购交易中显现了很好的风险防范作用,而交易所市场的托管属于二级托管,就可能出现债券挪用情况,建议交易所市场托管也要向

〔4〕 陈坚:“中国债券市场发展存在的问题与改进建议”,载《上海金融》2010年第4期,第66~67页。

〔5〕 金颖、高斌、周宁、陈加赞、鲍伟、陈斌:“美国、加拿大公司债券市场考察报告”,载《中证登内部研究报告》2012年第8期,第1~2页。

银行间市场看齐,采用一级托管账户制度。此外,建议建立统一登记托管体系之下的“一户通”交易结算模式。〔6〕

2009年1月,中国证监会和中国银监会联合发布《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》明确14家上市商业银行经银监会核准后,可以向证券交易所申请从事债券交易,商业银行可以在多个市场参与交易。然而,如果不在托管体系和结算机制上建立完善的机制,仅靠每天进行转托管,既没有效率又不安全,将会存在潜在的风险,一个较为有效的方式就是实现一个债券账户在不同的地方交易,即“一户通”,交易所都允许商业银行使用银行间市场交易账户进行交易,即“一个债券账户可在多个不同场所交易,就可以有效解决跨市场转托管所存在的低效和时滞的问题”〔7〕。

2. 进一步推动建立担保品业务实行逐日盯市机制

目前,债券市场担保品业务品种正在逐步扩大,包括质押式回购、买断式回购、远期交易、双边借贷业务、大、小额支付系统自动质押融资业务、国库现金管理系统等,担保品业务的交易规模也正在快速增长。同时,随着市场波动性的加剧,担保品价值贬损或担保品价值超值的双向风险都在加剧,市场迫切需要对担保品市值进行逐日盯市,交易所在担保品管理上通过标准券进行风险控制,但标准券的折算率更新为每周一次,不能达到每日盯市的效果,仍存在一定风险。因此,可在担保品业务中引入中央结算公司提供的担保品,为回购双方的价值判断参考,自动补足或退还担保品,最终实现精细化、自动化的担保品管理,从而达到有效控制风险、降低损失的目的。

3. 自动排除交易异常,确保市场价格的真实和合理性

受制于银行间市场和交易所市场的分割以及两个市场的流动性问题,二级市场中长期并广泛存在的异常交易价格,对市场成员进行交易报价、债券定价和估值带来了很大困扰,已成为扰乱市场正常运行的噪音,有必要对之采取适当的监管措施。建议借助自律监管机构,选用代

〔6〕 岑雅行:“中国债券市场监管法律制度研究”,华东大学2009年博士学位论文,第45~46页。

〔7〕 岑雅行:“中国债券市场监管法律制度研究”,华东大学2009年博士学位论文,第46~47页。

表市场公允价格的第三方估值作为市场基准进行市场监督,对每家机构交易价格与当日估值基准的偏差给出指导性范围并予以公布,对超出该范围,各机构应及时向所属地主管部门做出解释。通过此类软约束机制,进一步肃清市场秩序,引导市场成员自觉、规范地参与市场交易。

4. 推广 DVP 交收规则的完善

在债券结算方式上,见券付款、见款付券、纯券过户等方式,均不能实现资金和债券的同步交割,使交易双方处于不平等地位,且容易造成汇划速度慢、资金清算不及时等问题。而采用 DVP 结算后,债券交易达成之后,在双方指定的结算日,债券和资金可以同步进行,相对交收并互为交割条件,是比较安全的结算交收方式。现券买卖、买断式及质押式回购等债券交易的结算都可采用 DVP 结算方式。在海外市场,高效率、低风险的 DVP 结算方式早已成为防范结算风险和避免结算纠纷的国际通行做法。在 2008 年,银行间市场完全实行了 DVP 交收方式,将中国现代化支付系统与中央债券综合业务系统进行对接,但交易所还没有完全实行 DVP 交收方式。权证等的交收方式有类 DVP,但不是真正的 DVP,大部分的债券结算是依靠交易所作为对手方的净额结算方式。因此,有必要在交易所推广 DVP 交收,提高债券交易的安全性。

(三) 完善现行法律架构

如前所述,我国债券市场已经建立起了一套基本的法律法规,对我国债券市场的发展提供了基本的保障。但是,我国债券市场还是存在法律法规重合、矛盾和缺位等问题,需要对不同部门规章之间相关内容进行统一,对缺位的法律制度进行补充制定,建立合理规范的债券法律体系。

1. 梳理监管法律法规,将相同内容的法规进行整合

现行的相关法律文件相当杂乱,基本上都是国务院各个部委制定的一些部门规章和规范性意见,而且在协调性上也存在一定的问题,缺乏对某一类别业务监管的统一规定,如信用评级,人民银行和证监会都有相关规定,大体相同而细微有别。因此,应当将相关法律文件予以归类、汇总,尽可能制定适用面广、统一性强的规范性文件,这样既有利于融资主体和中介机构的操作,也有利于监管措施的落实。一是应当

