

债券市场风险防范机制的范式转型 及其法律回应

□ 李安安

摘要: 我国的债券市场风险防范机制呈现浓厚的行政化特征,弊端日益凸显,难以适应债券市场的现实需求。推进债券市场风险防范机制从行政化到市场化的转型,有着深厚的理论基础,也有着充分的实践依据,其正当性镶嵌于政府与市场关系的经验逻辑之中,可以从“市场决定论”中获得自足性解释。债券市场风险防范的市场化机制以市场优先、风险分配正义和投资者倾斜性保护为价值诉求,法律应当在风险防范主体的归位尽责、风险防范行为规则的规范化、风险防范的责任分配等方面做出回应。

关键词: 债券市场; 风险防范机制; 行政化; 市场化

中图分类号: D922.28

文献标识码: A

文章编号: 1671-7023(2019)01-0102-09

当前,我国正处于防范化解重大金融风险攻坚战的关键节点。对于债券市场而言,风险防范的重要性尤为突出,特别是在“黑天鹅”与“灰犀牛”等事件接连上演,发行人的信用风险、中介机构的道德风险以及二级市场的流动性风险不断加剧,兑付危机与债券违约成为常态化现象的背景下,如何建立一个规范透明、科学高效、保障有力的债券市场风险防范机制成为备受关注的公共性议题。由于长期受“重股轻债”思维的影响,学界关于股票市场风险防范机制的论著不胜枚举,对债券市场风险防范机制的关注却严重不足,难以满足“防风险”的公共政策及其法治化需求。本文旨在揭示我国债券市场风险防范机制存在的行政化路径依赖因素,论证债券市场风险防范机制从行政化走向市场化的正当性基础,厘清债券市场风险防范市场化机制的法理逻辑、价值诉求和本土意涵,进而在法律制度规则完善层面推进债券市场风险防范机制的回应性变革。

一、债券市场风险防范机制的行政化范式及其转型难题

与多数国家债券市场发展轨迹不同的是,我国的债券市场具有明显的政府主导特征。政府不但是债券市场制度框架的设计者、债券产品创新的推动者,还是债券市场的一线监管者,政府的多重角色使得债券市场的风险防范机制被深深打上了行政化的烙印。

(一) 行政化: 债券市场风险防范机制无法走出的背景

风险是当下社会的基本特质,问题丛生和危机重重的“风险社会”将人们带入一个极度不确定的世界。金融业是一个典型的“三信”行业,即以信息为前提,以信用为核心,以信心为保障,但信息的不对称性、信用的脆弱性和信心的易动摇性总是交织叠加在一起,导致金融业风险的不不断滋生、积聚和放大,因而如何有效地预防和处置这些风险成为金融法的核心使命,金融法在某种意义上可以说是“风险管理之法”。恰如有学者所言,面向日常生活世界,我国金融法必须以社会为本位,成为风险管理法,以风险管理为核心进行回归人性和常识的制度建构,在金融创新与金融监管、金融自由和金融安全之间寻求适合中国金融生态的“黄金分割点”,有效地规制风险和公正地分配风险^{[1]290}。在如何面对风险这一问

作者简介: 李安安,武汉大学法学院副教授

基金项目: 教育部哲学社会科学重大课题攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”(14JZD008); 教育部人文社会科学研究青年基金项目“地方财政风险金融化的法律控制”(16YJC820014)

收稿日期: 2018-09-06

题上,是采取市场化的手段加以疏导化解,还是采取行政化的手段进行刚性处置,这关涉金融市场的基本价值理念选择和重大制度安排,会深刻影响金融市场的演进轨迹和进化前景。一个有趣的现象是,基于股债的差异性,我国金融市场的风险防范机制呈现出两种截然不同的范式,即股票市场风险防范的市场化范式和债券市场风险防范的行政化范式,前者基本上实现了“买者自负”,后者则采取对风险“零容忍”的态度,通过刚性兑付和政府隐性担保的方式实现风险化解。一个有力论据是,直到2014年3月5日“11超日债”无法全额支付利息,我国债券市场零违约的记录才被打破,该案作为国内第一起实质违约的风险事件而被赋予了里程碑意义。在此之前,尽管债券市场风险事件频发,但均在刚性兑付和政府兜底的行政力量介入之下消弭于无形,正是由于这种刚性兑付幻觉的存在,长期以来债券市场的风险定价功能没有得到彰显,债券市场的风险管理能力变得孱弱,债务风险难以得到有效释放,不断加速积累以至于积重难返^[2]⁶⁰。即便是在“11超日债”风险事件之后,债券市场风险防范机制并未如人们想象的那样顺利地实现从行政化范式向市场化范式的转型,而是沿袭着传统的风险治理思路,即地方政府以财政实力为支撑,出面协调解决债务问题,这可以从东北特钢2016年至2018年的多起债券违约案、川煤集团2016年至2017年的多起债券违约案等新近发生的案例中得到印证。可以说,地方政府是债券市场风险防范的主导因素,行政化的风险防范机制是我国债券市场发展中的一个鲜明特征。

