

# 公司债券受托管理人的角色定位 及其制度设计

于春敏

(上海立信会计金融学院 法学院, 上海 201209)

**摘要:** 受托管理人制度是基于债券持有人的分散化和高流动性而创设的,旨在借助专业化、独立性的第三方力量对公开发行债券的公司进行监督。但我国现行制度对受托管理人的角色定位及其相应的制度设计还存在着明显缺陷。我国理论界虽也认可受托管理人与债券持有人、发债公司之间的信托法律关系,具有信托的特点,但司法实践中还存在着认定债券持有人与受托管理人之间为证券托管关系的判例;我国现行的债券受托管理人制度设计在约束机制和激励机制上不匹配,主要体现在受托管理人的资质条件、选任解任程序、受托管理费用承担和受托管理人报酬等方面。从美国信托契约法和日本公司法的经验及教训来看,我国公司债券受托管理人应当定位为信托法律关系中特殊的受托人,基于受托管理协议而对发债公司进行监督。与此同时,债券持有人权利受保护的程度上取决于受托管理人面临的约束机制和激励机制,我国公司债券法制完善要着力发挥受托管理人更为积极主动的功能,此次证券法的修改为此提供了契机。

**关键词:** 公司债券;受托管理人;债券持有人

**中图分类号:** D922.287   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1009-0150(2019)06-0139-14

## 一、前言

伴随债券市场打破“刚兑”,违约事件增多,统计数据显示,仅2019年上半年,债券市场就有31家发行人的66只债券发生违约,涉及债券余额405.68亿元<sup>①</sup>。在此背景下,债券持有人通过相关保护机制减少损失、维护权益的诉求不断增强。在债券市场法治化、市场化建设进程中,如何加强债券持有人权利保护成为债券市场长期健康发展的基础,这也成为修改完善《证券法》的重要任务之一。全国人大常委会于2019年4月20日审议的《证券法》(修订草案)设置专章对股东和债券持有人权利保护作出规定。其中,三审稿中第102条引入受托管理人和债券持有人会议制度以强化对债券持有人权利的保护。

受托管理人制度旨在借助专业化、独立性的第三方力量对公开发行债券的公司(下文简称发债公司)进行监督,以解决分散化的债券持有人采取集体维权行动而产生的搭便车问题。在

收稿日期:2019-08-07

基金项目:2017年上海哲学社会科学规划基金一般项目“大数据与金融业深度融合背景下个人金融信息权的民法保护研究”(2017BFX010);上海立信会计金融学院2019年智库项目“上海构建金融科技产业生态链研究”。

作者简介:于春敏(1978—),女,山东威海人,上海立信会计金融学院法学院副教授,复旦大学法学博士后。

<sup>①</sup>《新世纪评级:2019年上半年债券市场违约概况》,2019年7月10日,新浪网, <https://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2019-07-10/doc-ihytcerm2683939.shtml>,最后访问日期:2019年8月11日。

我国,公司债券受托管理人制度最早被正式规定在2007年证监会发布的《公司债券发行试行办法》中,其后被证监会2015年《公司债券发行与交易管理办法》第四章第48条至第53条所确认。然而,《公司债券发行试点办法》确定的受托管理人制度在实践中并没有达到预期设计目标,<sup>①</sup>而《公司债券发行与交易管理办法》虽然有所改进,但从雷海强诉中信建投股份有限公司证券托管纠纷一案来看,受托管理人的制度设计还存在着缺失,尚不能有效保护债券持有人权利。<sup>②</sup>

我国学术界关于债券受托管理人制度的研究起步较晚,迄今尚未有整部关于受托管理人制度的著作,仅在某些著作的某些章节有所提及,现有研究多为学术论文。概括而言,现有研究主要围绕两个方面的内容展开:一是关于债券受托管理人制度的基本理论和法律关系认定<sup>③</sup>;二是关于我国公司债券受托管理人制度存在的问题及完善思路<sup>④</sup>。既有研究为我国公司债券受托管理人制度的进一步完善打下了坚实的基础,提供了宝贵的建议,但美中不足之处在于:相关研究没有紧密结合我国债券市场的实践和立法的最新发展。

本文的创新之处在于,在既有研究成果的基础上,从比较法的视角,结合我国公司债券受托管理人制度的最新立法和实践状况,探讨公司债券受托管理人的角色定位及其制度设计,通过相关制度设计的完善以发挥我国公司债券受托管理人应有的功能,更好地保护债券持有人的权益。

本文首先比较了美国、日本和我国相关法制在公司债券受托管理人的角色定位问题上的差异,通过权利、义务及责任划分等方面的比较发现,我国现行制度主要是以行政监管政策和行业自律政策的形式对受托管理人的权利和义务作出规定,但在受托管理人因其不当行为而承担的民事责任上存在很大欠缺;其次,从制度设计层面比较了我国相关法制与美国《1939年信托契约法》和日本《公司法》后发现,我国现行制度设计在约束机制和激励机制上不匹配,主要体现在受托管理人的资质条件、选任解任程序、受托管理费用承担和受托管理人报酬等方面。在此基础上,本文指出,从我国现行监管政策和域外法制经验来看,还需要进一步明确受托管理人的适宜角色,并通过完备的制度设计发挥其作用,并同时给出了我国公司债券受托管理人法制完善的具体路径,包括发债公司设立受托管理人应当符合特定的触发条件、注重受托管理人制度与债券持有人会议制度之间的衔接等。

## 二、美、日公司债券受托管理人的角色定位与我国之异同

在美英法中,公司债券受托人是依信托法律关系中受托人的角色而界定的。我国债券监管政策并没有作出明确的界定,但从受托管理人在债券违约时可“以自己名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼或者清算程序”的规定来看,我国现行制度也是确定受托管理人的受托人地位。理论界也认可受托管理人与债券持有人、发债公司之间的信托法律关系,<sup>⑤</sup>具有信托的特点。<sup>⑥</sup>但司法实践中也存在着认定债券持有人与受托管理人之间为证券托管关系的判例。一般

①洪蓉艳:《〈证券法〉债券规则的批判与重构》,《中国政法大学学报》2015年第3期。

②雷海强诉中信建投股份有限公司证券托管纠纷一案民事判决书,北京市朝阳区人民法院民事判决书(2014)朝民(商)初字第27934号。

③冯果:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2016年版;汪文渊:《公司债券受托管理人制度困境的根源与法理探寻》,《私法》2018年第4期;徐梦云、李霞:《债券受托管理人制度的国际实践》,《北京金融评论》2018年第11期。

