

# 基于次级债市场约束条件的监管者责任研究

童梦

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

**内容摘要:** 发行次级债券是当前商业银行补充资本金的有效办法, 由于次级债券特殊性, 其具有较强的市场约束效应。本文通过分析其约束效应的发生机制及市场基础, 来透析市场监管者对于次级债的监管责任, 并提出了我国防范和应对次级债危机几项措施。

**关键词:** 次级债券 市场约束 监管 责任

市场约束作用的充分有效发挥要求银行的利益相关者持有一定数量具有市场约束能力的债券, 而次级债券因其优越的政策效应与市场作用, 而被认为是促进市场化监管的重要工具。监管当局应倍加关注次级债券并努力强化其市场约束效应。

## 一、次级债券的市场约束效应

次级债券(Subordinated Debtor), 是指在清偿顺序上排在存款和高级债券之后、优先股和普通股之前的债券品种, 兼有债权与股本的特征。按照巴塞尔协议的规定, 作为补充商业银行资本金的次级债券需要符合以下几个方面的条件: 第一, 债券不能被担保; 第二, 债券的期限在 5 年以上; 第三, 债券发行的条款中不能有与银行稳健经营相违背的内容, 例如影响资本流动、限制银行管理层的正常运作或是限制监管机构检查等方面的内容; 第四, 除非发债银行破产, 否则次级债券不能提前兑付, 即使债券到期, 若银行偿还这些债券后, 银行的资本充足率低于监管当局规定的最低标准, 银行亦可以不偿还; 第五, 当发债银行破产时, 次级债券的清偿顺序排在有存款保险的债权人和银行存款储户之后, 即非优先偿还; 第六, 该种债券不属于信用敏感类型的债券, 即债券的利息兑付不能因商业银行经营状况的变化而调整。<sup>1</sup>另外, 次级债券作为附属资本, 不完全具备核心资本的特点, 因此, 巴塞尔协议还规定, 次级债券在数量上不得超过核心资本的 50%, 银行可以发行不超过其核心资本总额 50%的次级债券和有偿还期的优先股, 超出部分不记入资本金; 同时次级债在最后五年的存续期间内, 其资本额须每年累计折扣(或摊提) 20%, 已摊销部分用于反映资本价值缩减情况且不能再做银行资本金。

正是由于这些限制使得次级债券的引入具有较强的政策效应和现实意义, 一方面可以起到实现快速补充和改善银行资本结构、从政策上鼓励和推动商业银行加快体制改革等作用。另一方面明确了次级债券发行的“初衷是想引入市场机制和外部监管共同对银行资本充足管理形成制约”, 创造一类与银行安全利害攸关的利益相关人。由于这些利益相关人对金融机构的风险行为高度敏感, 其动机、宗旨与金融监管当局相对一致, 从而建立起一种由市场自发对商业银行经营管理行为进行分析、监控和约束的新机制, 最终达到由市场对银行进行外部约束的效应。这里我们通过对银行的负债和权益及其特点进行分析得出, 虽然银行的利益相关者都会关注银行风险, 但是他们对银行风险状况的态度有区别的, 借用下面的表格表示:

表 6-1: 商业银行利益相关者的风险偏好 2

1 郑 鸣 陈捷琼. 国有商业银行发行次级债券补充资本金研究[J]. 国际金融研究, 2002 年第 10 期

2 转引自胡斌 次级债券与市场约束 . 金融会计, 2002/01

利益相关者	存款人	其他债权人	一般债券持有人	次级债券持有人	股东
银行破产时获得偿付先后顺序					
收益状况					
平均风险偏好	风险相对中性			风险敏感且厌恶	偏好风险

我们可以看到，存款人由于其获得清偿的顺序最为靠前，加上存款保险制度和国家隐性或显性的担保制度使得对银行经营的风险状况较为漠然；股东因为可以获得超额剩余利润，而银行利润既可以通过稳健而优异的经营获得，也可以通过承担高风险获取，所以其往往偏好于高风险高收益的交易。债权人当中，由于获偿付顺序的原因，高级债券持有人以及其他偿付顺序靠前的债权人对银行风险的关注程度显然要低于次级债券持有人。而次级债券持有人由于不能分享银行的超额收益，但却承担了较大的违约风险，因此次级债券持有人会随时关注银行的风险状况，并通过市场机制对银行经营形成制约，成为相对坚定的“银行看护者”。这些约束效应主要体现在：

