



新《虚假陈述司法解释》适用性几何？

New Judicial Interpretation in Disputes over Bond Market Misrepresentation

马哲

摘要：2021年12月，最高人民法院通过新《虚假陈述司法解释》，其以股票市场为蓝本，在适用于债券类虚假陈述案件时具有不确定性。从两代虚假陈述司法解释在法律体系中的地位和功能考虑，新《虚假陈述司法解释》适用于与公开发行或公开交易的债券有关的虚假陈述案件，此时推定虚假陈述行为与交易和损害之间的因果关系；涉及非公开发行亦不公开转让的债券的，由投资者证明因果关系的成立。适用新《虚假陈述司法解释》解决债券虚假陈述侵权案件时，应以“偿付能力标准”取代“价格敏感标准”作为判定虚假陈述具有重大性的标准；在计算投资者损失时，亦应变通适用“投资差额损失”计算方法，并以实际损失作为赔偿上限。

关键词：虚假陈述 司法解释 适用范围

Abstract: In December 2021, the Supreme People's Court issued a new Judicial Interpretation of Misrepresentation, which addresses false statements related to the bond market. In the past, the interpretation of misrepresentation was tailored to stock market practices, resulting in a lack of clarity in some aspects of bond market activity. But when applying the latest Judicial Interpretation of Misrepresentation to resolve disputes over losses due to bond market misrepresentation, the "solvency standard" would be used in determining the materiality of the misrepresentation, replacing the "price sensitivity standard", which was more closely aligned with practices in the stock market. Additionally, when calculating investor losses, the "investment difference loss" calculation method would be applied, with the actual loss set as the upper limit for compensation.

Keywords: False Statement, Judicial Interpretation, Scope of Application

作者单位：澳门大学法学院。



问题的提出

近年来,我国债券市场发展迅速,成为我国金融体系市场中最为开放、最具活力的组成部分,在提高直接融资比例、提升资源配置效率和服务实体经济发展等方面做出了有力贡献。但是,在债券市场平稳有序发展的同时,也出现了少数债券发行人不能按期还本付息的债券违约事件,甚至欺诈发行、虚假陈述等违法违规事件,严重损害了债券投资者的合法权益。建立健全债券市场法律体系,是解决该等纠纷、维护投资者利益和促进我国债券市场健康平稳发展的关键。

但是,由于我国债券市场的发展和起步较晚,除一些行政法规、部门规章和行业规定外,并无专门规制债券市场的基础性法律。^①最高人民法院基于审判经验为债券纠纷专门发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(法〔2020〕185号,以下简称“《债券纪要》”),虽然对司法实践有重要的参考价值,能够为法官提供办案思路,但其并非法律规范,不能被直接援引作为裁判依据。^②而以《证券法》为代表的规制资本市场的基础性法律以及与之有关的司法解释,在进行制度设计时往往重股票而轻债券。以本文所关注的证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件为例,虽然我国已形成包括

《民法典》《证券法》《公司法》《民事诉讼法》和关于此类案件的司法解释在内的相对全面的规范体系,但其中的很多规则都是以股票市场为模型构建的,而没有顾及债券相比于股票的特殊性,导致相关规则能否直接适用于债券类虚假陈述案件,在理论和实务上都引发了较大争议。

2021年12月,最高人民法院通过了《最高人民法院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》(法释〔2022〕2号,以下简称“新《虚假陈述司法解释》”),并自2022年1月22日起施行,取代自2003年起施行近二十年的该领域的旧的司法解释。新《虚假陈述司法解释》仍然维持着证券法律制度以股票为蓝本的特点,在适用于债券类虚假陈述案件时具有某些不确定性。本文将分析新《虚假陈述司法解释》在法律体系中的地位和功能,并以债券相比于股票的特点为基础,分析其中的哪些规则可以直接适用于债券虚假陈述案件,哪些规则在适用于债券案件时需因其特殊性做适当调整,哪些规则不能适用于债券类案件。

新《虚假陈述司法解释》的背景和功能

根据侵权法的一般原理,一人在有

① 李曙光,扈芳琼.中国债券市场法律体系改革研究[J].金融市场研究,2022(01):63-64.

② 李有星,潘政,刘佳玮.债券纠纷案件法律适用问题研究[J].法律适用,2020(19):165.