④刁龙生:《论公司债券受托管理人制度及我国的制度构建》,《河北法学》2005年第8期;徐喜荣:《公司债券受托管理人制度问题研究》,《中国证券期货》2013年第4期;陈洁、张彬:《我国债券受托管理人制度的构建与选择》,《证券法苑》2016年第17卷;刘卫锋:《韩国新商法上债券受托管理人制度及启示》,《证券法律评论》2018年第6期。

⑤杜国庆:《债券违约风险市场化处置机制研究》,《西部金融》2015年第8期。

⑥孙彬彬、周岳、高志刚:《债券违约了怎么办?——债券投资者保护机制和司法救济程序梳理》,《银行家》2016年第6期。

而言,公司债券受托管理人为债券持有人的受托人,但与商事信托不同的是,受托管理人承担的受托人角色是受到严格限制的。

#### (一)公司债券受托管理人:作为公司债券持有人的受托人

公司在向证监会申请发行债券核准前就已经签订了受托管理协议,为潜在债券投资者确定了受托管理人,并在受托管理协议中对受托管理人的权利、义务及责任作出了规定。潜在的债券投资者在作出认购或者不认购发行债券的决定时,除了考虑约定的债券利率之外,还须考虑自身的权利是否能够实现的问题,而受托管理人恰恰提供了这一保证功能。潜在债券投资者及债券持有人对受托管理人的评价直接影响着一级市场的发债规模和二级市场的债券交易价格。在实践中,发债公司与受托管理人之间签订的受托管理协议多参考了中国证券业协会提供的《公开发行公司债券受托管理协议必备条款》。受托管理人的核心职责是保护债券持有人的权利,以确保债券本金及利息得到及时偿付。<sup>①</sup>而债券持有人对发债公司的权利不仅包括公司法 and 证券法规定的法定权利,而且包括募集说明书和受托管理协议中的约定权利。在这种情况下,受托管理人基于信托关系为债券持有人的利益而采取多样化、积极性的行动。

笔者认为,在“11超日债”违约事件中,司法审判确定的债券持有人与受托管理人之间为证券托管关系是不妥的,大大减弱了受托管理人的制度功能。证券托管关系与债券信托关系在本质上是不同的,在债券信托关系下,受托管理人是发债公司确立的,并且承担积极维护债券持有人权利的义务。而证券托管关系是基于投资者认购发行证券时自主选择的证券公司而确定的,而证券公司的更换则是基于投资者的选择。对于受托管理人而言,不仅债券持有人,而且发债公司也有权撤换。更为关键的是,证券公司在证券托管关系中承担的职责主要是办理债券利息及本金偿付的代收和转入等维护行为,并不承担监督发债公司的职责。我国司法实践中之所以发生这种混淆法律关系的做法,其中一个重要的原因是,我国现行制度要求受托管理人是本次发行债券的证券承销机构或者证监会认可的机构,从而造成了证券承销机构和受托管理人的合二为一。值得注意的是,即使确定受托管理人为受托人的角色,但其承担的信托功能是特殊的,受限的。

#### (二)公司债券受托管理人信托功能的限制性

在普通信托法律关系中,受托管理人基于为受益人的利益而管理和处置财产。但这一信托管理模式并不能直接适用于公司债券,这是由公司债券的性质所决定的。公司债券作为一种固定收益类金融资产,其收益来源于约定的利率以及在二级市场转让债券的价差。债券的转让和交易对于债券持有人而言是一种个体选择行为,而确保全体债券持有人获得可预期的利息及本金偿付是受托管理人的职责,但又不得干涉发债公司的内部经营决策。在这种情况下,受托管理人无法主动地通过经营管理债券资产而使债券持有人受益,处于一种被动的地位。受托管理人的这种角色境况受到债券持有人的经济利益和法律权利的影响。

一方面,从债券持有人的利益来看,在没有发生债券违约或者发生债券违约之前,债券持有人获得稳定的债券利息收入及本金保障,即使是受托管理人不采取任何的积极作为,也不损害债券持有人的经济利益收入。对于债券持有人而言,受托管理人的这种不作为是可以接受或者容忍的。但在发生债券违约后,债券持有人不仅要求受托管理人尽职确保债券利息及本金的及时偿付,而且还可能会对受托管理人没有预见或者阻止违约事件发生而要求其承担相应的赔偿责任。而在实践中,发债公司是否以及何时发生违约事件,不仅债券持有人,而且受托管理人也往往是不可预测的。但债券持有人对受托管理人的期待则是借助其专业知识和商业技

<sup>①</sup>William J. Carney. Corporate Finance: Principles and Practice, Third Edition, Foundation Press, 2015: 454-456.

能为债券持有人作出最佳利益判断。由此可见,债券持有人对受托管理人的要求在发生债券违约前后阶段发生重大的变化,因而受托管理人的角色也发生了重大的变化,从违约前的被动角色转变为主动角色。美国《1939年信托契约法》第315条对契约受托人在发生债券违约前后的义务分别作出了规定。我国证券业协会在其发布的《公司债券受托管理人执业行为准则》和《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》也对不同阶段时受托管理人的职责提出了不同的要求。

另一方面,从债券持有人的法律权利来看,受托管理人并不能直接代债券持有人而行使债券持有人的全部权利。债券持有人享有的法律权利大致分为两大类:个体权利和群体权利。<sup>①</sup>一般而言,受托管理人在代为行使债券持有人群体权利时,基于经济效率考虑而径直行使,无须征得债券持有人的事前同意。而对于个体权利,受托管理人在代为行使时必须经全体债券持有人的同意。但在后一种情况下,全体债券持有人处于分散而又变动的状况,债券持有人大会作为非常设机构无法确保受托管理人能够采取快速、及时的管理措施。

### (三) 受托管理人的权利、义务及责任

我国现行监管政策对受托管理人的权利、义务及责任作出了明确的规定。而美国《1939年信托契约法》和日本《公司法》也分别对契约受托人和公司债管理人的权责作出了明确的规定,但与我国现行制度存在着差异。