解读我国债券市场风险防范机制所呈现出来的行政化特性,需要秉持一种历史的眼光,从制度变迁的视角予以检视。众所周知,我国的金融发展有着自己独特的演进路径,形成了颇具特色的“中国模式”,其殊异之处主要体现在政府主导的强制性和自上而下的制度变迁过程、渐进式增量改革以及政府主导市场化改革的“次大国模式”^[3]。这种由政府主导并推动转型的金融发展模式已经形成了强烈的路径依赖,并深刻塑造着具有鲜明中国特色的金融体制改革推进路径:从体制内改革到体制外创新的“双轨制”、从局部改革到整体改革的试点式改革路径、从以利率和汇率为中心的价格改革到创造市场主体的产权改革、从创新到规范再到制度化。债券市场作为金融市场的重要组成部分,当然遵循着上述金融制度变迁的一般规律。政府主导下的制度变迁作为中国债券市场发展演变的本质特征决定了债务融资的本源性问题,包括债务融资结构的非均衡性、金融工具和金融机构的设置服从政府的偏好和效应函数、关系型债务融资异化等^[4]。由于政府的过度介入,债券信用被视为政府信用的延伸,当债券出现违约时,债权人会普遍地认为政府会出手相救。实践中,出于对“防风险”的机械理解和对“去杠杆”的一刀切式处理,政府一般也会在债券市场风险事件发生后动用各种资源进行协调解决,进一步固化了“政府兜底”的观念认知,模糊了政府与企业之间债务责任边界。在市场化改革不断深入的背景下,如何打破刚性兑付和政府兜底的观念藩篱,走出债券市场风险防范行政化机制的路径依赖,已然成为债券市场发展无法回避的重大命题。

(二) 转型的难题: 理论争议与制度纠结

目前,学界已经认识到债券市场风险防范的行政化机制所存在的诸多弊端,也认识到债券市场发展模式从行政化向市场化转型的必要性,但在转型的路径选择及具体制度设计方面却言人人殊,难以取得共识,特别是在“市场化的评判标准与法律边界”、“去行政化是否意味着去政府化”等问题上争议极大。不少论者认为,政府的隐性担保使得公司债券市场成为地方政府便利的融资平台,偏离了其应以商事信用为基础的本质,应强化市场约束机制,以违约正常化推动公司债券市场的健康发展^[5]。也有不少学者认为行政化的债券违约处置方式具有一定合理性,应辩证对待债券市场刚性兑付问题,客观评价政府在债券市场风险防范中的角色^[6]。本文所秉持的一个整体观点是,我国债券市场面临着政府干预过多及市场自治不足的突出问题,与当下推进的市场化改革背道而驰,因此坚持市场化改革理应成为债券市场的发展方向,推动债券市场风险防范机制从行政化范式走向市场化范式可谓大势所趋。这里的“市场化”,其核心要义是将政府主导的资源配置转化为市场主导的资源配置,并建立合理的法律框架和有效执行机制^[7]⁴⁹。由于不同债券品种的法律性质及信用基础迥然有别,市场化的内涵亦有所差异。对于国债而言,其法律性质是集政府融资和宏观调控于一体的财政工具,以政府信用为担保,这决定了国债的发行和交易不可能走向真正的市场化之路。对于地方政府债券而言,其虽然不带有宏观调控的明显政策意图,但也不纯粹是政府的融资工具,其发行和交易均难以用市场化的逻辑加以解释。对于金融

债券而言,其信用等级较高(特别是政策性金融债券具有准国债的特点),基本上都是采取市场化的发行方式,但由于具有资产专用性,安全性较高,再加上国家对金融机构隐性担保的存在,不是债券市场风险防范关注的重心所在^{[8]42}。对于公司信用类债券(包括发改委审批的企业债券、证监会核准发行的公司债券、全国银行间市场交易商协会自律监管下的非金融企业债务融资工具等)而言,均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,有着共同的商事信用基础,应当祛除不必要的政府管制,在发行和交易环节充分发挥市场机制的作用。严格意义上讲,政府债券和金融债券难以真正按照市场化的逻辑去演进,只有公司信用类债券才有着完全依循市场化逻辑进行变迁的制度空间。需要指出,对于市场主体和监管者而言,市场化有着完全不同的内涵:前者关注的是发行人的发债自主权以及投资者根据意思自治原则所享有的投资自由权;后者关注的则是政府权力的收缩,强调监管服务和事后执法。市场化不是自由化的代名词,政府的渐进退出与市场化约束机制的有效建立需要协调配合^[9]。由此可以看出,对于不同的债券品种及主体来说,市场化的内涵存在微妙差异,这要求我们在探讨债券市场风险防范市场化机制这一论题时,要防止概念的生搬硬套和语境的错乱挪移,立足市场实践,凝聚问题意识,形成统一话语。

