

## 构建我国债券市场风险 预警机制的法律思考

冯 果\* 谢贵春\*\*

**摘要:**近年债券市场频频爆发的违约危机暴露出目前我国债券市场预警机制形神皆散的缺弊。这一状况既肇始于监管机构和公众的预警意识不足、证券法制投资者保护功能弱化,又取决于市场割据下预警措施政出多门、未能形成一个整体性的建构思路。构建市场化、法制化的债券市场风险预警机制,应当确立投资者保护的价值本位,协调好政府预警与市场预警之间的关系,形成宏观、中观和微观一体的建构层次。

**关键词:**债券市场 风险预警 市场化 法制化

### 一、见微知著:建立债券市场风险预警机制的积极意义

随着“11 超日债”、“13 中森债”、“12 华特

---

\* 武汉大学法学院教授,博士生导师。

\*\* 武汉大学法学院博士研究生。

斯”、“12金泰债”等数只债券被爆出难以如期偿付利息或本金,2014年被分析认为是我国债券市场实质性违约的元年。<sup>[1]</sup>回放数起债券违约事件的全程,至少有两个方面的观感:一方面,债券发行人偿债困难是内部经营管理、外部经济形势等多种因素共同作用的结果,是资本市场运行过程中难以从根本上消弭的客观现象。一改以往由政府对投资者的损失进行兜底,而是采取法制化市场化方式进行处置,是我国债券市场步入市场化轨道的重要标志,对于投资者亦能起到风险教育作用。另一方面,我国债券市场无论市场环境还是制度建设距离成熟市场相去甚远。举其要者,如担保机构“担而不保”、不履行代偿责任,信用评级机构评级结论不够客观公正、公信力不高、跟踪评级滞后。<sup>[2]</sup>其中,尤为引人注意的是目前债券市场风险预警措施分散、零散,未能建构成一整套严密的预警体系,预警时点滞后于风险诱发之初而近于风险爆发之时。

风险预警机制是对风险进行识别、分析、预判的预警主体、指标体系和预测方法等共同组合而成的有机整体。风险是金融市场的基本特点,建立金融风险预警机制有助于警示投资者风险的客观存在及其发展走势,及时采取规避措施以降低损失,亦有助于金融监管当局尽早取用监管手段,防范局部风险的爆发和蔓延,防止个别风险酝酿成系统性风险,维护金融安全稳定。2008年金融危机的爆发,就是预警机制缺失、监管力量疲弱等综合因素的结果,尤其是华尔街的金融巨头和美国金融监管当局对金融市场中的风险视而不见,既未质疑与深究,也未能及时有效应对不断扩大的风险,使得细微的风险因子逐步演变成一场波及全球的金融海啸。<sup>[3]</sup>我国资本市场具有新兴加转轨的特点,建立

---

[1] 安邦咨询:“以市场化法治化方式处理信用违约”,载《证券时报》2014年8月5日A3版。

[2] 例如,一年期短期融资券“13华通路桥CP001”的发行方华通路桥集团有限公司其应收账款和其他应收款在总资产中占比很高,资产运营能力也较差,资金链存在明显隐患,而其主体长期信用等级竟然为“AA-”,直到其董事长涉嫌违法后才连降4级,调整为“BB+”。

[3] See The Financial crisis inquiry commission, *The Financial crisis inquiry report*, available at [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf), 2014年9月13日访问。

风险预警机制的特殊意义还体现在:(1)培育市场主体特别是投资者的风险意识,强化投资者“买者自负”的理念;(2)清晰界定政府在市场培育与市场监管的不同职能,使证券市场风险管控的重心从被动消极的事后救济转向积极主动的事前风险预警,提高监管效能、降低监管成本。具体到债券市场来看,传统上债券被认为低收益、低风险的投资品种,债券投资者被认为具有风险厌恶的特质。对于债息的高度依赖,使得债券投资者本能地关注于债券发行人的偿债能力以及发生信用风险的概率。此外,金融危机的事实证明,当系统性风险爆发时,债券市场并不能独善其身,债券投资者往往容易罹受更多的损失。因此,在债券市场建立风险预警机制有其特殊的必要性。

尽管数起债券违约事件并未对我国金融系统造成根本影响,但依然对其他关联市场带来了不小的波动。<sup>[4]</sup>可以预见的是,随着我国债券市场改革逐步走向深化,逐步向更多的发行主体开放,债券信用违约将成为债券市场的某种“新常态”。建立和完善债券预警机制,及早发现和识别信用风险及其他风险因素,及早进行风险预警,及早采取风险处置措施,消除局部的、个别的债券风险导致整个金融市场的震动,自然有其重要的现实意义。

## 二、形神皆散:目前预警机制呈现出的基本样态

证券法制的建构不是来自理论的推理,而是来自实践的需求,市场风险防控机制的建构亦多源于市场的需要而不断地推陈出新。<sup>[5]</sup>健全、完善的债券市场风险预警机制有其突出的现实意义,同时应当看到,我国目前债券市场风险预警机制呈现出形神皆散的样态,研究现状

---

[4] 刘开雄、赵晓辉:“超日债务违约拖累期货市场”,载新华网,[http://news.xinhuanet.com/2014-03/15/c\\_119785228.htm](http://news.xinhuanet.com/2014-03/15/c_119785228.htm),2014年9月13日访问。

[5] See Randall S. Kroszner, *Can the Financial Markets Privately Regulate Risk?: The Development of Derivatives Clearing houses and Recent over-the-counter Innovations*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 31, No. 3, Part 2: *The Role of Central Banks in Money and Payments Systems* (Aug., 1999), pp. 596-618.