#### 1. 我国受托管理人的权利、义务及责任

确定受托管理人权利、义务、责任的依据主要是公司债券受托管理协议和证券监管政策,但在界定方式上存在着差异。

首先,受托管理人行使权利的范围是以债券持有人享有的权利为限,依据受托管理协议的约定范围及方式对公司债券发行人进行监督,监测公司债券发行人履行公司债券募集说明书约定义务的执行情况。除了按照受托管理协议要求请求发行证券公司支付受托管理报酬之外,受托管理人行使权利的范围是特定的。中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》并没有对受托管理人的权利作出明确的列举式规定,但中国证券业协会《公司债券受托管理人执业行为准则》第三章则对受托管理人的权利范围作出了专门规定。总体而言,受托管理人行使的权利主要包括以下三类:一是代表债券持有人提起民事诉讼,参与重组或者破产法律程序的权限。在发债公司发生不能按时履行还本付息的义务时,受托管理人可以接受全部或者部分债券持有人的委托,以自己的名义代表债券持有人参加相应的法律程序。二是代表债券持有人查询债务持有人名册及相关登记信息、专项账户中募集资金的存储与划转情况。发债公司募集资金使用情况直接影响着其是否能够按时偿还本息。从市场主体的法律地位而言,发债公司、受托管理人、证券登记结算公司均为平等的市场主体,证券登记结算公司还承担着保护客户商业信息的义务。在这种情况下,受托管理人对募集资金使用情况的监督就会流于形式。而通过查询权的授予,受托管理人有权查询,并设定了证券登记结算公司的配合义务,能够有效地保护债券持有人的权益。三是在预测发行人不能偿还债务时,受托管理人有权要求发行人追加担保,督促发行人等履行受托协议约定的其他偿债保障措施,甚至依法申请法定机关采取财产保全措施。

其次,受托管理人的义务是比较明确的,即受托管理人应当勤勉尽责,公正履行受托管理人职责,不得损害债券持有人利益。证监会《公司债券发行与交易管理办法》第50条更是列明了受托管理人应当承担的8项义务。而中国证券业协会则是进一步规定了受托管理人在预计发

<sup>①</sup>Marcel Kahan. Rethinking Corporate Bonds: The Trade-Off between Individual and Collective Rights, NYU Law Review, Vol. 77, No. 4, 2002: 1044-1047.

生或者实际发生债券违约事件时应当承担的义务,在这一方面类似于美国《1939年信托契约法》规定的契约受托人义务的设定方式。但是,现行监管政策并没有对受托管理人承担的勤勉义务的内涵及范围作出明确的界定,这就可能导致受托管理人并不一定在最大程度上采取更为及时、有效的管理措施。

最后,受托管理人违反勤勉义务时承担的民事责任是模糊不清的。既然受托管理人对债券持有人承担勤勉尽责义务,如果受托管理人违反勤勉尽责义务及法律规定损害债券持有人利益的,应当承担相应的民事责任,为债券持有人受损的利益提供救济。然而,证监会《公司债券发行与交易管理办法》第66条仅仅规定了受托管理人对其违规行为承担行政责任,并无民事责任的相关规定,这就导致了发生利益损失的债券持有人无法从侵害人那里获得充分的民事救济。

## 2. 美国契约受托人的权利、义务及责任

在资本市场发展初期,美国公司债合同条款主要是由合同法规则来调整和保障实施的,而公司债发行过程中的主要机构,即债券发行人和承销商的道德约束也发挥着辅助性作用。但这种债权人权利保护机制在20世纪30年代发生了改变。<sup>①</sup>随着1929年美国陷入经济大萧条,大量的发债公司陷入了破产困境,出现了债券违约事件,契约受托人面临的债券持有人批评和市场压力加剧。美国国会制定了《1939年信托契约法》,并对契约受托人的性质及其权利义务进行界定。在对债券持有人权利保护法制建设进程中,《1990年信托契约改革法》(Trust Indenture Reform Act of 1990)对受托人自愿辞任时产生的信托缺位问题进行了完善,填补了《1939年信托契约法》的漏洞。《1939年信托契约法》通过区分债券违约前后的不同阶段而设定债券受托人的权利和义务。

综合来看,契约受托人享有的权利主要包括以下两方面:一是契约受托人作为信托法律关系中的受托人享有的特别权利,这种权利不需要债券持有人的明示授权,而是基于法律明文规定而行使的。《1939年信托契约法》第317条就确定了特别的两项权能,即在发生债券本息支付违约的情况下,契约受托人有权以自己的名义和明示信托受托人的名义要求法院判决发债公司支付未偿本金和利息总额,同时为使契约受托人和债券持有人的请求权能够在司法诉讼中获得支持,契约受托人也有权提交必要和可取的请求权证据和其他书证或者文件。二是契约受托人行使信托契约载明的债券持有人的权利、权能和特权。尽管《1939年信托契约法》第310(a)(4)条确定这一受托人行使权利的范围仅限于利益或者参与权证的情形,但从法律实践和法理来看,其他类型债券的受托人行使的权利也应当是以信托契约为基础的。<sup>②</sup>

《1939年信托契约法》对契约受托人的义务进行了全面的规定,主要体现在以下三方面:一是第313条确定了契约受托人向债券持有人的报告义务,在发生法定或者约定事项后应当及时通过邮政方式向注册或者登记的债券持有人报告,并同时向报告提交证券交易所和证监会。二是第314条和第315条确定了契约受托人审查发债公司提交的年度报告、信息、文件或者其他报告及其证据的义务,但对陈述和证据的义务程度存在差异。对于陈述而言,受托人对于陈述的真实性和陈述表达意见的准确性只要不存在恶意,就可以确定性地依赖信托契约要求的证明或者意见,但对其提供的证据需进行审查,以确认该证据是否符合信托契约的要求。三是在违约发生后,契约受托人应当以尽一个谨慎人(prudent man)在从事自己事务时同等程度的注意和技能,履行相关的违约事项通知及其他信托契约规定的义务,这集中规定在第315条。

《1939年信托契约法》第315条对违约之前的义务界定得较轻,仅仅限定于合格信托契约中

<sup>①</sup>Stephen J. Lubben. Corporate Finance, Wolters Kluwer Law & Business Press, 2014: 187.