无论无过错责任、推定过错还是推定因果关系，均为相对于一般原则的特殊情形，其适用必须以明确的“法律规定”为基础和依据。

主观过错的情况下作出不法行为，如该行为导致他人受到损害，且行为与损害之间有因果关系，则加害人须对受害人承担侵权损害赔偿责任。在此一般原则的基础上，考虑到某些侵权案件中的受害人有被特别保护的必要性和正当性，考虑到在某些案件中要求受害人对侵权责任的某些成立要件负举证责任对其而言是不能承受之重，立法者在一般原则的基础上设置了若干种例外情形。其中一类是无过错责任，即不以责任人有过错作为成立要件的侵权责任。另一类例外与举证责任倒置有关，立法者在特定情况下推定特定要件成立，无须受害人证明，加害人要想免于承担责任，则需由其推翻法律推定。对此，《民法典》的立法者规定了过错推定和因果关系推定两类情况。

无论无过错责任、推定过错还是推定因果关系，均为相对于一般原则的特殊情形，其适用必须以明确的“法律规定”为基础和依据。当出现特别规定中所涉及的特别侵权案件时，受害人可以援引特别规定减轻己方的举证责任；当有关案件不属于以特别规定为依据的特殊侵权案件时，

不得类推或扩张适用特别规定，而必须回到侵权法的一般原则，由受害人证明侵权责任每一要件的齐备和成立。证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件便是一类特殊侵权案件，由《证券法》规范。

立法者赋予此类案件特殊性的原因在于，证券市场上——尤其是公开发行的证券市场——通常采用“非面对面”的交易方式，投资者没有机会与发行人进行磋商，了解其经营状况和偿付能力，而是依赖后者披露的信息作出投资决策。因此，《证券法》第78条规定，信息披露义务人“应当及时依法履行信息披露义务”，其“披露的信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”

除在发行阶段需遵守信息披露义务外，所发行股票或债券上市交易的公司还需根据第79条的规定，持续进行信息披露。此外，如果发生可能对股票或债券交易价格产生重大影响的“重大事件”，即第80条和第81条分别针对股票和债券列举的情况，发行人亦须披露。发行人及其他义务人违反信息披露义务，导致投资者受到损失的，须承担侵权损害赔偿责任。对此《证券法》第85条规定，“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，



致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任”。这一规定强调因果关系这一要素，发行人的虚假陈述行为“致使”投资者作出交易决策继而遭受损失，是前者向后者承担侵权责任的关键。^①

但是，在以“非面对面”交易为通常交易形式的证券市场中，即使发行人作出的虚假陈述行为确实是导致投资者作出投资决策继而遭受损失的原因，后者也难以证明这一因果关系的存在。尤其是在投资者众多的情况下，每人作出投资决策时的具体情境都不相同，假如法院分别审查每一投资者是否是在信赖发行人虚假陈述的情况下作出有关投资决策的，工作量将十分巨大，投资者之间也将因此而难以被认定为具有共同的法律关系，无法进行代表人诉讼或集团诉讼。^②两代虚假陈述司法解释的主要功能正在于此：进行因果关系的推定。近日法律界有不少学者和实务工作者阐述新《虚假陈述司法解释》相比于旧司法解释的差异，但其实二者一脉相

承的推定因果关系的共性同样值得关注，这也是探析该等规则的适用范围的重要线索。

旧《虚假陈述司法解释》第18条和第19条采纳了基于欺诈市场理论的推定信赖理论^③：只要发行人作出了虚假陈述行为，投资者只需证明第18条列举的简单事实，法院即推定投资者的投资决策是因为信赖发行人的陈述而作出，因果关系成立；除非发行人证明存在第19条的情形，推翻推定，从而排除司法解释的适用。^④新《虚假陈述司法解释》在旧司法解释的基础上进一步发展和完善了推定因果关系理论，界定了重大性、交易因果关系和损失因果关系的推定标准，与《证券法》第85条的规定及旧司法解释相比，进一步减轻了投资者的举证责任。

在重大性的推定方面，根据新《虚假陈述司法解释》第10条，只要虚假陈述的内容涉及《证券法》第80条和第81条列举的可能对股票或债券的交易价格产生重大影响的“重大事件”，或者虚假陈述的内

① 樊健.我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题[J].中外法学,2016,28(06):1495; 彭冰.证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析[J].法律适用,2022(05).

