债券主承销商合理信赖的适用与完善

杜　琦　徐　玮　谈绪军　李　轩

摘　要　我国债券主承销商从牵头责任到区分责任，合理信赖制度逐步确立并细化，但实践中存在操作规范不明确、执法司法衔接机制不畅、司法裁判尺度不统一等问题。本文基于法律现实主义理论，提出以“动态标准”设计合理信赖规则，结合公共政策在个案中进行法益衡平的综合性、精细化方案。在我国当前“审慎合理信赖”模式下，区分一般情形审慎核查、重大异常必要复核的“两步走”机制需进一步兼顾程序与实体，完善形成新“五步判断法”，概括五种“交叉事项”，归纳四类“重大异常”情形，树立直观的“警示红旗”，以穿透式视角通过“事后重建”实现个案公正。为保障投资者充分受偿，可引入赔偿救济机制，推进中介职业责任保险等。通过政策引导、法律约束、市场监管等一系列综合施策，形成“信赖不依赖、尽责不全责、在位不越位”的责任文化，助力债券市场高质量发展。

关键词　债券主承销商　合理信赖　审慎合理信赖　注意义务动态标准

一、引言

党的二十届三中全会明确提出加快多层次债券市场发展，强调对财务造假方追责与加强中介机构监管并重，为债券市场优化体制机制建设、迈向高质量发展提供明确部署与前瞻布局。经过三十多年的发展演进，我国已成为全球第二大债券市场，2024 年债券市场共发行各类债券 79.3 万亿元，同比增长 11.7%，其中，公司信用类债券发行 14.5 万亿元。随着近年来债券违约率居高不下，虚假陈述案件越发常见，券商、银行等债券主承销商经常成为投资者索赔的“深口袋”。对此，我国司法及行政监管规则均确立了合理信赖原则。但从五洋债案判令主承销商承担全额连带责任，到康得债案主承销商成功运用合理信赖抗辩免责，反映出当前存在一定程度的适用规则不一、职责边界不清、合理信赖抗辩空间不足等现象，不仅影响债券市场各主体的归位尽责，而且成为促进债券市场高质量发展亟须解决的重要问题。本文以债券主承销商的合理信赖规则及适用困境为切入点，重点梳理立法执法司法实践，提出完善我国债券主承销商审慎合理信赖机制的意见与建议，切实增强资本市场制度的包容性、适应性。

二、理论溯源：债券主承销商合理信赖的法理基础与内涵外延

新“国九条”提出，推动债券市场高质量发展，服务“五篇大文章”，完善市场化法治化多元化的债券违约风险处置机

杜琦，长江证券股份有限公司法律合规部总经理；徐玮，长江证券股份有限公司法律合规部副总经理；谈绪军、李轩，长江证券股份有限公司法律合规部；长江证券股份有限公司周勇、黄厚琳、李宝军、徐宇晴对此文亦有贡献。本文为 2024 年“NAFMII 研究计划”获奖成果。

制，严查欺诈发行等违法违规行为。全面实行注册制，强制公开原则是当今趋势。为提升债券市场信息披露质量，发行人、中介机构、投资者、监管机构需各司其职、归位尽责。相较于投资者和发行人，中介机构为债券业务领域“专家”，在职业高度分工的情况下，应充分发挥专家作用，针对专业和非专业事项，相应履行特别注意义务和一般注意义务。

（一）债券市场的桥梁枢纽结构与看门人机制演变

从债券运行的整体逻辑来看，发行人、中介机构及投资者呈现“桥梁枢纽结构”。中介机构居于发行人和投资者两端，发挥资金流动、传递交易信息、推动供需结合的“枢纽”作用。但中介机构能否有效发挥市场和监管机构所期待的“看门人”作用，则需要结合理论和实践进行检视。

“看门人理论”最早诞生于美国法学界，由斯坦福大学法学院教授吉尔森和耶鲁大学法学院教授克拉克曼于 1984 年提出。看门人分为私人看门人（或市场看门人）与公共看门人，前者主要包括会计师事务所、律师事务所、承销商等中介机构，后者主要指监管机构。现实中主要强调压实私人看门人责任。美国联邦最高法院在判决中指出，看门人直接向投资者承担信义义务（科菲，2011）。

随着 2001 年安然案中介机构的失灵，理论界与实务界开始对看门人理论进行反思，2007 年次贷危机进一步暴露了看门人制度的局限。美国先后颁布《萨班斯法案》《多德 - 弗兰克法案》，旨在强化证券稽查预算和力量，用刑事手段处罚造假者，并强化内部举报人作用，弥补看门人的不足。国际资本市场呈现出“去看门人”的趋势，强调要发挥公共看门人作用，适当收缩市场看门人的角色（邢会强，2022）。

（二）中介机构的分工协作结构与合理信赖之界定

发行人是债券信息披露的主要义务人及直接责任主体，中介机构属于信息的使用者、信息披露的监督者及责任主体，承担把关责任。主承销商、会计师事务所、律师事务所等中介机构基于各自对本专业事项的核查确认形成彼此间的合理信赖关系。

从理论溯源来看，“合理信赖”一词更多在民法语境下展开，基于强调个人自由和社会分工，信任他人做出有道德的行为，违背道德信任需承担诚信责任，违约方应承担违约赔偿责任（曹相见，2024）。债券合理信赖制度则更多体现为专业领域有效分工，各中介机构在各自专业领域内履职尽责，违反者将承担相应的侵权责任。

正如美国联邦最高法院鲍威尔大法官所言，之所以确立合理信赖抗辩，是因为依赖经公共会计师认证的财务报表是合理的，而且其对于证券市场的正常运作至关重要，“在会计师违规的情况下，有过错并应承担责任的是会计师本人，而不是那些善意依赖其专业判断的人”。[①]

（三）职责边界的交叉重叠结构与注意义务客观化

在职责区分视角下，中介机构各自负责的专业事项呈现出“交叉重叠结构”。按照《公司债券发行与交易管理办法》等相关规定，中介机构之间的责任边界体现为：

① John Nuveen & Co., INC. v. Sanders, 450 U.S. 1005 (1981).

