

公司债券的监管竞争、路径依赖与未来发展框架

洪艳蓉

(北京大学法学院, 北京 100871)

摘要: 公司债券市场受益外因的蓬勃发展更应激发对其自身可持续发展内力的探索。改变公司债券只是作为政府配置信贷资源手段的定位, 授予企业根据财务需求安排债务融资的权利; 协调三部委主导不同债券规则的监管竞争, 建立统一合理的监管体制; 改变计划性的债券规则和分割的债券市场, 建立市场化的统一债券规则和交易机制, 是未来我国公司债券市场走向繁荣的必由之路。

关键词: 公司债券; 债券市场; 监管竞争; 债市发展

作者简介: 洪艳蓉, 女, 法学博士后, 北京大学法学院讲师, 研究方向: 国际金融法、资产证券化。

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

公司债券是公司依法发行的, 承诺在一定期限内还本付息的有价证券。近年来, 我国公司债券受国家政策¹支持得到迅猛发展, 因 2008 年低迷的股市获得“牛市”发展机遇, 更在 2009 年政府 4 万亿投资和适度宽松的货币环境下迅速扩容, 但也暴露出不同监管者主导三套公司债券制度各行其政, 中小企业仍然无法充分利用债券融资工具, 债券价格未能反映信用利差, 入场资金投机氛围过浓, 以及信用债券价格非正常剧烈波动等问题。居安则思危, 公司债券市场受益外因的蓬勃发展更应激发对其自身可持续发展内力的探索, 明确债券市场功能, 合理设置债券监管主体和权限, 建立市场化的统一债券规则和交易机制, 无疑是公司债券市场走向繁荣的必由之路。本文籍由梳理我国公司债券制度的现状、问题并分析其根源所在, 阐述如何构建这一可持续发展框架。

公司债券的监管竞争格局与困境

一、公司债券的监管竞争与市场概况

1. 三足鼎立的公司债券制度

公司债券这一在国外有着通用名称的金融产品, 在我国因主管部门的不同而有三种称呼, 并分别适用三套债券规则。

国家发展和改革委员会(以下简称发改委)监管的称为企业债券, 主要以中央国企、地方重点企业为发债主体, 所募集的资金主要投向国家重点项目或基础设施建设。从 1985 年沈阳市房地产开发公司向社会公开发行第一只 5 年期企业债券算起, 这一市场已有 20 多年的历史, 目前主要适用 1993 年国务院制定的《企业债券管理条例》和发改委发布的若干通知。

中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)监管的称为“公司债券”², 主要以上市公司为发债主体, 所募集的资金由公司自主决定使用。2007 年 8 月, 证监会根据新修订的《证券法》和《公司法》制定《公司债券发行试点办法》, 正式开启证券交易所内的“公司债券”市场。

中国人民银行(以下简称央行)领导下受银行间交易商协会(以下简称交易商协会)³监管的称为非金融企业债务融资工具(以下简称中期票据), 主要以非金融企业为发债主体, 所募集的资金由公司自主决定使用。作为 2008 年 4 月新启动的市场, 央行在《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》中下放债券发行核准权, 开创了由交易商协会负责债券发行注册并全权自律监管的高度市场化债券管理模式。

比较三套债券规则(见表 1)⁴, 不难发现: 企业债券规则延续计划经济下政府分配信贷资源并直接管制经济的轨迹, 由发改委核准债券额度并核准发行是其显著特色, 属于“行政型”; 中期票据规则借鉴海

外成熟市场的做法，全盘交由自律组织进行自律性管理，实行市场自治，属于“自律型”；“公司债券”规则兼采二者之长，在保留证监会发行核准权的基础上，试图通过建立发行保荐、债券受托管理人和债券持有人会议等一系列制度实现后继的市场化运作，属于“复合型”。从监管强度看，呈现企业债券“行政型”向“公司债券”“复合型”再向中期票据“自律型”逐步弱化的趋势；从市场自由度看，则正好相反。

