

我国债券市场监管中的利益冲突分析

陈 晖¹, 岑雅衍²

(1. 上海海关学院, 上海 201204; 2. 中国建设银行上海市分行 基金备份托管中心, 上海 201204)

摘要:利益集团是为了共同利益而聚合,影响行政、决策、立法的社会集团。我国债券市场并存着监管者利益集团、债券发行人、机构投资者、服务商利益集团和个人投资者利益集团,同时存在着监管组织之间的利益冲突和监管利益冲突的扩展。利益集团之间的这种冲突,对债券市场的不完备造成了影响。

关键词:债券市场;利益集团;利益冲突

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

文章编号:1000-2529(2009)04-0079-04

一、利益集团与利益冲突的一般性分析

最早关于利益集团的分析出现在政治学上,其利益反映为要求社会各个利益阶级参加政府政治行为。很多西方国家,利益集团的出现都有相当长的历史,可以说是与政治社会同时发展起来的。在西方政治学中,利益集团又称为压力集团(pressure group),是“一个由拥有某些共同目标并试图影响公共政策的个体构成的组织实体”^[1],为了共同利益而聚合,并计划地开展舆论活动用以影响行政、立法的政策与决策的社会集团。集团的存在是为了增进其成员的利益,理性的经济人可以通过纯粹个人行动来增进他的个人利益;但如果仅仅限于个人力量,难以达到良好的效果。因此,具有共同利益的个人集聚在一起,通过集体行动来增进共同利益的需求就产生了。尤其当政府经常干预经济时,更提高了人们对集体行动的需求。利益集团通过各种手段维护本集团的特定利益,促进本集团利益的发展。它们不仅宣传自己的利益,而且在必要时诉诸或威胁诉诸司法机构,以便达到维护和扩大本集团利益的目的和要求。

利益集团具有以下几个特点:首先也是最根本的,利益集团成员具有共同的利益。这类共同利益一般可以分为三类:一类是物质利益,即有形的直接带来收入增加的利益。包括政治利益(比如说各类政治党派)和经济利益(比如说一些行业的出口商、生产商、消费者等等);一类是归属利益,强调集团给成员带来的归属感和集团成员间的相互依赖;还有一类共同利益并不表现为政治或经济的内容或主张,而是建立在性别、宗教以及对某些问题的共同看法,或称为观念利益,比如动物保护组织、环境保护团体等。根据共同利益是否先天形成,奥尔森将共同利益分为两类。初级团体是最基本的,建立在出生或家庭背景特性基础上,如性别、宗教、地区、民族或种族特性

等,这类集团的特性一般是不会变化的。第二类集团是自愿参加的团体,或者是以政治目的设立,或通过参与政治候选人达到该组织的目标,称为“压力集团”。债券市场的利益集团属于第二类。

利益集团的第二个特点是,由于共同利益的多样性,利益集团组成类型自然非常复杂,覆盖范围很大。就经济利益集团而言,就包括原料商、生产商、销售商、消费者、劳工、监管者等。但不同的利益集团在规模、资源、力量和政治导向上存在显著的差异,呈现出极大的多样性。

第三,利益集团每个成员为共同利益努力的水平与该集团的规模呈反比例。奥尔森(1995)认为,由于利益集团或组织的基本功能是向其全体成员提供不可分割的、普遍的利益,是一种具有非排他性的公共品或集体物品,因此利益集团内部存在搭便车的可能。除非一个集团中人数很少,或者除非存在强制或其他某些特殊手段以使个人按照他们的共同利益行事,有理性的、寻求自身利益的个人不会采取行动来实现他们共同的或集团的利益。奥尔森认为是因为这种集团利益的共有性,意味着任何单个成员为这种共同利益做出的贡献或牺牲,其收益必然由集团中的所有成员所分享。因此,集团的规模大小与其成员的个人行为和集团行动的效果密切相关。奥尔森在他的代表作《集体行动的逻辑》一书中分别用“副产品理论”和“特殊利益集团理论”解释了不同规模利益集团的产生和发展。

第四,利益集团并不总是表现为固定的组织。根据利益集团的组织形式是否固定和正式,可以包括三类。第一类是正式组织,一般而言,政治压力集团通常表现为固定组织结构,如党派,具有明确的成员准入,共同的纲领目标,固定的组织机构和行为准则,拥有资金实力,具有明确的代理机构和代理人(如党派代表)。这类利益集团比较显性化,在争取本集团利益

收稿日期:2009-03-22

作者简介:陈 晖(1969-),男,湖北武汉人,上海海关学院副教授,中国社会科学院法学研究所博士后;