相对于理论争议,债券市场风险防范机制更大的纠结在于如何处理转型过程中的政府与市场关系。尽管我国已经明确了市场机制在资源配置中的决定性作用,但仍应当认识到,从公平、正义的角度看,不能一切都交给市场,有些方面需要通过政府配置来解决市场失灵问题,政府与市场的辩证关系需要在“双向运动”和整体资源配置系统中加以全面审视^[10]。正如林毅夫在其“新结构经济学”中所阐释的那样,资源有效配置的基本机制是市场而非政府,但市场机制的有效发挥作用需要很多基础制度设施,而基础制度设施的提供有赖于政府^{[11]10}。考虑连接政府与市场的金融制度安排的重要性,在债券市场中如果贸然选择政府退出,极有可能诱发市场深层乱象,甚至导致市场陷入困境。对于金融体系而言,政府的重要性主要体现在两个方面:一是克服市场的负外部性,提供市场需要的公共产品;二是规制金融市场的失灵,防止其走向扭曲和失败^[12]。因此,不能将市场化机械地理解为政府“撒手不管”,不能将市场化简单等同于“去行政化”,而应注意契约自由和适度监管的平衡,既尊重市场主体的权利和地位,又确保市场正义的实现^{[13]10}。债券市场风险防范机制范式的转型不宜理解为政府重要性的降低,更不能理解为政府的单向退出,那种盲目否定政府作用的市场原教旨主义应当被彻底否定。

二、债券市场风险防范市场化机制的规范诠释与本土意涵

从前述分析可以看出,债券市场风险防范机制的范式转型是一个充满理论争议和制度纠结的复杂问题,如何处理好转型过程中的政府与市场关系是其核心困扰所在。按照转型的理想图景,债券市场风险防范的市场化机制将取代理行政化机制,对于呼之欲出的“债券市场风险防范市场化机制”,我们有必要探幽发微,对其法理逻辑、价值诉求和本土性意涵予以进一步揭示。

(一) 债券市场风险防范市场化机制的法理逻辑

在厘清市场化内涵及债券市场风险防范机制范式转型的法律边界基础上,我们不难归纳出债券市场风险防范市场化机制的法理逻辑。首先,尊重市场在资源配置中的决定性作用以及债券市场的内生性发展规律,合理定位政府与市场在债券市场风险防范中的角色分工。由于对政府与市场关系的错误认知,我国债券市场的风险防范长期以来体现出过度的行政化色彩,市场功能无法有效发挥作用,以至于正常的市场风险无法得以释放,非正常的市场风险则被人为放大。建构债券市场风险防范的市场化机制,当务之急是从理念上打破政府的“父爱主义”思维模式,落实“监管有责”基础上的“买者自负”原则,走出债券市场“刚性兑付”和“隐性担保”的思想误区,矫正债券市场扭曲的政府与市场关系。债券市场风险防范市场化机制的核心要义在于秉持市场决定资源配置原则,注重发挥市场机制的价值功能。

其次,债券市场风险的分配、风险治理工具的选择、风险处置程序及责任的设定等均契合市场化的要求,确立市场化机制在债券市场风险防范中的主导性地位。市场化理念在债券市场风险防范中的落实,意味着政府权力边界的收缩、商事信用理念的兴起以及债券市场发展演进方式的根本转型。与此相

对应,契合债券本质的信息披露法律制度、归位尽责的债券信用评级增级制度、便捷高效的债券登记托管结算制度、合理多元的债券市场风险分担机制、灵敏精准的债券风险监测预警制度、及时透明的债券风险化解处置制度等市场化的风险防范机制将得以引入并逐渐完善,彼此驰援配合,保持协调互动,共同支撑着债券市场的健康发展。

最后,债券市场风险防范市场化机制应以良法为保障,以善治为依归。市场经济是法治经济,以追求公平公正为价值圭臬,实质上是一套维护人的正当权益的制度规则体系^[14]。市场化与法治化是债券市场发展的根本方向,二者相互依存,相得益彰。债券市场的健康发展离不开强有力的法治保障,债券市场风险防范的市场化机制需要“良法善治”来保驾护航,这是因为只有良法才能形成债券市场风险防范的规范秩序,只有善治才能确保债券市场风险防范的行稳致远。目前,我国债券市场风险防范的法律制度供给严重不足,与市场化机制所期待的法律环境相距甚远。特别是现行《证券法》的债券规则体系,固守管制思维,遏制市场创新,扭曲了市场中介作用,所设定的债券发行门槛既剥夺了中小企业融资权,也限制了发行人的负债自主权,亟待检讨^[19]。《证券法》的修订,需要破除“重股轻债”的思维倾向,强化有针对性的立法供给,完善债券市场的法律治理,为债券市场风险防范市场化机制的落地生根提供良好的法治基础。