与制度设计远落后于现实需求。

先看理论研究层面。(1)学科背景多以经济学、金融学为主,以定量分析为主要研究方法,<sup>[6]</sup>侧重于指标体系的建立,<sup>[7]</sup>预警工具的设计与开发,<sup>[8]</sup>较少关注预警机制设置的主体、内容、权利义务配置形态。这样一种研究思路,实际上是将风险预警机制片面地理解为信息搜集处理系统。从法学角度对金融市场的研究也多侧重金融的监管,围绕对金融市场主体如何组织以及行为规制,而对于如何建立、完善金融市场风险预警机制,及时、准确对市场风险进行预报则关注较少。(2)研究视角或者聚焦于关注宏观的、系统性的风险,或者侧重于微观的、具体的企业信用风险,较少着眼于中观的债券市场风险。(3)随着我国地方政府债券发行开闸,与之有关的研究成果呈几何级数倍增态势,对于金融债、企业债这一传统研究领域出现的新现象和新问题缺乏一个警觉认识。关注券种冷热不一、顾此失彼是近年来债券市场风险研究中一个鲜明的特征。

再论实践规则层面。下表反映的是笔者整理的目前我国债券市场风险预警的规则体系。透过这些规则,可以看出我国债券市场预警规则体系的几个特点:第一,在规则法律位阶分布上,有法律、部门规章、规范性文件和自律规则。第二,在预警措施的基本内容上,涉及了:(1)监管部门的市场监测职责(《人民银行法》第4、31条,《银行业监督管理法》第27条);(2)交易市场组织者的监测职责(《银行间债券市场债券交易自律规则》第37~38条,《银行间债券市场债券交易监测工作方案》第2条,《关于对公司债券实施风险警示相关事项的通知》,《关于对公司债券交易实行风险警示等相关事项的通知》);(3)债券发行人的信息披露义务(上交所、深交所《公司债券上市规则》、《中小企业私募债券业务试点办法》《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》第30条,《公开发行公司债券募集说明书》第12条,《银行间债

---

[6] See Carol Alexander, *Market Risk Analysis, Volume 1: Quantitative Methods in Finance*, John Wiley and Sons, 2008.

[7] 参见李新:“构建我国债券市场风险预警指标体系”,载《中国财政》2011年第10期。

[8] 参见顾海峰:“我国债券市场即时交易的价格监测与风险预警”,载《商业研究》2011年第7期。

券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》第9条)。

债券市场风险预警法律、规章及自律规则

类别	名称	制定机构
法律	中国人民银行法	全国人民代表大会
	银行业监督管理法	全国人民代表大会 常务委员会
行政法规	—	
部门规章	银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法	中国人民银行
	全国银行间债券市场金融债券发行管理办法	中国人民银行
	证券交易所管理办法	证券监督管理委员会
规范性文件	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	证券监督管理委员会
自律规则	关于对公司债券实施风险警示相关事项的通知	上海证券交易所
	公司债券上市规则	上海证券交易所
	中小企业私募债券业务试点办法	上海证券交易所
	关于对公司债券交易实行风险警示等相关事项的通知	深圳证券交易所
	中小企业私募债券业务试点办法	深圳证券交易所
	公司债券上市规则	深圳证券交易所
	银行间债券市场债券交易自律规则	中国银行间市场交易商协会
	银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则	中国银行间市场交易商协会
	银行间债券市场债券交易监测工作方案	银行间同业拆借中心

表面上看,现有债券风险预警规则层次清晰、不同主体义务职责明确。不过,仔细推敲,多种预警措施未能在清晰脉络贯穿下构建成为一个科学完备的预警体系,我国债券市场预警机制呈现出形神皆散的样态。具体表现为以下几个方面:

第一,信用风险预警措施孱弱,制度约束欠缺。信用风险的预警主要

靠发行人的信息披露以及评级机构的评级。债券市场信息披露制度的不完善主要体现在:(1)信息披露内容不尽全面,难以知悉发行人资金募集后的用途方向及使用效率,也就难以据此预测发行人的偿债能力及未来发展。(2)定期的信息披露周期过长,发行人对于临时性的、关系偿债能力的重大信息披露未能做到及时、准确、全面,制度约束欠缺足够刚力。<sup>[9]</sup>信用评级机构的评级亦存在效力欠缺、跟踪评级滞后等问题,这一点,从近年来在我国债券市场上屡屡发生发行人偿债危机可以得到基本印证。

第二,预警主体缺位,权利义务规定不清晰。市场风险来自方方面面,交易所、登记结算机构、同业拆借中心等机构均有可能掌握市场风险信息。是将预警职能进行分散配置、赋予各个机构发布预警信息的权限,还是将预警职能统一配置、由某一机构统领预警职能,实践中尚无定论。无论分散预警还是集中预警,除了进行成本效率的考量外,必不可少的是在制度设计中就主体的职能配置、职责的行使、未能履职的责任承担进行清晰明确的规定,而这一点正是我国债券市场预警机制所欠缺的。主体虚位、职责不清,是债券市场预警机制的首要弊端,所招致的后果是形式上各个主体都在履行预警职能,但是不同主体职能或交叉重叠或留有空白,预警措施的实际效率大打折扣。

第三,预警措施分散,缺乏有效的衔接匹配。交易所、登记结算机构、同业拆借中心、交易商协会作为债券市场组织者,目前预警工作的中心在于对于市场信息的归纳搜集和呈送,发行人信用风险、债券异常交易等信息虽然在监管条线内形成了一个完整的纵向传递、报送链条,但是横向传递不够,银行间债券市场、交易所债券市场风险信息分享机制尚付阙如,跨市场的预警监控未能建立起来。此外,完整的风险预警机制除了包括微观层面信用风险的防控,还包括中观层面市场风险的防控以及宏观层面系统性风险的防控,三者理应紧密相连、形成一体。我国债券市场现有预警措施距离此种理想状态相去甚远。2014年债券市场频传违约危机后,沪深两市分别发布了关于对公司债券实施风险警示相关事项的通知,确立了债券发行人风险自我预告以及交易所风险预告相结合的预警模式。毫无疑问,这一预警模式能够对过去信用风险预警中