1. 直接市场约束。直接市场约束是指次级债投资者要求不同风险的银行对其发行次级债券支付不同利息水平，将银行融资成本预期和银行风险预测联系起来，从而产生了对发债银行的压力。直接市场约束有效发挥作用要求市场监控和市场影响同时起作用。市场监控是指投资者能正确理解企业的风险特征的变化并将这些评价考虑到企业债券价格中去(多数的实证研究发现，次级债券价格和发行银行风险在统计上呈显著正相关)。市场影响是指债券的价格变化使银行(管理者)作出反应，采取措施来减轻和改善企业环境的不利变化(Bliss和Flannery, 2000和Bliss, 2001)。另外，直接市场约束还要求银行有足够的发行频率以使借款的成本能充分反映其不断变化的风险特征，同时银行管理层对市场信号做出反映。

2. 间接市场约束。间接市场约束是指金融监管当局通过监控次级债券的二级市场价格，评估发债银行，形成压力、进行约束。根据有效市场理论，证券价格可以反映与公司价值有关的公开信息，如盈利水平和风险状况。因此，监管者可以观察比较银行发行的次级债务收益率与国债或其他基准债券的利差，来预测银行的风险和盈利水平。并根据观察到的高风险利差进行约束，实施如现场监督、限制银行经营行为或提高资本金要求等行为。

3. 促使银行定时向公众披露更多的风险信息，进一步加强约束。次级债券在发行和流通过程中，市场必然会获得发债银行的信息。在金融市场发行债券时，银行必须将自身的信息披露给市场，如果公开交易，二级市场的价格就可以进一步反映出发债银行随着时间推移而变化的风险情况。

4. 限制银行风险处理节制行为。监管当局在处理问题银行时，或为避免处理不当可能导致整个金融系统的不稳定，或屈服于政治压力和某些干预，可能会采取延缓处置态度，造成不同程度的“监管节制行为”。这种行为可能导致对问题银行处理不慎或处理延缓，使问题进一步恶化，同时，监管节制行为会使市场参与者断定政府对银行和债权人显性保护的存在，造成投资者风险意识的淡漠。次级债券持有者在发债银行陷入破产境地时，其有强烈的内在动机督促金融监管当局对问题银行采取果断的整改行动，从而减少了监管当局处理问题

银行所遭遇的阻力，限制监管节制行为发生，以市场监管督促行政监管。<sup>3</sup>

哥伦比亚大学的L. Jacobo Rodriguez总结了次级债务要求的好处 4：它为经验丰富的市场参与者们赋予了最原始、最初级的监管职责，因为将他们的资金与风险相联着。而政府管理者与监督者们是不可能掌握所有技术，也不可能一直都保持好的状态去管理监督银行状况。从实践效果来看<sup>5</sup>，Flannery和Sorescu(1996)的研究也证实了直接市场约束确实存在。

## 二、次级债券约束作用的前提条件及市场基础

从理论上讲次级债券对商业银行的市场约束的优势是相当明显的，但是在实践中，次级债券的约束作用却很难得到完整体现。Cern Karacadag和Animesh Shrivastava(2000)对比分析了欧美和新兴市场的次级债务政策效果，认为次级债务政策在新兴市场的失效是由于次级债券发生作用的若干先决条件缺位或得不到满足。因此发行次级债券，实现监管市场化，需要具备一定的前提条件以及坚实的市场基础和经济环境作为支撑。<sup>6</sup>

1. 准确而及时的关于银行资产状况的信息披露。次级债券投资者作为商业银行的外部利益人，其对发债银行的价值判断主要还依赖于发债银行信息披露的有效性。

2. 充分的外部评级。外部评级可以作为依据计算商业银行风险资产，外部评级是公开信息，对于商业银行是否因向高风险企业贷款而承担额外风险，次级债券持有者可以有更为准确的判断。

3. 非银行金融投资者的广泛存在，且这些投资者必须具备相当的规模。一是作为商业银行的次级债券往往发行量很大，没有足够的机构投资者是难以承受巨大融资量对市场的短期冲击；二是次级债券投资者也必须是较大规模的机构，且能大规模地持有次级债券份额，才能成为同商业银行的经营风险与业绩有实质利益关系的投资者，才能有强大的动力与财力去评估商业银行风险，通过市场机制影响商业银行。