② 石一峰.违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定[J].政治与法律,2015(09):85-97; 冯果,刘悒.债券投资者司法救济规则建构论纲[J].财经法学,2020(03):81; 徐文鸣.注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例[J].证券市场导报,2021(05):73.

③ 李国光.最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用[M].北京:人民法院出版社,2015:14; 彭冰.证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析[J].法律适用,2022(05).

④ 徐文鸣.注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例[J].证券市场导报,2021(05):74.



容涉及部门规章或规范性文件中要求披露的重大事件，又或虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化，即认为发行人的虚假陈述行为具有重大性，除非其以反证推翻。

新《虚假陈述司法解释》第11条和第12条是关于交易因果关系的推定，在旧《虚假陈述司法解释》第18条和第19条的基础上加以完善。简言之，投资者只需证明发行人实施了虚假陈述行为，自己交易了与此行为直接相关的证券，交易发生在虚假陈述实施之后、揭示日之前的这段期间（这对投资者来说几乎毫无难度），法院即认定交易因果关系存在，除非发行人反证投资者的交易行为与虚假陈述无关，或者证明投资者的交易行为本就是证券违法行为。

当然，即使认定交易因果关系成立，投资者也未必能够令其遭受的全部损害均以证券虚假陈述侵权的名义获得弥补，只有与侵权行为存在损失因果关系的损失才能以此种方式获得弥补。可以说，交易因果关系涉及的是“质”的问题，损失因果关系涉及的是“量”的问题。对此新《虚假陈述司法解释》第31条规定，由法院查明虚假陈述与损失之间的关系，确定赔偿范围，而发行人亦可通过举证证明投资者的损失由虚假陈述以外的其他原因所导致，谋求减轻

甚至免除其侵权责任。

概而言之，《民法典》中确立了侵权责任成立的一般原则，且原则上由受害人逐一证成各项要件的具备。在此基础上，立法者规定若干种特殊侵权行为，包括《证券法》上的证券虚假陈述行为。在《证券法》的基础上，最高人民法院制定《虚假陈述司法解释》，进行因果关系推定，进一步减轻因信赖发行人虚假陈述而遭受投资损失的投资者在证券虚假陈述侵权责任案件中的举证责任。对证券虚假陈述进行特殊处置是基于欺诈市场理论，向非面对面交易中难以证明发行人有过错及侵权行为与损害之间有因果关系的投资者做出有利推定。

可适用新《虚假陈述司法解释》的债券虚假陈述侵权案件

关于虚假陈述案件的司法解释适用于涉及股票的虚假陈述案件无疑，是否适用于债券类虚假陈述案件，曾经不无争议。旧司法解释于2003年开始施行，其时中国并不真正拥有公司债券市场（虽然1999年《证券法》中已提及“公司债券”，但我国第一只公司债券是2007年发行的），自然亦不存在债券纠纷，而鉴于最高院的司法解释通常是对审判工作中已经遇到的具体问题的回应，当时最高院希望透过该司法解释规范的对象可能确实不包括公司债券。这也是“11超日债”案件中被告主张



不能适用该司法解释的重要理由（当然，法院并未支持其这一理由）。^①此外，旧《虚假陈述司法解释》第3条还明确排除了两类交易，即场外市场上的交易和场内进行的协议转让。

新《虚假陈述司法解释》扩大了适用范围，^②根据该规定第1条第1款，其适用范围涵盖“信息披露义务人在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件”，而未如旧司法解释第3条一般作出任何排除。根据新《虚假陈述司法解释》第34条第1款，“证券交易场所，是指证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所”，一般认为，这包括北京、上海、深圳三家证券交易所和全国中小企业股份转让系统（简称“新三板”）。^③

公司债券和企业债券作为在“证券交易场所”发行和交易的“证券”，与之有关的争议可以适用新《虚假陈述司法解释》无疑，但银行间债券能否适用则引发争议。持否定观点者的主要理由包括，银行间债券市场并非第34条所定义的“证券

银行间债券与公司债券或企业债券的差异，在司法裁判者的眼中未必重要，因为它们均为发行人承诺在一定期限还本付息的有价证券，围绕这一共同特征的债券纠纷，完全可以适用相同的解决规则。