---

[9] 参见章晟:《中国企业债券市场深化论》,中国财政经济出版社2007年版,第199页。

的不足起到一定的修正作用,但对于整个债券市场预警机制的完善来说仍然是杯水车薪。

第四,预警措施功能导向存在偏差。我国《证券法》将“保护投资者的合法权益”作为基本的立法宗旨,但在预警机制的构建中,以投资者权益维护为基本理念的预警导向尚未成形。其一,对于投资者保护多以事后救济为主<sup>[10]</sup>,事前的风险警示、告知不足。其二,将预警机制定位为辅助执法检查工具,未能认识其在投资者保护中的作用。各证券期货交易所建立的市场监控系统,其主要功能是“及时发现和处理短线操纵、合谋操纵、内幕交易、大小非违规减持等异动苗头”,辅助证券稽查执法监察。<sup>[11]</sup>这样一种预警措施,强调的是对证券市场异常交易的发现、识别、分析和查处,而忽视了预警信息的公示公开,忽略了对发行人偿债能力、违约风险的监控。以投资者保护为主要导向,通过计算机信息系统识别市场风险,对投资者进行及时准确的警示,这是市场监控系统欠缺的一个重要功能。

### 三、积重难返:风险预警机制现有积弊的主要肇端

首先,政府职能转变过程中形成了制度空白。早期债券市场主要依靠政府对债券实施严格的行政审批,以控制和规避市场信用风险。在这样一种高度管制下,债券市场虽未能酿成较大的风险,但也带来了市场活力不足、发展后劲疲软、资源配置效率低下的不良后果。随着我国债券市场正从行政化主导的模式向市场化主导模式转变,一方面,行政管制力量慢慢退出市场;另一方面,市场化的风险防控机制未能同步建立

---

[10] 参见赵晓辉、陶俊洁:“证监会回应超日债违约:局部违约属正常 债券市场风险总体可控”,载新华网,[http://news.xinhuanet.com/2014-03/14/c\\_119781152.htm](http://news.xinhuanet.com/2014-03/14/c_119781152.htm),2014年9月15日访问;李光磊:“证监会:‘12金泰债’违约按市场化、法治化原则处置”,载《金融时报》2014年7月26日版。

[11] 参见“证监会着力强化稽查执法监测预警机制建设”,载证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201304/t20130419\\_227402.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201304/t20130419_227402.html),2014年9月17日访问。

起来。正如有的学者所言,“计划经济运行失去了原来的秩序,而新的制度规范还极不完善,市场经济体制尚未完全形成,造成了弱化的计划与扭曲的市场并存的局面”。<sup>[12]</sup>

其次,资本市场法制的投资者保护功能被人为弱化。我国资本市场的建立主要基于政府的主导与驱动,而非市场的原生与进化。资本市场早期的制度设计以便利国有企业融资为出发点<sup>[13]</sup>,投资者保护沦为次要目的。在资本市场功能被人为“净化”为单一的融资功能后,“不仅投资者的投资需求难以得到满足,表现在投资产品单一,而且正当利益很容易受到忽视和侵犯,内幕交易、市场操纵的盛行在一定程度上使证券市场演化成了一场强取豪夺、弱肉强食的强者的欢宴”。<sup>[14]</sup> 债券市场预警机制构建中,投资者保护理念的缺失、机制的不够健全是资本市场法制功能失衡的具体反映和深刻写照。

再次,对于债券市场风险预警的意识不足。意识不足源于我国债券市场自我特征。先看债券市场结构特征。传统的观念认为债券是一种风险小、安全系数高的投资品种,加之长期以来我国债券市场的券种构成以安全性较高的政府债券(含记账式国债、储蓄国债和地方政府债)、央行票据、政策性银行债为主,而风险系数相对较高的企业债券发行额相对较小(见图1)。这样一个市场结构决定了以往对于债券预警机制的制度需求并不强烈。再看金融市场结构特征。我国债券市场体量相对较小,债券融资尚未成为市场主体首选的融资渠道(见图2)。与股票、基金等其他投资产品相比,债券流动性不强、换手率低,交易远不如股票交易那样活跃。另外,长期以来,我国金融市场上以债券为基础设计开发的衍生金融产品种类数量有限,历史经验上债券市场的波动未能经由衍生产品波及整个金融市场和实体经济。在债券市场结构特征与

---

[12] 时光:“我国金融风险的制度性因素”,载《西南民族学院学报》(哲学社会科学版)2002年第4期。

[13] 例如,1993年《公司法》第159条规定,“股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司,为筹集生产经营资金,可以依照本法发行公司债券”。债券市场的严格管制以及不同资本成分的歧视性待遇由此可见一斑。

