

金融监管存在的问题对债券市场的影响

关 悦

(南开大学金融学院 天津 300381)

摘 要:近年来,伴随着金融改革的与时俱进、金融科技快速发展,债券市场的发展进入了繁荣时期。债券市场在纵深发展的同时,其中金融监管方面的各个问题也慢慢暴露出来。党的十九大会议上提出践行“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”的重要举措。这对我国在债券市场方面的金融监管提出了更高的要求。

关键词:金融监管;债券市场;监管问题

【DOI】10.12293/j.issn.1671-2226.2023.3.067

【中图分类号】F832.51 **【文献标识码】**A

引言

金融监管的内涵丰富,不是简单的经济概念与范畴,是各金融监管部门与金融机构之间的平衡。分业监管曾经对债券市场的发展起到推动作用,但是随着债券市场的蓬勃发展,监管的问题暴露无遗。在分业监管下,我国的债券市场由多个部门分别进行监管。各部门的理念、标准不同,导致债券市场上的参与者向着较低的标准去发展,产生市场的信息不对称博弈,进而制约着债券市场进一步发展。

债券市场的波动很大一部分受着金融监管的影响。近年来,一部分评级 3A 债券也出现违约现象。“十四五”规划指出补齐监管制度短板,提高金融监管透明度和法治化水平。我国的债券监管部门也在积极做出方案。

有学者提出股票市场、债券市场的监管框架将会直接决定着市场风险的控制程度(吴滕华和胡耀元,2021),也有学者提出强化金融监管与提升金融效率两者很难兼顾(邱新国和陈明兴,2021)。目前主流观点认为,运用主成分分析法对金融监管指数进行估计(叶永刚和张培,2009),尽可能的去利用信息,使监管制度科学有效。弹性的监管更可能实现金融市场当中的帕累托(姜海,2001),从事后的角度进行监管构建监管指标(杨柳,2020)。我国债券市场监管的特点是监管体现中央决策层和监管机构的意志(郭升选,2010)。

一、债券市场的监管分析

债券市场的监管在我国的金融监管框架中是多头管理的模式。我国把金融机构作为监管的目标,优点是监管分工与权责较为明确,缺点是具有缺乏协调的不足。

(一)金融监管的法律体系割裂

我国有关债券市场相关法律显得单一,与我国现在在债券市场的发展相比略显滞后,与我国作为世界上第二大发展型债券市场地位不相符合。

国债发行主要遵循的相关法律法规是《国库券条例》,法规只是对于国债市场进行原则上的规定。公司信用类的债券需要遵守的相关法律法规其修改也还

是集中于十几年前,对于当下公司信用类债券迅速发展、金融科技进行,显然是有些落后的。我国的信用评级多年未出台新法规。

债券市场上金融监管法律体系的不健全,会影响债券市场的波动。比如:公司信用类的债券,因为种类的不同会受到证监会监管、国家发展改革委监管以及银行间市场交易商协会管理。法律规定的不足,监管的机构不一,会形成债券市场套利空间,引起波动。

(二)金融监管效率的分析

财政部对国债发行进行管理;人民银行和银保监会对商业银行发行的金融债、各类资本补充债监管和批准进入;证监会监管和批准公司债发行。在统一金融监管规则方面,2019年之前我国未颁布统一的评级监管法律规定。2019年11月,人民银行发布《信用评级业管理暂行办法》,至此债券市场有了基本的监管规则,统一的监管框架。在银行间市场发行金融债,证监会审查资格,人民银行发行审批,证监会也进行发行审批。出现双重审批、重复监管局面,降低了监管的效率。

2016年,中国人民银行副行长潘功胜提出穿透式监管,强调看清业务的实质,按照实质重于形式去明确监管规则。2017年监管和批准商业银行发行的金融债、各类资本补充债的银保监会、监管和批准公司债的证监会出台穿透监管政策。

(三)债券市场金融监管边界

债券市场的活跃与金融监管呈现出此起彼伏的关系。多头监管,不同监管主体有着自己的规则,总体看监管效率低。国债由财政部负责,金融债主要由人民银行负责,企业债由证监会负责。《证券法》规定自律组织有监管职权。在现实中自律组织没有行政执法权,对公司信用债没有权威。

债券一级市场是中国人民银行与证监会监管为主。二级市场是多部门监管。一级市场上由一个部门审核,在其他部门的监管就不能流通。会产生投资者较少,债券不能够充分流通。

中国银行间市场交易商协会拥有更多的专业人才,可以对市场中的风险及时做出反应,做出相关的

措施。监管部门往往担任监管任务还需要负责行业发展的重任,这会导致债券市场在监管过程中出现以审代监、监管不足的状况。监管主体常会对发行债券主体进行决策与干预,影响债券市场发行债券主体的独立性。债券发行过程中严格的制度,使监管部门成为债券发行的隐性背书人。科学有效的金融监管能够对各个市场的风险传导进行识别与预测,实现动态监管,这是未来监管需要努力实现的目标。