交易场所”，新《虚假陈述司法解释》在列举其制定依据时仅提及了作为公司债券和企业债券之上位法的《证券法》，而没有提及作为非金融企业债务融资工具（银行间债券）的《中国人民银行法》等理由。笔者认为，银行间债券与其他两类债券之间的区分更多地体现为一种形式上的区分，源自其各自不同的历史背景、分属不同的监管部门等因素。银行间债券与公司债券或企业债券的差异，在司法裁判者的眼中未必重要，因为它们均为发行人承诺在一定期限还本付息的有价证券，围绕这一共同特征的债券纠纷，完全可以适用相同的解决规则。《债券纪要》也体现了这一精神，该座谈会的主要目的之一便是

① 南京市中级人民法院（2016）苏01民初1174号民事判决书，江苏省高级人民法院（2017）苏民终1172号民事判决书。对此的详细分析见，樊健，欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用[J].财经法学,2020(02):6-8.

② 最高人民法院民二庭负责人就《最高人民法院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》答记者问，<https://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-343251.html>，2022年4月2日访问。

③ 王瑞贺.中华人民共和国证券法释义[M].北京:法律出版社,2020:66;郭锋.中华人民共和国证券法制度精义与条文评注（下册）[M].北京:中国法制出版社,2020:560-565.



对公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具引发的纠纷“统一法律适用”。因此，在新《虚假陈述司法解释》的适用范围问题明晰之前，不排除有法院采纳广义的“证券”和“证券交易场所”概念，将银行间债券虚假陈述纠纷纳入新《虚假陈述司法解释》调整范围，银行间债券市场参与者仍需做好应对准备。

另一与新《虚假陈述司法解释》适用范围有关的问题是其是否适用于非公开发行的股票和债券。很多理论和实务界人士基于新司法解释没有保留旧司法解释第3条第2款对“在国家批准设立的证券市场上通过协议转让方式进行的交易”的明确排除而认为新司法解释不加区分地适用于公开和非公开发行的证券。其实不然。一种略显极端但仍可能的理解是，基于我国证券领域的一些规范性文件习惯将公开发行的证券的易手称为“交易”而将非公开发行证券的易手称为“转让”，假如新《虚假陈述司法解释》亦有意作此区分，则其第1条第1款仅指公开发行的证券的发行和交易，本解释的适用范围不包括非公开发行的证券。即使对第1条第1款中的“交易”二字做广义理解，使之包括非公开证券发行之后的转让，亦无法立即得出该司法解释适用于非公开发行的证券的结论，而是要区分发行前和发行后两个阶段看待。

关于发行后阶段，我国《证券法》第37条规定，“非公开发行的证券，可以在

证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所、按照国务院规定设立的区域性股权市场转让。”据此，对于非公开发行的证券（包括股票和债券），如果在发行后在新《虚假陈述司法解释》第34条定义的证券交易场所上挂牌转让，则符合第1条第1款的界定，如果发行人在此过程中作出了虚假陈述以致债券持有人遭受投资损失，可以适用本解释中的有关规则确定侵权责任。

但是，非公开发行的证券在发行阶段，则始终不符合第1条第1款的界定。以非公开发行的公司债券为例，证监会《公司债券发行与交易管理办法》第37条规定，“非公开发行公司债券，可以申请在证券交易场所、证券公司柜台转让。非公开发行公司债券并在证券交易场所转让的，应当遵守证券交易场所制定的业务规则，并经证券交易场所同意。非公开发行公司债券并在证券公司柜台转让的，应当符合中国证监会的相关规定。”假如发行人选择将此债券在上海证券交易所挂牌交易，根据《上海证券交易所非公开发行公司债券挂牌转让规则》，债券发行人必须在债券依法完成发行后向交易所提出申请，并提交一系列文件，交易所核对并批准后，该非公开发行的债券才成为在“证券交易场所”“交易”的证券，自此之后发生的虚假陈述侵权案件，才可能适用新《虚假陈述司法解释》的规定。对于非公



即便对于可适用《虚假陈述司法解释》的债券虚假陈述侵权案件，也并非适用其全部规则，因为该解释中的部分规则是专为或者主要为股票市场设置的。



公开发行的股票，也可得出类似的结论。

这一结论也符合欺诈市场理论。在证券的非公开发行中，发行人与投资者之间进行的是“面对面”的交易，投资者可以亲身了解发行人的经营情况和偿付能力，而不再完全依赖于发行人所披露的信息；如果发行人向投资者作出虚假陈述，后者基于对此的信赖而作出投资决策，最后遭受损害，“面对面”交易中的投资者也不难证明发行人的虚假陈述行为与自己的交易和损害之间存在因果关系。^①