[14] 冯果:“资本市场为谁而存在——关于我国资本市场功能定位的反思”,载《公民与法》2013年第6期。



金融市场结构特征双重因素影响下,监管层以及公众对建立债券市场预警机制的必要性难以产生深刻的认识。

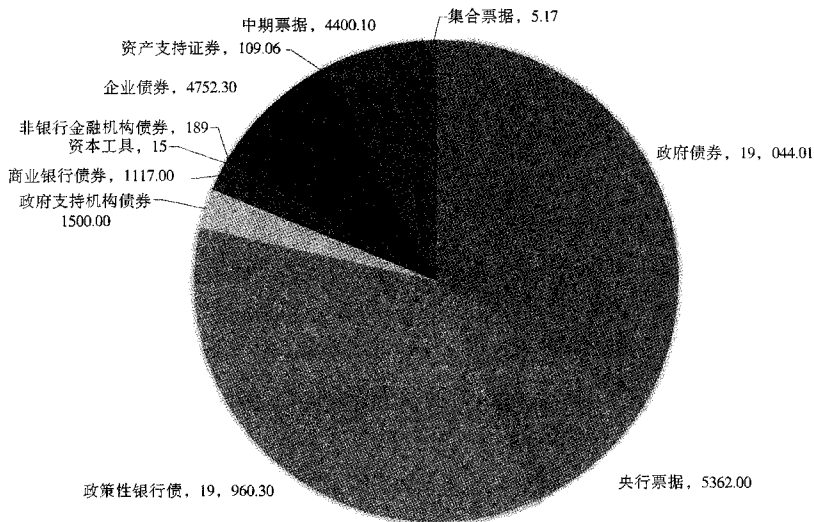


图1 2013年我国债券市场各券种发行额对比(单位:亿元)

数据来源:中国债券信息网。

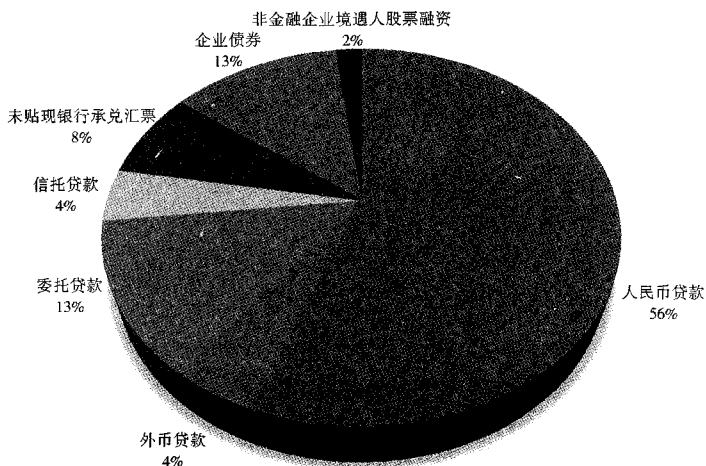


图2 2014年上半年我国社会融资结构

数据来源:中国人民银行网站。

最后,债券市场割据造成预警措施政出多门。我国债券市场监管结构呈现出纵横交错的多元化特点。企业债、公司债、金融债、国债和地方政府债等债券品种适用于不同的监管规则,在不同的市场上发行和交易。对于债券的监管,分发行环节的监管和流通环节的监管两条主线,有权监管机构以中国人民银行和证监会为主,财政部、发改委、银监会、保监会等部委也部分地承担了监管职能。金融市场分业监管的大格局,使得对于债券市场预警机制的建构缺少一致的布局和体系化思路。不同的监管机构、不同的市场组织者依其职权、职责各自出台预警措施,这些预警规则标准不一、效力层次不齐,难以进行有效的衔接和匹配。

#### 四、取则行远:重构债券市场风险预警机制的若干设想

法制强则市场兴。我国债券市场未来的发展必然是以市场化、法制化为基本方向。所谓市场化,就是发挥市场在资源配置中的决定性作用;所谓法制化,就是要“增强法律实施规范体系结构的统一性、制度内容的科学性和层级效力的适当性”,为债券市场的改革发展提供更加有效的法律制度保障。<sup>[15]</sup>以市场化、法制化为基本方向,围绕债券市场风险预警机制的建构目标,有必要重新思考预警机制建构的本位,如何平衡预警机制建构中市场与政府这两种力量,以及如何整合现有规则体系。

##### (一) 培本固元,确立保护投资者(金融消费者)<sup>[16]</sup>利益的建构本位

建立风险预警机制有助于监管层识别市场风险因子,准确判断风险酝酿的可能、风险大小与走向,及时、尽早采取规避措施,减轻和消除风

[15] 参见肖钢:“法制强则市场兴”,载《新世纪》2013年第51期。

[16] 有关投资者与金融消费者概念的解析可参见冯果:“投资者保护法律制度完善研究”,载《证券法苑》(第10卷),法律出版社2014年版,第393~432页。虽然债券投资者中以专业投资者居多,而专业投资者在风险识别能力和风险承受能力高于一般投资者(金融消费者),笔者仍以为专业投资者和一般投资者(金融消费者)在从事投资活动时均面临着风险考验,都存在对风险预警信息的需求,理应受到风险预警机制的平等保护。

险带来的损失。建立预警机制应以维护市场稳定为基本目标,既根源于预警机制的基本功能,也源自监管层的行政职责。笔者认为,将现有零散、碎片的债券市场预警措施组合为完善、严密的预警机制,除了应以维护市场稳定、防范系统性风险为基本目的外,尤其应当确立投资者利益保护的本位,以维护金融消费者合法权益为一以贯之的理念。作出这样一种判断,一是着眼于我国债券市场变革的趋势,二是紧扣投资者保护不足的现实。