<sup>②</sup>美国《1939年信托契约法》调整的证券类型主要包括向社会公众发行的票据、债券、契约、债务凭证、利益或者参与权证。

规定的义务,对没有特别规定的义务,则不承担相应的责任。另外,在债券违约发生后,受托管理人承担相应责任的条件仅仅限于疏忽行为、因疏忽未采取行动或者自身的故意不当行为而产生的责任。如果契约受托人善意地采取行动或者不采取行动,那么则不承担责任。

整体而言,契约受托人的义务在债券违约事件前是明确的,但基本处于消极状态。但在发生债券违约事件后,债券受托人的义务发生了重大调整,从消极状态转换为以处理自己事务相同的谨慎人标准处置相关事务,但从司法实践来看,谨慎人标准是比较模糊的,并且可借助于商业判断准则隔离自己的责任承担。<sup>①</sup>

### 3. 日本公司债管理人的权利、义务及责任<sup>②</sup>

日本《公司法》没有强制性地要求所有发债公司必须设立公司债管理人,而是在债券持有人高度分散的情形下考虑保护普通投资者及一般债权人而设置的。

首先,在公司债管理人享有的权限方面,日本《公司法》第705条和第706条划分为基于公司债权人集会的决议而行使的和即使没有公司债权人集会的决议也能够行使的两大类。受托管理人享有的不需要公司债权人集会决议的权限主要包括:(1)接受公司债相关的债权受偿,以及公司债相关的债券履行的保全;(2)公司债管理人被认为具有实施一切必要的裁判上的或者裁判外的行为的权限;(3)在获得法院允许的情况下,对于发行公司债的公司的业务以及其他财产状况进行调查的权限。

与此对应的是,涉及全体公司债权人共同利益的事项,公司债管理人必须基于公司债权人集会的决议而行使相应的权限。根据日本《公司法》第706条第1款之规定,这些权限主要包括:(1)对公司债的全部进行延期支付,基于其债务人不履行而产生的责任免除或者和解;(2)对该公司债的全部进行诉讼行为或者破产程序、再生程序、重整程序或者特别清算有关的行为。

在公司债管理人享有的权限中,对发行债公司进行业务检查及财务审核是一种重要的内容。只有对发行债公司的业务及财务状况获得充分的信息,才能作出比较准确的债券违约风险的判断。基于此,不仅日本《公司法》作出了明确的规定,而且台湾地区《公司法》第255条第2款也特别指出,受托人为应募人之利益,有查核及监督公司履行发行事项之权。

其次,公司债管理人是基于保护债券持有人利益而产生的,因此,公司债管理人对债券持有人承担着勤勉注意义务。日本《公司法》第704条第1款和第2款明确规定,公司债管理人为了公司债权人的利益,负有必须进行公平且诚实地管理公司债券的义务。进一步而言,公司债管理人对于公司债权人负有必须基于善良管理人的注意进行公司债管理的义务。

最后,日本《公司法》对公司债管理人违反善良管理人注意义务而承担的民事责任是严格的。根据第710条第1款的规定,公司债管理人在作出违反公司法或者公司债权人集会决议的行为时,对公司债权人所产生的损害结果承担连带赔偿的责任,通过民事赔偿机制来填补债券持有人受到的经济损害。

另外,在与公司债权人发生利益相反的时候,公司债管理人被课以严格责任,对公司债持有人承担损害赔偿责任。日本《公司法》第710条第2款对此作出了详细的规定。具体而言,如果发行公司债的公司怠于公司债的偿还或者支付利息,或者在公司债的发行公司支付停止之后或者之前,如果公司债管理人作出下列行为时,不能证明该公司债管理人尽到了诚实管理公司债的义务,或者不能证明该损害不是基于该行为产生,则公司债管理人对于债券持有人承担损

<sup>①</sup>Steven L. Schwarcz and Gregory M. Sergi. Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee, Alabama Law Review, Vol. 94, No. 4, 2008: 1048-1050; 1061-1064.

<sup>②</sup>本文有关日本《公司法》条文的引用参考了[日]近藤光男:《最新日本公司法》(第7版),梁爽译,法律出版社2016年版。

害赔偿责任:(1)对有关公司债管理人债权相关的债务,从发行公司债的公司那里接受担保或者其他同债务消灭相关的行为。(2)对公司债管理人和法务省令规定的拥有特别关系的人让渡公司债管理人的权限。(3)公司债管理人对发行债公司拥有债权的情况下,基于以其他合同之债与该债权相抵的目的,同该发行公司债的公司之间缔结以处分该发行债的公司的财产作为内容的合同;或者缔结以从对该公司债的公司或有负债的人那里承继相关债务为内容的合同,并在此基础上,就对发行债的公司负担的债务同相同债券相抵消。(4)公司债管理人对发行公司债的公司负有债务的情况下,对发行公司债的公司受让债权,并且将该债务同该债权相互抵消。

#### 4. 中国、美国、日本法制之比较

我国现行制度主要是以行政监管政策和行业自律政策的形式对受托管理人的权利和义务作出了相应的规定,但在受托管理人因其不当行为而承担的民事责任上存在很大的欠缺。美国法主要是通过判例法界定受托管理人是否承担民事赔偿责任以及如何承担,而日本法则在立法中对公司债管理人违反诚实义务而承担的民事赔偿责任作出了全面的规定。我国现行制度缺乏受托管理人民事责任的约束机制,不仅可能会增加受托管理人行使权利的任意性,而且也可能降低受托管理人履行义务的主动性,同时也背离了保护债券持有人权利的制度设计初衷,因为对受托管理人的行政处罚并不能有效地补偿债券持有人因此而受到的经济损失。

### 三、美、日公司债券受托管理人的制度设计与我国之比较

受托管理人承担的保护债券持有人权利的角色取决于相关的制度设计。尽管中国《证券法》(修订草案)只是作出了原则性规定,但中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》已经作出了一系列的规定。但与美国《1939年信托契约法》和日本《公司法》比较而言,我国现行制度设计在约束机制和激励机制上并不匹配,主要体现在受托管理人的资质条件、选任解任程序、受托管理费用承担和受托管理人报酬等方面。

#### (一) 受托管理人的资质条件

受托管理人作为债券持有人利益的维护者,在资质要求上首先应当避免与发债公司之间的利益冲突,通过资质条件的限制进行防治。然而商事关系复杂多变,在出现受托管理人与债券持有人利益冲突的情况下,则以特殊辞任程序进行处理。

与美国立法相比较,我国现行监管政策的规定相对简单,主要是从积极性条件和消极性条件两个方面对受托管理人的资质条件提出特定的要求。中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》第49条确定的受托管理人必须符合三个条件:(1)由本次发行的承销机构或者其他经证监会认可的机构担任;(2)必须是中国证券业协会的会员;(3)为本次发行提供担保的机构不得担任本次债券发行的受托管理人。但这些条件也备受理论界质疑。