(二) 债券市场风险防范市场化机制的价值诉求

在抽象的理念追求层面,我们可以将债券市场风险防范市场化机制所反映出来的价值旨趣归纳为三个方面:第一,市场优先,即以市场机制作为债券市场风险防范的优先选择,只有出现市场失灵时才有政府介入的制度空间,并且在市场机制恢复正常功能后政府应选择退出。市场优先是经济法基本原理在债券市场风险防范中的运用,实质上是将国家干预以一种克制和谦逊的方式嵌入市场失灵的边界划定当中^[15]。市场优先的价值诉求可以从国家干预的正当性与谨慎性来把握其实质。所谓干预的正当性,强调的是不得滥用权力随意干预,而应干预有据,根据法律授权在法定框架内进行干预;干预的谨慎性,强调的是干预的尺度符合“比例原则”,要求干预者遵循谦抑性原则,将市场机制与政府机制进行有机结合^[16]⁵⁵。债券市场风险防范语境下的“市场优先”事实上面临着协调规则刚性和自由裁量的内在张力:既遵守债券市场的市场化发展规则,又不因规则束缚丧失对市场动态的及时回应;既承认自由裁量在债券市场风险防范中的现实必要性,又不因片面追求灵活性而丧失对权力滥用的警惕。

第二,风险分配正义。伴随着时代变迁,人类已经走入了一个名副其实的“风险社会”,如何适应风险和分配风险成为社会大众的核心关切,风险分配的逻辑开始超越传统的财富分配逻辑,一种新的社会结构得以形成并逐渐强化^[17]。依据风险社会理论,现代社会犹如处在“文明的火山口”上,随时可能有巨大的灾祸降临,以前适用于分配财富的标准,今天不再可靠,“稀缺社会的财富分配逻辑开始向发达现代性的风险分配逻辑转变”^[18]³。与传统社会中的财富分配相比,风险社会中的风险分配无论是在内容还是在规则上都发生了重大改变,如何实现风险分配正义成为人们的核心关切。所谓风险分配正义是指风险所产生的不利后果在各阶层中的公平分配,关注的是预期利益或者说增量利益,是相对动态的、不可量化的利益^[19]。在我国的债券市场,由于风险生产主体的模糊性,“谁生产、谁负责”的风险分配原则无法落实,风险分配过程中出现责任担当者不确定、权利与义务不匹配等现象,德国著名社会学家贝克所言的“有组织的不负责任”(organized inresponsibility)现象时有发生,风险分配不正义的问题正在加剧。鉴于目前行政化的风险防范机制下由政府兜底债券风险的做法已经严重扭曲了债券市场的风险分配逻辑,导致债券发行人风险约束意识淡化以及市场中介机构道德风险的滋生,在债券市场践行风险分配正义显得极为必要。市场化的债券市场风险防范机制意味着由政府兜底债券风险转变为当事人风险自担以及债券市场中介机构“看门人”角色的归位尽责,进而有助于商事信用的培育和当事人自己责任观念的成长。

其三,投资者倾斜性保护。由于银行间债券市场和交易所债券市场的投资者结构有别,投资者保护的力度应有所区分。银行间债券市场属于典型的机构投资者市场,以自律监管为主,对投资者实行平等保护即可;交易所债券市场则以个人投资者为主,信息不对称问题突出,对投资者宜实行倾斜性保护为妥。与投资者倾斜性保护相契合的债券市场风险防范市场化机制要求强化发债企业的信息披露机制,

为投资者提供便捷的交易机制并保障投资者在不同债券市场的交易自由,积极探索债券投资者权益保护的司法救济机制^[20]。例如,在谨慎尝试示范诉讼、团体诉讼的同时,应将重点放在加强行政监管和行业自治,将先行赔付、赔偿基金等制度化,在构建常规性非诉讼机制上,可在现有中证中小投资者服务中心、行业协会调解和投诉机制的基础上,通过顶层设计建立统一、专业权威的第三方纠纷解决机制,实现更加快捷、经济、公平、全面的救济^[21]¹⁹。投资者作为债券市场的源头活水,其利益保护应在风险防范的市场化机制中占据突出地位,特别是在债券市场风险事件频发的当下,更应当通过立法、执法和司法等手段加以综合因应。

(三) 债券市场风险防范市场化机制的本土意涵

金融市场制度变迁的特殊性意味着债券市场风险防范的市场化机制必定有着“中国特色”,这些具有本土色彩的制度秉性事实上构成了债券市场风险防范机制范式转型的法律边界。首先,政府是债券市场风险防范市场化机制中的内生因素。主流经济学观点将政府与市场作为两种平行的资源配置手段,总是将政府力量视为市场机制的外生性因素加以审视,但这难以解释金融发展的“中国之谜”,因而需要转换认知视角,将政府作为内生因素纳入中国金融发展的研究框架之中。事实上,如果置于“经济国家”的立场来看待政府与市场的关系,就不难把握“政府建构市场,市场决定资源配置”背后的制度逻辑,也就容易理解政府嵌入市场机制的深层次动因。所谓的“经济国家”,是对现代国家形象的一种概括,描述的是国家深度融入市场机制、国家经济职能空前强化、国家在组织和行为方式上表现出迥然有别于传统政治主权组织的现象,实质上反映出现代国家受经济属性的嵌入与公私融合的驱动,在促进经济和社会飞速发展的同时也引发自身的组织和行为变革,进而成为经济与社会发展中的“内生因素”^[22]³。对于债券市场风险防范机制而言,缺乏政府的参与和介入是难以想象的,风险防范的市场化机制本身暗含着政府角色的积极介入,只是这种介入需要同市场机制相结合、需要尊重市场决定的方向、需要尊重市场规律而已。

