



关于完善相关制度、助力债务融资工具健康发展的思考

Thoughts on Improving Debt Financing Instruments

雷继平 王巍

摘要：银行间市场是债券市场的重要组成部分，交易商协会的自律规则是银行间债券市场的重要法律渊源。本文认为，完善银行间债券市场制度的方向，应当包括细化自律规则、完善中介机构“看门人”责任的边界；推动落实现有受托管理人制度，为受托管理人履职提供保障；扩大中介机构服务“买方付费”模式的试点范围。

关键词：债务融资工具 制度完善 自律规则

Abstract: The interbank market is an important part of the bond market, and the self-regulatory rules of NAFMII provide a legal foundation for the market. This paper puts forward suggestions including refining the self-regulatory rules and perfecting the boundary of the "gatekeeper" responsibility of intermediaries. It also promotes the use of trustees and expands the scope of the trial use of the "buyer pays" mode of intermediary service.

Keywords: Debt Financing Instruments, Mechanism Improvement, Self-Regulatory Rules

党的二十大报告提出，“健全资本市场功能，提高直接融资比重”。2008年，人民银行正式确立了以注册制为特点的非金融企业债务融资工具（简称“债务融资工

雷继平，北京市金杜律师事务所合伙人；王巍，北京市金杜律师事务所顾问。



具”）。目前，债务融资工具已成为企业直接融资的重要金融工具，有效服务实体经济。

但是，2015年后，债务融资工具违约事件时有发生，同时，发行人信息披露不实也越来越成为市场发展的阻碍，如康得新、康德集团等虚假陈述事件，都严重损害了银行间市场的投资者信心，干扰了市场的正常秩序。2021年7月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，强调打击证券违法活动。同时，《中华人民共和国证券法》（简称《证券法》）2019年修订后，交易所市场的规则进行了更新，公司债券转向注册制。在监管趋严和相比其他同类市场的制度优势难再的情况下，银行间市场交易商协会（简称“交易商协会”）应该如何发挥制度供给功能、进一步完善债务融资工具制度，既回应国家金融政策，又发挥银行间市场的特色，更好地服务于实体经济？本文拟对此进行探讨。

交易商协会的自律规则是银行间市场制度供给的重要来源

债务融资工具的顶层框架存在一定制度留白

债务融资工具事实上是商业银行1997年整体退出交易所市场后，人民银行为弥补市场缺口而做的制度填补，其诞生时间

早于公司债券，事实承担了公司信用类债券先行先试的作用。也正是因此，债务融资工具建立之始，就是以原则性、基础性规定为主。

首先，债务融资工具的上位法主要是《中华人民共和国中国人民银行法》（简称《中国人民银行法》）和人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（简称《管理办法》），而前述法律、部门规章的规定都较为原则。一方面，《中国人民银行法》第4条主要是授权人民银行管理银行间债券市场，并未具体规定债务融资工具。另一方面，人民银行制定的《管理办法》仅19条，均为原则性的规定，并未做过多具体操作性安排。

其次，债务融资工具“参照”适用《证券法》的范围，也是以法律原则和基本精神为主。《证券法》是目前关于有价证券规定的最为详尽的法律，但学理上多认为，一方面，《证券法》第2条规定的适用范围是“股票、公司债券、存托凭证……”，根据人民银行、发展改革委和证监会共同制定的《公司信用类债券信息披露管理办法》第2条，债务融资工具与公司债券是“公司信用类债券”下并列的子项；另一方面，银行间市场源于《中国人民银行法》第4条的规定，前身是同业拆借中心，属于场外市场，不是《证券法》第七章规定的受国务院证券监督管理



机构监管的“证券交易场所”，故其不适合直接适用《证券法》的具体交易规则。本文亦同意，银行间市场更多是借鉴、参照《证券法》关于信息披露义务的整体制度框架和基本法律原则。

填补规则留白，事实上交由交易商协会的自律性规则实现

2007年，人民银行将金融市场司的部分职能分出，成立了交易商协会。交易商协会实行会员制和自律管理，通过后续的债务融资工具注册规则、短期融资券业务指引和中期票据业务指引，以及信息披露规则、中介服务规则、募集说明书指引、尽职调查指引等文件，事实上构建了整个债务融资工具的具体制度。