对受托管理人资质条件提出特殊要求的主要动因是,通过受托管理人的专业知识和商业技能保护全体债券持有人的整体利益,并避免与主要的监督对象——发债公司发生利益冲突。而我国现行规定显然有意或者无意忽略了这一核心要求。具体体现在以下三方面:

其一,仅仅把本次债券发行的担保机构作为禁止性条件是不充分的,除了担保机构这一情形之外,还存在着可能与发债公司存在利益关联的情形,这都会导致受托管理人无法客观、中立的对发债公司进行监督。美国《1939年信托契约法》第310条对不适合作为契约受托人的消极性条件作出了明确的界定,即不仅设定了契约受托人的资本剩余至少达到15万美元的资格条件,而且要求在发生违约事件时不得存在利益冲突的条件,主要包括:不得是同一发债公司发

行其他债券时的受托管理人;不得同时为发债公司的承销商;不得是持有发债公司投票权10%以上的控制人;不得是持有发债公司其他违约债务10%以上的投资者等。<sup>①</sup>

其二,受托管理人的适格范围仅仅限定为证券经营机构是较为狭窄的。具备特定专业知识和商业技能的金融机构均享有公平竞争的机会成为受托管理人,但信托公司、商业银行及其他金融机构因归属的监管机构不是证监会以及证券业协会会员,则被现行监管政策排除在外。在域外法制中,日本《公司法》第703条并没有以行业为界限,而是把公司债管理人的任职资质确定为银行、信托公司,以及其他由日本法务省令确定的除此之外的其他机构。我国台湾地区的公司立法也是采取这种法例,台湾地区《公司法》第248条亦确定,公司债受托人,以金融或信托事业为限。

其三,由债券承销机构同时担任受托管理人会产生明显的利益冲突,未必能够维护债券持有人的权利。在实践中,承销机构收入的多少在很大程度上取决于其承销债券的数额,承销机构具有更强的经济激励向债券投资者过度宣传其承销债券的高收益率及其安全性。在这种条件下,承销机构则缺乏经济激励作为受托管理人以维护债券持有人的权利。尽管证监会《公司债券发行与交易管理办法》第40条和第63条确定了承销机构的禁止性义务及相应的法律责任,但债券投资者实际受到的保护水平则取决于证券监管部门采取行动的频次和强度,以及司法诉讼效率,并未从本源上解决利益冲突问题。从美国制定《1939年信托契约法》的动因来看,其中一个就是契约受托人与发债公司或者承销商有关系或者联系,或者受托人在发债公司或其承销商那里拥有利益,而这些关系、联系或者利益与投资者存在严重的利益冲突。<sup>②</sup>因此,《1939年信托契约法》第310条对契约受托人面临具有利益冲突的情形进行了详细的规定,其中第(b)分条就明确规定“受托人或其任何董事或者执行官是契约债券债务人的承销商”存在利益冲突。

而从承销商的角度来说,由于其在监督发债公司的财务状况等方面存在着经济动力减弱和检查手段不足等原因,承销商也面临着“受托管理人权责不对等问题”。在资本市场实践中,承销商也表达出了调整受托管理人范围或者由第三方平台担任实施受托管理的利益诉求。<sup>③</sup>因此,受托管理人的资质应当以机构的管理能力为判定基础,而非以行业为界限。在推动我国证券市场建设过程中,证监会承担着监管和发展的双重责任,而证监会在与证券公司等机构多次博弈关系下,受到证券公司等被监管机构俘获的可能性就很高。美国裙带主义金融体系阻碍经济增长、加剧收入分配极度失衡的现实给我们提供了深刻的教训。<sup>④</sup>

## (二) 受托管理人的选任、解任程序

对受托管理人的选任、解任也是重要的约束机制。现行监管政策要求公司在向证监会审核发行债券时就确定了受托管理人。因此,受托管理人在公司债券发行之时就已经是由发行公司确定的。如果在公司债券发行阶段没有确定受托管理人的,证监会则不予核准。按照日本《公司法》规定,发债公司董事还将承担相应的法律责任。

受托管理人的首次选任尽管不是由债券持有人用手投票而产生的,但投资者仍有自由选择的权利,即用脚投票,以放弃认购债券的方式表达和保护自己的利益诉求。当然,投资者用

<sup>①</sup>William J. Carney. *Corporate Finance: Principles and Practice*, Third Edition, Foundation Press, 2015: 456.

<sup>②</sup>引自韩龙教授所作序言,详见中国证监会组织编译《美国(1939年信托契约法)及相关证券交易委员会规则和规章》,法律出版社2015年版。

<sup>③</sup>杨庆婉:《公司债受托管理权责不对等 券商呼吁成立第三方平台》,《证券时报》2016年7月13日第A4版。

<sup>④</sup>[美]路易吉·津加莱斯:《繁荣的真谛》,余江译,中信出版社2015年版,第51-68页。



脚投票维护自身利益的水平在很大程度上取决于债券的市场化程序。在备案制下,投资者选择债券品种的同时就是保护自己利益的方式,而在核准制下,当发行债券成为一种稀缺资源时,投资者用脚投票表达更多的是对债券市场的信心不足。

在实践中,受托管理人通常不会被解任,直至债券到期,债券持有人本金和利息获得偿付。只有在出现违约事件时,受托管理人才可能被债券持有人解聘。但是,债券持有人如何行使解任权呢?在债券持有人能够有效地行使解任权的条件下,则会降低由发债公司初次选任承销机构所产生的弊端。证监会《公司债券发行与交易管理办法》第51条和第55条对此作出了规定,但其条件是非常严格的:(1)解任的事由只得是受托管理人涉嫌债券承销活动的违法违规行为;(2)不再适当适合的情形须由证监会调查或者认定;(3)解任必须通过债权人会议来行使。这三个条件并没有考虑受托管理人与债券持有人之间发生利益冲突的情形下受托管理人应当辞职的正当性。同时从这些条件可以看出,对于受托管理人的解任实际上实行的是行政主导模式。诚然,受托管理人的解任是公司重大的变更事项,不仅对债券持有人,而且对公司及其他利害关系人也影响甚大。更为重要的是,受托管理人维护债券持有人权益的程度,不能简单以受托管理行为合法或违法作为判定基准。同时,只有债券持有人才能对其利益保护水平具有最为准确的体会和判断。而行政主导模式并没有把债券持有人利益保护程度这一因素考虑在内。在这种情况下,法院主导模式则更为中立和公平。