一是中介机构对本专业相关事项负有特别注意义务，对各自出具的专业文件负责；二是中介机构对非本专业相关事项负有一般或普通注意义务，按要求履职；三是中介机构可以合理信赖其他专业机构出具的专业意见。

注意义务的区分涉及不同中介机构的核查范围，需要予以厘清。关于中介机构的特别注意义务，通常认为专业人员对自身专业范围内的履职应当达到本行业或团体的一般水平。但一般注意义务的认定存在异议，有学者认为其参照的是社会大众的一般注意水平（秦悦民，2023），另有学者认为专业人员对非专业事项应保持合理怀疑，而不是以社会大众的知识水平来确定（陈洁，2024）。

本文认为，在过失客观化认定的趋势下，注意义务可类型化为三种：专家的注意义务＞理性合理人的注意义务＞社会大众的注意义务。鉴于中介机构的专业知识和技能非社会公众可比，不宜忽视中介机构的职业属性而适用社会大众的一般注意义务，中介机构的一般注意义务应设定低于专家但高于社会大众，即具有理性的合理人的注意义务。

三、现状剖析：我国债券主承销商合理信赖制度沿革与适用困境

我国债券市场的发展，从“九龙治水”多头管理到逐步形成交易所市场与银行间市场的分头监管模式，共同构成了分层次、多元化格局。实践中，债券主承销商负有责任的部分相较于其他中介机构更为广泛，虽然中介机构相互监督能够尽量确保披露信息真实、准确、完整，但对区分中介机构间的责任造成了较大困扰。如何推动各中介机构各司其职、各负其责，是我国立法、执法、司法实践需长期关注与研究的问题。

（一）从牵头到区分，合理信赖制度确立并细化

1. 第一阶段：合理信赖制度的空白时期

我国早期制度中对承销保荐机构采取了严格的“牵头责任”模式（郭雳，2011），要求承销保荐机构对各专业事项均进行独立判断。如 2006 年证监会《保荐人尽职调查工作准则》规定保荐人对于有无其他中介机构专业意见支持的内容采取不同的核查标准，尚未确立“合理信赖”规则。2015 年《公司债券承销业务规范》则要求主承销商对于专业意见部分应当“审慎核查”“独立判断”。

合理信赖制度早期出现在律师等其他中介机构执业规范中。例如，证监会、司法部 2007 年发布的《律师事务所从事证券法律业务管理办法》规定了律所的“一般注意义务”与“特别注意义务”。2015 年全国律师协会《律师从事证券法律业务尽职调查操作指引》明确提出合理信赖的概念，律师对于财务、会计等其他非法律专业事项仅承担一般注意义务，可基于合理信赖直接援引其他中介机构的工作成果。

2. 第二阶段：合理信赖在制度层面的确立

随着新《证券法》的施行和注册制改革的推进，中介机构责任进一步厘清。2020 年 6 月，证监会修订《证券发行上市保荐业务管理办法》，首次在部门规章层面明确提出合理信赖原则。2021 年 7 月，证监会发布《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》，重申对

专业意见以“合理信赖”为一般原则。随后，交易所、银行间市场分别对主承销商的合理信赖规则做出明确安排。2022 年修订的《公司债券承销业务规范》与 2023 年修订的《非金融企业债务融资工具尽职调查指引》均规定，对于其他中介机构的专业意见，主承销商可以在履行普通注意义务的基础上进行合理信赖。

五洋债、华泽钴镍等案件的发生，也推动了司法实践对合理信赖制度的关注与认可。2020 年 7 月，最高法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》以特别注意义务和一般注意义务的标准明确了债券承销机构的免责抗辩事由。2022 年 1 月，最高法院公布《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》，标志着在民事责任层面全面确立承销保荐机构的合理信赖规则。随后，最高法院发布《关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》，强调应坚持排除职业怀疑后的合理信赖标准，提高裁判标准的包容性和精准性，防止过分苛责中介机构产生“寒蝉效应”。

3. 第三阶段：审慎合理信赖规则的细化

在行政与司法层面确立合理信赖制度的基础上，证监系统进一步深入探索了合理信赖规则的细化与具体适用。2022 年 1 月，证监会发布《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》，专列“完善合理信赖制度，进一步督促中介机构归位尽责”部分，并提出具体的“五步判断法”核查程序。2022 年 5 月修订的《保荐人尽调工作细则》对该内容进行细化。中国证券业协会 2023 年修订《公司债券主承销商尽职调查指引》沿用了保荐业务规则，从原制度规定的主承销商原则上可以合理信赖，修改为“在履行审慎核查和必要的调查复核程序的基础上”进行合理信赖。相较于银行间债务融资工具，公司债券对主承销商履行普通注意义务的标准及程序提出更高要求，强调主动履职与审慎核查义务。

（二）从成文到落实，合理信赖抗辩的适用困境

我国债券主承销商合理信赖制度从无到有、逐步细化，但中介机构之间的职责边界、注意义务及合理信赖制度等规定仍较为宽泛，实践中执法、司法层面对于中介机构履职标准存在认定不一等问题，使得主承销商合理信赖抗辩窒碍难行。