这种特殊的法律渊源在司法层面已得到认可。2020年，最高人民法院发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，其中第29、30条均将自律监管规则作为人民法院可以援引作为裁判依据的法律渊源。2022年1月28日，北京高院对一起涉及康得新集团中期票据的案件作出判决，其中指出，虽然交易商协会属于行业自律组织，自律监管规则不属于法律、行政法规性质文件，而是自律性要求，但是，这些自律规范文件符合我国证券法律法规的规定要求，是对相关证券法律法规规定的细化规范和补充，属于行业和专业领域的权威性判定，可以作为司法审判的重要认定依据。

完善现有制度，进一步明确中介机构“看门人责任”边界

结合银行间市场的特殊性，继续贯彻“过责相当”原则

理论认为，应对资本市场的信息披露不实分为“第一方责任策略”与“第三方责任策略”两种。前一种将法律责任的重点放在主要的违法者身上，后一种则将法律责任的重点放在与主要的违法者合作的第三方身上，亦即通说的“看门人责任”理论。

交易所市场受《证券法》调整。在“看门人责任”理论影响下，《证券法》自2005年修订后，一直对中介机构采取严格的连带责任，规定虚假陈述中存在过错的中介机构均承担连带责任，不区分过错的性质、程度与原因为力大小。这种严苛的责任形态面临市场的质疑，最高人民法院也一直通过司法审判实践进行必要的限缩。但作为对比，自债务融资工具产生之初，自律监管规则就极为谨慎地分配中介机构的责任。

《管理办法》第10条规定，为债务融资工具提供服务的承销机构、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构出具的文件中存在虚假陈述的，仅“就其负有责任的部分承担相应的法律责任”，与最高人民法院在《关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》等司法解



释中的立场是一致的。

这种特殊可能是因为，一方面，银行间市场直接参与投资的均为机构投资者，其有完善的“高风险高收益、低风险低收益”的投资者教育，更接近于私募市场，^①是否需要如交易所市场一般给予投资者倾斜性保护，合理性依据还需论证。另一方面，银行间市场的生态群落特殊。银行间市场因参与者范围特定，同一机构可能在多种角色中互换，此一时为投资者，彼一时就为承销机构，过于保护某一方，可能责任最终仍会由所有主体承担。

司法审判的态度明显是倾向于银行间市场的责任分配机制。最高人民法院于2022年1月22日颁布的《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》虽然是否适用于银行间市场还有待考察，但其第13条将中介机构应担责的“过错”区分为“故意”和“重大过失”，并排除了一般过失，已体现了最高人民法院的态度，与《管理办法》的“过责相适应”的态度一致。《管理办法》自2008年后一直没有更新，其未来的修订（如有）仍应贯彻这一宗旨。

应关注银行间市场承销机构的特殊性，进一步在自律规则中细化承销机构的勤勉尽责义务的边界

首先，银行间市场承销机构的特殊性在于其主要是商业银行。一方面，商业银行在尽职调查、评估发行人财务情况等投资银行业务时，专业能力可能不如专精于此的证券公司。另一方面，商业银行的独有优势是，商业银行一般都与发行人有长期的合作，在承销债务融资工具之前，可能已经深入了解了发行人的情况，掌握有更多的信息。

其次，相比于交易所市场，银行间市场对承销机构的定位更接近“承销”，要承担的责任也相对较轻，这是合理的。根据《管理办法》第10条、《非金融企业债务融资工具中介服务规则》第2条，银行间市场的承销机构与信用评级机构、会计师事务所、律师事务所等平行，均属于“中介服务机构”。而交易所市场中，根据《证券法》第85条、163条，承销机构与发行人的实际控制人/保荐人属于同一档，高于其他中介机构。

最后，让市场发挥资源配置决定性作用是银行间市场的基本理念，这从债

^① 非金融企业债务融资工具目前包括的产品有短期融资券（Commercial Paper, CP）、中期票据（Medium Term Note, MTN）、中小企业集合票据（Small-and-Medium Enterprise Collective Note, SMECN）、超短期融资券（Super & Short-term Commercial Paper, SCP）等。这些产品都是面向机构投资者发行的，具有典型的私募市场特征。