日本《公司法》第713条确定了法院主导模式的解任程序,即法院在公司债管理人违反义务、事务处理不适合时,以及具有其他的正当理由,基于公司债发行公司或者公司债券持有人的申请,可以解任该公司债管理人。在这种模式下,法院决定解任公司债管理人的条件并不限于其违法违规行为,只要出现其事务处理不当、违反债权人利益最大化的情形时均可解任。这种法院主导模式的制度设计在很大程度上克服了行政主导模式所产生的弊端。

### (三) 受托管理事务的费用支出及受托管理人的报酬

证监会《公司债券发行与交易管理办法》并没有对受托管理人从事受托事务的费用支出及其报酬作出明确的规定。受托管理人是为债券持有人权益而管理相关事务的,但又是基于发债公司的选任而产生。因此,受托管理人从事相关事务而支付的费用是由债券持有人承担,还是由发债公司承担就会产生分歧。受托管理事务费用的分担属于任意性规则,首先取决于受托管理人与发债公司在受托管理协议中的约定。在法律实践中,受托管理事务费用在一般情况下是由发债公司来承担的。但问题是,如果受托管理事务合同没有约定或者双方没有达成协议,受托管理事务费用如何分担呢?日本立法采取了法院主导模型下的发债公司承担的规则,提供了经验借鉴。

从日本《公司法》第741条的规定来看,在公司债管理人与公司债发行公司签订的合同没有约定的情况下,经由公司债管理人向法院申请,经法院许可后由发行公司债公司承担。其主要规则包括:(1)向法院申请的受托管理费用是特定的,主要包括公司债管理人对于公司债权人代表或者决议执行人给付的报酬、为了处理事务所支付的必要费用以及支付后所产生的利息、为了处理事务但不含有自己过失的损害赔偿额。(2)向法院申请许可的主体限于公司债管理人,以及公司债权人代表、决议执行人。(3)公司债管理人、公司债权人代表、决议执行人关于相关的报酬、费用以及利息、损害赔偿额等,在公司债权人接受了公司债相关的债权偿还后,相比其他公司债权人享有优先受偿权。

受托管理人接受委托从事相关的管理事务,其享有的报酬是由发债公司,还是债券持有人支付呢?受托管理人通常是由发行债券的承销商来担任,因此,受托管理人享有的报酬通常是

由发债公司来承担的。台湾地区《公司法》第248条规定,发行公司负担对受托人的报酬。实践中也出现了承销商无偿担任受托管理人的实例。在上海超日太阳能科技股份有限公司于2012年4月发行2011年公司债券时,就与中信建投有限责任公司在公司债券受托管理协议中约定,由中信建投公司担任本次发行债券的受托管理人,但鉴于中信建投公司已经同时担任了本次债券发行的保荐机构和主承销商,因而中信建投公司不再向上海超日太阳能公司收取受托管理报酬等。

而从实践来看,公司债券发行人支付给受托管理人的报酬是非常有限的,这就会限制受托管理人履行义务的程度。我国实践中,部分受托管理人在担任承销商的同时往往放弃其作为受托管理人时的报酬。即使是英国,受托管理人的报酬也是非常有限的,与公司债券的发行规模没有直接的关联性。<sup>①</sup>

受托管理人的薪酬受限和由发债公司支付等这两个特征对债券持有人权利保护是不利的,这不能为受托管理人提供有效的激励机制。受托管理人对发债公司采取的监测行动越主动、越全面、频次越高,其产生的监督效应就越强,但这也意味着受托管理人作出更多的努力,也相应地获得劳务报酬。如果受托管理人不能从其积极的监督行动中获得相应的经济激励,消极不作为反而成为受托管理人的理性选择。对于如何为受托管理人提供有效的激励结构,不仅中国现行监管政策没有给予解决,而且美国《1939年信托契约法》也没有给予很好的解决。

美国理论界已经对如何为债券受托人提供经济激励开展了相关的研究,纽约大学法学院Mercel Kahan教授甚至提出了直接赋予契约受托人持有发债公司股票或者股票期权的建议,通过类似发债公司董事和高级管理人持股或者薪酬结构的做法,为契约受托人提供直接的经济利益。其他理论建议则包括为契约受托人在违约事件发生的努力及采取的行动提供额外的补偿,并根据债券持有人的获偿程度给予经济奖励。<sup>②</sup>

#### 四、我国公司债券受托管理人法制完善的路径

《证券法》(修订草案)通过引入受托管理人制度来强化对债券投资者权利保护无疑是中国资本市场法制建设的重大进步。但从我国现行监管政策和域外法制经验来看,还需要进一步明确受托管理人的适宜角色,并通过完备的制度设计发挥其作用。具体而言,我国公司债券受托管理人法制完善的路径应当包括以下几个方面:

首先,发债公司设立受托管理人应当符合特定的触发条件。受托管理人制度主要是为解决分散化债券持有人维权的集体行动问题而设计的,如果债券持有人主要是机构投资者或者在发行债券规模较小时债券持有人可以有效维权的情况下,则无设置受托管理人的必要性。美国和日本立法都对此作出了相应的规定。美国在《1939年信托契约法》第304(a)9条规定了契约受托人适用于发债规模超过100万美元的强制性条件,并从1939年适用至今尚未修改。而日本《公司法》第702条则规定,公司如果发行债券,必须确定公司债的管理人。否则,根据第976条第33项规定,公司董事将被处以罚款制裁。但亦存在例外,根据《公司法》第702条但书和《公司法施行规则》第169条的规定,在公司债的金额在1亿日元以上,在不必担心对其债权人的保护措施有问题的情况下,且某种公司债的总额除以该种公司债金额中最低金额后所得的数字少于50时,可不必设置债券管理人。

<sup>①</sup>Louise Gullifer and Jennifer Payne. Corporate Finance Law: Principles and Policy, Hart Publishing, 2015: 398-403.

<sup>②</sup>Steven L. Schwarcz and Gregory M. Sergi. Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee, Alabama Law Review, Vol. 94, No. 4, 2008: 1070.