表 1：我国三套公司债券规则比较

	“公司债券”	中期票据	企业债券	
主管机构	证监会	央行	发改委	
目前主要制度规范	2006.01.01 《公司法》、《证券法》 2007.08.14 《公司债券发行试点办法》及 证券交易所相关规则	2008.04.15 《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》及 银行间市场交易商协会的 配套自律性规则	2006.01.01 《公司法》、《证券法》 1993.08.02 《企业债券管理条例》 2004.06.21 《国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》 2008.01.02 《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》	
监 管 要 求	市场准入	核准制	交易商协会注册制	
	发行方式	一次核准，多次发行	一次注册，多次发行	
	信息披露	强制性	强制性	
	信用评级	强制性	强制性	
	担保要求	自愿性 目前发行的担保与 无担保参半	自愿性 目前发行的大多无担保	从强制性向自愿性过渡 目前发行的大都有担保
	募集规模	累计余额不超过公 司净资产的 40%	累计余额不超过公司净资 产的 40%	符合国务院批准的规模 累计余额不超过公司净资产的 40%
	资金用途	公司自决	公司自决	符合国家产业政策和行业发展方 向，所需手续齐全；主要为项目债 券
	发行利率 发行价格	由发行人与保荐人 通过市场询价确定	以市场化方式决定	企业根据市场情况确定，但以监管 部门的核准为准
	债券期限	无限制，通常为 3-5 年	无限制，通常为 3-5 年	无限制，通常为 5 年以上的长期债 券
	质押回购	允许	允许	允许
投资者 保护	债券受托管理人 债券持有人大会	无专门规定	债券违约时，由要求承销商代偿向 要求主承销商代理投资者进行追 偿过渡	
主要交易场所	目前都在证券交易 所交易（含固定收益 平台）	目前都在银行间债券市场 交易	主要在银行间债券市场交易，少部 分在证券交易所和柜台交易	
登记、结算和 托管机构	中国证券登记结算 公司	中央国债登记结算公司	中央国债登记结算公司	

投资者来源	<p>1、在证券交易所交易的，为除存款类机构之外的所有投资者，目前规定上市商业银行可以进入交易所市场试点债券交易，但尚未具体执行。</p> <p>2、在银行间债券市场交易的，为可以进入这一市场的所有机构投资者，社保基金组合也被允许投资于中期票据。</p> <p>3、保险资金已被允许投资于无担保的信用债券。</p>
--------------	---

2. 二分的公司债券市场

目前，三类公司债券的发行和交易场所主要有两个：一是银行间债券市场——以机构投资者为主的场外交易市场，所有的中期票据和大部分企业债券都托管在这个市场；二是证券交易所市场——以散户投资者为主的场内交易市场（目前开发了针对机构投资者的固定交易平台），所有的“公司债券”和小部分企业债券托管在这个市场（见表2）。尽管央行早在2007年10月就发布了就“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的公告（央行公告〔2007〕第19号），证监会也在2009年1月19日发布了《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》（证监发〔2009〕12号），似乎可以实现所有产品和投资者在两类市场的互通，但截至目前各方仍按兵不动，加上两个市场的交易和登记结算系统在技术上并未实现互联，可以说公司债券市场仍处于“二分市场”格局。

表2：我国公司债券市场托管量统计（截止至2009年12月31日）

		企业债券	中期票据	“公司债券”	总计		
					总量	比例（%）	
各市场 托管量	总计（：亿元）	10970.76	8622.00	1038.4	20631.16	企业债券：53.18% 中期票据：41.79% “公司债券”：5.03%	
	银行间市场	9540.38	8622.00	0			
	交易所	705.70	0	1038.4			
	柜台	4.04	0	0			
	其他	720.55	0	0			
其中 跨市 场托 管量	总量（：亿元）	2622.85	0	0	2622.85	企业债券存在多个交易市场，其他两者则为单一交易市场	
	银、交、柜	209.00	0	0			
	银、交	1794.85	0	0			
	银、柜	609	0	0			
托管 债券 数	总计（：只）	479	213	56	748	企业债券：64.03% 中期票据：28.48% “公司债券”：7.49%	
	可 流 通 债 券	银行间市场	269	213			0
		交易所	37	0			56
		柜台	0	0			0
		银、交、柜	15	0			0
		银、交	112	0			0
		银、柜	28	0			0
		其他	11	0			0
非流通债券	7	0	0				