其次,债券市场风险防范市场化机制以“市场有效假说”为前提,并伴随着政府权力的边际调整。理想状态下的风险防范市场化机制遵循着债券市场有效性的逻辑假设,隐含着金融资源通过价值规律的作用畅通无阻地在市场主体之间流动、各种所有制经济依法平等使用生产资源、公平参与市场竞争、同等受到法律保护等多重意蕴。然而,由于垄断、外部性、公共物品短缺和不完全信息等要素,债券市场不可能是完备的,因而需要政府的适度干预。诚如有学者所言,市场的决定性作用只是强调市场经济条件下资源配置应当符合市场经济的共通原理和原则,由市场规则、价格机制、竞争机制等市场因素决定资源配置,而不是由政府意志来决定,不能将“市场的决定性作用”理解为市场能够决定一切^[23]⁴⁰。政府在债券市场风险防范中的积极作为及其权力边界的适时调整,可以形成一股强大而敏锐的经济力量,发挥比较优势,为市场机制保驾护航。

再次,债券市场风险防范市场化机制是在“防风险”公共政策语境下从政策治理走向法律治理的产物。长期以来,我国对于债券市场的风险防范采取的是一种以政策为中心的治理模式,以行政化和政策式的治理手段为主,具有“运动式治理”的特征。但随着反复的试错和实践检验,法律治理的重要性不断凸显,以金融法为中心的法律治理开始成为债券市场风险防范的基本范式。事实上,金融法本身就是风险防控之法和危机应对之法,无论是《中国人民银行法》和《银行业监督管理法》,还是《商业银行法》与《证券法》,均规定了大量的风险防控制度,构成了债券市场风险防范的体系框架。当然,对于如何有效界定相关主体在风险防范方面的权力与职责,如何规定相关主体的协助义务或配合义务,如何建立有效的问责制,如何建立相关的风险预警、监测、控制和化解的机制,都值得进一步完善和深入研究。债券市场风险防范市场化机制需要树立从政策治理转向法律治理的思维,融入金融法的制度框架,选择适合的治理工具,进而提高风险防范的能力和水平。

三、债券市场风险防范市场化机制的法律回应

通过规范主义的诠释,我们可以发现债券市场风险防范市场化机制是围绕着政府与市场关系这条

主线聚合起来的制度系统。在部门法视域下,政府与市场的关系主要是在经济法中得以阐明,而经济法的理论研究和司法实践表明,具体的法律关系只有融于“主体—行为—责任”的范式框架之中,才能获得实在的法律意义和制度空间^[24]。事实上,早在2001年,就有学者建议在经济法学中尝试采用“主体—行为—责任”框架,因为其中的主体、行为、责任都是公私法通用的要素,便于具体的制度设计^[25]。鉴于此,下文通过主体、行为、责任三个维度的条分缕析,来探讨法律该如何回应债券市场风险防范的市场化机制。

(一) 债券市场风险防范主体的归位尽责

1. 债券发行人和债券投资者

在市场化机制下,债券发行人享有发债自主权,是否发行债券、何时发行债券、发行多少债券、如何设定发债的条件属于市场主体意思自治的范畴,政府不宜过多干预。当然,这并不是说法律对于企业债券的发行放任不管,相反法律应当秉持“底线思维”,设置一些契合市场发展规律、符合中国债券市场发展现实的限制性规定,把好债券发行的市场准入关口。限制性规则的设置可借鉴“负面清单”的立法模式,以公司的资产信用为评价标准,将禁止发债的情形加以明示并辅之以兜底条款。之所以强调以动态的资产信用而不是以静态的资本信用作为评价标准,是因为公司处于变动不居的商业环境中,决定公司信用的各项要素也是在发展变化之中,坚守资本信用标准无异于画地为牢,采用资产信用标准才能反映出公司的真实信用状况。正如有学者所言:“从资本信用到资产信用,是在对公司信用进行科学分析基础上作出的理性选择,是公司法发展的历史轨迹,也是中国公司法正在形成的发展趋势。”^[26]这种以资产信用为标准的信用评价体系和“负面清单”式的立法模式充分尊重了企业的发债自主权,有助于强化市场主体的商事信用观念,激励企业改进公司治理和提升自我约束能力,为市场主导、政府辅助的公司信用约束机制之建立奠定基础。与企业发债自主权相对应的是投资者的投资自由权,即投资者以自己的意志和判断自主决定投资对象,享有投资收益,自觉承担投资风险。特别是在出现投资损失时,投资者应理性地遵从“买者自负”原则,而不是像过去那样诉诸非理性的所谓“维权”行动。