二、债券市场受金融监管的影响

从债券的评级上来看(如图 1.AAA 债券发行金额所占比重),近十年 3A 级债券金额占比稳步提高。目前接近一半的债券评级为 3A,我国的金融监管在宏观层面的目标实现得较好。债券的评级 2A 级及以上的占据了债券的绝大部分比例(如图 2.2021 年末各级债券的占比饼图),像等级低的 3B 级所占比例不足 1%。加强信用评级机制,可以有效防范金融风险。客观、独立的信用评价体系,可以使资源充分的发挥作用。

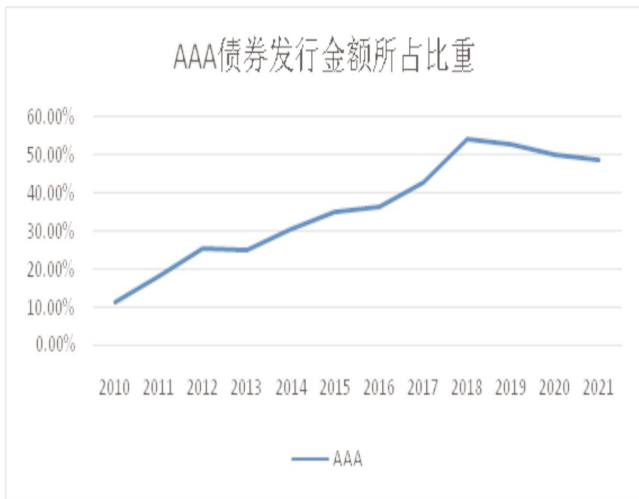


图 1. AAA 债券发行金额所占比重

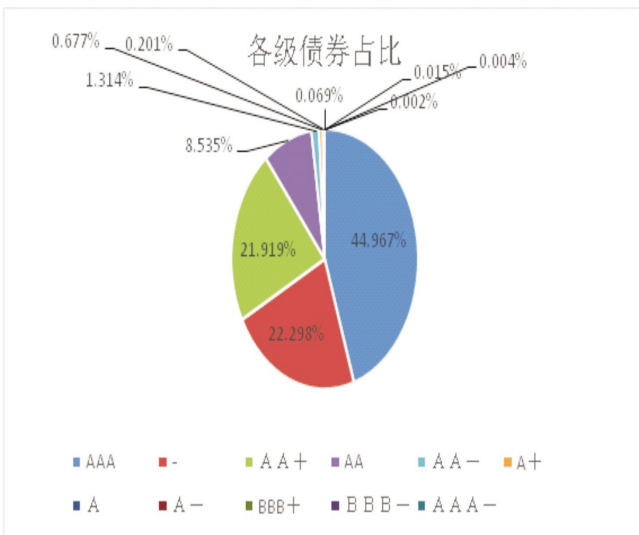


图 2.2021 年末各级债券的占比饼图

(一)监管体系分割

我国债券市场由多个部门进行分别监管,而各部门之间缺少协调机制,形成各管各的局面。各监管机构对发行人筹资金用途、评级资质有单独的规定,所以当下债券市场的监管既有重叠又有空白。

债券市场的监管机构、组织之间尚未形成统一的利益体,形成竞争的利益体。监管机构之间竞争监管的权限,为机构与个人赢得机会。虽然统一监管是整体来看利益最优解,但是监管的变动在不同机构之间的利益分割是不同的。各监管部门的之争,待于国家统一监管立法的补全来解决。

监管的分割衍生出债券市场分割,增加了债券市场交易成本。对于债券发行和债券购买都要付出额外的成本。监管竞争一定程度上在压力中促进了监管的改善、产品的创新,但也由于竞争也产生寻租负面影响。债券市场的监管产生囚徒困境。

企业债由发改委监管,公司债由证监会监管,采取严格的核准制,资源形成马太效应,集中于优秀、效益好的企业。银行间债券市场不受《证券法》约束,交易商协会对其监管就相对很松。企业债发行需要经历发改委审核、各司签字和发改委批复。公司债先需要交易所初审,无异议之后还需要证监会对其进行政策指导。债务融资工具经银行间市场交易商协会注册,获得通知书就可发行。企业债公开披露年度报告。公司债披露中期报告和年度报告。债务融资工具披露第一季度、半年度和年度报告。

责任主体的追究不同。企业债仅规定了非行政处罚,没有行政相关的处罚;公司债规定了明确的行政处罚与非行政处罚;债务融资工具也是简单进行了非行政处罚。

(二)债券市场的波动

信息对称是债券市场高水平发展的必要条件,信息的透明程度高可以确保债券市场有效率的运转。信息对称度高的债券市场,其实现交易的成本会小,债券市场的波动程度也会较小。早期有学者研究,为了使波动率的范围估计量更加稳健,以每周的最高最低价格之差除以每周平均价格(Garman, 1980)。本文以债券市场上的最高最低差价作为指标来衡量市场波动的情况。最高最低差价,可以体现无规模约束下,债券市场的波动情况。