1. 债市规则不一：交易所和银行间市场差异监管

交易所市场以高活跃度、多元投资者群体为特点，在合理信赖规则上采取了相对严格的实体及程序性规定，更加强调主承销商审慎、实质性核查，明确了“五步判断法”核查要求。相较而言，银行间市场的市场参与者多为大型金融机构等专业投资者，彼此间信息透明度较高，更注重对发行人信用评级和偿债能力的评估，对主承销商合理信赖的核查程序要求相对灵活。

不同市场在主承销商的尽职调查标准与要求上亦存在差异。交易所市场 2023 年修订《公司债券主承销商尽职调查指引》，强调细化尽调工作，主承销商不仅应完成规定的程序动作，更要实质核查发行人情况。而银行间市场 2023 年修订《非金融企业债务融资工具尽职调查指引》，进一步明确了各类中介机构的尽调工作重点，厘清主承销商的尽调范围。上述差异导致了主

承销商合理信赖抗辩时面临不同的依据与适用情形。然而，现行司法实践并未充分考虑债券市场差异，而是倾向于适用统一的规则和标准，在一定程度上削弱了合理信赖抗辩的适用效果。

2. 边界区分不明：中介机构之间职责划分模糊

注册制下对债券未来价值做决定性判断的主体为市场机构而非监管机构，各中介机构的市场看门人责任进一步强化，但关于各中介机构履行普通注意义务的要求并非完全一致。如《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第十五条规定律师对于非法律相关事项履行普通人一般的注意义务；而《公司债券发行与交易管理办法》第四十一条针对非专业领域事项，并非依照社会大众的一般注意水平来衡量主承销商一般注意义务之履行，其职业属性强化了核查职责与一般注意义务要求。

考虑到债券发行工作量大、面广、类多且专业性强，各中介机构相互引用专业意见的情况很常见，致使普通注意义务与特殊注意义务间的边界模糊，我国执法司法实践虽进行了相关探索，但从现有案例来看仍存在理解分歧。如五洋债案中，主承销商主张其通过查验审计报告、财务报表等资料，已对应收账款履行普通注意义务，而浙江高院认为该事项属于债券承销商核查事项，应履行特殊注意义务。[①] 中安科案中，上海高院认为涉及收入确认等财务会计问题并非承销保荐机构专业范围，进而认可承销保荐机构对其承担一般注意义务。[②]

美国司法实践则根据承销商履职能力及具体案情判断信赖专家意见的合理性。例如，软件工具公司案（In re Software Toolworks Inc.）中，法院认为承销商采取了听取会计师事务所解释、要求其书面确认合同情况、联系其他会计师事务所确认处理方法是否适当等措施，足以说明承销商信赖审计机构的合理性；而且，分析收入确认的合理性是会计师事务所的责任，在已有书面确认意见的情况下，要求承销商发现经审计的收入确认不当是荒谬的。[③]

3. 操作规范不清：合理信赖核查认定的混淆

合理信赖制度的模糊性对债市执法司法实践适用提出了较高的规则解释要求。对于规定的理解不一致，或将致使中介机构以现行规则构建起来的“必要核查 + 合理信赖”抗辩体系难以对抗监管的行政处罚及投资者的赔偿请求权。例如，《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》将“即使完整履行了相关程序也难以发现”作为主承销商的免责抗辩情形，但未说明“相关程序”具体所指；再如业务规则层面，现行《非金融企业债务融资工具尽职调查指引》明确了主承销商可以在履行普通注意义务后合理信赖中介机构出具的专业意见，但未阐明普通注意义务之构成要件。2023 年《公司债券主承销商尽职调查指引》对主承销商履行普通注意义务的程序和要求做出细化规定，但仍存在词义涵摄范围不明晰、实施尺度不明等问题，如第六条、

① 参见浙江省高级人民法院（2021）浙民终389号民事判决书。
② 参见上海市高级人民法院（2020）沪民终666号民事判决书。
③ In re Software Toolworks Inc., 50 F.3d 615, 38 F.3d 1078 (9th Cir. 1994).

第七条共出现三种关于“审慎核查”的适用语境，不同语境下审慎核查是否为同一所指、若有差异则核查尺度如何把握等问题仍有待考量。规则层面的模糊性留下思辨空间，同时给具体适用带来不确定性。

境外国家及地区对确立并完善注意义务及审慎核查标准做出了有益实践。例如，日本对虚假陈述案件中主承销商抗辩设置了“相当注意义务”“履行相应核查职责”的要求，构建起较为细化的承销审查的框架，日本证券业协会发布的《对财务报表等的审查指引》以主承销商能履行何种程度的注意义务为前提，形成了“发现 - 确认 - 消除”可疑现象为主线的审查方法。[①] 又如，中国香港证监会发布的《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》从判断专家的可信赖性、确认专家工作范围适当性、核查专家报告所依据的基准及假设、对照排查异常情形等方面明确设置了保荐人的“四步走”核查程序。[②]

4. 衔接机制不畅：行政处罚的实质前置化倾向

我国新虚假陈述司法解释取消了行政处罚作为司法审判的前置程序，司法审理中介机构责任从形式审查迈入了实质审查的新阶段，然而这一转变并未完全消除行政处罚在司法审判中的潜在影响，实践中存在行政处罚实质前置化倾向。法院在审理证券虚假陈述民事案件时，依然可能倾向于将行政处罚作为判断责任归属和赔偿标准的重要参考，比如，监管机构是否对涉案公司、中介机构立案调查或是否已出具处罚决定。若监管调查尚在进行中，法院可能以案件事实尚未查清、证据不足等为由驳回投资者起诉。若监管处罚已经认定存在虚假陈述行为，即使主承销商能够证明其已尽到合理审查义务并合理信赖了专家意见，法院仍可能据此做出对其不利的判决，主承销商在运用合理信赖抗辩时可能面临更大的挑战。

