

从五个维度看债券市场金融标准国际化

©李松梁 刘依然 朱文凯 / 文

金融标准是金融的“通用语言”，是金融治理体系和治理能力现代化的基础性制度。实现金融行业标准化，对于提高投融资效率、维护市场秩序、减少监管套利、防范金融风险意义重大。近年来，我国债券市场扩大开放，跨境金融活动增多，境外机构“引进来”和中资机构“走出去”均显著加剧了金融标准国际化压力，在此背景下，《金融业标准化体系建设发展规划（2016—2020）》明确提出要“持续推动金融国际化”。我们将从金融监管、自律管理、信用评级、基础设施和信息披露五个维度，重点阐述债券市场金融标准国际化的内涵，以及我国未来探索方向。

金融监管标准国际化

债券是一种标准化产品，债市开放导致的跨市场金融监管标准差异，实际上人为地使标准产品在不同市场适用不同标准，由此刺激跨市场监管套利行为。而监管套利又会导致监管竟次（race to the bottom），即各国竞相降低监管标准、以吸引全球投融资活动。在监管标准不够国际化的情形下，一国监管机关可能以单边监管的方式，将本国监管规则适用于海外市场，导致各国管辖权上的冲突，这在成熟市场常有发生。

当前，我国债券市场开放已经提速，但相应的信息披露要求、中介机构责任、投资人保护机制、违约救济与破产处置机制等标准国际化程度

仍较低，与海外市场存在差异，潜在地提高了境外投资人信息识别成本，并可能增加金融机构“负外部性”行为。

推动我国债券市场金融监管标准的国际化，可从以下五个领域突破。一是市场准入标准。通过制定一系列细化指标进行综合评估，如机构规模、业务经验、合法合规性，确保相关准入标准能够在基础条件上做到跨市场统一。二是宏观审慎管理标准。为防范跨境债券投融资中的过度承担风险，或是过度加杠杆行为，监管部门可探索将宏观审慎管理指标推广至跨境领域。三是存续期管理标准。推动中介机构职责边界、持有人会议标准、违规惩戒标准等对境外机构的适用性。四是投资人保护条款标准。实现交叉违约条款、财务指标承诺、限制性事项条款等标准化条款的跨境适用。五是跨境监管合作标准。通过签署双边、多边合作谅解备忘录（Memorandum of Understanding）的方式，对债券跨境监管中信息交换、协助调查等相关标准予以明确。

自律管理标准国际化

“行政-自律-市场”三位一体的管理体系成为当前成熟债券市场监管框架的主流。自律管理贴近市场、手段灵活、跨越国界，成为政府部门开展行政监管的重要补充。实践中，自律管理需要有明确、可操作、可预期的执行标准。例如，在推动建设规则透明、标准统一的债券市场过程中，

需要将长期形成的市场惯例上升为适用于债券市场的统一自律规则、指引以及协议文本，并通过宣介推广等方式扩大影响。

债券市场加速开放带来了交易成本上升、跨境套利等潜在问题，这就必然要求自律管理标准走向国际化。事实上，国际自律组织已经走在前列。例如，国际掉期与衍生工具协会（ISDA）制定的《ISDA主协议》已成为场外衍生品市场的国际标准，而国际资本市场协会（ICMA）制定的《一级市场手册》也成为国际离岸债券发行的重要国际标准。我国债券市场自律管理标准化工作也已经有所探索，例如银行间市场推出《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》等。但是，我国在自律管理标准的国际化推广方面仍存不足。

在债市开放背景下，可以从以下三方面推动自律管理标准国际化。一是协议文本标准国际化，例如在债券承销、债券回购、资产证券化、金融衍生品等方面形成跨市场统一的协议文本，在跨境债券投融资中切实降低交易成本、提高效率。二是尽职调查标准国际化。形成适用于境内外的标准化尽职调查要求，确保中介机构能够全面准确地获得海外发行人信息，提高尽职调查效率。三是财务准则标准国际化。财务报告准则是投资人判断投资价值的基础，也是规范公司治理、推动公司合规经营的基础。自律组织应在推动财务报告准则国际趋同中发挥重要作用。