岑雅衍(1971-),女,浙江宁波人,中国建设银行上海市分行基金备份托管中心,法学博士。

时力量相对强大。第二类可以称为固定组织。虽然有固定形式和称号,但比较松散,对成员的强制力不大,也没有资金来源。第三类属于非固定组织。成员具有共同利益,但对外没有称号,通常以分散的个人斗争的方式争取共同利益。这类利益集团具有隐性特点,只具有共同利益,共同行动特征模糊,难以有效争取集团共同利益。

不同利益集团之间存在着利益冲突,尤其在经济和政治领域,利益冲突具有多维性和迁移性。在经济领域,如果存在的ABC三个利益集团,A集团在某个问题上可能与B有相同利益,但与C有冲突,但在另一个问题上却相反,与C具有共同要求,而与B发生冲突。发生冲突的结果是各相关利益集团的博弈,在博弈中形成新的利益格局。

二、利益集团在我国债券市场中的存在形式

1. 监管者利益集团——强效集团

监管者利益集团的出现是在委托代理机制下无法回避的问题。根据拉丰、蒂若尔和泰勒尔等人,监管过程中大量存在信息不对称情况,而监管作为一种制度性安排,可以用委托代理关系来进行解释。授权监管组织进行监管的立法部门,本身也是公众的代理人,因此监管组织可以说是公众的代理人指定的代理人。存在委托代理的地方,一般来说都存在信息不对称,比如公司的股东和经营者,如果股东本身不直接经营,其指定的经营者肯定比股东掌握更多信息,享有信息优势。这种信息优势,使得代理人寻求自己额外的利益成为可能。

另一方面,监管者的利益与社会整体利益并不是完全一致的。根据阿罗不可能定理,“根本不存在能够满足集体选择最低限度合理要求的加总程序,换言之,除非在非常简单和非现实的情形中,我们不可能以任何逻辑或有序的方式加总偏好。”^{[12] (P58)} 尽管社会利益具体而现实地体现于个体利益,但享有利益的主体不是全体社会成员,而是不确定的多数个体。

从理论上讲,政府是公共意志和公共利益的法人代表,政府监管活动本身具有某种“内部性”,即政府活动的目标并不是或并不仅仅是公共利益的最大化,而是有本部门的组织目标。监管者的直接利益体现在获得政治上的支持,追求职责扩大、机构扩张、人员增加、待遇提升,监管组织中的个人则追求其个人的职务提升、加薪、提高福利待遇或获取其他各种形式的优惠和好处。根据政治学家威尔森的观点,管制机构的成员可以划分为职业主义者、政治家和专家三类。职业主义者期望的是与管制机构建立长期的关系,希望管制机构长期存在并发展以获得稳定的职业生涯,因此有可能削弱管制机构权力的举措。政治家关心的是自己政治生涯的发展。管制机构只是他们通向更高、更好职位的一个阶梯或跳板。专家与其他两类成员相比更追求“真理”一些。此外,政府机构之所以延续与发展需要强大的社会经济基础,它总是代表一定的社会经济力量并为之服务,在选择与确立干预社会经济生活的目标和手段时,政府往往受到这种力量的影响,倾向于代表特定利益集团的利益。

监管者利益集团是一个强效的利益集团。根据奥尔森对利益集团规模和集团凝聚力的研究,越是规模小的集团往往

凝聚力强,监管者相对人数不多,具有小集团的特点,容易形成集体行动。而且,由于监管组织拥有的权利和信息优势,在没有约束条件下,能更加方便地获取本集团利益。监管者利益集团就属于这样的一个强效的特殊利益集团。

我国债券市场特殊的监管机制,决定了我国债券市场监管者不是一个机构,而是包括证监会、人民银行、发改委、财政部等众多机构的监管集团。由于这些机构要共同竞争有限的监管权利以及由此带来的机构福利和个人发展机会,监管组织之间并不能形成一个统一的监管利益团体,而是形成了相互竞争的利益团体。这些利益团体之间的竞争和利益冲突,远远大于其它利益团体之间的冲突,也是我国债券市场监管不完备的主要形成机理。

2. 债券发行人、机构投资者、服务商利益集团——次强效集团

债券市场中的主体,除了中小投资人外,主要还包括发行人、机构投资者和服务商(包括信用评估商、做市商、清算托管机构、会计师事务所和律师事务所等)。在这里,笔者将这些主体放在一起讨论,不是因为他们的利益完全一致,属于一个利益集团,而是因为他们各自的利益集团的特征十分相近。债券发行人的共同利益是获得更方便的融资渠道,包括低门槛的发行准入、低水平的信息披露、低标准的发行成本。债券交易商的共同利益则是低标准的交易准入,便利的清算托管服务,更广的投资范围。服务商的共同利益体现为更高标准的收费标准、更广的收费渠道和更少的法律责任。