5. 落地适用严苛：合理信赖抗辩空间相对有限

在我国司法实践中，合理信赖制度的具体适用存在较大争议，裁判尺度并不统一。承销保荐机构受制于“牵头人”角色这一法律定位，如康得债案[③] 此类成功运用抗辩免责的案例较少（邢会强，2021）。如乐视网案中，法院指出相较于其他中介机构的特别注意义务一般只及于某一专业领域，保荐人的特别注意义务更为复杂，认

① 日本证券业协会2010年组织了“关于振兴公司债券市场的座谈会”。座谈会分设四个部会，第一部会主题为“证券公司承销审查的重新审视等”，从2010年6月到2012年6月共进行了58次讨论会议，参与人员来自政界、学者、证券公司、银行、会所等，比如，日本金融厅、经济产业省、东京证券交易所、东京大学、中央大学、大和证券、野村证券、UBS证券、瑞穗银行等，制定发布了《社債市場の活性化に向けた取組み（案）》（「社債市場の活性化に関する懇談会部会」报告），访问链接为https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/shasaikon/files/houkokusyo120711.pdf，2025年4月17日访问。

② 香港证券及期货事务监察委员会：《有关监管保荐人的咨询文件》，载香港证监会官网2012年5月，https://sc.sfc.hk/TuniS/apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/openFile?lang=TC&refNo=12CP1，2025年4月17日访问。

③ 参见北京市高级人民法院(2023)京民申287号民事裁定书。康得债案中，法院认为案涉虚假陈述信息属于专业财务信息，并援引自专业审计报告，不宜对主承销商苛以过高的核查义务，主承销商中信建投及浙商银行对案涉债券发行已尽到了相对合理的注意义务。

为平安证券未完全履行勤勉尽责义务，但也不应无视其受制于当时核查手段与工具的局限性，属于通过尽职调查未能发现异常情况，最终判决其承担 10% 赔偿责任。[①]

反观我国律师事务所、评级机构等非审计类证券服务机构，其合理信赖抗辩适用相对宽松，诉讼时更容易通过合理信赖抗辩来免除或减轻责任。虽然对于主承销商实施严格的责任认定在一定程度上有助于拓宽投资者的索赔路径，即所谓的“深口袋”效应，但从实际效果来看并未有效实现督促中介机构相互监督的监管初衷，相反可能无意中助长了造假行为，使得造假者有机会将违规成本转嫁给其他中介机构。

四、完善建议：法律现实主义路径下的综合性、精细化方案

在西方法律界，现实主义与形式主义之争由来已久，在法官受制定法的约束问题上分歧明显。美国当代形式主义代表斯卡利亚大法官认为，制定法解释活动应遵循“模范正典”，关注程序正义；而主张现实主义的波斯纳法官则认为司法适用是对法律后果的系统性实用主义考量，除了考虑法律之外，必须考虑对社会、政治制度及司法体制的系统性后果（波斯纳，2014）。我国新《证券法》近五年一磨，《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》近二十年一铸，顶层设计的安定性注定债券虚假陈述相关法律规定不能过于频繁变动。随着债券市场监管需求的不断更新及虚假陈述场景的复杂多变，实践的多样性与认识的上升性带来了裁判规范供给不足的困境。借鉴法律现实主义思想，结合公共政策在个案中进行法益衡平，以“动态标准”设计合理信赖规则，是能动监管的要求，也是司法公正的应有之义。为助力实现债券市场的早日成熟，提出如下综合性、精细化建议。

（一）坚持法律现实主义，构建差异化的动态标准

从域外法来看，合理信赖抗辩并无统一的具体标准与要求。欧美国家多采取“原则合理信赖”模式，即以承担消极调查义务为基本原则，例如，在美国证券法体系中的合理信赖抗辩模式下，承销商无须对专家意见部分开展尽职调查，出现危险信号（Red Flags）[②] 才触发调查义务（Sjostrom，2006）；德国通说认为，对于专业机构提供的报告，承销机构若无充足的怀疑理由，便不负有积极调查及审核义务（主力军，2005）。日本、中国香港及中国台湾采取“审慎合理信赖”模式，要求中介机构应尽到相当注意义务或者有正当理由确信专家意见部分不存在虚假陈述，才能达成免责抗辩。

而抗辩是否成立往往受到损失金额、主观恶性及客观行为的严重程度等多重因素影响，需要立足于案件事实进行具体

① 参见北京市金融法院（2021）京74民初111号民事判决书。

② 什么构成危险信号是一个事实问题，取决于案件的特定情况和背景，任何使被告对注册登记表的准确性失去信心的信息，都是一个危险信号，不论其是否与会计欺诈或审计失误有关。若出现危险信号，承销商应通过进一步核实以确保自己对该专家意见部分的准确性感到满意，否则，必须按要求披露、退出承销。参见In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y.2004).