我国现行监管政策采取了统一的做法,无论发行公司债券的规模大小,公开发行债券的公司都必须设立受托管理人。这种强制性规定并没有考虑中国债券市场投资者结构的事实特征,同时也在无意中放大了受托管理人的制度功能。实践中,违约债券市场处置慢的一个重要原因在于,投资者尤其是机构投资者维权积极性不高,之所以出现这种情况,主要是由于不少公司债券都主要由各类金融机构或理财产品所持有,一旦持有违约债券,资产管理者将会面对较大的舆论压力和声誉风险,所以,在债券发生违约后,这些持有大头的机构投资者往往按兵不动,坐等受托管理人出面推动相关进程。有鉴于此,笔者认为,我国应借鉴美国和日本的相关做法,发债公司设立受托管理人应当符合特定的触发条件,对于那些债券持有人主要是机构投资者或者发行债券规模较小的,可不必设置受托管理人,这在一定程度上将有利于提高违约债券的处置效率,也更能凸显设置受托管理人的初衷和制度功能。

其次,通过约束机制和激励机制促使受托管理人发挥更为积极的作用。美国法学界尽管对如何完善债券受托管理人制度存在着一些争议,但已经达成的共识是,应当发挥债券受托人更为积极的作用。甚至纽约大学斯特恩商学院Yakov Amihud教授、Kennth Garbade教授和法学院Mercel Kahan教授提出了超级受托人(supertrustee)的建议,赋予超级受托人更大的权限和更为积极的角色来保护债券持有人权利。<sup>①</sup>对于中国公司债券法制建设而言,应当在立法中对受托管理人承担的勤勉尽责义务的内涵作出清晰的界定,并明确规定受托管理人违反勤勉尽责义务而承担的民事责任。在此基础上,通过扩大债券持有人选任和解任受托管理人的权限对受托管理人进行制约,同时通过优化薪酬结构为受托管理人提供经济激励。只有在激励机制和约束机制相匹配的条件下,受托管理人才会发挥更为积极的作用。

再次,注重受托管理人制度与债券持有人会议制度之间的衔接。只有进一步便利债券投资者在债券持有人大会行使相关的权利,才会促使受托管理人对发债公司进行更有效的监督。在这种情形下,受托管理人作为债券持有人大会决议的实施者,能够直接体现债券持有人利益的表达。中国证监会《公司债券发行与交易管理办法》第55条规定了受托管理人及时召集债券持有人会议的义务。但存在的问题是:其一,受托管理人在召集债券持有人会议的程序上具有绝对主导地位。发债公司或者债券持有人不能直接召集债权人开会,只得通过向受托管理人以书面提议召开的方式才能行使相应的权利,这并不利于债券持有人权益的保护。其二,债券持有人只有在受托管理人应当召集而未召集债券持有人开会时,才有权自行召集债券持有人开会。更为重要的限制性条件是,在这种条件下,债券持有人单独或者合计持有本期债券总额的比例必须在10%以上。这与债券持有人提请受托管理人召集债券持有人开会的比例要求是相同的。换言之,这种过高比例的要求限制降低了债券持有人维权的可能性。其三,受托管理人应当召集债权人开会而未召集的,显然是侵害了债券持有人的权益,其承担的责任如何并没有得到明确的界定。笔者认为,应适当减少债券持有人自行召集债权人会议的比例限制,降低受托管理人在召集债券持有人会议方面的主导性,形成债券持有人对受托管理人的有效制约,督促受托管理人更为尽职、尽责,保护债券持有人的合法权益,同时,明确受托管理人怠于履行相关职责对债券人造成损害时所应承担的民事赔偿责任。

最后,通过受托管理协议确定受托管理人对发债公司进行监督的依据,其完备程度直接决定了受托管理人权利和义务的履行情况。受托管理人是为保护债券持有人权利而设置的,但确定债券持有人权利的类型和范围除了法律制度明确规定之外,更多地体现在发债公司与债券

<sup>①</sup>Yakov Amihud, Kennth Garbade, and Mercel Kahan. A New Governance Structure for Corporate Bonds, Vol. 51, No. 3, 1999: 448-492.

持有人之间签订的合同中,通过诸多的限制性条款而保障债券本金及利息的及时充足偿付。从美国法律实践来看,债券持有人主要借助于债券合同保护自己的利益,行使对作为债务人的公司的权利。而对于公司董事及高管人员、股东、其他债权人等主体损害债券持有人利益的行为,公司证券立法则为债券持有人提供相应的保护和救济机制。<sup>①</sup>即使是美国《1939年信托契约法》对契约受托人作出了诸多规定,但没有对公司债持有人享有的权利作出具体化的界定,而是赋予信托契约作出详细约定。<sup>②</sup>公司债持有人享有的合同权利主要体现在财务条款(financial terms)、保障性条款(protective covenants)、混合条款(miscellaneous provisions)上。<sup>③</sup>在美国法律实践中,美国发行公司多采用美国律师协会所办的《商事律师》(The Business Lawyer)杂志刊发的《示范简要信托契约(修订版)》(Revised Model Simplified Indenture)。而中国证券业协会也提供了《公开发行公司债券受托管理协议必备条款》,但远比美国版本更为简单。<sup>④</sup>但值得注意的是,信托契约或者受托管理协议不可能是完备的,在这种情况下,公司证券立法应当给予规定,或者授权法院进行中立裁判解决。<sup>⑤</sup>

## 五、结 语

“加快债券市场的制度建设与完善”是当前金融领域改革的重要课题之一,事关债券持有人权益的保护,更攸关整个金融市场的稳定和健康发展。债券受托管理人制度的良好运行,不仅能监督与规范债券发行人的行为,还能在发生违约及市场风险时保护债券持有人的合法权益。但通过全面审视我国现行的公司债券受托管理人制度后不难发现,其在制度构建上还存在着诸多缺憾,会直接影响公司债券受托管理人作用的发挥。反思我国公司债券受托管理人的现实困境,找出问题的症结点,还原制度设计初衷,明确公司债券受托管理人的角色定位,完善相关制度设计,方能发挥我国公司债券受托管理人应有的功能,更好保护债券持有人的合法权益。

《证券法》(修订草案)第102条不仅引入了公司债券受托管理人制度,同时也引入了债券持有人会议制度。这意味着,受托管理人的角色定位必须结合债券持有人大会制度来综合考虑。在这种法制框架下,受托管理人的角色应当体现为特定的信托法律关系中的受托人,其行使权利、承担义务及责任的范围和依据应当以受托管理协议、债券持有人大会决议以及法律规定为基准,并不能直接适用商事信托法律制度。而在立法体例上,我国在《证券法》(修订草案)设置专条的规定,既不同于日本、英国、台湾地区采取的公司立法模式,也不同于美国采取的专项立法模式。但问题的关键在于,《证券法》(修订草案)仅仅作出了原则性规定,确定了受托管理人的角色,而关于具体制度设计则授权于证券监管部门和行业自律组织。但在我国现阶段,证券监管部门和行业自律组织同时扮演发展和监督资本市场的双重角色,无法通过中立性、专业化的受托管理人的角色定位及制度设计保护债券持有人权利,这就需要未来在《证券法》或者

<sup>①</sup>Barry Adler, Marcel Kahan. The Technology of Creditor Protection, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 161, No. 7, 2013: 1774-1776.