务融资工具诞生时就直接采取注册制可见一斑。但这在一定程度上可能对交易商协会自律规则的制定产生了影响，比如对于承销商履行承销职责的具体规范要求，目前银行间市场的规则不如交易所市场“严苛”。例如，以最重要的“发行人财务状况”这一信息为例，对比2020年版《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》第17条与《公司债券承销业务尽职调查指引》第12条，银行间市场仅是概括性地规定主承销商应调查“重要会计科目”“重大会计政策”“重要财务指标”；而交易所市场的规定则更加具体化，对包括但不限于前述调查事项进一步拆分，具体到“调查基本范围”“比较分析”“会计师事务所意见”“重要财务报表项目情况”“偿债能力”“或有信息”六个调查方向，对承销机构尽职调查职责的规定更加清晰。其他科目的核查标准情况亦类似。^①

但本文认为，应当加强制定严格自律管理规则的考量。自律规则的精细化处理，看似“限制”，实则有利于保护承销机构，因为详尽的尽职调查指

引、执业规范要求是承销机构的“防火墙”。最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第29、30条规定，执行了自律监管规范规定的程序，是承销机构抗辩自身勤勉尽责最重要的依据。投资者在债券违约时以虚假陈述寻求中介机构尤其是承销机构兜底，是目前实践的常态。越详尽、越没有模糊化和自由解读空间的职责范围，反而有助于承销机构证明自己已经按照执业规范的要求行事。

可借鉴交易所市场的既有实践，明确区分专家责任与非专家责任

债务融资工具的发行有多个中介机构的参与，之间工作交叉较为普遍，其中，会计师事务所的工作又是其他机构工作的重要基础。在域外证券法实践中，一般将中介机构的注意义务分为两种：（1）特别注意义务（又称专家责任、高度注意义务），即注意义务主体的行为应当符合本职业或行业中一个合格的且具有普通谨慎的从业人员在相同或相似条件下所应采取的行为标准；（2）一般注意义务，即行为人应当达到社会正常理性人相同或相似

^① 例如，就“信用增进情况”事项的调查要求而言，《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》仅在第19条概括性地规定了应当调查信用增进措施安排、关注其有效性。而《公司债券承销业务尽职调查指引》则第16条详尽地从“调查保证人信息”“担保合同/担保函的内容审核事项”“抵押或质押担保资料的核查事项”以及“其他增信措施的具体内容、主要协议条款、实现方式、相应风险”等四大方面给出指引，要求承销商核查的事项更多、更详尽。



条件下所应采取的行为标准。

特别注意义务与一般注意义务的区分，是中介服务机构界定彼此权责范围、避免动辄得咎的重要制度依赖。最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》中已经肯定了“特别注意义务”和“一般注意义务”的区分，后续的《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》也变相吸收了该精神。

银行间市场可以在自律规则中纳入最高人民法院的这一司法意见。交易商协会制定的《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引》，虽在部分条款^①中涉及不同中介机构互相援引专业意见时的处理，但并没有区分不同的注意义务，未来进一步修订时，可以补足。这种处理亦有先例，交易所市场在新修订的《公司债券承销业务尽职调查指引》第2条、第3条、第5条，以及《律师事务所从事首次公开发行股票并上市法律业务执业细则》第4条、《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》第7条等涉及中介机构勤勉尽责义务的具体规定中，已经直接、明确地规定了“特别注意义务”和“一般

注意义务”，与司法规则保持了一致。

完善现有制度，还应关注如何落实受托管理人功能

债券市场领域的受托管理人制度起源于美国1939年的《信托契约法》。2020年7月1日，交易商协会已发布《非金融企业债务融资工具受托管理人业务指引（试行）》（简称《业务指引》）及配套制度，在银行间市场推广受托管理人制度。但从实操来看，无论交易所市场还是银行间市场，受托管理人制度的运作可能未达到预期效果。有待完善之处包括以下几个方面。

债务融资工具受托管理人的法律性质定性不明，需要通过更高层级的规范性文件明确

《业务指引》的性质是交易商协会秘书处发布的业务指引性文件。作为对比，公司债券的受托管理人的授权来源于《证券法》的直接规定，且有证监会、证券业协会、交易所的部门规章、行业自律性文件等配套措施。