3. 偏重大型企业的债券市场定位

比较三类公司债券的规模（见表2和3），呈现企业债券独占鳌头，中期票据异军突起，“公司债券”有待发展的局面。考虑到企业债券已有二十多年的发展历史，中期票据却是启动不到二年的新兴市场，后者采取自由度最高的发行“注册制”无疑起到了关键作用；“公司债券”起步虽早于中期票据却位居最后，显然与其采用核准制放缓了发行速度，及受制于商业银行尚未进入证券交易所市场，缺少有力的机构投资

者而无法扩大规模有着密切的关系。从平均单笔发行规模来看（见表 3），总体在 17 亿元人民币以上，考虑到各类债券规则都要求“累计债券余额不得超过公司净资产的 40%”，因此能够发行债券的公司净资产总额平均约在 40 亿元人民币以上，只能是大型企业；以平均单笔发行规模最高的中期票据来看，其公司的净资产总额平均更在百亿以上，尽管采取了注册制这一低门槛的市场准入，中期票据也远非中小企业所能问津。从实践来看，发行债券的公司主要的是大型的中央、地方国有企业或国有控股公司。

表 3：2008、2009 年三类公司债券发行次数与发行规模对比

	企业债券		中期票据		“公司债券”	
	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年
发行次数	71	192	41	172	15	36
发行总量（:亿元）	2366.90	4252.33	1737	6885.00	288	638.4
平均发行规模（:亿元）	33.34	22.15	42.37	40.03	19.2	17.73

二、公司债券监管竞争的影响及其发展困境

我国公司债券市场存在上述状况，既与历史形成的公司债券分部门监管格局有关，更与在公司债券市场化进程中，各主管部门的监管竞争密切相关。

1. 公司债券分部门监管的历史回顾

新兴市场资金短缺的状况，通常使债券这一汇集社会闲散资金的融资方式受到严格监管。自 1984 年我国公司债券萌芽起，这一融资方式便被纳入国家整体资金利用计划，由国务院特批发债规模，并将募集资金投向国家重点项目和基础设施建设，成为政府调控宏观经济的金融工具。⁵ 与计划经济下债券市场的定位相一致，实践中形成了条块分割的债券监管模式（见表 4）。

表 4：公司债券监管权与交易场所演变

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			

这种历史渊源奠定了各部委对公司债券的监管权。在由国家调配并确定发债规模，监管自主权受限时，分权有利于国家资金利用计划的执行，也未必导致各部委之间的监管竞争。但在市场经济条件下，当监管独立性加强，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，分权必然带来各监管部门对公司债券及其关联的经济资源的争夺。通常，监管者通过行使立法权和监督权，可以改变市场权利和义务的享有（负担）对象和形式【1】，塑造利己的制度和监管格局。因而，在这一视角下，监管竞争表现为出台各自的债券规则和建立分割的交易市场，并使监管权向经济资源最集中的大型企业倾斜。

2. 监管竞争的不良影响与公司债券的发展困境

监管竞争一定程度上将监管者的行为置于竞争压力之下，可以促使其改善监管，促进产品创新。以市场准入为例，在证监会对“公司债券”采用发行核准制之后，发改委将企业债券发行审批制调整为核准制，并简化先核定规模、后核准发行两个环节为直接核准发行一个环节，而央行更直接授权交易商协会采用注册制放行中期票据，实现向自律监管的跨越。

但监管竞争同时不可避免地存在负作用，我国三足鼎立的公司债券制度、二分的交易市场以及偏重大型企业的市场定位，很大程度上已影响了这一市场的健康发展：

首先，造成债券监管与资源配置的不协调。大型国有企业成为制度的最大受益者，中小型企业被拒之门外，市场融资机会不均等。实践中，这些大型企业已不缺乏融资渠道，而规模偏小的企业即使资信良好也无缘债券融资；更有甚者，许多发债主体是具有地方政府背景的独资公司或投资公司，它们为地方基础设施建设或城市建设筹资发债，混淆公司债券与地方政府债券，进一步挤占了公司债券的资金来源【2】。资源配置应遵循市场经济规律，中小企业在商业信用与资金利用效率上未必逊于大型企业，这种“护强欺弱”的行政性经济资源分配规则，长此以往将会扭曲资源的有效配置。如何创造条件，使市场资金与公司真正的财务需求有效结合，是未来债券监管的重大课题。