长期以来,针对我国债券市场因为分割而导致的弊端,决策层、学术界与实务界均呼吁推动我国债券市场实现互联互通。笔者认为,推动债券市场互联互通,首先应当正视债券市场上不同债券品种的差异特点。例如,国债、地方政府债券与企业公司债、金融债等不同债券品种在发行主体信用等级、偿债保障等方面有所不同,一般企业发行的公司债与信贷机构以信贷资产为支撑发行的资产证券化产品其监管强弱程度亦有所差异。债券以及债券市场固有的特点决定了不可能通过想当然的、教条式的规则制度设计将债券发行活动、交易活动进行统一规制,熔冰炭为一炉。当然,债券市场形成割据状态有其“历史的必然性和合理性”<sup>[17]</sup>不代表法制就可以对债券市场割据所导致的弊端无所作为。在分散市场与分散监管格局下,债券市场法制变革不应一味追求发行、交易市场的单一化,而应当是尊重不同产品差异化的现实,从不同类别的债券市场规则中提炼其共性。<sup>[18]</sup>如有学者提出的应当建立统一的登记结算托管制度,提高市场效率等。<sup>[19]</sup>除此之外,债券市场法制变革意义最为深远的是确立金融服务法治理念,确立投资者保护的规则制度面向。毕竟,无论何种债券,充分、详细披露发行人、债券信息,充分揭露债券投资风险,保障投资者投资权益,在这些涉及债券投资者基本权益的

---

[17] 参见岑雅行:“中国债券市场监管法律制度研究——以监管不完备为视角”,华东师范大学2009年博士学位论文。

[18] 参见冯果:“金融服务横向规制究竟能走多远”,载《法学》2010年第3期。

[19] 参见习晓兰:“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”,载《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第656~672页;金颖等:“美国、加拿大公司债券市场考察报告”,中国证券登记结算有限责任公司研究报告,载 [http://www.chinaclear.cn/old\\_files/1352773678321.pdf](http://www.chinaclear.cn/old_files/1352773678321.pdf),2014年9月20日访问。

保护上应当是没有差别的。

20世纪90年代,英国经济学家 Michael Taylor 提出了著名的“双峰理论”(twin-peaks),即金融监管存在两个并行的目标:一是审慎监管,维护金融机构的稳健经营和金融体系的稳定,防止发生系统性金融危机或金融市场崩溃;二是保护消费者权利,通过对金融机构经营行为的监管防止和减少消费者受到欺诈和其他不公平待遇。金融监管的双峰理论很快受到了来自学术界和实务部门的欢迎与认可,澳大利亚、荷兰在对本国金融监管架构进行重塑便是以双峰理论作为蓝本。<sup>[20]</sup> 2008年金融危机后,美国、欧盟、日本等国家和地区监管当局反思其金融立法中的缺失,纷纷开展了一系列的金融监管重构,出台了許多针对金融消费者保护的法律法规。<sup>[21]</sup> 针对金融消费与普通生活消费在权利内容、保护机制方面的差异,我国也于2013年对《消费者权益保护法》进行了修订,增加了金融服务提供者“应当向消费者提供经营地址、联系方式、商品或者服务的数量和质量、价款或者费用、履行期限和方式、安全注意事项和风险警示、售后服务、民事责任等信息”的条文。

尽管如此,笔者仍以为现有金融消费者权益保护的制度体系有所欠缺。依部分学者梳理,目前金融消费者利益保护的制度框架主要包括金融机构的说明行为规则、金融机构的劝诱行为规则以及金融机构的民事赔偿责任规则,以及金融合同审查制度、金融隐私监管保护制度、金融信息发布制度和金融教育制度等。<sup>[22]</sup> 这些制度、规则,一是规则设计或以合同法中合同义务作为本源,<sup>[23]</sup> 或基本引用原有消费者保护规则内容,未能体

---

[20] See G30, *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, 2008, p. 21. 英国政府于2010年对既有金融监管架构进行了重新调整,调整成立了三个机构:金融政策委员会(FPC)、审慎监管局(PRA)以及消费者保护和市場管理局(CPMA)。具体可参见黄志强:“英国金融监管改革新架构及其启示”,载《国际金融研究》2012年第5期。

[21] 参见赵焯:“金融消费者保护理论研究”,山东大学2012年博士学位论文。

[22] 参见何颖:《金融消费者权益保护制度论》,北京大学出版社2011年版,第8页;文建国:“后危机时代金融监管改革的制度创新研究”,西南政法大学2012年博士学位论文。

[23] 如投资者适当性制度下,证券服务提供者对投资者负有适当性义务,这一义务的基础是合同法中所规定的先合同义务。参见冯果等:“投资者保护法律制度完善研究”,载《证券法苑》(第10卷),法律出版社2014年版,第393-432页。

现金融消费者的差异特点;二是保护措施主要针对于购买金融商品、接受金融服务中交易风险的防范,对于市场上其他类型风险的防范未能予以充分认识;三是保护措施多以事后救济为主,事前的防范措施略显不够。

那么,金融消费者与一般消费者典型差异在哪?在于金融市场以风险为其主要特征,在于金融消费者对于风险防控措施有着本能的需求。这些风险不仅仅包括购买金融产品、接受金融服务过程中的交易风险,还包括了经济形势、市场行情变化可能导致的损失。对于债券投资者,通过预警机制及时发布风险预警信息,有助于其尽早确定投资决策,采取入市、退出或者其他风险分散、规避策略。针对前述我国目前债券预警规则中存在的重监管汇报、轻投资者警示的问题,确立保护金融消费者利益的建构本位,就是要:(1)确立打击证券违法发行、交易行为与投资者警示并重的基本思路;(2)充分照顾不同层次债券投资者的风险承受能力与知识结构,在预警信息专业性和通俗性之间拿捏平衡。

## (二)合纵连横,确立政府预警与市场预警相互协调的建构格局

如前文所述,我国债券市场预警机制的欠缺相当部分的原因在于政府职能转变后导致的制度空白。就目前而言,在债券市场风险的市场化预警机制尚未建立起来之时,政府应当积极发挥其经济职能,补正预警机制不足的确实。这是政府从单纯的监管者转变为以服务为主、监管与服务并重的服务者的应有之义。<sup>[24]</sup> 毕竟,“公共利益是所有行政活动的理由和界限所在,也是行政机关追求的大众福祉与私人追求的与大众福祉有关的利益的区别所在”。<sup>[25]</sup> 从长远来看,预警信息具有准公共物品的性质,使得预警机制的建立仍然要将政府预警与市场预警相结合。