通过《业务指引》构建受托管理人制度的做法，是交易商协会在难以立即修改上位法的情况下做出的变通处理，且方便根据市场运行情况灵活调整。但《业

^① 如《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》第6条、第7条。



务指引》层级较低的实际情况可能产生的问题是，债务融资工具受托管理人的“身份”缺少权威性的界定。由于债务融资工具不方便直接适用《证券法》，其只能转向一般法理寻求突破口。学理上认为，债券受托管理人的制度其实是信托法律关系，以“受人之托、忠人之事”为法律特征，其本质是债券持有人基于对受托人的信任，将其持有的部分债券权利作为信托财产交付债券受托人，由受托人以自己的名义为债券持有人的利益行使权利。但这一学理解释面临的问题是，我国目前并无一部规范资产管理行为的“信托业监督管理法”，现行《中华人民共和国信托法》（简称《信托法》）下的信托业主要由银保监会监管，直接适用《信托法》又存在人民银行与银保监会的监管协调问题。

“身份”缺少权威性的界定带来的隐患是，“受托管理人”的职责不明，履责的“底气”不足。例如，公司债券受托管理人的工作不仅包括违约和风险处置阶段的工作，还包括存续期内的常规监测和督导，但《业务指引》列举的债务融资工具受托管理人职责主要是前者，受托管理人在存续期内是否有督导义务？又如，公司债券受托人的职权包括在债券违约后要求发行人追加担保或履行约定的偿债措施，而债务融资工具的受托管理人就没有该权限。再如，债务融资工具的受托管理人自身并非发行人的债权人，实操中，也难以

办理强制执行公证。

事实上，有观点认为，在目前的制度设计下，债务融资工具的受托管理人类似于事务通道类信托中的受托人，能发挥的作用极其有限。从长远看，解决前述问题，需要交易商协会根据《业务指引》的运行情况，尽力推动修改更上位的规范性文件乃至规章来确立债务融资工具受托管理人的法律地位。本文认为，如果因涉及人民银行、证监会的职责划分，不适合将债务融资工具适用《证券法》，也可以通过由人民银行修改《管理办法》的方式解决。

债务融资工具受托管理人的具体履职存在障碍，应通过修改交易商协会的自律规则提供制度保障

受托管理人制度已运行一段时间，也暴露出一些实操层面的问题，需要交易商协会关注和支持。例如，受托管理人垫付费用的问题，债券违约后，投资者基本不愿再投入进一步的费用，而受托管理人履行职责，包括提起诉讼追索，均需要承担成本，如果要求受托管理人垫付，本就收费微薄的受托管理人可能并不愿意。目前《业务指引》第15条规定的解决路径，是协商一致后受托管理人再履职。但这一解决方案可能过于拖沓，耽误维权的最佳时机。又如，《业务指引》第12条、第16条规定，受托管理人应持续关注、核查信用增进安排的实施情况。但债券的信用增进措施的定义和范围存在一定的模糊性，可



能包括流动性支持承诺、第三方回购承诺等，受托管理人有无关注和监督的能力，存在疑问。再如，受托管理人的履职的有效性，在一定程度上依赖于发行人和主承销商的配合，但现有规则并未规定主承销商配合供给信息的义务。如果受托管理人与主承销商不是同一主体，如何通过制度保障，让受托管理人有能力获取履职所需信息，也是需要交易商协会考虑的问题。

在现有制度外，还可关注、探索中介服务“买方付费”模式

鼓励、培育买方付费模式，有助于补足“看门人责任”制度的缺陷

债务融资工具自产生就采取注册制管理，监管机构不做投资价值与风险判断。市场发挥资源配置决定性作用的基础，是发行人的信息披露。而保障发行人信息披露质量，则依赖于中介机构这些“看门人”。

一个无法回避的问题是，“看门人”理论的基础，是投资市场上的中介机构作为投资市场的重复博弈者，具有市场声誉，其承销或提供专业意见的行为就已经向市场表明，已经对发行人的产品和诚信进行了评估并向发行人出租该声誉。但这一制度设计面临两重实践障碍。其一，中介服务机构本身的弱势。“看门人”发挥作用的前提，是律师、会计师和承销商的职业和资产都在发行人之外，有能力代表