2. 债券市场中介机构

在债券市场风险防范市场化机制的运作过程中,律师事务所、会计师事务所、信用评级公司、担保公司等市场中介机构发挥着极为重要的作用,其“看门人”角色的发挥程度和实施效果直接决定着债券市场风险防范的基本格局。学界关于“看门人”机制的法律特征多有论述,尽管观点不一,但或多或少均涉及投资者利益保护的价值取向、独立性品格以及以“声誉资本”为核心载体的功能定位^[27]。如果以这些法律特征作为检视标准的话,我们可以发现当前债券市场中介机构的明显缺憾,包括职业操守缺失、专业能力与权威性不够、独立性差等,难以起到应有的过滤、筛选作用,甚至助长了“劣币驱逐良币”的不良风气。市场化的债券市场风险防范机制要求中介机构独立、高效、公正、透明,具备良好的职业素养和专业的业务能力,自觉防范利益冲突,充分保护投资者利益。为此,需要通过有针对性的立法强化中介机构的约束机制,明确勤勉尽责的标准,细化其对投资者承担的民事责任之规定(如诉讼地位、责任承担方式、举证责任分配规则等),从而将其打造为债券市场风险防范的真正主体。

3. 债券市场监管机构

除了债券发行人、债券投资者和债券市场中介组织,政府与金融监管机构同样是债券市场风险防范市场化机制中不可或缺的主体,只是不像过去那样主导着风险防范的全过程,而是退居幕后,转向以执法和投资者权利救济为核心的功能定位。对于债券违约等风险事件而言,政府的角色转换与监管转型意味着摒弃隐性担保,允许债券实质违约的出现,还原债券的市场属性,回归债券的商事信用基础。市场化的债券市场风险防范机制所对应的监管框架应当是一种服务型模式,即行政监管只是针对市场监管的不足采取相应的配套举措以保障市场监管措施的有效约束性,将行政监管定位为一种为保护市场运行的纠错式与保障式的后援性监管:纠错意义在于纠正市场博弈规则的不公平性与不公正性,保障意义在于对公平与公正规则的保护^[28]165-167。对于监管竞争,债券市场应当实现从“干涉主义”到“监管治理”的转变,按照“更少的官僚统制,更好、更专业化的监管”和“增进市场效率、完善市场机能,提高市场竞争力、应变能力和可持续发展能力”的基本目标以及依法监管的基本原则,尽快设计出一个在激进和

保守之间取得平衡、合理而有效的债券市场监管框架^{[29]305-306}。

(二) 债券市场风险防范行为规则的规范化

债券市场的风险防范涉及多元繁杂的行为规则体系,本文不可能也无意于穷尽所有类型的行为规则,而是择其要者,从信息披露、信用评级和破产偿债三个方面进行重点阐释。

1. 信息披露

在债券市场风险防范的市场化约束机制中,信息披露制度具有基础性地位。但检视我国现行的债券市场法律规范体系,可以发现关于信息披露的规定极为零散,政出多门,规则间的效力冲突严重,特别是在《证券法》中,由于“重股轻债”的思维惯性以及对股债差异性的认识不足,将针对股票的信息披露规则简单套用于债券,导致法律适用的困境。正如有学者所指出的,现行债券信息披露的规定漠视债券根本属性,“参考”甚至“照抄”股票范式的问题较为突出,因此,回归债券本质,正视债券特性,构建以偿债能力为基本进路的债券信息披露法律制度成为当务之急^{[13]48}。应当注意,影响企业偿债能力的因素众多,包括资产负债的增减、抵押担保的变动、治理结构的调整、经营管理环境的变化等,因此,信息披露制度的建构应当秉持整体性原则,基于债券市场、债券品种、债券主体的差异,将影响企业偿债能力的因素统筹考虑,注重动态调整,确保规范弹性,从而提升信息披露制度在债券市场风险防范机制中的有效性。

2. 信用评级

在“超日债”等案件中,债券市场的信用评级所存在的问题一览无余,主要体现为信息披露不及时、评级事后下调、评级机制不透明等,造成公司债券发行定价的同质化,难以发挥提示风险的作用,容易扭曲市场信号、积累系统性风险。改变上述困境,首先需要填补立法缺失,制定信用评级的专门法,对信用评级的市场准入、利益冲突化解、评级机构的监管标准以及法律责任等问题做出明确规定。其次,有必要强化对信用评级机构的诚信规制,通过声誉评价机制、市场竞争以及评级机构内部控制等手段改进评级质量。再次,健全信用评级的监管机制,建立一个超越部门利益的统一的信用评级监管制度,采取统一的监管标准对评级机构实施监管,在此基础上再明确信用评级监管机构的具体职责和权限。此外,还有必要在监管的理念和方法上进行变革,增加对于评级流程和方法的检查评估,严格执行对于评级机构的信息披露要求,建立起对评级结果的追踪和问责机制,以实现评级机构权力与责任的对称^[30]。