这些利益集团属于次强效利益集团。一方面,由于这些利益集团成员属于管制对象,拥有相对的市场信息优势,具有比较强的经济力量,有能力影响监管组织,获得监管组织的保护。而且由于成员相对固定,一般通过协会等方式加强集团凝聚力和执行力,能够有效主张集团利益。另一方面,毕竟这些成员属于监管的主要对象,监管者与之存在对立和矛盾的情况,相对于监管者处于劣势,需要通过影响监管者来获得自己的利益。因此,这些利益集团具有次强效集团的特征。

在我国,这些利益集团内部又分为几个子集团。受我国债券监管组织法律制度影响,我国债券发行人、交易商和服务商按照不同监管组织和交易市场进行划分,在银行间市场发行交易和提供服务的成为一个子集团,在交易所市场发行交易和提供服务的属于另一个子集团。这是我国债券市场利益集团格局中的一个特点。此外,债券发行人可以根据资产规模分为大中小的发行人团体,根据行业可以分为金融机构类和非金融机构类等,交易商又可以分为做市商和机构投资者等,机构投资者又可以按规模和行业等标准进一步细分。债券发行人集团和交易商集团的特点是矛盾纵横。首先,这两个利益集团之间存在着利益冲突。发行人希望更低的发行条件和信息披露标准,不利于机构投资者和做市商的利益。其次,这两个利益集团内部也存在很多矛盾。由于发行资源相对有限,众多发行人就自然形成了竞争关系,政策利益对特定行业或者大资本实力的发行人有利,就自然对其他行业或小规模发行人产生不利因素。

3. 个人投资者利益集团——弱效集团

奥尔森指出,大集团成员多,每个人在集团内的相对影响

和收益份额少,“搭便车”现象非常严重。如果缺乏额外的监督或激励机制,成员不会采取行动追求集体利益。债券市场中的个人投资者可以说是这一类利益集团。处于信息劣势,过大过广的利益群体又缺乏固定结构和代表,个人投资者是债券市场最劣势的弱效利益集团。由于我国的债券市场分为银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场,银行间市场不允许个人投资者交易,因此,我国的个人投资者主要集中于交易所市场和商业银行柜台市场。

三、中国债券市场中的利益冲突探究

1. 监管利益冲突的核心——监管组织之间的利益冲突

管制权是一种稀缺资源,掌握这种稀缺资源的部门便拥有了许多特权,利用这些特权就有寻租的可能,因此,监管组织都希望拥有并扩大自己的管制权。在计划经济时代,监管组织间利益的矛盾并不突出:一方面由于监管组织是国家统收统支的单位,生产利润统一上缴国库,没有自己的独立利益,部门的排他意识不强,部门之间没有直接的利益冲突。由于部门收益难以最大化,各部门利益与部门人员的利益也没有直接联系,行业管制权的制度租金不容易转变成部门人员的个人收益。

市场经济时代的中国债券市场,监管组织之间的利益的矛盾逐渐显现,日益尖锐。各监管组织是相互独立的利益集团,都极力拥有排他性管制权,行业管制权之争就是利益集团之争。我国债券市场中的交易所市场和银行间市场割裂后,分别归属予证监会和人民银行监管,这两个市场的服务商与各自的监管者有很多利益关系,比如承担交易所市场债券清算托管的中证登公司的股东是上海证券交易所和深圳证券交易所,各持50%的股份,其主管部门就是证监会。承担银行间债券市场托管登记职责的中央结算公司是在中国人民银行和财政部共同议定并报经国务院同意后成立的。服务商利益与监管组织利益紧密结合,扩大本市场业务,就意味着可以拥有更多的利益。拥有管制权的部门人员也就有更多机会在市场中进行各类寻租活动,通过扩大部门利益,再使之转化为个人利益。在中国债券这个市场中,一个监管组织监管权力的内涵和外延扩大,就意味着其他监管组织监管权力的减少。拥有行业管制权除了通过对本组织保护产生直接利益之外,还会以损害其他部门利益为代价获取各种间接好处。