概而言之，对于在证券交易场所公开发行并交易的公司债券和企业债券，如果信息披露义务人在发行或交易过程中实施虚假陈述行为导致投资者受损，可适用新《虚假陈述司法解释》中的规则；对于非公开发行但其后申请并获批在证券交易场所挂牌转让的公司债券和企业债券，如果信息披露义务人在该债券挂牌交易过程中实施虚假陈述行

为导致投资者受损，亦可适用新《虚假陈述司法解释》中的规则；对于非公开发行、其后也不在证券交易场所挂牌转让的公司债券和企业债券，如果信息披露义务人实施虚假陈述行为导致投资者受损，不适用新《虚假陈述司法解释》中设定的对投资者相对有利的归责方式。

新《虚假陈述司法解释》中不适用于债券虚假陈述案件或需经适当调整以适用的规则

即便对于可适用《虚假陈述司法解释》的债券虚假陈述侵权案件，也并非适用其全部规则，因为该解释中的部分规则是专为或者主要为股票市场设置的。

例如，如前所述，新《虚假陈述司法解释》第10条第1款第（三）项将“虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化”作为认定虚假陈述具有重大性的一种标准，此即以股票市场为模型设计的“价格敏感标准”。这一判断标准在债券类虚假陈述案件中是意义有限的，甚至是不适宜的。^②这是因为，债券相比于股票，最重要的一项特征是其为固定收益证券，债券的价格取决于债券利息、债券票面价值、同期

① 事实上，域外的欺诈市场理论本身不无争议，以此为基础的因果关系推定的适用门槛不宜过低。另见，耿利航：《欺诈市场理论反思》，《法学研究》，2020，42（06）：128-148。

② 相同的观点见，何海锋、陈豪鑫：《新虚假陈述若干规定在债券虚假陈述纠纷中的适用探讨》，《债券》，2022（03）：26。



银行利率、债券年限等因素，这些因素在债券发行时都是确定的，因此，除非发生导致债券发行人的偿付能力发生巨大变化的事件，债券的价格通常不会发生较大的波动。能够大幅影响债券价格的事件，可能表现为债券发行人先前的虚假陈述行为被揭示，但其实也只限于涉及债券发行人在债券到期日的偿付能力的虚假陈述；假如发行人所作的虚假陈述仅涉及其短期的经营状况而并不涉及其长期的偿付能力，即使虚假陈述行为被揭示，理性的投资者未必立即抛售债券以致价格大幅波动。

更多影响债券价格的事件则可能与发行人的陈述完全无关，例如在“11超日债”事件中，虽然债券价格在虚假陈述被揭示之后出现了大幅下跌，但下跌的决定性原因并非发行人先前所作虚假陈述行为被揭示，而是因为发行人出现了巨额亏损，后者才是债券持有人感到还本付息的期待可能落空而抛售债券的关键原因。^①因此，判断涉及债券的虚假陈述行为是否具有重大性的真正恰当的标准并非“价格敏感标准”，而是“偿付能力标准”：如果信息披露义务人的虚假陈述影响了投资

者对发行人偿付能力的判断，可以认为该虚假陈述具有重大性。这其实正是《债券纪要》第22条等条文中确立的标准。

更加明显不适用于债券虚假陈述案件的是新《虚假陈述司法解释》第27条和第28条，规定的是计算投资者损失时所使用的“投资差额损失”计算方法，其中明确使用了“股票”的表述从而排除了对债券的适用。所谓投资差额，“是指投资人在证券交易市场投资因虚假陈述行为使得买卖证券发生价格差额而遭受的投资利益损失。”^②以诱多型虚假陈述为例，投资差额损失的计算公式是用实施日之后、揭示日之前买入股票的平均价，减去揭示日之后、基准日之前卖出股票的平均价（继续持有的情况则减去股票的基准价），以所得差额乘以所涉股票数量，即为投资者损失。即使不强调第27条和第28条的表述问题，从债券与股票的实质区别出发，上述计算损失的方式也不宜应用于债券。^③与股票投资者相比，与债券的固定收益属性相应的债券投资者通常会更长久地持有债券，等待到期时发行人还本付息，因此债券的交易活跃程度和换手率相对较低，而

① 樊健. 欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用[J]. 财经法学, 2020(02): 17-19.