4. 投资者相信次级债券投资是有风险的。次级债券投资者应当有较强的风险意识，成熟的投资心态。这种意识与心态的形成一靠市场发育程度，二靠政府的态度与动作。如果一国金融监管当局处理问题银行有监管节制行为，或一国金融安全网设计鼓励银行从事道德风险而不受处罚的话，投资者就可能会漠视次级债券投资风险或形成搭便车的侥幸心理。

5. 资本市场必须具有足够的流动性以容纳一级市场发行和便利二级市场流通和交易。商业银行次级债券发行量通常很大，必须要有流动性强的巨大债券市场作为基础。如果次级债的市场交易量小、流动性差，价格的信息传递作用就无效，就难以实现价格信号的准确性、及时性、有效性，导致市场约束作用无法有效发挥。

6. 有效的监管框架以确保市场价格揭示机制的完整。在混业经营下，发债银行往往是大型金融组织或银行控股公司，其许多子公司本身就是证券投资机构，因而必须防止发债银行所属的控股公司对母公司次级债的操纵；而且在市场监管与行政监管具有联动机制时，为防止自身次级债券价格波动超过一定幅度引发金融监管当局监管措施的启动，发债银行会有操纵自身次级债券价格的强烈动机，而安排相关利益团体（如附属投资公司等）投资于自身的次级债券，以逃避监管。所以，市场监管还必须要行政监管的配合与支持，强调金融监管当局功能监管的有效性。

## 三、我国银行业次级债的现状与问题

2003年底，银监会发布了《关于将次级定期债务计入附属资本的通知》，允许商业银行发行次级定期债务，并可将符合条件的次级定期债务计入银行附属资本。兴业银行随即以30亿元的规模首开国内银行业次级债发行的先河。人民银行、银监会于次年6月发布了更

3 杨益. 试论次级债券的市场化监管作用[J]. 投资研究, 2004年第2期

4 L.Jacobo Rodriguez 市场约束从何在国际银行法规--新的巴塞尔资本协议中体现 政策分析 2002.10.15

5 龚永明 次级债的市场约束效应分析 浙江大学经济学院

6 郑鸣 陈捷琼. 国有商业银行发行次级债券补充资本金研究[J]. 国际金融研究, 2002年第10期

加规范和具体的《商业银行次级债券发行管理办法》。2006年中，我国银行业次级债发行额已接近2000亿元。

#### 1. 发行目的集中于提高资本充足率

很多银行将“解决资本充足率低下问题”摆在发行次级债券目的的首位。截至2005年10月，全国商业银行平均资本充足率达到4.5%，比2003年末提高7.5个百分点，其中利润积累贡献7.4%，发行长期次级债贡献14%，由于政策性剥离使准备金缺口下降贡献59.4%，直接注资贡献13.3%。除了政策性剥离使准备金缺口下降这一特殊手段外，在提高资本充足率的各种方式中，银行通过发行次级债占到首要位置，甚至高于直接注资的贡献，计入资本的次级债约占到发债银行全部资本的五分之一，缓解了我国商业银行资本不足的状况。最迫切发行次级债的就是那些渴望迅速上市的银行。2004年中行成功发行140.7亿元次级债，而建行则随后发行了150亿元的次级债，中行和建行次级债的发行立即使资本充足率达到了8%的标准，迈过了上市的门槛。

然而，从国际惯例来看，并没有哪家银行将发行次级债券作为主要的资本补充渠道。数据显示，国际大银行核心资本在全部资本中的占比始终保持在70%左右，次级债券在剩余30%附属资本中的占比仅40%左右。次级债券的纯债务特性决定了其最终需要偿还，这使得发行次级债券只能解决商业银行资本充足率的暂时性不足。面对银行贷款的快速增长，在一个不太长的时间区间内，资本充足率就会快速下降，银行资本补充永远被动、滞后于贷款的增长。此外，除非银行破产清算，否则不能用于弥补日常经营损失。也就是说，次级债券不具有核心资本的抗风险功能。这正是巴塞尔委员会的担忧——“由于次级定期债务工具具有固定期限和若非清偿则无力弥补损失的特性，使其作为资本的构成部分存在严重缺陷”。