判断。美国法院在埃斯科特诉巴克利司案（Escott v. BarChris）判决中提及，“很难确定通用的、一成不变的规则来确定核实工作应达致的程度，应从案件的具体情况进行分析”[①]。国际资本市场协会一级市场手册也指出，“每项发行间的程序差异很大，我们不可能针对性地规定哪些或什么样的尽职调查程序是适当的”，“应结合每项发行的具体情况来仔细考虑尽职调查应达致的水平”。

不同国家、不同时期对于合理信赖采取差异化标准。正如英国学者所言，“政策选择所面临的挑战便是，在鼓励商业冒险和防止鲁莽行为、滥用权利行为之间寻求合理的平衡”（费伦和何禄赞，2021）。到底是鼓励创新发展抑或从严从重监管，很大程度上取决于一国经济金融发展所处的阶段和下一阶段经济金融发展所选择的模式。

在我国债市发展之初，对于债券市场本身认识有限叠加亚洲金融危机影响，促使监管以风险控制为导向，导致顶层设计在投资者保护端不断加码。随着新《证券法》施行、注册制改革的推进及五洋债等案件的发生，逐渐推动对合理信赖制度的探索和分析，区分交易所市场与银行间市场，构建市场特色的合理信赖适用规则。随着以偿债能力为核心的债券信息披露制度建设持续完善，债券市场定价效率与投资者的金融素养持续提升，也可以相匹配地在融资效率端增加砝码。通过持续完善配套制度机制建设，为中介机构切实勤勉尽责提供明确指引，在平等保护与融资效率间寻得最优平衡点。

（二）对于审慎信赖模式，厘清边界细化操作规范

党的二十届三中全会提出惩防结合，强化对财务造假方追责与加强中介机构监管并重。新“国九条”强调压实中介机构“看门人”责任、强化发行上市全链条责任。从当前打击财务造假、压实看门人责任、维护投资者信心等政策导向来看，我国目前采取的是审慎合理信赖模式。接下来，可以结合我国执法司法实践，参考域外经验，对于一般情形审慎核查、重大异常必要复核，完善、细化具体核查要求。

1. 厘定注意义务边界，合理区分交叉性事项

审慎信赖的前提与基础在于区分不同注意义务的边界，中介机构各自不同的专业领域匹配不同的特殊注意义务，对于非专业领域事项至少应达到各自专业领域的一般注意程度。鉴于现有规则体系中对主承销商、律师事务所等不同中介机构所设定的普通注意义务要求不一致，建议细化银行间市场《非金融企业债务融资工具尽职调查指引》第九条关于主承销商普通注意义务之构成要件，并对《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第十五条进行同步调整，以“理性合理人的注意义务”作为各中介机构的统一履职标准。

采取审慎信赖模式既非中介机构间的职责完全重叠，也并不意味着泾渭分明、完全平行，而是从“减少重复劳动”的本旨出发，回归以审慎信赖为原则，以交叉复核为例外的合理信赖应有之义，与当下“两强两严”的政策步调保持一致，与债券市场的诚信环境相适应，与成熟的域外

① Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968) .

法规则和司法裁判经验相协调。表 1 根据主要监管规定，对中介机构注意义务进行梳理，总结注意义务重合或交叉查验情形。现有规则体系赋予各中介机构不同的法定职责，对于存疑事项的交叉核查并非单纯重复而应各有侧重。以经营财务数据为例，各中介机构对该注意义务重合区域的关注点应各有侧重：会计师事务所侧重于财务数据的真实、准确；律师事务所侧重于从合法合规角度查验对应合同的有效性及履行情况；主承销商在债市“分解职责、明确标准、强化独立”的改革趋势下，其功能由统领牵头向协调区分转化，其责任由一揽子向更精细化转化，重点围绕财务要素与发行人质量、偿债风险等方面的匹配关系。

表 1　中介机构注意义务重合或交叉情形梳理

重合或交叉查验事项	具体内容	中介机构职责划分的法律规定
债券发行的实质条件	涉及发行人的经营财务数据、内部控制评价等事项	尚无关于证券发行中介机构之间关于具体核查内容职责划分的法律规定。根据现有规定，证券律师、承销机构以及会计师事务所需要依据各自的行业监管规则同时对这些事项分别进行核查、验证
重大关联交易	涉及关联方的认定、交易价格的公允性、交易数额及占比等	
重大债权债务	涉及重大合同、重大仲裁、诉讼等	
规范运作	涉及内控体系及内控有效性，募集资金使用等	
业务发展	涉及股东情况、主营业务开展情况等	

2. 关注审慎核查重点，完善核查程序与实体

采取“审慎合理信赖”模式的日本和中国香港较详细地规定了核查事项，主要从专家本身的可信赖性和专家意见的可靠性两方面予以核查。建议在结合债券市场特点的同时，考虑区分交易所债券市场和银行间债券市场的审慎核查程度，重点从程序与实体方面进行完善，为承销商的核查提供指引（表 2）。

表 2　主承销商合理信赖核查程序——新“五步判断法”

步骤	核查重点	核查内容
一	审核的全面性	全面阅读证券服务机构出具的专业意见
二	证券服务机构的资格、经验及独立性（专家本身的可信赖性）	1. 结合证券服务机构的资质、经验证明文件等，判断其具有胜任能力； 2. 考察证券服务机构是否独立于发行人或与发行人有关联关系等直接或间接控制关系，判断是否具有影响独立性的事由
三	证券服务机构的履职能力（专家的适当性）	1. 证券服务机构是否频繁更换，更换理由是否合理正当； 2. 证券服务机构是否涉及影响其履职能力等负面舆情事件； 3. 证券服务机构参与其他被怀疑影响其适当性的事件 ①
四	证券服务机构专业意见的谨慎合理性（专家意见的可靠性）	1. 该专业意见属于证券服务机构的工作覆盖范围； 2. 是否按照行业标准及履行相应程序，未有明确程序的，是否尽量按照当时可采取的手段； 3. 该专业意见所覆盖的资料是否充分及完备； 4. 该专业意见所依据的重大基础及假设是否公平、合理和完整，是否符合行业标准及惯例 ②
五	证券服务机构专业意见的有效性充分性（专家意见的可验证性）	通过询问、访谈、查阅专业意见、说明或相关文件等，或采取必要的补充函证、实地走访等方式，对专业意见进行验证核查