信用评级标准国际化

信用风险作为债券的核心要素和定价基础，是投资人核心关注点。从开展业务角度，信用评级本质上就是以标准化手段对不同资质融资主体的信用风险进行评估，将原本难以度量和比较的信用风险以公开透明、标准化的形式展示。从行业规范角度，也需要对信用评级行业的基本准则、信息披露、利益冲突、行为规范等进行标准化，减少“以价定级”的不公正行为。债券市场开放则提升了信用评级标准实现国际化的必要性。一方面，在开放条件下，信息不对称问题在投融资双方尤为明显，跨境双方需要对信用评级标准有共同的认识。另一方面，信用评级是国际金融话语权的重要体现，提升信用评级标准的国际影响力，也是提升金融话语权的制度基础。

长期以来，我国信用评级行业遭诟病较多，境内外评级标准、评级符号、信息披露等差异，给境外机构参与中国债市形成掣肘。2017年，中国人民银行发布7号公告，标志着中国债券市场将逐步向境外评级机构开放，为下一步评级标准国际化准备了条件。

推动我国信用评级标准国际化，可重点关注以下三个方面。一是信用评级方法、模型及符号标准的国际化。减少对境内、境外发行人适用不同评级标准，境内、境外评级机构采用不同评级标准的情况。二是信用评级披露标准的国际化。在评级信息披露方面推动形成统一的标准化格式，并对评级局限性、主要假设和信用敏感度假设等附加信息予以披露。三是信用评级跨境管理标准的国际化。加强与境外监管部门加强合作，在循序加强监管标准趋同的基础上开展跨境执法合作。

基础设施标准国际化

金融市场基础设施是“金融的管道（Financial Plumbing）”，良好的基础设施对于便利金融交易、维护金融稳定意义重大。正是由于金融基础设施需要多方机构共同参与和维护，其标准化才变得十分重要。例如，在债券发行交易环节，需要在簿记建档平台、交易平台、结算清算平台、登记托管平台之间进行高效率、高精度的信息传递和系统衔接，如果缺乏标准化的通用报文方案和系统连接技术指标，信息传递效率就会大打折扣。

债券市场开放条件下，各项金融要素从“境内”走向“跨境”，金融基础设施标准化工作也必然需要适应这一变化，从“国内标准化”走向“国际标准化”。债市开放的基础设施体系应具备高效性和联通性，让境外机构以更高的效率、最熟悉的方式参与中国债市。在推动基础设施联通时，需要充分考虑境内外规则的差异，在法律框架兼容的范围内做好境内外系统标准的协调统一，以及操作流程的衔接。2017年，我国在“债券通”机制下已经开始探索。

债券市场基础设施金融标准内涵丰富，下一步推动金融基础设施标准国际化的着力点很多。既包括前文提到的簿记建档、登记托管、结算清算、交易、支付等技术性标准，还包括收益率曲线、定价估值、身份识别、证券分类、安全密钥等方面的金融标准。通过推动上述金融基础设施标准化和国际化，可实现穿透式监管、透明化运作、安全性交易、反洗钱监测和反恐怖融资等。

信息披露标准国际化

信息披露是债券市场运转的制度基石，是投资人保护的重要基础。债券作为一种标准化产品，其发行人

的信息披露也需要标准化，以确保债券市场投资人公平获取信息，切实降低发行人与投资人之间信息不对称。公开透明、标准化的信息披露，可有效降低债券发行、交易和监测成本，提高定价准确性，提高债券市场流动性水平。

债券市场开放，则进一步要求信息披露标准走向“国际化”。一方面，信息披露标准国际化有利于吸引跨国企业来本国融资。一些优质跨国企业在全世界多个市场融资，他们融资渠道多元、合规意识强，有标准化的信息披露形式。如果本国信息披露标准不够国际化，跨国企业在满足本国信息披露标准与符合全球披露一致性原则之间就会发生冲突，影响本国债市吸引力。另一方面，如果本国信息披露与国际标准差异大，将抬高境外投资者学习成本，尤其是在市场开放初期，很多中小型或是交易型投资人可能被迫放弃这一市场。

推动信息披露标准的国际化，一是要推动发行环节披露标准的国际化。对于发行文件种类、披露内容、财务报告披露机制（单一披露制或双重披露制）等进行统一的要求，确保境内外投资人根据标准统一的债券发行文件，做出投资决策。二是要推动存续期定期披露标准的国际化。这涉及发行人财务信息披露的频率和披露时点，例如明确是否要求披露季度报告和半年度报告。三是推动存续期内重大事项信息披露标准国际化，制定适用于跨境融资的重大事项的披露标准。■

>> 作者单位：中国银行间市场交易商协会

（本文仅代表作者个人观点，不代表其供职单位意见）