我国债券市场监管冲突具体表现为两个市场的竞争和冲突。自从银行间市场成立后,逐渐形成了两个市场的竞争。目前银行间市场规模大大超过交易所市场。监管组织开展竞争的方式是利用其功能监管的身份优势为市场提供产品、投资者或服务。一是在债券发行市场,证监会和人民银行要求其监管的市场主体在自己监管的债券市场上发行债券。银行间市场的监管者是人民银行,人民银行同时又是政策性银行、商业银行企业财务公司的监管组织,因此这些金融机构发行的金融债就只能在银行间市场发行。同理,银行信贷资产证券化(MBS)也在银行间市场发行。上市公司及发行境外上市外资股的境内股份有限公司受证监会监管,它们发行的债券就在交易所市场。二是在债券市场交易准入方面,政策性银行、商业银行和企业集团财务公司等金融企业只能在银行间市场交

易,同时,除了商业银行等金融机构,其他投资者也被挡在银行间市场门外。在银行间债券市场发行的企业债,仅商业银行等金融机构才可购买。交易所交易的公司债,银行和保险机构则不允许购买。同时,根据证监会的有关规定,基金公司不可投资银行间发行的中期票据。这里有结算安全、市场安全的考量,但也有部门利益的考虑下综合协调的结果。三是对债券市场服务商的选择上,如承销商,交易所债券市场承销团成员是经批准依法成立的证券公司、保险公司和信托投资公司,这些都是证监会的监管对象;全国银行间债券市场承销团成员则是法人金融机构——人民银行的监管对象。

2. 监管利益冲突的扩展——围绕监管组织的利益集团

监管利益集团有狭义和广义之分。狭义的监管利益集团就是监管组织本身,广义的监管组织,是扩展后的监管利益集团,是以监管组织为核心的包括主要被监管对象的一个利益集团。根据公共选择理论,政府管制机构与被管制集团之间存在千丝万缕关系,有时一项监管法规的出现与其说是监管组织处于社会整体利益的考虑而推出,不如说是被管制集团为了本集团利益防止其他主体进入市场而设定的。在我国债券市场,围绕着两个主要的监管组织,以这两个监管组织为核心,由债券发行人、交易商、服务商共同形成了两个利益集团。在交易所债券市场中,以证监会为监管组织,形成了上市公司、非金融机构、证券公司等的市场主体,在银行间市场中,以人民行为监管组织,形成了政策性银行、商业银行等银行业金融机构为主的市场主体。不同的利益集团,都希望能扩大自己的利益,但由于总体市场资源的有限性,同时也不愿意另一方扩大力量。上面关于两个市场冲突的分析,从一个角度说明了这个情况。

在广义的监管集团中,监管组织与受其监管的主要对象之间存在监管和合作的关系,监管有时是为被监管者利益服务的。“证券法的幸存,就在于它们不是主要利益群体的立法……无疑,受益的利益群体的支持可以解释大多数有关证券管制方面的连续支持。”^[3]就合作而言,监管组织往往通过行使剩余立法权,将法律未明确规定需要监管组织规定的内容,征求主要被监管对象的意见,取得他们的认可和合作,在取得平衡的基础上,巩固和拓展本集团的利益。

四、利益冲突对债券监管不完备性的影响——一个案例

利益集团的出现和存在归结于两个原因,一是信息不对称;二是政府管制的无效率。而多个监管利益集团的形成又加深了监管的不完备性。根据奥尔森,社会中的特殊利益集团会降低社会效率和总收入,并使政治生活中的分歧加剧,更何况是属于强势利益集团的监管集团。因此,多元监管组织的法律制度引发的监管利益冲突,形成了监管的不完善。2008年我国债券市场的中期票据风波可以说明两个监管集团之间的竞争和利益冲突。

2008年4月20日,央行下发2008年1号令《银行间债券市场非金融企业债务融资工作管理办法》于当日起执行。在该办法推出了中期票据,明确了中期票据一经中国银行间交易商协会备案,就可以发行。中期票据虽然是中国银行间市场

交易商协会备案的,但由于银行间市场交易商协会是由人民银行监管,实际上是由人民银行主导的在银行间债券市场交易的一项创新性债务融资工具。

中期票据是由企业发行的中等期限的无担保债,属于非金融机构的直接债务融资工具。中期票据具有以下几个优势。首先是债券期限。目前国内债券市场中短期融资券期限在 1 年以内,公司债期限在 5 至 10 年,企业债期限多在 5-20 年间,中期票据常见期限多在 3-5 年间,因此中期票据的推出为发行人提供了 3-5 年期限信用产品。其次是发行方式更加灵活。在交易商协会核定发行注册总额度后,发行主体可根据自身资产负债管理的需要、信用市场利率的波动以及投资者的需求等因素,自行确定各期票据的发行进度和规模、利率形式以及发行的期限结构。第三,投资者可逆向询价。根据相关条例规定,中期票据投资者可就特定投资需求向主承销商进行逆向询价,主承销商可与企业协商发行符合特定需求的中期票据。这一机制有利于增强发行人和投资者之间的互动,发挥投资者对债券市场发展中的作用。