① 参见日本証券業協会：《財務諸表等に対する引受審査ガイドライン》。
② 参见香港证监会：《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第17.5（c）段。

按照新“五步判断法”，对于主承销商核查重点，建议交易所市场明确《公司债券主承销商尽职调查指引》第六条、第七条中“审慎核查”的内容及程序，银行间市场明确《非金融企业债务融资工具尽职调查指引》第九条中“尽职调查”的核查范围，以证明尽到“普通注意义务”。对于司法层面的免责抗辩，建议对《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第三十条“即使完整履行了相关程序也难以发现”中“相关程序”具体所指进行明确。

3. 总结重大异常情形，履行必要的复核机制

美国危险信号理论要求中介机构保持警觉和谨慎，巨额民事赔偿风险倒逼中介机构提升危险感知能力，并通过开展必要复核来实现危险因子动态清零，符合“以投资者为本”的理念。正如世通案中指出，承销商不能盲目信赖经审计的财务报表，在出现可靠的危险信号时，仅仅依赖审计不足以免除自身责任[①]；另一方面，危险信号理论指出中介机构的复核并非无边无际，而是以合理信赖为原则，限缩其复核义务的同时也为中介机构争取了减免责任的抗辩空间（邢会强，2024）。该理论兼顾债券市场各参与方的利益，在我国债市执法实践中有所体现。

对近年来我国资本市场虚假陈述的行政处罚情况进行梳理，总结其中“重大异常”情形，可以为中介机构实操树立直观的“警示红旗”，为债券主承销商履职尽责切实提供指引（表 3）。“重大异常”在不同的情景下有不同的表现形式，其认定标准未有也无法做出统一规定，实践中往往需要结合具体情景做差异化判断，存在一定的自由裁量空间，但随意扩大“重大”之范围会造成中介机构的过责失当。我国在债市执法司法实践中，应当针对个案做具体判断，避免危险信号判断范围的扩大，保持审慎信赖的合理空间，提高勤勉尽责抗辩的可预期性。

复核程序在审慎信赖规则中贯穿始终，既包括信赖前的前置核查，也包括针对重大异常情况的核查。根据现有规则体系，前置核查主要通过访谈或查阅中介机构出具的相关文件，了解其胜任能力、核查程序、核查范围等；针对重大异常情况开展核查时，其强度要明显强于前置核查，应继续穿透至实地走访、工作底稿，也包括聘请其他中介机构提供专业服务。对于复核手段做出差异化安排十分必要，统一适用前置核查手段，容易出现合理信赖滥用，而统一适用重大异常核查手段，容易将一般注意义务异化为专家责任，不利于督促各中介机构归位尽责。因此，应允许中介机构秉持风险为本的原则，视不同场景采取不同强度的核查手段，履行必要复核程序。当通过相对较低强度的核查手段即能释疑解惑时，则不用继续提升核查强度而可直接予以信赖。

（三）关注个案具体情境，适当放宽信赖抗辩空间

在合理信赖的具体适用上，可借鉴域外经验，结合个案具体情境对合理信赖的抗辩标准进行审慎判断，监管机构和法院应考虑行为人当时的处境和标准，避免“事

① In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y.2004).

表 3　监管处罚中主要重大异常情形梳理

主要重大异常情形	具体示例
经营指标本身存在重大异常	发行人年报披露多宗诉讼情况，涉及未按照规定披露担保情况和实际控制人及其关联方非经营性占用资金情况，未了解诉讼事项的形成背景致使未发现前述违规事项；[①] 发行人应收账款在会计期末快速减少、期后迅速增加等异常，实为发行人为实现发行上市目的，解决应收账款余额过大问题而虚构应收账款收回；[②] 应收票据存在会计期末快速增加、期后迅速减少等异常，实为发行人为掩盖关联方长期资金占用，将无效票据入账充当还款；[③] 销售货物收入呈现出爆发式的增长，访谈发现存在一人同时担任多家供应商董事长的情况，未做进一步核实，最终未能发现虚构建材销售收入的违规情况[④]
经营指标之间存在重大背离	施工开工不到总施工期限的 1/12，而账载成本已经投入了预算成本的 44.02%，施工周期和累计成本严重不匹配；[⑤] 发行人作为生产型企业，常年产能利用率常年超过 100%，同行业可比公司产能利用率在 80%~90% 之间；[⑥] 产品类型基本相同，销售均价达到同行业可比公司两倍以上；[⑦] 前五大客户披露的向发行人采购数据与发行人提供的相应销售收入存在巨大差异[⑧]
文本材料存在重大异常	多份增值税纳税申报表的税务机关接收日期均显示为周末，接收人员签字、接收日期、税务机关的盖章都未在指定位置；企业所得税申报表相关金额只有审核数没有申报数，无主管税务机关接收的相关填写内容，税务机关却有盖章；[⑨] 发行人产品大量出口的情况下，对境外客户的销售收入未执行独立函证程序，函证文件均取自会计师，未发现会计师的询证函是由振隆特产寄发这一明显的程序瑕疵；[⑩] 银行函证金额与实际存款余额有近 6 300 万元差异而未采取进一步核查措施，部分客户提供的银行账号与记账凭证后附的客户银行账号不一致，多张股利分配银行进账单加盖印章的日期有明显涂改的痕迹，导致未能发现虚增银行存款[⑪]
关联关系核查明显不到位	发行人与其他公司电话传真号相同、总机号码或明显临近，发行人关联方时任监事与其他公司法定代表人为同一人；[⑫] 发行人与其他公司的曾用名相似、发行人高管曾持有其他公司股份、其他公司注册信息中预留的联系方式与发行人高管及员工预留的联系地址相同[⑬]