依经济学理论,公共物品是与私人物品相对的概念,其特点是“每个个体对于这种物品的消费不会导致其他个体对这种物品消费的减少”,即具有非排他性和非竞争性的特征。<sup>[26]</sup> 在公共物品与私人物品之间存

[24] 参见曾筱清:《金融全球化与金融监管立法研究》,北京大学出版社2005年版,第179页。

[25] [德]沃尔夫等:《行政法》(第1卷),高家伟译,商务印书馆2002年版,第323~324页。

[26] See Paul A. Samuelson, *The Pure Theory of Public Expenditure*, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 36, No. 4. (Nov., 1954), pp. 387-389. James M. Buchanan, *An Economic Theory of Clubs*, *Economica*, New Series, Vol. 32, No. 125 (Feb., 1965), pp. 1-14.

在所谓准公共物品,即较之公共产品,它具有部分的排他性和竞争性;较之私人产品,它具有部分的非排他性和非竞争性;在一定条件下,可以向公共物品转换。<sup>[27]</sup>

预警信息具有准公共物品的属性决定了政府应就部分风险预警信息进行发布。债券市场风险包括多种类型,既包括债券投资者在投资活动中直接面临的风险,如信用风险、再投资风险、赎回风险等,<sup>[28]</sup>也包括来自债券市场乃至整个金融市场宏观社会经济的风险。相对应地,预警信息内部也存在不同的层次,有些风险信息如与发行人信用风险、通货膨胀风险、汇率风险等风险有关的预警信息可以通过投资者自主分析或购买服务等方式获取,而因政治、经济及社会环境等宏观因素的影响诱发的风险,因其信息的搜集、整理、处理需要充分的人力、物力资源作保障,特别是需要强大的计算机信息系统作为技术支撑,普通的市场主体无力负担,且出于成本与收益的考量也不愿意提供,因此,需要依靠政府出于维护公共利益目的进行承担。另外,本轮金融危机暴露出信用评级、公允价值的会计计量方法所具有的顺周期性(*procyclicality*)问题,<sup>[29]</sup>对于一个或数个债券的预警有可能加剧投资者对于债券市场的恐慌,引起连锁反应。单一市场主体往往难以预料到具体预警信息与整体金融市场波动之间的关联关系,在这种情况下需要政府对预警信息的详略程度、预警时机进行细致评估和综合考虑。

预警信息具有准公共物品的属性还决定了政府预警信息发布应有一定边界。一是债券市场信息供给分政府提供和市场提供两种,二者之间存在明显的竞争关系,任意扩大政府供给的范围,势必会挤占了市场提供的空间,使得市场化的预警机制更加难以正常发育成熟。

---

[27] 参见周自强:“准公共物品的政府供给与市场供给比较分析”,载《河南金融管理干部学院学报》2005年第6期;王茜、万青:“准公共物品私人参与供给下的社会收益及政府政策有效性研究”,载《经济科学》2009年第6期;陈其林、韩晓婷:“准公共产品的性质:定义、分类依据及其类别”,载《经济学家》2010年第7期。

[28] See Frank J. Fabozzi, *Bond Markets, Analysis and Strategies* (8<sup>th</sup> Edition), Pearson Education, Inc., 2013, p. 8.

[29] See Claudio Borio, Craig Furfine and Philip Lowe, *Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options*, available at <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01.pdf>, 2014年9月23日访问。

二是债券投资者只占社会公众整体的一小部分,政府将所有的预警信息大包大揽、不分类型地予以提供,容易造成社会不公、损害经济效率。实际上,政府有限的能力和公众对公共物品无限的需求之间也必然存在着矛盾。

确立政府预警与市场预警协调统一的格局,总的来说,应当明确政府之于构建债券市场预警机制中的地位、作用、职责以及边界,区分市场提供和政府提供两种不同的风险预警信息渠道,特别是就政府违反义务的后果及其违法责任进行清晰、准确的立法规定。具体而言,包括以下几个方面:第一,交易所市场方面,理顺证监会与交易所在风险预警中的分工。在目前证监会与交易所之间监管与被监管、领导与被领导关系交织杂糅的情况下,<sup>[30]</sup>即一则证监会监管权限太宽,过分干预市场,出现过度监管与监管缺失并存的状况,二则证监会与证券交易所之间也没有建立起有效的信息交换制度和联合监管制度。<sup>[31]</sup>理顺证监会与交易所在风险预警中的分工,一是应当发挥交易所自律监管的作用,进一步明确交易所一线预警的职能;二是证监会由直接干预交易所预警转变为对交易所预警规则进行综合性的合规审查。第二,在银行间债券市场方面,赋予银行间市场交易商协会明确的预警职能。我国银行间债券市场具有货币市场的属性,<sup>[32]</sup>为央行对其监管提供了基本依据,<sup>[33]</sup>而银行间债券市场的资本市场属性不断增强的现实又对《证券法》下证监会对证券市场独任监管构成了实质性冲击。<sup>[34]</sup>正如前文所述,我国债券市场形成割据局面有其历史合理性,也不是依靠教条式的立法就能实现两个不同市场的统一与整合。不过,笔者以为银行间债券