#### 2. 持有人过度集中在同业

商业银行互相持有次级债的现象比较突出，持有量曾经占到全部债券余额的65%以上。以工商银行2005年8月350亿元次级债发行为例，建设银行认购了近27%。在品种一上，建行以36.9亿元的认购量，排名第一，其他依次为农业银行、中银国际、北京银行等。在品种二上，建行以30亿元的认购量位列第一，其后是中国人寿、北京银行等。建行在品种三上，依旧以26.9亿元的认购量排名第一，其后是北京银行、中国人寿和南京市商业银行等。建行的这种认购行为难逃“投桃报李”之嫌，毕竟在一年前，工商银行在建设银行的次级债发行中刚刚拔得头筹。

而在国外，次级债的绝大多数持有者是机构，且非银行机构占绝大多数。如果有互持，多发生在好银行和稍差的银行之间：好银行持有比较弱一点银行的债券，是为了“利”，因为利率比较高，出于经济获利的动机。反之，差一点的银行来持有好一点的银行则是因为后者资产质量高，仍然是追求风险和回报的平衡。资本充足率不高银行之间相互联保、连坐，相互大量持有次级债的情况在国际上是非常罕见的。<sup>10</sup>

次级债券主要为商业银行所相互持有，就会变成是一个账面上的数字游戏，实质上是将部分公众存款转成了银行的附属资本。商业银行相互的资金转移实际很少，只是在形式上提高了银行资本充足率，银行的抗风险能力并未相应增强。在过度互相持有债券的情况下，商业银行的风险并没有转嫁到系统之外，仍然在银行系统内部循环。由于国内银行同处一个金融市场，对资金的使用和判断比较接近，其经营行为也大致相同，一家银行出现偿付危机，将引发系统性金融风险，这在日本金融业中已有先例。同时，商业银行过度相互持有次级债券还会诱发较大的道德风险。因为可以轻易地从形式上提高资本充足率，刺激和强化商业银行通过这种最经济的方式实现充足率达标的冲动，削弱了固有资本约束刚性的作用，一味进

7唐双宁 金融债券补充资本问题的探索 在中国债券市场发展高峰会上的演讲 2005年10月20日

8唐国平 给次级债泼点冷水 上海证券报 2004年7月14日

9葛兆强. 商业银行次级债券发行：绩效、挑战与发展策略[J]. 证券市场导报，2004年10月

10孙铭 张逸之 银行互购次级债 技术延误变革 21世纪经济报道 2004年9月13日

行低水平的盲目扩张，导致风险发生。

### 3. 债券利率不利于二级市场交易

由于我国商业银行就是次级债券最主要的机构投资者，因此，只要准备发行次级债的各家银行相互之间达成互相持有的默契，就可以对次级债的发行定价施加影响，选择一个各银行能认同的、相对较低的利率发行，从而也就出现了偏离市场定价原则的结果。另外投资者定价没有考虑次级债的“次级偿还性”。由于次级债券的本金和利息的清偿顺序列于商业银行其他负债之后，这种“次级偿还性”需要相应的风险补偿。而我国发行债券的商业银行实际上是以国家信用为担保的，因此部分投资者在确定或衡量商业银行次级债的利率时基本上很少考虑或甚至忽略次级债的“次级偿还”性。<sup>11</sup>

一级市场偏低的发行利率必然使次级债上市流通后会出现折价，而在目前的会计制度下，大多数银行会继续持有认购的次级债，这会影响到次级债的二级市场流动性，失去了使发债银行处于市场的持续监督之中的约束效应，不利于银行加强自我风险管理。

### 四、监管者推动次级债券发挥市场约束作用

总体看来，在我国现有的制度框架内，次级债市场绩效的彰显还面临着严峻挑战，市场基础和相关的配套环境还有待监管者进一步的改进和完善。在逐步培育次级债券市场的同时，更要注重加强对银行次级债务政策运作的市场基础和配套环境建设，使次级债券能更好地发挥其应有的市场约束作用