其次，造成债券监管与市场效率的不协调。二分市场及其不同交易规则的存在，人为割裂产品和投资者在两类市场之间的自由流通，降低了市场效率。以企业债券为例，尽管可以同时分别在证券交易所和银行间债券市场进行交易，但两个市场的交易系统和登记结算分属不同的组织管理，并未实现统一互联，而债券转托管也不顺畅⁶，因此并不利于有效地发现市场价格。再以投资者为例，保险公司（资金）是公司债券最大的投资者，虽然允许投资无担保债券，但中小型保险公司因严格的准入条件⁷无法直接参与，不能充分发挥对这类债券的市场约束作用，客观上延缓了信用债券的发展。此外，三套规则各行其政，缺乏统一的监管标准和责任约束机制，不仅增加了市场主体的操作成本，也不利于公司债券市场质量的提高。因此，如何统一监管机制，营造环境使市场因素发挥应有的作用，是未来债券监管的重大挑战。

再次，造成债券监管与风险控制的不协调。监管竞争可能带来过度放松监管，使行政监管与自律监管存在分工错配，埋下制度或者市场风险。我国目前尚未建立有效的金融中介声誉约束机制，有关债券信息披露、信用评级和投资者保护的制度也处于探索阶段。证监会在核准债券发行后，完全交由具有自我利益的发债公司和证券公司设计以散户投资者为主的投资者权益保护机制，央行放权刚成立的交易商协会对中期票据实施全面自律监管，是否“过犹不及”将有待市场检验。经验表明，过度放松或者过度监管都不能催生健康的市场，行政监管与自律监管应有合理的分工和协作。因此，如何基于市场演变进程，有效分配监管权限以保护投资者，控制风险，是未来债券监管的重大考验。

最后，造成债券监管与金融创新的不协调。监管竞争也可能带来过度管制，从而恶化市场环境，扼杀产品创新活力。如上所述，中期票据以便捷的注册制迅速占领市场，但其短期内经历“火爆-暂停-恢复”的过程⁸，却折射出监管部门之间复杂的博弈和债券市场化进程的艰难。再看企业债券的管理，即使是面对银行间债券市场内具有风险识别和承担能力的机构投资者，发改委仍然要求企业满足严格的发债条件，包括控制发债规模、募集资金与项目挂钩、硬性担保和发行价格管制等。这些为保障社会资金继续流向国家重点项目和基础建设的措施，无疑徒增企业发债成本，并进一步恶化中小企业的融资环境。此外，争夺市场份额和理论上更安全地规避风险的考虑，也促使发债向具有经济资源优势的大型企业集中，近年来公司债券发行主体主要是上市房地产企业和地方政府组建的基础设施建设/投资公司，不仅加剧了行业风险的集中，也挤占了中小企业债券融资产品的创新空间⁹。因此，如何设置宽严得当的市场准入标准，保障资信良好的企业在市场经济条件下都能享有发债机会，是未来债券监管的重大任务。

公司债券发展的路径依赖与市场化挑战

一、公司债券史上的计划性与发展的路径依赖

在 2007 年 8 月证监会启动“公司债券”之前，企业债券独占了这一直接融资市场。如上所述，产生

于上个世纪 80 年代中期的企业债券，被打上计划经济的印记，成为国家整体资金利用计划的一部分，受到政府的严格管制。债券市场服务于国家固定资产投资，服从国家宏观经济调控安排的价值定位深刻地影响了企业债券的整体制度设计，体现为：

首先，在审批制度上，实行逐家申报，统一审批，再一次性公布的制度。每年符合条件的企业按规定时间申报发债，由监管部门汇集一定数量的申请之后，统一向国务院报批，待确定全年发债最高额度之后再核准各家的发债规模，并由监管部门统一发文予以公告。这种先核定规模，后核准发行的统一申报批准制度，带有强烈的监管本位色彩，虽然便利监管部门安排年度资金使用和开展审核工作，却打乱了企业的资金使用计划和市场发行节奏，增加了融资的时间和金钱成本。