[30] 卢文道:“证券交易所自律管理理论”,华东政法大学2007年博士学位论文。

[31] 马洪雨:“论政府证券监管权”,西南政法大学2008年博士学位论文。

[32] 参见吴军、张旭路:“我国银行间债券市场属性研究”,载《广东金融学院学报》2010年第2期。

[33] 依《中国人民银行法》第4条的规定,中国人民银行监督管理银行间债券市场。

[34] 《证券法》第7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”,同时第2条又规定“本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定”。第2条的规定毫无疑问认可了《人民银行法》中有关人民银行对银行间债券市场的监管职责,但在客观上抵消了第7条证监会对全国证券市场独任监管的效力。

市场在预警机制完善方面仍大有可为,其核心是进一步充实银行间市场交易商协会进行自律监管的职能,完善交易商协会、同业拆借中心以及中央结算公司之间对于风险预警的分工协调,建立统一的预警信息发布方式。

### (三) 去芜存菁,确立微观、中观和宏观相互联结的建构层次

1. 在宏观层面,强化中央银行对整个金融市场进行全局、综合预警的地位

一是修订《人民银行法》,进一步明确中国人民银行对整个市场的监控、预警职能。可在《人民银行法》第4条规定,中国人民银行负责金融业的统计、调差、分析和预测,“负责对系统性风险的预警”。二是由人民银行牵头,建立纵向一体的金融市场预警监控小组,在组织上确保对基础性监测数据的归集、传输及其处理。<sup>[35]</sup> 首先,确立各监管机构一般信息监测权,具体规定监测宏观经济、金融市场信息的范围、种类,以及采集信息的及时性、真实性和全面性的要求,对错误信息的纠正与处理以及违反强制性规定的不利后果等。其次,确立中央银行综合信息监测权,从整体性和全局性的角度对金融信息进行监测。三是建立联席风险监控系統,增进中央银行和各监管机构之间信息的分享互通。1998年亚洲金融危机后,香港证监会吸取经验,于2005年开始建立联席风险监控系統,实现了对股票市场、股指期货、权证等产品进行实时监控,同时还可以监控突发事件、卖空交易以及期货经纪商的交易行为。在境内,监管层、交易所也认识到有必要改变交易所监管系統分散、整体监管系統缺失的现状。<sup>[36]</sup> 可在《人民银行法》第35条的基础上,落实有关中国人民银行和国务院银行业监督管理机构、国务院其他金融监督管理机构建立监督管理信息共享机制的细节。

基于这一全局、综合预警地位,中央银行预警的基本职责包括:第一,分析单一债券发行人信用风险对于整个债券市场乃至金融市場造

[35] 参见王欣欣等:“建立和完善金融市場监测分析体系”,载《上海金融》2008年第1期。

[36] 参见吴治宇、李修辞:“关于建立联席风险监控系統的有关建议”,证监会研究报告,载 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztl/yjbg/201405/P020140528519427340242.pdf>,2014年9月19日访问。



成波动的概率、路径及其损失。第二,研判债券市场密集违约事件的成因、后果。第三,解构债券市场与股票、期货等市场之间、境内金融市场与境外金融市场之间风险传递的路径、方式。第四,就前述风险信息进行公示公开建章立制,明定预警信息发布的方式、时机。

2. 在中观层面,界定交易组织者、登记结算机构、行业协会共同而有区别的预警职能

预警措施零散、庞杂是我国债券市场预警机制的主要特征及弊端。重构我国债券市场预警机制,并非简单地将现有的规则进行汇编,在形式上做到整合、统一,而应当是深思不同主体在债券市场中承担何种职责、在预警机制中发挥何种作用,并在此基础上系统性地梳理现有规则,去其芜杂、取其菁华。

一是畅通债券市场风险信息传递渠道,建立集中的风险信息发布平台。两个债券市场并立的情况长期存在,决定了各市场将维持其交易组织者、登记结算机构、行业协会的机构条线。在这种情况下,在中观市场层面构建预警机制首先应当是明确各机构的预警职责:在纵向上,形成畅通的信息传递渠道,明确交易所(同业拆借中心)、登记结算机构和行业协会在信息搜集、传递中的职责分工,完善预警信息传递链条;在横向上,建立信息共享机制,各机构定期就市场运行状况、可能存在的风险情况进行沟通交流。此外,有必要建立集中的风险信息发布平台。由沪深交易所、中国证券登记结算公司等多家机构发起设立的中证资本市场发展监测中心有限责任公司(以下简称中证监测公司),其业务范围包括“提供私募市场的监测、统计分析服务”。可以考虑在条件成熟时拓宽中证监测公司的业务范围,确立其对债券市场乃至整个证券市场进行风险监测预警的职能。

二是确立交易所在债券市场预警中的中心地位。在预警系统的架构方面,改变以往较为被动的预警信息汇总方式,采取自动监控与人工分析相结合的预警信息搜集和分析的方式,及时发布债券交易的有关预警信息。提高预警系统的精确程度,将发现不法交易与警示交易风险相结合,是国际上证券交易所完善其风险预警机制的通行做法,如 NYSE 泛欧法国交易所(NYSE Euronext France)的 CAC 自动交易系统的监视

子系统 TOPVAL<sup>[37]</sup>新加坡交易所的即时自动化市场监控系统 SMARTS (Securities Markets Automated Research Trading and Surveillance)、韩国交易所的在线监控预警系统 COSMOS (Consolidated Securities Market Monitoring & Surveillance System) 均具有自动监控与人工分析相结合的功能,并实现了预警信息的及时发布。在预警规则的制定方面,拔擢目前预警措施规则层次,将挂牌债券风险警示、交易所会员对投资者的适当性义务和发行人公开评级报告<sup>[38]</sup>纳入交易所基本规则体系,明确发行人和交易所会员违反前述义务的处罚措施。