后诸葛亮”和“结果导向”的认定方式。如埃斯科特诉巴克利司案中，美国法院通过对案情进行事后重建，还原被告（包括注册登记表的署名人、八家投行承销商、审计人）在虚假陈述中承担的角色，通过全盘回顾承销商的履职情况，法院发现其

① 参见中国证监会〔2023〕45号行政处罚决定书。
② 参见中国证监会〔2016〕91号行政处罚决定书。
③ 参见中国证监会〔2018〕46号行政处罚决定书。
④ 参见中国证监会〔2019〕70号行政处罚决定书。
⑤ 参见中国证监会〔2023〕65号行政处罚决定书。
⑥ 参见中国证监会〔2022〕11号行政处罚决定书。
⑦ 参见中国证监会〔2022〕11号行政处罚决定书。
⑧ 参见中国证监会〔2021〕91号行政处罚决定书。
⑨ 参见中国证监会〔2021〕91号行政处罚决定书。
⑩ 参见中国证监会〔2017〕3号行政处罚决定书。
⑪ 参见中国证监会〔2017〕3号行政处罚决定书。
⑫ 参见中国证监会〔2021〕88号行政处罚决定书。
⑬ 参见中国证监会〔2017〕61号行政处罚决定书。

面对重要疑点或问题时未做进一步检查工作，因而并未勤勉尽责。[①] 为厘清中介机构注意义务认定、过错程度判断与比例责任承担的逻辑链条，可考虑适当放宽我国合理信赖抗辩空间，通过细化核查操作规范等方式，进一步明确主承销商在何种情况下可主张合理信赖抗辩。

此外，在司法实践中应综合考虑信赖推定原则的适用。如浙江高院认为某虚假陈述诉讼中的案涉投资者作为专业投资机构，应适用高于普通证券市场投资人注意义务的标准，并不当然适用“推定信赖”原则。[②] 再如，2023 年浙江法院发布的金融审判十大典型案例三孙某某诉某上市公司证券虚假陈述责任纠纷案[③] 中，法院认定投资者的投资决定与该上市公司的虚假陈述行为无关，提出“推定信赖”原则并非将投资者的“合理信赖”这一连接虚假陈述行为与损害结果之间的要件完全取消，如果有证据显示被诉虚假陈述不足以对证券价格或投资者投资决策等产生影响，该推定是可以抗辩的。应通过对投资者身份、交易因果关系与损失因果关系等多重因素进行综合判断，从而对合理信赖抗辩的适用进行更加细致和全面地考量。

（四）理顺立体追责思路，推进司法行政协调统一

2023 年，证监会《关于深化债券注册制改革的指导意见》强调，推动落实中办、国办《关于依法从严打击证券违法活动的意见》精神，建立行政、民事、刑事立体化追责体系，形成司法震慑。在立体化追责思路下，进一步完善证券执法司法体制机制，监管机构和法院之间探索构建沟通协作的工作机制，推进信息共享与案件协调。诚然，在行政前置程序取消后，司法权和行政权并不具有法定程序的衔接，证券虚假诉讼民事侵权案件和证券虚假陈述行政处罚彼此独立，各自具有独立的法律强制力。但为确保法律适用的统一性和公正性，对于涉及虚假陈述等违法行为的债券案件，监管机构和法院应根据案件的具体情况和特点，就案件情况进行充分沟通，合理确定明确行政处罚和司法裁判的衔接适用，尽量促进在认定事实和适用法律上的统一性，避免行政处罚的实际前置或司法裁判与行政处罚的完全相悖等问题。可考虑联合出台司法、行政指导案例，从而提供清晰明确的参考指引，推动主承销商承担责任典型案件的疑难、争议问题解决标准化规范化。

（五）精准划定责任主体，适时引入赔偿救济机制

从华信债、五洋债、胜通债等虚假陈述案件诉讼情况看，发行人在动辄破 10 亿元的索赔压力下往往会陷入财务困境甚至破产，投资者虽赢了官司却又遇执行难题，损失难以完全填平。大规模侵权的难题并不在于如何准确计算损失，而在于如何解决侵权人赔偿能力不足的困局（于定明和赵蕾，2021），可多渠道拓宽赔偿资金来源。一方面，在司法适用时可对《公司法》第一百九十二条及《证券法》第一百六十三条做适当扩张解释，扩大可追偿主体范围。

① Escott v. BarChris Construction Corp.,283 F. Supp.643 (S.D.N.Y. 1968) .

