

（一）境外主要市场的监管机构与自律组织

各国场外市场特别是美国和欧洲市场发展模式虽存在差异，但都形成了政府监管及自律监管的监管体系，搭建了交易违约处理的总体框架。

1. 美国市场监管

美国债券监管体制分为两个层次，一是政府监管，由证券交易委员会（SEC）代表政府统一管理全国证券交易活动。二是自律管理，各自律组织在遵守证券法规的同时，接受 SEC 的监督。

政府监管由 SEC 执行。SEC 成立于 1934 年，是根据《1934 年证券交易法》设立的独立准司法机构。SEC 负责监督和管理美国的证券市场，拥有广泛的权力，包括制定规则、执行法律和裁决争议。SEC 的独立性和权威性是监管体系的关键，确保了其对市场的强效监管及法规的切实执行。

自律管理由行业协会、证券交易所等机构负责，它们在证券法律框架内进行自我监管，并接受 SEC 的监督。自律机构如交易所（例如纽约证券交易所）、金融业监管局（FINRA）、市政债券规则委员会（MSRB）等，通过监督和指导会员，维护市场完整性和秩序。SEC 授权这些机构对债券交易进行监管，其中 FINRA 和 MSRB 对场外交易具有重要影响，尤其是 FINRA，由于 90% 以上的债券交易在场外进行，且 FINRA 与纽交所、NASDAQ 交易所等交易所签订监管协议，因此它是债券交易的实质监管者。

美国金融业监管局（FINRA）是美国证券行业的主要自律监管机构，监管对象涵盖所有从事公开证券业务的证券商，包括证券经纪商、自营商、地方债券经纪商或自营商、政府债券经纪商或自营商，监管职责涉及交易、销售以及相关自营商和经纪商的自律规则制定与执行。FINRA 由美国证券商协会（NASD）演变而来，后者与纽约证券交易所的监管、执行和仲裁部门于 2007 年 7 月 30 日合并，形成 FINRA（李霞，2016）。作为美国最大的非政府证券业自律监管机构，FINRA 的职责在于加强投资者保护和市场诚信，并通过高效的监管和技术服务维护投资者利益。FINRA 的监管范围广泛，包括市场主体的注册与教育、证券公司的审查、市场规则的制定、法律与法规执行的监督、

投资者教育与宣传、市场基础设施的提供及争端解决。

美国市政债券规则委员会（MSRB）成立于 1975 年，经美国国会批准，并受 SEC 监督，是专注于市政债券领域的行业自律组织。MSRB 负责为参与市政债券承销、交易及销售活动的证券公司和银行制定监管规则。尽管 MSRB 是自律机构，SEC 授权其制定多项市政债券相关规则，实际上承担了该领域规则制定的主要角色，但没有检查和监督执行情况的权力（高明，2019），具体由 FINRA 执行。MSRB 的监管职责广泛，包括市政债券的从业资格标准、公平交易、簿记、交易的确认、清算和交割等多方面。该委员会通过制定规则预防市场欺诈和操纵行为，维护交易的公正性。MSRB 所制定的规则主要适用于市政债券的交易商、承销商和经纪人，不直接约束债券发行者。

2. 欧洲债券市场监管

在欧洲，登记托管、清算和结算机构是金融基础设施的核心，必须接受注册地证券监管机构和注册地中央银行的双重监管。以伦敦清算所为例，由于其子公司注册于英、法等多个国家，它们需要同时遵守这些国家的监管要求。

为统一协调欧盟成员国的证券结算政策和纪律，欧盟在 2014 年实施了《中央证券存管机构条例》（CSDR），旨在加强对跨境结算和中央证券托管机构（CSD）的管理。CSDR 将清算场所纳入监管体系内，从而形成了完整的泛欧盟金融市场监管规范。

2017 年，欧洲证券及市场管理局（ESMA）获得授权，制定并实施了监管技术标准（RTS）和执行技术标准（ITS）。2018 年，欧盟委员会发布了补充规定，建立了结算纪律制度（SDR）。2020 年，市场处罚框架（ECSDA Framework）得以确立，明确了与清算机制和罚息机制相关的法律条文。经过两次延期，CSDR 的结算纪律监管技术标准最终于 2022 年开始执行。

CSDR 的主要目标是提升欧盟证券结算的安全性和效率，并在 CSD 之间营造公平的竞争环境。它还为欧洲中央银行推出的欧洲证券结算平台（T2S）提供了法律和运营基础，确保了 CSD 在跨境结算中的一致性。CSD 主要配合工作包括监测结算失败情况并报相关主管部门备案以匿名形式对外公布、引入强制现金罚款，以及采用强制