3. 破产偿债

作为一种威慑力极强的市场化约束机制,破产偿债对于债券市场的健康发展具有极为重要的意义,既可以保护债权人利益,使其少受损失,也可以倒逼发债企业提高信用水平和强化内部风险控制。遗憾的是,尽管我国的债券违约已经常态化,但尚未出现通过启动破产偿债机制来追究债券发行人法律责任和保护债权人的案例,反映出来的问题依然是政府隐性担保。正如有学者所指出的,“曾经出现过的少数几次偿债危机,都是在监管部门、地方政府的紧急干预协调下,依靠行政力量帮助无力偿债的企业躲过难关。从表面上看,企业通过并购重组或得到救助而免遭破产,债也偿还了,似乎化解了危机,实际上给社会很不好的信号:政府定会帮助企业过难关的,不用担心企业破产。”^{[31]258}为防止政府的隐性担保扭曲债券市场的风险防范机制,当务之急是需要解决《破产法》《公司法》《合同法》等法律与债券违约解决机制的衔接问题。另外,我国应当完善发债担保机制,创新债券担保形式,培育债券担保市场,提高发展企业的偿债能力,以此作为破产偿债机制的重要配套措施。

(三) 优化债券市场风险防范的法律责任配置

在风险社会中,从国家到社会、从政府到市场、从政府组织到非政府组织,都可能成为现代风险的直接或间接责任主体,因此,需要把他们组织起来,通过对话、交流、协商与合作,明确各自的责任,合理分摊风险责任,从而形成一种有组织的负责任的现代性体制^{[32]31}。为防止债券市场中出现“有组织的不负责任”现象滋生,法律需要在发行人、投资者和政府之间合理配置责任,具体思路如下:其一,引入“当事人自己责任”的观念与制度规则,赋予发行人发债自主权,践行投资者的“买者自负”原则。现行《证券法》所设定的债券规则,体现出僵化的资本信用观和强烈的管制思维,其中第16条关于发债限额的规定无异于剥夺了企业正常的融资权利,对发行人的发债自主权进行了不当限制,侧重于通过行政手段来

过滤投资风险,却忽视了投资者才是自身利益和风险承担能力的最佳判断者。在坚持债券市场发展的市场化导向之下,有必要尽快废弃发债限额条款,放开发行人的发债自主权,同时打破债券刚性兑付的隐性规则,引入“买者自负”原则。从理论上讲,在假定市场同质化的前提下,“买者自负”原则隐含了三个必要的前提,即信息的对称性、投资者的适当性和监管的正当性^[33]。很显然,这些前提条件在我国的债券市场中均有所缺失,因此应当拾遗补缺,着力提高市场信息透明度,引入投资者适当性制度,处理好行政监管与自律监管的关系,从而为当事人自己责任的实现奠定制度基础。

其二,打破“政府兜底”的幻觉,厘清政府在债券市场风险防范中的责任边界。在市场化改革不断深入的当下,投资人和中介机构对于债券刚性兑付的信仰逐渐削弱,所谓的“政府兜底”是无法持续的。面对“无法承受之重”,政府应当理性地承认债券的商事信用基础,通过完善相应的市场约束机制为其提供风险排泄口,允许债券实质违约的出现。需要说明的是,“买者自负”并不意味着“监管无责”,更不意味着政府可以完全置身于债券市场风险防范之外。正如有学者所言,有限政府是权力与责任更为明确、行为更为规范的政府,政府责任模式的转型并不意味着政府责任的削减或回避,政府在公共政策的制定、利益关系的协调、责任主体的监督等方面的责任都是不可推卸的^{[32]51-52}。政府责任转型的当务之急是改变过去那一套政府对债券市场风险防范大包大揽的做法,变“堵”为“疏”,将刚性的行政干预转变为柔性的监管服务。为此,政府有必要建立和完善风险认知机制、风险决策机制、风险评估和预警机制、风险强制分担补偿机制和风险转嫁惩罚机制等相关的法律制度规则,确保债券市场中风险分配正义的政府责任实现。

四、结语

债券市场是资本市场和金融市场的重要组成部分,不仅是政府、金融机构和企业的筹资平台,中央银行货币政策的操作平台,也是金融机构进行投资和资产管理的平台。但由于受“重股轻债”思维的影响,债券市场在学术研究中的热度远远低于股票市场,“债券市场风险防范机制”这种基础性的法律问题总是在人们“众所周知”的预设前提之下被简单化理解。随着市场化改革的深入,我国债券市场的信用风险不断累积,风险事件时有发生,债券违约成为常态化现象,推动债券市场风险防范机制的范式转型可谓迫在眉睫。本文试图厘清债券市场风险防范市场化机制的法理逻辑、价值诉求和本土性意涵,尝试从“主体—行为—责任”框架出发探究债券市场风险防范市场化机制法律回应的具体路径,希冀为债券市场的深化改革提供有益的启迪。