② 参见浙江省高级人民法院（2019）浙民终1414号民事判决书。

③ 参见浙江法院金融审判工作报告暨十大典型案例（2018—2022），载浙江法院网，https://www.zjsfgkw.gov.cn/art/2023/6/14/art_56_28145.html，2025年4月17日访问。

对于发行人，可穿透追责至除其控股股东、实际控制人外的其他“影子”管理者、控制人、实际受益人；对于证券服务机构，现行《合伙企业法》可穿透追责至证券服务机构合伙人，但并不包括非合伙人的其他直接责任人员，与承销商类可追责至直接责任人员存在差异，建议平等适用，将其他证券服务机构的非合伙人的直接责任人员纳入索赔主体名单。另一方面，可借鉴美国的公平基金制度，通过设立专项基金为投资者赔偿救济提供资金支持。我国2015年《行政和解金管理暂行办法》有关于专案专户定向赔偿方案的试点，并在2022年《证券期货行政执法当事人承诺金管理办法》进一步完善，但专户资金主要由当事人按照承诺认可协议约定交纳的承诺金构成，并未包括行政、刑事罚款。鉴于罚款的本质在于惩戒而非财政创收，可以考虑拓宽承诺金专户资金来源，将罚款也包括其中。

（六）拓宽风险分散渠道，灵活推行职业责任保险

目前我国在债券虚假陈述侵权救济层面，尚未形成系统化保障机制，连带责任往往将中介机构一并拉入债务泥潭，并对其正常生产经营活动造成严重影响，可以考虑通过责任保险的方式分散、对冲风险。在境外，责任保险作为损失填补保险之一，“已被证明是几乎所有责任领域的核心”（李顺典，2024）。如美国、中国台湾的董监高、会计师、律师责任保险，中国香港的保荐人责任保险等。责任保险主要针对特定职业在履行工作职责过程中产生的损害赔偿，当投保人过失或疏忽造成投资者损失而承担赔偿责任时，能够从专业保险公司或行业互保组织处获得保险赔偿。为加强投资者保护，有必要从监管层面鼓励并推进证券行业职业责任保险制度，通过市场化方式提升其防范和化解赔付风险的能力。

五、结论

党的二十届三中全会吹响了以进一步全面深化改革开辟中国式现代化广阔前景的时代号角，也为债券市场优化体制机制，进一步向市场化、法治化转型，迈向高质量发展提供了根本遵循。公开、透明、理性、成熟债券市场的形成与发展，应实现“开前门”“堵后门”“纠偏门”相结合，扎实做好“五篇大文章”，培育与发展新质生产力，为真正符合国家发展战略与产业政策、具备资质与条件的企业“输血”赋能。同时，应坚持“惩首恶”和“打帮凶”并举，厘清各市场主体职责边界，精准责任追究，切实做好资本市场财务造假综合惩防。

在顶层设计层面，结合法律现实主义理念，充分考虑我国债券市场分头监管现状与动态发展趋势，建议采取差异化的“动态标准”，建立“信赖不依赖、尽责不全责、在位不越位”的合理机制。进一步优化完善审慎合理信赖模式，在市场化、法治化的轨道上，以审慎信赖为原则，以交叉复核为例外，合理界定不同中介机构的核查调查重点，厘清中介机构注意义务界定、过错程度判断与比例责任承担的逻辑链条。

在规则制定层面，为统一注意义务标准、明确审慎核查重点、规范核查程序，建议梳理并完善《非金融企业债务融资工具尽职调查指引》《公司债券主承销商尽职调查指引》《律师事务所从事证券法律业务管理办法》等监管规定以及相关司法解释中的合理信赖规定，增强制度的包容性、

适应性。

在规则执行层面，为进一步推动合理信赖规则有效运用，健全债券市场立体化追责体系，执法、司法机关可通过加强行民刑衔接协作、联合发布系列性指导案例等方式，细化完善中介机构对“一般事项”的审慎核查职责（如债券发行实质条件、发行人的重大关联交易、重大债权债务、规范运作及业务发展等交叉重合事项），以及对“重大异常”的必要复核义务（如经营指标本身存在重大异常、经营指标之间存在重大背离、文本材料存在重大异常及关联关系核查明显不到位等异常情形）。

在配套机制层面，为保障投资者合法权益，推进风险社会化承担，建议考虑适当拓宽责任主体范围，适时引入赔偿救济机制，推动建立中介机构职业责任保险制度。通过科学合理的顶层设计、行之有效的综合施策，推动各主体归位履责、守土担责、勤勉尽责，不断促进债券市场高质量发展。[①] N

学术编辑：卢超群

Bond Market Lead Underwriters and the 'Reasonable Reliance' Principle

DU Qi　XU Wei　TAN Xujun　LI Xuan

(Legal Compliance Department, Changjiang Securities Co., Ltd.)

Abstract　In China's bond market, the role of lead underwriter has evolved from bearing overarching responsibilities to adopting differentiated liabilities, with the 'reasonable reliance' principle gradually established and refined. However, practical challenges persist, including ambiguous operational guidelines, disjointed enforcement-judicial coordination mechanisms, and inconsistent judicial rulings. Grounded in legal realism theory, this paper proposes a comprehensive and nuanced framework for designing 'reasonable reliance' rules through 'dynamic standards', and integrating public policy considerations to balance legal interests in individual cases. Under China's current 'prudent reasonable reliance' model, the existing 'two-step mechanism'—distinguishing routine due diligence from necessary review in exceptional circumstances—requires further refinement to harmonize procedural and substantive aspects. This paper advances a new 'five-step assessment framework', outlining five types of 'cross-cutting issues', categorizing four scenarios of 'material anomalies', and establishing intuitive 'red flags' to ensure case-specific fairness through a 'post-hoc reconstruction' approach. To safeguard investor compensation, mechanisms such as indemnification remedies and professional liability insurance for intermediaries should be introduced. Through policy guidance, legal constraints, and market supervision, it is possible to create a culture of 'reliance without over-dependence, diligence without absolute liability, and presence without overreach'. That in turn can advance the high-quality development of China's bond market.

Keywords　Bond Lead Underwriter, Reasonable Reliance, Prudent Reasonable Reliance, Dynamic Standards of Duty of Care

JEL Classification　G18　G24　K22

① 参考文献[1]~[14]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。