其次，在发行制度上，由监管部门核定募集资金用途、核准债券发行价格和利息，规定债券承销团的组成和确定相应的承销佣金。与债券的计划性定位相一致，募集资金要求投向国家重点项目或基础设施建设（俗称项目债），企业只能按批准的用途使用资金，不得变更资金的使用范围；为确保这些项目获得低廉的融资成本，债券的发行价格参照银行贷款利率确定，并不得超过国务院限定的利率水平；为确保债券发售成功并降低融资成本，承销团要求由富有经验的证券公司组成，各家证券公司只能承销一定比例的证券并被限定承销佣金的比例。这种为确保发债成功并事先控制成本的做法，既使债券价格趋于一致，无法反映企业信用利差，也使金融中介之间欠缺竞争，不能发挥市场发现价格，优胜劣汰的作用。

再次，在交易制度上，重发行轻流通，以散户投资者为主的场内债券交投清淡。1994 年至 2005 年前，债券被限定在证券交易所采取竞价撮合交易，自 1997 年底资金雄厚的商业银行撤出交易所市场之后，债券交易更向中小投资者集中，流动性更为降低，反过来进一步约束了债市的发展。这种偏重融资而忽视投资者流动性要求的做法，既背离了债券交易专业性强而通常采取场外机构投资者议价交易的惯例【3】，也使债券丧失了对投资者的吸引力，造成市场萎缩。

最后，在清偿制度上，为维护社会安定，利用银行等提供担保转移债券信用风险，承销的证券公司被纳入偿债追债的责任范围之内。当企业债券被用于满足项目建设资金需求而忽视企业的还债能力时，在企业财务管理非刚性约束的条件下，诱发了二十世纪九十年代中后期企业破产清算逃废债和一批债券的偿付危机，侵害了这一时期以个人为主的投资者的利益。为保障项目融资顺利进行并维护社会安定，提供担保成为发债的强制要求，而证券公司也一度被要求为承销的债券在发生违约时代为偿付，造成一批证券公司产生政策性亏损。这种为兼顾融资和社会安定而转嫁风险的做法，既背离了企业融资的市场约束和投资者的风险自负原则，更使证券公司被动陷入责任约束，无法培养和发挥其风险识别、评估和控制作用。

计划性的债券市场定位，首要目标在于满足国家项目资金需要，而非遵循市场规律，追求利润最大化和效率最大化，进而通过优胜劣汰实现资金的有效配置。企业债券规则如以计划性为其制度设计的逻辑起点，必然背离市场经济的内在要求，无法建立有效的市场约束机制。正如制度学派所指出的，制度变迁有着路径依赖的特征，在制度变迁中存在着报酬递增和自我强化机制，踏上计划之路的企业债券，在以后的发展中必然强化原有的制度并排斥市场化的介入。

考察近年来企业债券的市场化变革，包括改变先核准规模，后核准发行两个环节为一个核准环节、逐步实施债券价格市场化、弱化强制担保要求和倡导引入债券信息披露和信用评级等，尽管初现市场化端倪，但总体上缺乏系统性的规则设计和协调，其推动力很大程度上来自“公司债券”和中期票据的竞争压力。因此，如果未能最终理清企业债券融资与国家宏观调控、固定资产项目融资的关系，清晰地界定企业债券的市场定位，而是期待通过个别化的规则变动，实现企业债券制度从计划性向市场性的过度，恐怕会是一个漫长的过程。

二、公司债券发展的市场化挑战

一套完整的企业债券制度，应具有明确的价值定位和统一的逻辑起点，各项制度之间一致的逻辑和共同的价值取向，将有助于彼此相互配合，共同发挥作用。相比起源于计划经济时代的企业债券，“公司债券”和中期票据制度建立在国务院明确提出发展市场化的债券市场政策之上，具有市场化的价值定位和逻辑起点，但制度的市场化进程应彼此步调一致，过于保守或超前以及彼此的不甚协调，都将损害制度的整