<sup>②</sup>William W. Bratton. Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process, European Business Organization Law Review, No. 7, Vol. 1, 2006: 49-62.

<sup>③</sup>Stephen J. Lubben. Corporate Finance, Wolters Kluwer Law & Business Press, 2014: 186-187.

<sup>④</sup>中国证券业协会《公开发行公司债券受托管理协议必备条款》共14条,约4页篇幅。而美国律师协会《示范简要信托契约(修订版)》则共有12节,条款及其附注共约80页篇幅。

<sup>⑤</sup>George Triantis. Exploring the Limits of Contract Design in Debt Financing, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 161, No. 7, 2013: 2044-2050.

专项立法中作出更为具体的规定。

#### 主要参考文献:

- [1] 陈洁. 投资者到金融消费者的角色嬗变[J]. 法学研究, 2011, (5).
- [2] 姜雪莲. 信托受托人的忠实义务[J]. 中外法学, 2016, (1).
- [3] 刘迎霜. 我国公司债券法律制度修订评析——兼与台湾公司债法律制度比较[J]. 社会科学研究, 2009, (1).
- [4] 王保树. 最新日本公司法[M]. 于敏, 杨东译. 北京: 法律出版社, 2006.
- [5] 徐明. 进一步完善公司债券市场的法律制度[J]. 证券法苑, 2012, (1).
- [6] 姚佳. 中国消费者法理论的再认识——以消费者运动与私法基础为观察重点[J]. 政治与法律, 2019, (4).
- [7] 赵磊. 信用评级失灵的法律治理——美国次贷危机对中国的启示[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2013.
- [8] 朱圆. 论信托的性质与我国信托法的属性定位[J]. 中外法学, 2015, (5).

## The Role and Its Institutional Design of the Corporate Trustee of Debentures

Yu Chunmin

(Law School, Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai 201209, China)

**Summary:** The corporate trustee of the debenture system is based on the diversification and high liquidity of bondholders, in order to protect the legitimate rights and interests of bondholders and ensure the long-term healthy development of the bond market. However, the current system of our country still has obvious defects in the role positioning of the trustee and the corresponding system design. The most glaring problem is that the legal status of the bond trustee is unclear and there may be conflicts of interest in performing their duties. In terms of role localization, the theoretical circle in our country also approves that the legal relationship between the trustee, bondholders and the corporation has the characteristics of trust, but in the judicial practice, the case that the relationship between bondholders and the trustee is identified as the securities custody relationship still exists, which causes a degree of confusion, and the legal relationship between bond issuers, the trustee and bondholders is not really clear; In terms of the system design, the current bond trustee system design in China does not match the constraint mechanism and incentive mechanism, which is mainly reflected in the qualifications of the trustee, the procedures of appointment and removal of the trustee, the assumption of the trustee's management expenses and the trustee's remuneration. Because of the existence of these problems, although the trustee is called the "agent", it is difficult to clear its role standard and boundary, and securities companies are also the underwriting institution and trustee in which conflicts of interest will be hidden, and it is difficult to have negotiation with bond issuers effectively on behalf of bondholders. If the underwriting institution is responsible for the bonds' violation of laws and regulations, it is unable to pursue the responsibility for itself.

From the experience and lessons of American trust deed law and Japanese company law, the trustee of corporate bonds in China should be positioned as a special trustee in the legal relationship of trust and supervise the issuing company based on the fiduciary management

agreement. At the same time, the extent to which the rights of bondholders are protected depends on the constraint mechanism and incentive mechanism faced by the trustee. The legal system of corporate bonds in our country should let the trustee of corporate bonds play a more active role, and we can try from the following several aspects: First, the set up of a trustee shall conform to the specific trigger condition, and for those bondholders are mainly institutional investors or only a small scale of issue bonds, there is no need to establish a trustee. Second, it is necessary to clearly define the connotation of the duty of diligence assumed by the trustee in the legislation, and clearly stipulate the civil liability assumed by the trustee in violation of the duty of diligence. On this basis, the trustee is restricted by expanding the power of bondholders to select and settle the trustee, and the trustee is encouraged by optimizing the compensation structure. Third, we should pay attention to the connection between the trustee system and the bondholder meeting system, further facilitate bond investors to exercise relevant rights at the bondholder meeting, and promote the trustee to supervise bond issuers more effectively. Fourth, the completeness of the fiduciary management agreement directly determines the performance of the trustee rights and obligations, so the legislation should improve the relevant provisions of the fiduciary management agreement as far as possible to determine the basis for the trustee to supervise the bond issuing company.

**Key words:** corporate bonds; corporate trustee of debentures; bondholder

(责任编辑: 倪建文)

---

(上接第95页)

believe that it can alleviate the information asymmetry between firms and external investors, as well as the constraints on R&D financing.

Using the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2008 to 2015, we investigate the relationship between R&D subsidies, information asymmetry and corporate financing constraints. The results show that R&D subsidies can effectively alleviate information asymmetry problems, and the results are robust after ruling out the endogenous problems. Furthermore, based on cash-cash flow sensitivity proposed by Almeida, et al.(2004), this paper finds that financing constraints are prevalent in Chinese firms, and R&D subsidies can alleviate corporate financing constraints. Additionally, the “signal effect” is found as an important mechanism of R&D subsidies alleviating corporate financing constraints, because it can increase more external financing by reducing information asymmetry between firms and external investors. Finally, the heterogeneity analysis of the “signal effect” shows that the effect is greater for SEMS in the early lifestyle, low-marketization regions and turbulent environment.

**Key words:** R&D subsidies; financing constraints; signal effect; firm innovation

(责任编辑: 倪建文)