性补偿买入机制。

（二）境外债券市场结算体系

随着电子信息技术的发展，证券市场后台一体化成为历史趋势，各国均建立了统一的结算、清算服务机构，欧美市场托管和结算服务的统一化和集中化趋势尤为明显。美国逐步整合境内分散的结算机构，最终组建了**全美证券托管清算公司（DTCC）**，并提供统一的证券结算服务（冯宇和陈婉霞，2012）；欧清银行（EuroClear）、明讯银行（Clearstream）两大国际中央证券存管机构（ICSD）通过一体化方式逐步整合了欧洲各国的中央证券存管机构。

1. 美国

美国债券市场采用中央集中托管模式，业务以 DTCC 公司为核心展开。联邦政府及代理机构发行的国债、联邦机构债券、抵押债券等集中托管在美联储簿记系统（Fedwire）；市政债、公司债等由 DTCC 下属的全美证券托管公司（DTC）集中托管。DTCC 下属的固定收益证券清算公司（FICC）负责国债交易的清算业务，DTCC 下属的全美证券清算公司（NSCC）负责市政债、公司债的清算业务。

1973 年和 1976 年，为解决分散托管和清算的低效问题，全美证券托管公司（DTC）和全美证券清算公司（NSCC）相继成立，集中处理股票和债券的托管清算。1999 年，DTC 与 NSCC 合并成立 DTCC，2002 年，政府证券清算公司（GSCC）、抵押证券清算公司（MBSCC）与新兴市场证券清算公司（EMCC）加入 DTCC，使其成为集证券托管清算、融资融券等信用服务于一体的综合机构。

美国债券场外市场是由做市商与经纪商组成的债券交易商联络网。做市商通过报价系统向公众提供报价，做市商间的交易主要通过债券经纪商完成。国债方面，成交后交易记录立即传输至 FICC 进行确认及清算交割，并将结算清单在交易结束后送至相关机构，通过 Fedwire 完成款券同步交割。通常情况下，美国公司债为 T+2 清算，国债为 T+1 或者当日清算。DTCC 提供中央对手方服务，在交易对盘后的信息返回给参与者时（通常是 T+1 日），DTCC 对交易合同的最终执行承担保证责任。若成员无法执行交易（如破产等），DTCC 则自动承担履行合同的责任。

目前，美国市场实现了交易的净额清算，其服务主要由 NSCC 和 FICC 提供。此清算方式在每个工作日结束时，根据轧差原则计算交易商的净债权债务。在单个交易商的清算中，净额付券方和净额收券方可能并非原交易对手，因为该清算方式多笔交易同时进行，并以净额作为结算依据。

2. 欧洲

欧洲登记托管、清算、结算机构相对集中，趋于统一。目前各类债券主要登记托管在欧清银行、德国明讯银行。各类债券交易的清算业务主要由欧洲期交所清算公司 (Eurex Clearing)、伦敦清算所 (LCH Clearnet) 负责。欧清银行、明讯银行为各类债券交易提供证券交收服务 (徐欣晗 等, 2021)。欧洲 70% 以上的债券清算都是通过 Eurex Clearing 和 LCH Clearnet 完成的。

托管和结算机构方面包括德国明讯银行、欧清银行、西班牙的 Iberclear、意大利的 Monte Titoli 和瑞士 SIX SIS 等。欧洲 80% 以上的债券结算交收都是通过明讯银行和欧清银行完成的。长期以来，欧清银行与明讯银行的核心业务都集中在结算、中央托管和国际托管业务，且都集成了债券清算、证券交收和资金交收业务，相互间还有桥式的跨系统结算机制。两大证券结算系统的最大特点是同时掌管证券与资金账户，实现 DVP 模式。

清算方面，欧洲期交所清算公司于 1998 年在德国注册成立，目前主要负责欧元债券、回购、法兰克福股票交易所、爱尔兰股票交易所等市场的清算，产品包括衍生品、债券、回购、股票和能源等。伦敦清算所由原伦敦清算所和 Euronext 附属的结算所 Clearnet S.A. 于 2003 年 12 月合并而成，为欧洲主要交易所和绝大多数的电子平台提供中央对手 (CCP) 的清算服务，产品包括股票、衍生品、能源、回购、互换、债券等。目前 LCH Clearnet 已成为世界第二大固定收益和回购的清算机构。