体效用。毕竟，评判制度效用的尺度取决于市场化效用最低的那个规则，而非最高的规则。考察“公司债券”与中期票据制度，不难发现：

首先，在市场准入上，中期票据采用由交易商协会注册发行并实施完全自律管理的模式，被认为是对传统行政监管模式的超越。但完全行业自律并非就是市场化的最高表现，选择怎样的监管机制，取决于谁可以更有效地进行监管并受到有效的监督，成熟市场经济国家的这一做法是否适合处于转型时期的我国市场，还值得商榷。确实，市场主体的自律监管，可以促进中期票据市场的迅猛发展，但刚成立不久而经验有限的自律组织，是否能够对不规定发行条件的中期票据作出有效的判断？自律组织的行业利益本位，是否能够兼顾公共利益，使债券融资惠及具有融资需求的一般企业？作为上级监管者的央行，除了按月听取自律组织的报告，是否应有更强有力的监督措施？在我国市场欠缺成熟投资者、尚未建立完善的信息披露、信用评级和券商声誉约束机制的条件下，倚重什么对企业的无条件发债和市场组织的自律监管形成有效的市场约束？

其次，在债券的市场化约束上，还未建立持续有效地预警、揭示、防范和化解公司债券风险的市场机制。目前债券信息披露制度主要沿用股票的信息披露内容，上市公司发行中期票据可以申请豁免披露定期财务信息。尽管债券与股票存在诸多共同的信息影响因素，但债券特有的还本付息周期以及影响债券价格的因素等未必与股票的完全相同，套用现成操作，虽能快速建立披露框架，却无法及时充分地揭示债券风险，最终难免损害投资者利益。在信用评级制度上，公司债券如果同时申请在证券交易所和银行间债券市场发行和交易，应分别遵守证监会和央行颁布的内容不尽一致的评级规则¹⁰，不仅耗费了融资成本，也给投资者造成信息干扰；评级机构通常倚重公司债券的担保作出最高评级，未能全面揭示不同企业的信用风险，降低了信用评级的作用。在担保制度上，过分采用银行担保造成风险过多地向金融系统集中，最终促使银监会禁令银行提供债券担保¹¹；而专业性的融资担保机构刚刚起步，担保能力和运行规范性有待提高，进一步限制担保的空间，加剧了中小企业融资的困境。与此同时，信用债券受到上述信息披露、信用评级及投资者风险评估能力等方面限制，发债企业的不同信用风险未能得到充分揭示，投资者更多地通过频繁交易债券获利，造成这类债券价格短期内大幅波动，背离其信用风险定价。

最后，在投资者保护设计上，尽管结合英美法系和大陆法系的制度优势，引入了债券受托管理人和债券持有人大会制度，但其具体规则却有待完善。债券受托管理人由担任债券保荐和承销的证券公司继任，虽有业务和信息上的传承优势，但三者的服务目标和责任约束并不完全一致，潜藏利益冲突，缺乏必要的风险隔离和利益冲突回避规定，可能使制度设计适得其反。债券持有人大会规则由发债公司和债券受托管理人共同起草，投资者基本无权干预，是否能够全面保障投资者利益还有待实践检验；一家公司发行的几只债券由同一家证券公司担任债券受托管理人，同时存在几个债券持有人大会，投资者因所持债券的差异而有不同权利和诉求，债券受托管理人如何实现同时为不同投资者利益最大化服务，债券持有人会议如何协调，都有待进一步探索。

公司债券制度的重构与发展框架

一、公司债券的发展理念与立法原则

综上所述，计划经济下的企业债券定位使债券融资成为国家宏观调控的工具，与此相适应的分部门监管在监管竞争中形成各自为政的三套债券制度，阻碍了市场的健康发展。实践中，企业债券制度延续计划经济的路径依赖，市场化进程相对缓慢；“公司债券”和中期票据虽以市场化为取向，但一步到位的“市场化”和各项规则之间的不甚协调，无法为市场提供良好的自我发展机制。为此，应借鉴国外的成功经验和结合我国的实情，调整公司债券制度并拟定可持续发展的制度框架。

从国外的经验来看，公司债券在功能上是满足市场经营主体资金需求的有效融资方式，公司什么时候发行债券，发行多少债券，往往由公司根据自身财务需要，结合市场时机决定。在市场经济条件下，公司与投资者通过缔结平等的债券（权）契约建立资金融通关系，公司能否发债成功，主要取决于其自身信用，投资者能否投资获利（避免损失），主要依据信息披露和市场中介提供的包括信用评级在内的金融服务进