资本市场履行私人监控职能。其假设中介服务机构相对于发行人具有优势地位，有能力拒绝发行人。但在实践中，中介服务机构都是由发行人聘请、付费，本身又面临同质化竞争，难以说“不”。其二，潜在的利益冲突。制度设计上，中介机构的服务对象是市场中的投资者，其应对投资者尽勤勉尽责和忠实义务；但实操中，“买单”的主体却是发行人，这天然存在利益冲突。因此，制度设计上也要考虑重新设计利益、责任、成本的平衡，尝试让中介机构在利益上独立于发行人，让看门人不为入场者服务，不对入场者负责。“投资者付费”正是一种可能。

债务融资工具在信用评级上的前置探索，证明买方付费模式有可操作性

早在2013年的《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引》中，交易商协会即已经开始探索信用评级机构“发行人委托评级”“投资者委托评级”“信用评级机构主动评级”等多种评级方式。2018年起，交易商协会已经开始针对信用评级开展推荐投资者付费的尝试。2022年8月6日刚生效的《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》规定“继续引导扩大投资者付费评级适用范围”，将这种尝试上升为规范性文件的层次。

从实践来看，交易商协会的前述尝试取得了积极正面的反馈。交易商协会主导成立的中债资信评估有限责任公司（简



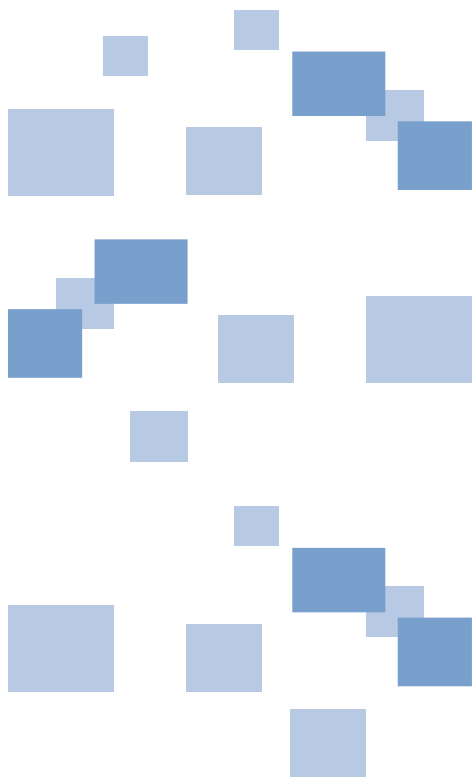
称“中债资信”），是目前主要采取“投资者付费模式”的信用评级机构。从评级结果上看，其评级结果形成了以A-为中枢，“中间大、两头小”的类正态分布，评级结果和评级区分度更有客观性；从评级预警上看，据统计，其级别中值首次下调时间平均在违约前19个月左右（由A降至A-），预警反馈更及时。对中债资信的评级模式，市场基本是正向评价。

而从可操作性上，中债资信采取的是“评级结果公开、评级报告投资者自行付费购买”模式。信用评级机构、会计师事务所、律师事务所三类中介机构在债务融资工具发行过程中提供的专业产品具有共性，均可以复制这种模式。承销机构的业务模式虽然不适合直接使用投资者付费，但承销机构的工作依赖于会计师、律师的工作，投资者付费模式带来的信息披露质量提高，最终也会传导到承销机构的工作中。

当然，投资者付费模式面临的一大问题是，在发行人“抵抗”的情况下，中介

机构获取信息的渠道较窄，这有赖于交易商协会通过重塑自律监管规则，为其提供制度助力。^[N]

学术编辑：卢超群



参考文献：

- [1]陈洁.证券虚假陈述中审计机构连带责任的厘清与修正[J].中国法学,2021(06):201-221.
- [2]刘迎霜.公司债券受托管理的信托法构造[J].法学评论,2020,38(03):93-107.
- [3]汤欣,李卓卓.新修虚假陈述民事赔偿司法解释评析[J].法律适用,2022(03):61-72.
- [4]吴育辉,翟玲玲,张润楠,魏志华.“投资人付费”vs.“发行人付费”:谁的信用评级质量更高?[J].金融研究,2020(01):130-149.
- [5]那会强.银行间债券市场虚假陈述民事责任纠纷的法律适用[J].多层次资本市场研究,2022(02):168-178.
- [6]那会强.证券中介机构法律责任配置[J].中国社会科学,2022(05):83-102+206.