第一，完善次级债相关的信息的披露。由于我国实行的一种不同于英美国家的“保持距离型”（Arm's Length）的“控制导向型”（Control-Oriented）融资模式，银行贷款是占支配性地位的融资来源，大量关系型贷款中包含的特殊、不可量化的信息，无法通过有效信息形式与渠道提示给外部投资者。<sup>12</sup>所以，尽管我国的《商业银行次级债券发行管理办法》明确了对发行人财务经营状况的披露以及与次级债券发行相关的有关内容披露。但是由于信息披露不够详细，加之我国目前尚没有权威的信用评级机构，以及薄弱的公司治理机制、审计标准和会计制度的不规范，大大影响了所披露信息的质量和作用。监管者应当细化发行者的法律责任，加强信息披露力度，增加次级债市场透明度。

第二，促进债券市场发育。我国债券市场还很不成熟，表现为：一是债券市场容量小、流动性严重不足；二是债券品种单一，主要以国债为主，金融债名存实亡；三是债券市场定价机制不科学，差别性体现不足，与债券需求之间差距较大；四是债券市场基础设施建设落后，登记、支付、结算等远不能适应市场的发展。《次级债券发行管理办法》仅规定次级债券可以在银行间债券市场上发行，定向募集的次级债券只能在认购人之间进行转让，而公开发行的次级债券，“经人民银行批准可在银行间债券市场上市交易”，却没有事实上的二级市场，次级债券要及时对商业银行的经营状况做出反应不现实。监管者应当建立健全统一的银行次级债券托管结算体系，改善定价机制，引导债券市场的发展。

第三，加速培育合格的投资者。世界银行的研究表明，新兴市场经济国家普遍缺乏相当规模的非银行金融中介来监督和约束银行，对发债银行经营管理进行监督存在着“搭便车”倾向。次级债券就容易演变成为一种单纯的投资工具，不能体现出其特别设定发行条件的约束力含义。<sup>13</sup>市场上，保险公司为代表的机构具有较强的资金实力和较长的资金期限结构，但保监会对于保险公司投资银行次级债券在数量上有很严格的限制。商行之间相互持有大量对方债券成为一种无奈的选择。由此，急需官方加大对机构投资者的培育力度，不断壮大具有市场效应的合格投资者。

---

<sup>11</sup>蔡国喜 关于商业银行次级债发行的若干思考 [www.sse.org.cn](http://www.sse.org.cn)

<sup>12</sup>郑鸣 陈捷琼. 国有商业银行发行次级债券补充资本金研究[J]. 国际金融研究, 2002 年第 10 期

<sup>13</sup>葛兆强. 商业银行次级债券发行：绩效、挑战与发展策略[J]. 证券市场导报, 2004 年 10 月

参考文献:

- 杨益. “试论次级债券的市场化监管作用”. 投资研究, 2004 年第 2 期
- 龚永明 “次级债的市场约束效应分析” 浙江大学经济学院
- 郑 鸣 陈捷琼. “国有商业银行发行次级债券补充资本金研究” 国际金融研究, 2002 年第 10 期
- 唐双宁 “金融债券补充资本问题的探索” 在中国债券市场发展高峰会上的演讲 2005 年 10 月 20 日
- 唐国平 “给次级债泼点冷水” 上海证券报 2004 年 7 月 14 日
- 孙铭 张逸之 “银行互购次级债 技术延误变革” 21 世纪经济报道 2004 年 9 月 13 日
- 蔡国喜 “关于商业银行次级债发行的若干思考” [www.sse.org.cn](http://www.sse.org.cn)
- 葛兆强. “商业银行次级债券发行: 绩效、挑战与发展策略”. 证券市场导报, 2004 年 10 月

### **The research of the responsibility of the regulator based on the constraints of Subordinated Debt market**

Tong Meng

(Chinese financial research centre of southwestern university of finance and economics,  
Chengdu,610074)

**Abstract:** issuing subordinated bonds is an effective means to add capital to the commercial banks . as the speciality of the sub-bonds, it has strong binding effect. In this paper, by analyzing the effect of binding and market-based mechanism, to dialysis market regulator for the regulatory responsibility of the Subordinated Debt ,and made China to prevent and respond to a number of measures Subordinated Debt crisis.

**Key words:** subprime motagage market restriction responsibility of regulatory

收稿日期: 2008 年 10 月

作者简介: 童梦, 西南财经大学中国金融研究中心 2004 级博士研究生