行判断。这种市场化的公司债券定位和运作，可以为各类公司提供平等的融资机会，通过优胜劣汰促进经济资源的有效配置，也能培养投资者的风险意识并提高其投资能力，形成风险自负的成熟投资者群体和风险可控的市场体系。因此，坚持市场化应该成为公司债券的发展理念。当然，债券市场也要契合经济的发展方向，但即使是通过债券融资将资金引向国家需要的投资领域，也应坚持市场化导向，否则投资者可能弃之不顾，或者重蹈之前将债券信用风险转移到金融体系的覆辙，使债券市场大为萎缩。

从国外的经验来看，即使在发达资本市场国家，公司债券的市场化也经历了一个逐步演进的漫长过程，各项市场化约束机制的有机配合和相互为用，并非朝夕完成。反观我国债券市场的建设，面临的不仅是从计划化向市场化的转型，还是各项市场化规则如何推进，如何彼此配合的问题，这也必将是一个逐步调试的长期过程。否则，各项规则尽管有了共同的价值取向，但不一致的市场化步调，可能造成自由化下释放的风险，不能得到相应市场机制的有效制约，引发灾难。坚持制度创新的渐进性和协调性，应该成为指导公司债券发展的方法论。

公司债券的市场化价值定位和构想，最终要通过具有普适性和稳定性的制度予以落实。指导公司债券制度制定的有许多原则，其中最重要的是贯彻平等原则、效率原则和投资者保护原则。

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场外市场交易，监管相对宽松并强调中介组织的自律监管。

二、我国公司债券制度的优化建议

以公司债券的市场化定位为逻辑起点，贯彻平等、效率和保护投资者的原则，笔者认为可以采取如下措施，改变公司债券制度的困境和面临的挑战，形成自洽性制度，促进债券市场的发展：

首先，改变基于监管部门的债券分类，根据功用细分公司债券类型，形成契合国家发展需要和企业发展需要的多层次债券市场。企业债券中由政府独资公司或者政府下属的公司发行，用于满足国家固定资产投资和基础设施建设的债券，宜纳入国家重点建设债券或地方政府债券的范畴，接受国家宏观经济和投资规模调控。功用相同的企业债券、中期票据和“公司债券”应合而为一，统一适用一致的发债条件，并保障公司对募集资金的自由使用。应为信用良好的中小企业创造发行公司债券的机会，适当降低市场准入门槛，推进中小企业集合债券的发展并完善中小企业融资担保机构，缓解中小企业的融资难问题。

其次，改变分部门的债券监管格局，建立对应债券分类的功能性监管与协调机制。可以考虑把公司型企业的债券发行核准权统一授予证监会行使，并逐步把发债范围扩大到非上市公司。非公司型企业的发债一定时间内仍由发改委核准，待从中剥离专用于国家重点项目和地方基础设施建设的债券，由发改委会同其他部委监管之后，再把剩余的部分逐步向证监会统一行使债券发行核准权过渡。监管方法上，在我国信息披露、信用评级等市场化约束机制逐步完善的过程中，可以对信用良好的大型企业发债试点注册制，中小企业发行债券因处于探讨和尝试阶段，则应缓行。至于由谁行使注册权的问题，关键是看权力行使者是否具备相应的能力并受到有效的监督。考虑到我国金融自律组织的政府发起背景和较短的成立时间，目前可以对在银行间债券市场发行的公司债券由金融自律组织执行注册制，但不宜将场内外全部债券的发行注册权一步到位地全部授予金融自律组织行使，而应伴随我国金融中介声誉约束机制和金融中介、金融自律组织监督制度的完善，逐步推进。