② 李国光. 最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用[M]. 北京: 人民法院出版社, 2015: 299.

③ 事实上，即使在股票类虚假陈述案件中，第27条和第28条中确认的损失计算方法也不具有强制适用性，既然这组规则为保护投资者利益而设立，理应允许他们提出更合理的损失计算方法。彭冰. 证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析[J]. 法律适用, 2022(05).



上述公式中的基准日和基准价的确定都需要以活跃的市场为基础，目前我国的债券市场可能并不符合这一条件。

相比之下，仍然是《债券纪要》第22条中规定的计算方式更为简便和符合债券市场的实际情况：以买入价扣减尚有的本金偿付后，减去卖出价，再加上由此所计得的本金损失在发行人实际清偿之前所产生的利息。不过，此种计算方法的问题是其没有考虑基准日和基准价，而揭示日和基准日之间的期间本是让市场消化虚假陈述被揭示这一信息的期间，假如不计算这一期间，可能导致债券卖出价低于基准价，从而计得一个较高的差额，对赔偿责任人不公平。尤其是，有些投资者追求高收益，专门买入违约风险较高的垃圾债券，当风险发生时，只能以极低的价格卖出；如果之后投资者以虚假陈述为由要求获得损害赔偿，根据第22条计算得出的赔偿金额可能远高于其应获赔偿的损失。这也是实务中很多观点主张限缩《债券纪要》第22条的适用范围的原因。^①

对此，应当适用新《虚假陈述司法解释》第25条，“信息披露义务人在证券交易市场承担民事赔偿责任的范围，以原

告因虚假陈述而实际发生的损失为限”，将投资者所获赔偿的上限限定为与虚假陈述事实有因果关系的损害。而且，对于债券这类价格反应不灵敏的证券，法院在判断投资者的可获赔偿的损失时，也可更多地引用新《虚假陈述司法解释》第26条第5款的规定，征询专业人士的估值意见。^②这一做法也与最高院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“九民纪要”）中关于在证券纠纷案件中“充分发挥专家证人的作用”的指示相一致。当然，随着债券市场的扩容和发展，债券流动性较低的状况正在不断改善，换手率显著提高，债券市场的交易量和活跃程度正在不断提升，债券相对于股票的上述局限可能逐渐消失。

另一方面，同样由于债券本身的特点，债券虚假陈述类案件相比于股票类案件的另一特点是，债券虚假陈述的揭示往往发生在债券违约之后，因此往往发生债券违约与债券虚假陈述侵权的竞合。在此情况下，债券投资者可以结合所掌握的证据，选择对自己较为有利的诉讼策略。

《债券纪要》第21条和第22条第（2）款也预见了这一可能性。^③对于公开发行的

① 实践中对《债券纪要》第22条的不同理解。陈洁.虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现[J].法律适用,2022(03):54-55.

② 何海锋,陈豪鑫.新虚假陈述若干规定在债券虚假陈述纠纷中的适用探讨[J].债券,2022(03):27.

③ 何海锋.理解和把握《审理债券纠纷案件座谈会纪要》的十四条主线[J].金融市场研究,2020(07):81-82;
李有星,潘政,刘佳玮.债券纠纷案件法律适用问题研究[J].法律适用,2020(19):167.



债券，债券持有人基于新《虚假陈述司法解释》享有举证责任倒置的利益，追究发行人侵权责任而非违约责任的可能性较高。对于非公开发行的债券，债券持有人选择追究发行人的违约责任可能相比于追究发行人的侵权责任证明责任较轻，而且此时可以请求的赔偿范围是还本付息，不限于其实际损失。

不过，即使是非公开发行的债券引发的虚假陈述侵权和违约竞合的情况，投资者仍然有较大机会主张侵权责任，尽管可能因为此时不符合新《虚假陈述司法解释》的适用条件而需由投资者证明因果关系的存在。这是因为，发行人在这种情况下往往早已丧失偿付能力甚至陷入破产状况，投资者的希望其实寄托在发行人以外的其他信息披露义务人上，包括发行人的董事、监事、高级管理人员、控股股东、债券中介机构、债券服务机构等等。

结论

证券市场通常采用“非面对面”的交易方式，投资者在相当程度上依赖发行人披露的信息作出投资决策，因此《证券法》将证券虚假陈述案件界定为一类特殊侵权案件：发行人及其他义务人违反信息披露义务，导致投资者受到损失的，须承担侵权损害赔偿赔偿责任。由于“非面对面”交易中虚假陈述受害人难以证明因果关系成立，基于欺诈市场理论，旧《虚假陈述