### 3. 在微观层面,完善发行人信息披露,强化信用评级机构和证券分析师的责任

一是以内部控制改善发行人信息披露。发行人信息披露是对发行人信用风险进行预警的主要手段。我国债券市场信息披露中存在的积弊,既表现为发行人披露信息不充分、缺乏对重要信息主动披露的激励,也有不同市场监管规则存在显著差异、监管强度不够的问题。<sup>[39]</sup> 解决发行人信息披露中存在的问题,除完善信息披露的规则、强化信息披露责任等常规的措施外,还有必要将发行人的内部控制制度与风险预警措施相互连接。第一,完善发行人内部控制体系,降低发行人因经营管理不善导致偿债困难的概率。第二,强制发行人披露内部控制报告,以支持财务报告质量,提升发行人的信息披露水平,减少发行人和投资者之

---

[37] TOPVAL 系统可以实现对上市公司财务报表的信息、上市公司其他报表数据、股东交易报告及新闻媒体有关报道等四个方面信息的实时收录。当自动监控系统发现异常状况时,监控人员会立即由其市场相关信息系统以及路透社等国际信息新闻数据库搜集该上市公司的新闻报道,分析造成异常情况的缘由。如经分析上市公司可能有重大事项发生,监控人员主动联系上市公司进行查证并及时予以披露,供投资者参考。上市公司对于交易所询问的问题负有不得迟延回复的义务。参见“法国证券市场相关制度”,载台湾证券交易所汇编:《2014 年世界主要证券市场相关制度》2014 年版。

[38] 参见上交所《关于对公司债券交易实施风险警示相关事项的通知》、深交所《关于对公司债券交易实行风险警示等相关事项的通知》。

[39] 参见王芳:“我国债券市场信息披露的现状、问题与对策”,载《证券市场导报》2013 年 2 月号。

间的信息不对称。<sup>[40]</sup>

二是消除债券信用评级的失实与时滞。信用评级存在固有缺陷的原因在于,发行人与评级机构之间存在利益上的关联可能诱导评级机构作出不当的评级,<sup>[41]</sup>而且由于评级需要对大量的信息、数据进行搜集、分析,基础信息的分析方法的错用、误用有可能导致评级结论的错谬。发挥信用评级,特别是跟踪评级对于企业偿债能力、信用风险的预警作用,有必要针对信用评级机制中的缺陷进行制度完善,包括:(1)强化行政监管,订立市场准入、业务规则指引;(2)提高评级的透明度,充分披露与评级结论密切相关的评级方法、信息来源等;(3)完善评级市场、行业的信用评价体系,引入竞争;<sup>[42]</sup>(4)健全投资者利益受损时的私权救济机制,畅通救济渠道。<sup>[43]</sup>

三是明晰证券分析师对投资者的权益内容。作为资本市场一项重要的看门人机制,证券分析师可以利用其职业经验和专业知识,为投资者提供市场或特定债券风险信息买入或卖出建议。但证券分析师与所在公司、目标公司之间的利益冲突以及个人利益冲突又容易引发预警、推荐信息不实的问题。<sup>[44]</sup>兴利去弊、发挥证券分析师在债券市场预警中的作用,有必要:第一,强化证券分析师行业的监管,就行业准入、资质认定、作业标准等进行规制;第二,维护证券分析师的独立性,降低证券分析师对发行人或买方的利益依赖,消解来自买方、发行人和投资银行

[40] 参见黄寿昌、杨雄胜:“内部控制报告、财务报告质量与信息不对称——来自沪上市公司的经验数据”,载《财经研究》2010年第7期。

[41] 根据欧盟经济咨询小组2009年关于欧洲经济的报告,80%的次贷资产池都获得了A级以上的评级,只有5%不到的资产池获得B级以下的评级,“这一比例埋下了危机的种子”。参见赵磊等:《信用评级失灵的法律治理——美国次贷危机对中国的启示》,中国政法大学出版社2013年版,第151页。

[42] See Arthur R. Pinto, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 54, *American Law in the 21<sup>st</sup> Century*; U. S. National Reports to the XVIIth International Congress of Comparative Law (Fall, 2006), pp. 341 - 356; G. P. V., *Liability for Misstatements by Credit - Rating Agencies*, *Virginia Law Review*, Vol. 43, No. 4 (May, 1957), pp. 561 - 575.

[43] 参见周友苏、罗华兰:“论证券民事责任”,载《中国法学》2000年第4期。

[44] See David J. Labhart, *Securities Analysts: Why These Gatekeepers Abandoned Their Post*, *Indiana Law Journal*, Vol. 79, Iss. 4. (2004), pp. 1043 - 1051.

的压力;<sup>[45]</sup>第三,严格因证券分析师的不实分析结论导致投资者利益受损时,证券分析师的侵权责任。<sup>[46]</sup>

## 五、结语

穷则变、变则通、通则久。我国债券市场预警机制疲弱的现状与我国资本市场具有新兴加转轨的特征紧密关联,而重构债券市场风险预警机制仍应从这一特征出发,着眼于债券市场发展中切实紧迫的预警制度需要,着力于预警机制整体框架之谋划和具体制度之设计,以实现保护投资者利益与维护市场稳定的目标。笔者认为,在我国债券市场预警机制构建中,确立投资者保护的价值本位,协调好政府与市场在预警功能配置中不同的作用关系,形成宏观、中观和微观相互连结、匹配的建构层次,既是该机制构建的基本论纲,也是进行细致制度安排的实现路径。

---

[45] See John C. Coffee Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006, p. 273.

[46] 参见彭真明、江华:“论证券分析师对第三人的民事责任”,载《中南民族大学学报》(人文社会科学版)2004年第4期。