再次，在统一监管机构的过程中，逐步推进监管规则的统一，建立以市场自我约束为主，行政干预为辅的整体债券规则，在充分发挥市场中介组织积极主动性的同时加强其责任约束。对于证券公司，应在授予其充分自主权的基础上，发挥其保荐债券发行和协助债券市场定价的作用；建立职能兼任禁止规则和细化业务利益冲突回避规则，强化其风险识别和风险预警的责任约束；明确其作为债券受托管理人对投资者应尽的受托管理义务，在立法规定债券持有人及其持有人大会基本权益的基础上由其细化为投资者利益最大化行事的职责。对于信用评级机构，应建立适用于在各个市场债券提供信用评级服务的统一的信用评级监管规则和指导准则，增强信用评级的透明度和可信度，逐步探索信用评级机构的责任约束机制。对于信用担保机构，除了传统的商业银行担保之外，应强化现有的专业担保融资机构的组织建设和资本金充足度监管，规范其专业担保业务和风险管理，并通过适度的财政支持，为中小企业发债融资提供担保服务。

最后，大力推进投资者保护制度的建设，强化发债企业的信息披露制度，完善债券市场交易机制并促进统一债券市场体系的形成，积极探索债券投资者权益保护的司法救济机制。重视债券与股票的区别，上市公司与非上市公司的差异，逐步建立能充分揭示债券风险和其价格主要影响因素的信息披露制度，为投资者提供良好的决策参考。推进场内外债券市场的统一互联，协调固定收益平台和场外债券市场的关系，落实投资者在不同债券市场（尤其是商业银行在证券交易所市场）的交易自由，促进不同市场交易结算平台的统一和整合，为投资者提供便捷的交易机制。在上述强化债券受托管理人责任和债券持有人大会权益保障的基础上，逐步探索债券投资者在公司违约偿付债券本息时的司法救济途径，探索契合债券投资人的诉讼形式，并协调受托管理人、债券持有人大会和投资者个人在维护权益上的分工和责任，全面地保护投资者的合法权益。

注释

¹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。

²为做区分，本文用带引号的“公司债券”专指证监会主管的债券，用不带引号的公司债券泛指包括企业债券、“公司债券”和中期票据等在内的债券。

³协会是由市场参与者自愿组成，于2007年9月3日注册成立的包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场的自律组织。

⁴如无特别说明，文中表1-4均根据中国债券信息网、证券交易所网站公布的统计数据和各监管部门发布的公开资料制作。

⁵欧林宏. 中国企业债券市场研究[M]. 北京: 中国计划出版社. 2007: 165.

⁶乔晓会、张宇哲、张曼. 银行重返交易所债市[J]. 财经. 2008(28).

⁷保监会2009年3月19日发布的《关于增加保险机构债券投资品种的通知》（保监发〔2009〕42号），规定保险机构季度偿付能力充足率低于150%的，不得投资无担保债券；连续两个季度偿付能力充足率降至150%以下的，不得增持无担保债券。2009年11月，平安、人保和泰康四家保险机构首批获准投资无担保债券。

⁸中期票据于2008年4月启动，到6月底被高层叫停共发行735亿人民币，超过同期“公司债券”和企业债券发行量。10月6日，央行注入资本市场流动性重启这一市场，强调接受上市公司并优先接受大型权重股上市公司的申请。

⁹目前适合中小企业债券融资的金融产品主要有集合债券和集合票据，但其规模和发展速度与大型企业的不可同日而语。

¹⁰证监会和央行分别制定《证券市场资信评级业务管理暂行办法》和《中国人民银行信用评级管理指导意见》，规范信用评级企业和信用评级业务。

¹¹银监会2007年10月12日发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》，规定“即日起要一律停止对以项目债为主的企业债进行担保，对其他用途的企业债券、公司债券、信托计划、保险公司收益计划、券商专项资产管理计划等其他融资性项目原则上不再出具银行担保。”

参考文献：

【1】（美）A·艾伦·斯密德著，黄祖辉等译. 财产、权利和公共选择——对法和经济学的进一步思考[M]. 上海: 上海三联书店、上海人民出版社. 1999. 275.

【2】何志刚. 中国企业债券市场：效应与发展模式[M]. 北京: 中国经济出版社. 2006: 90-91.

【3】魏玺. 境外主要债券市场的比较分析及其启示[J]. 世界经济情况. 2008(3); 李婧. 美国债券市场简介及与中国债券市场之比较. 中国债券信息网 (<http://www.chinabond.com.cn>).