鉴于此,中期票据一经问世,就受到市场热捧,大部分品种在登陆二级市场当天随即出现 10 个基点(BP)左右的高水平溢价。办法公布后仅两个月时间,其发行量就超过了企业债半年的发行量。有数据表明,截至 6 月 23 日暂时叫停前,中期票据共发行 20 只,累计发行规模达 735 亿元,而上半年的企业债发行量仅为 296 亿元。

在中国债券发行多头管理的格局下,各相关部门对于债券市场的发展缺乏协调,中期票据面世仅两个月就被高层批示暂停。中期票据与企业债、公司债相比,在概念、发行制度和灵活性上有所不同,但本质上都属于公司债券,差别仅在于分属不同监管组织管理。本来短期融资券主要为一年以内,企业债和公司债主要定位为国有大型企业和上市公司提供长期项目融资,期限一般为十年以上,中期票据为非金融企业提供中期债务融资工具,期限一般为三到五年。期限上互补,不存在竞争情况。但由于银行对企业债和公司取消担保,企业债和公司债的期限开始呈现下降趋势,无担保的公司债和企业债期限大多为五年左右。此时,中期票据的推出,导致企业债以及公司债的发行受到一定冲击。

中期票据的发行是中国债券市场发行制度的一次重大突破。它采用注册制的管理方式,交易商协会也采取了没有试点、没有批次、不预设规模的开放式姿态,被认为市场化程度很高。它以银行为主承销商,并且可以直接在银行间市场发行,大大保障了销售。中期票据所具有的资源优势和竞争优势,将挤压企业债和公司债的供给,并进一步加速银行间债券市场主导中国债券市场的事实。在现有债券市场管理格局下,由央行推出的中期票据,带有明显的“打擦边球”性质,遭到了暂停。虽然随着宏观金融形势的变化,2008 年下半年针对经济金融运行中的突出矛盾,开始实行宽松的货币政策,中国银行间市场交易商协会从 10 月 6 日起恢复接受非金融企业中期票据发行的注册,被暂停的中期票据又得以恢复发行。

但从这次中期票据事件中,可以看出,监管组织之间的竞争和冲突是如何影响中国债券市场的发展和监管的。首先,与公司债企业债具有同种性质的中期票据,却由于不同的监管者而采取了不同的监管方式。企业债的发行主体为境内注册的具有法人资格的企业,由发改委审核,采用规模控制和审批批准结合的监管方式;公司债则由上市公司及发行境外上市外资股的境内股份有限公司发行,由证监会以核准的方式进行准入监管。中期票据受人民银行监管,但采用的宽松的在银行间交易商协会注册方式,金融机构承销、余额管理、一次审批、分期发行。监管组织为了自己本部门的监管范围,致力于扩大本部门监管的市场规模,对同种性质的债券使用不同的监管方式。其次,从中期票据面世——暂停——恢复的过程看,由于监管利益没有事前得到协调,造成了一个产品如此曲折的发展史,说明了监管利益冲突对债券市场监管不完备性的影响。

参考文献:

- [1] 陈晖. 政治与金融发展: 利益集团理论及其启示[J]. 上海金融, 2007 (12): 21.
- [2] 乔·B·史蒂文斯. 集体选择经济学[M]. 上海: 上海人民出版社, 1999.
- [3] 弗·伊斯特布鲁克丹·费雪. 美国证券市场的强制披露与投资者保护[J]. 经济社会体制比较, 2004 (4): 20.

An Analysis of Interest Conflict under Chinese Bond Market Supervision

CHEN Hui¹, CEN Ya-yan²

(1. Shanghai Customs College, Shanghai 201204, China;

2. Trust Fund for Backup Center, Shanghai Branch of China Construction Bank, Shanghai 201204, China)

Abstract: An interest group is a social group which is assembled by common interests and which affects the administration, decision-making and legislation of a society. At Chinese bond market there coexist interest groups of different supervisors, bond issuers, institutional investors, service providers and individual investors, and coexist the conflict of interest among the supervision institutions and the expansion of supervision interest conflict. The conflicts of interest among the interest groups result in the imperfection of Chinese bond market.

Key words: bond market; interest group; conflict of interest

(责任编辑: 文心)