参考文献:

- [1]管斌《金融法的风险逻辑》,北京:法律出版社2015年版。
- [2]毛振华《中国债券市场信用风险与违约案例研究》,北京:中国社会科学出版社2017年版。
- [3]皮天雷、郝郎《金融发展的“中国模式”探析——基于“中国之谜”与制度变迁的视角》,载《财经科学》2011年第9期。
- [4]陈岩《我国债务融资制度变迁的基本特征和路径演化》,载《商业时代》2010年第24期。
- [5]洪艳蓉《公司债券违约零容忍的法律救赎》,载《法学》2013年第12期。
- [6]段丙华《债券市场风险防范的法治逻辑》,载《证券市场导报》2016年第10期。
- [7]高坚《中国债券资本市场》,北京:经济科学出版社2009年版。
- [8]袁东《中国债券流通市场运行实证研究》,北京:经济科学出版社2004年版。
- [9]洪艳蓉《〈证券法〉债券规则的批判与重构》,载《中国政法大学学报》2015年第3期。
- [10]张守文《政府与市场关系的法律调整》,载《中国法学》2014年第5期。
- [11]林毅夫《新结构经济学:反思经济发展与政策的理论框架》(增订版),苏剑译,北京:北京大学出版社2014年版。
- [12]马勇、陈雨露《金融发展中的政府与市场关系——“国家禀赋”与有效边界》,载《财贸经济》2014年第3期。
- [13]冯果《债券市场风险防范的法治逻辑》,北京:法律出版社2016年版。
- [14]朱海就《大改革:中国市场化改革的理论与现实取向》,福州:福建教育出版社2012年版。

- [15]刘大洪《论经济法上的市场优先原则》,载《法商研究》2017年第2期。
- [16]李昌麒主编《经济法学》(第三版),北京:法律出版社2016年版。
- [17]李友梅《从财富分配到风险分配:中国社会结构重组的一种新路径》,载《社会》2008年第6期。
- [18][德]乌尔里希·贝克《风险社会》,张文杰、何博闻译,北京:译林出版社2018年版。
- [19]彭飞荣、王全兴《分配正义中的政府责任:以风险与法为视角》,载《社会科学》2011年第1期。
- [20]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4月号。
- [21]范瑜《中小投资者保护与证券业纠纷解决机制的构建》,载郭文英、徐明主编《投资者》(第2辑),北京:法律出版社2018年版。
- [22]冯辉《论经济国家——以经济法学为语境的研究》,北京:中国政法大学出版社2011年版。
- [23]张守文《当代中国经济法理论的新视域》,北京:中国人民大学出版社2018年版。
- [24]张继恒《经济法的部门法理学建构》,载《现代法学》2014年第2期。
- [25]王全兴、管斌《经济法学研究框架初探》,载《中国法学》2001年第6期。
- [26]赵旭东《从资本信用到资产信用》,载《法学研究》2003年第5期。
- [27]刘志云、史欣媛《论证券市场中介机构“看门人”角色的理性归位》,载《现代法学》2017年第4期。
- [28]郑彧《证券市场有效监管的制度选择——以转轨时期我国证券监管制度为基础的研究》,北京:法律出版社2012年版。
- [29]何志刚《中国企业债券市场:效应与发展模式》,北京:中国经济出版社2006年版。
- [30]黄良波《次贷危机对我国信用评级机构规范与发展的启示》,载《中国金融》2009年第2期。
- [31]沈炳熙、曹媛媛《中国债券市场30年改革与发展》(第二版),北京:北京大学出版社2014年版。
- [32]钱亚梅《风险社会的责任分配初探》,上海:复旦大学出版社2014年版。
- [33]陈洁《投资者到金融消费者的角色嬗变》,载《法学研究》2011年第5期。

The Paradigm Transformation and Legal Response of the Risk Prevention Mechanism in Bond Market

LI An-an, Wuhan University

Abstract: The current risk prevention mechanism of China's bond market presents a strong administrative feature with increasingly prominent disadvantages, which is difficult to adapt to the actual needs of the bond market. Promoting the transformation of bond market risk prevention mechanism from administerization to marketization has profound theoretical basis and sufficient practical basis. The legitimacy of marketization mechanism is embedded in the empirical logic of the relationship between the government and market, and can be explained by the theory of "market determinism". The value demands of risk prevention mechanism in bond market include market priority, risk distribution justice and investors inclination protection. We should promote legal changes in order to hold market participants accountable, normalize risk prevention behavior rules, and ensure equitable distribution of risk prevention responsibility.

Key words: bond market; risk prevention mechanism; administerization; marketization

责任编辑 胡章成