CSMAR 数据库中,债券交易在沪深交易所的国债、企业债和公司债,年度交易信息,最低成交价或最高成交价为 0 的数据进行剔除,统计分析出平均每年的最低最高成交价之差。统计数据交易年份从 2010 年到 2021 年。

从国债、企业债和公司债最低最高成交价中可以看出,从 2010 年到 2021 年年最低成交价最高成交价之差均值为 6.49,年成交价之差最大的是在 2011 年,最近 5 年年成交价之差都低于平均值,体现出债券市

场较小的波动。



三、国外债券市场金融监管的启示

(一)美国债券市场金融监管

美国债券市场是世界第一,其金融监管的法律法规十分完善。通过法律形成了证监会统一监管的形式。严格的信息披露制度,保护投资者的切身利益。鼓励对预测信息的披露,并对预测信息尽到警示义务。美国对信息披露违法的惩罚力度大,刑事民事处罚都会涉及。债券市场法律法规已经融合在证券法律法规中,并不需要单独确立。

(二)英国债券市场金融监管

英国债券市场监管分为三层:最高层是证券监管委员会,第二层是金融服务局,第三层是自律性组织。英国的监管有着十分成熟的自律监管体系。国家对债券的参与较低,自律性组织可以相互竞争。在这种背景下自律性组织有着专业人才,对市场的预警与变化也更加敏感,可以更好的对市场进行监管。在监管的法律法规方面,也是形成了统一完整的法律体系。

(三)日本债券市场金融监管

日本债券市场发行监管权力单一集中。不同的监管部门之间注重沟通与协作,监管的效率很高。通过部门之间的协调,实现信息与执法的日常化与制度化。对信用评级机构进行统一的监管,制定众多细则来确保评级的准确性。在债券的信息披露上,日本借鉴了欧美国家的法制,研究出台了符合自己国企的法律法规。在监管的法律法规方面,也是形成了统一完整的法律体系。对信息披露的违法行为有很大的惩罚力度。

四、对债券市场金融监管的建议

金融监管加强监管机构之间的信息共享,监管机构之间,定期展开监管信息交换共享。通过部门之间的协调,实现信息与执法的日常化与制度化。切实提

升监管的效能,加大跨部门间的监管合作。行业内的自律组织积极对评级机构展开自律调查或者联合调查,实现行政监管与自律监管相结合。

银行间债券市场方面的监管,通过穿透监管,把信息全部纳入授信管理范围;证券系统中重点监管内部交易、利益输送和信息虚假披露上。监管部门有权对项目展开从始至终的全生命周期监管。对于有偏差的运营情况,及时纠错纠偏。银行间债券市场适用《证券法》或者新的立法,对债券市场实现严格的监管。健全监管的法律体系。监管增强市场的透明度、加强市场信息的合规披露。

借鉴发达国家的监管经验。第一,债券的发行融资具有完整的法律体系,且同时配有完善的金融监管体系,实现统一监管的标准。第二,债券发行披露信息公开透明,得到各方的有效监督。统一重大信息的标准性,保证信息披露完整。针对违法披露的加大惩罚力度。第三,债务风险机制相对完善,能够起到有效的预警。构建债券的预警机制,对金融债券风险进行识别、检测与预警。通过建立模型可以有效的计量出债券的风险,判断其违约概率,对于风险高的地方采取措施,进行纠正与改善。金融监管不仅维护微观市场还需要对于宏观风险进行前瞻的识别与预测。

债券的监管建立完善的信用评级机制作为金融监管的有效后盾。加强信用评级机制,可以有效防范金融风险。客观、独立的信用评价体系,可以使资源充分的发挥作用。

参考文献

[1]黄鹂.债券市场互联互通背景下信用评级行业发展分析和监管建议[J].华北金融,2022(07):48-54.
 [2]韦谊成.信用债券市场监管机制比较研究及政策建议[J].中国国情国力,2020(04):22-25.
 [3]李敏.我国债券市场监管分割及统一路径[J].中国政法大学学报,2021(02):166-178.
 [4]冯果,刘秀芬.优化债券市场监管体系的法律思考[J].江西财经大学学报,2016(05):120-127.
 [5]胡耀元,吴腾华.数字货币监管的国际经验比较及其启示[J].金融科技时代,2022,30(04):37-41.
 [6]邱新国,陈明兴.地方金融监管对区域金融发展的影响研究:促进抑或抑制?[J].金融发展研究,2021(06):49-56.
 [7]叶永刚,张培.中国金融监管指标体系构建研究[J].金融研究,2009(04):159-171.
 [8]郭升选.我国证券监管的效率改进研究[D].西北大学,2010.