对现有的债券品种进行整合,确定以现有公司债为基础的公司债,将企业债的监管纳入公司债监管法规。其他如金融债、政策性金融债、商业银行次级债等发行流通相关法规也应进行整合。二是对债券市场的中介机构监管法规进行整合,分别对信用评级、做市、承销的行为监管和机构监管进行统一规定。三是对债券清算托管的规则进行整合,融汇到《证券法》中。目前现行的规定基本是针对证券交易所市场的托管与结算而言的,对场外债券市场的托管结算,法律根本没有界定,也就更没有对场内与场外债券市场的托管结算关系予以界定。中央结算公司作为证券托管结算机构,本应当受到证券法律法规的明确监管,但是却游离于现行《证券法》之外,而其主要的管辖仅仅是部门规章,法律的规范层次不高,因此需要将场外结算托管和场内结算托管统一反映在证券法中。

2. 针对法规缺位,制定债券市场发展需要的专门性法规

到目前来看,我国专门对债券市场托管事宜进行界定的最高法规是1997年财政部发布的《中华人民共和国国债托管管理暂行办法》,而这一法律实质上是部门规章性质,其效力也仅是对国债的托管予以界定,对于近十年来发行与交易量越来越大的金融债券、公司债券等的托管与结算事宜,则缺乏较为权威的法律界定。而托管的有效运行需要国家有关法律保障,特别是在当今金融产品设计及其相应的系统支持日益精细和复杂、跨境结算不断增加的情况下,内部规则和流程的执行以及证券资产权利是否具有高度确定性都依赖于适用法律的确定性,因此各国都在不断寻求增强国内法律和政策支持以促进托管安全进行的途径,国际结算标准也对法律框架提出了健全、清晰、透明的要求。因此有必要制定专门性法规,将登记托管的法律关系和相关权利义务、结算最终性、无纸化条件下的证券权利和簿记效力等具体内容予以明确。

我国还需要以交易登记结算规则等相关规则为基础制定专门法规。债券交易登记结算等具体业务的规范,基本由市场自律组织规则来解决,《证券法》有关章节规定的也只是证券登记结算的原则性问题,但这些规则体现的权利义务界定并没有获得法律界的一致理解和接受,如有关证券公司、交易所、登记结算机构及其他市场参与人在证

券账户管理中各自承担的责任等。

(四) 融合债券市场发展模式

发展债券市场首先面临的就是模式选择问题。目前我国债券市场有场内债券市场与场外债券市场之分,这两个债券市场的交易、托管和结算等制度安排存在明显差别,这为如何加快发展我国债券市场提出了挑战。是选择以交易所债券市场为基础的场内市场发展道路,还是选择以银行间债券市场为基础的场外市场发展道路,抑或是选择既发展银行间债券市场又发展交易所债券市场的第三条道路,这是摆在我们面前亟待解决的问题。

我国学界和实务界就这一问题看法并不一致。大致可以分为两派观点,即“债券市场合并论”及“场内场外协调发展的统一互联的债券市场论”。支持债券市场合并论的学者和金融界人士建议对两个债券市场存在差异的交易方式、托管和结算制度进行改革,并让两个市场具有相同的参与者,从而将两个市场合并成为一个市场。^{〔8〕}而在具体合并的方式上,却存在分歧。一种观点认为银行间债券市场询价交易机制效率不高,建议将银行间债券市场的交易机制改为交易所的撮合交易机制,以交易所债券市场的框架建立统一的债券市场;另一种观点则建议对交易所债券市场交易方式进行改革,如在交易所引进做市商制度,改革证券交易所大宗交易制度,使交易所市场与银行间债券市场进一步接轨。笔者认为,无论选择哪种思路,都要求对现有债券市场发展模式进行创新及突破,有效结合场内、场外两个市场的特点和优势,形成统一、融合、高效的债券市场发展模式。

四、小结

资本市场是社会经济变革的强大助推器,资本市场的安全、健康发展直接关系到国民经济的平稳运行,债券市场作为资本市场的重要组

〔8〕 冯光华:“中国债券市场发展模式研究”,西南财经大学2006年博士学位论文,第11~12页。

成部分,其相关制度的建设和完善对于快速健康发展的债券市场至关重要,其中提高债券交易效率是基本出发点,而有效控制结算风险是基本落脚点。当前,整个中国社会正处在转型的十字路口,资本市场也处于变革和改善的关键时期,要做好转型,就必须进行规范化的监管。同理,要我国建立更好地、更完善、更发达的债券市场也就必须建立统一、规范、安全高效的债券市场监管体系,同时通过对监管主体、交易结算方式、法律架构等方面的完善,建立起适应我国经济发展需要的债券市场。由此,经过完善发展我国的债券市场也必将为我国经济持续腾飞提供与股市一样的原动力,促进中国经济更好更快的转型,为实现中国梦提供有力的经济支撑。