司法解释》确立了推定因果关系理论，新《虚假陈述司法解释》则在此基础上进一步发展和完善，界定了重大性、交易因果关系和损失因果关系的推定标准，进一步减轻了投资者的举证责任。不过，我国证券法律制度往往以股票市场为模板构建，新《虚假陈述司法解释》亦存在这一问题，导致其能否适用于全部债券类虚假陈述案件，尤其是其中的部分规则能否适用于债券类案件，引发较大争议。

本文认为，对于在证券交易场所公开发行并交易的公司债券和企业债券，以及非公开发行但其后申请并获批在证券交易场所挂牌转让的公司债券和企业债券，如果信息披露义务人在发行、交易或转让过程中实施虚假陈述行为导致投资者受损，可适用新《虚假陈述司法解释》中的规则，作出有利于投资者的重大性、交易因果关系和损失因果关系推定。对于非公开发行、其后也不在证券交易场所挂牌转让的公司债券和企业债券，投资者对信息披露的依赖相对较低，虚假陈述与损害之间的因果关系也相对不难证明，即使投资者

对于非公开发行的债券，债券持有人选择追究发行人的违约责任可能相比于追究发行人的侵权责任证明责任较轻，而且此时可以请求的赔偿范围是还本付息，不限于其实际损失。



主张信息披露义务人承担侵权责任，需承担相应的证明责任，新《虚假陈述司法解释》不适用于此类案件。

即便对于可适用新《虚假陈述司法解释》的债券虚假陈述侵权案件，也并非适用其全部规则，有些规则被排除适用，有些规则经适当调整方可适用。这是因为，该司法解释中的至少部分规则是专为或者主要为股票市场设置的。最典型的例子是认定虚假陈述具有重大性的“价格敏感标准”，它是以股票市场为模型设计的，但在判断涉及债券的虚假陈述行为是否具有重大性时，更恰当的标准是“偿付能力标准”：如果信息披露义务人的虚假陈述影响了投资者对发行人偿付能力的判断，可以认为该虚假陈述具有重大性。另一个典型的例子是计算投资者损失时所使用的“投资差额损失”计算方法，其以相对活跃、换手率较高的股票市场为模板，

并不符合我国债券市场目前的情况。相比之下，仍然是《债券纪要》第22条中规定的计算方式更为简便和实际，同时辅以新《虚假陈述司法解释》中强调的损害赔偿以实际损失为限的原则。

最后需说明的是，包括新《虚假陈述司法解释》在内的证券法律制度重股票轻债券，并非因为立法者和法律适用者对债券市场法制建设的重视不够，《债券纪要》便体现了法院系统希望为债券市场提供平稳、有序、健康发展环境的决心。以本文讨论的虚假陈述纠纷为例，学界和实务界之所以对部分规则的适用问题存在较大争议，很重要的原因在于债券类虚假陈述案件相较于股票类案件数量相对较少，很多问题还需要在司法实践中进一步探索、积累，有赖于各方的共同努力。^[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1]曹明哲.债券虚假陈述民事赔偿诉讼制度应“内外兼修”[J].金融市场研究,2022(02):97-106.
- [2]陈洁.虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现[J].法律适用,2022(03):48-60.
- [3]樊健.欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用[J].财经法学,2020(02):3-19.
- [4]何海锋,陈豪鑫.新虚假陈述若干规定在债券虚假陈述纠纷中的适用探讨[J].债券,2022(03):24-27.
- [5]何海锋.理解和把握《审理债券纠纷案件座谈会纪要》的十四条主线[J].金融市场研究,2020(07):77-85.
- [6]李国光.最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用[M].北京:人民法院出版社,2015.
- [7]李有星,潘政,刘佳玮.债券纠纷案件法律适用问题研究[J].法律适用,2020(19):164-168.
- [8]李有星,钱颖瑜,孟盛.证券虚假陈述侵权赔偿案件审理制度研究——新司法解释的理解与适用高端论坛综述[J].法律适用,2022(03):171-184.
- [9]彭冰.证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析[J].法律适用,2022(05).
- [10]徐文鸣.注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例[J].证券市场导报,2021(05):71-79.