



银行间市场虚假陈述诉讼中 交易因果关系认定的 特殊问题研究

Research on Determining the Causality of Transactions in the Lawsuit of Misrepresentation in the Interbank Market

张保生 朱媛媛 付强

摘要：随着债券市场的蓬勃发展，债券违约事件频发的同时，银行间债券市场的虚假陈述纠纷也开始不断涌现。但是，不同于股票市场证券虚假陈述诉讼中可以依据“推定信赖”原则推定交易因果关系成立，银行间债券市场存在“市场性质”与“市场参与主体”两方面的特殊性，并无“欺诈市场理论”适用的空间，不能基于投资者的交易行为直接推定其投资决策系受到虚假陈述行为的影响。此时，应当将交易因果关系成立的举证责任分配给原告，由原告举证证明其已尽到审慎注意义务并对案涉虚假陈述事项具有“合理信赖”。

关键词：银行间债券市场 虚假陈述 诉讼推定 信赖原则

Abstract: With the vigorous development of the bond market, bond defaults are occurring more frequently, and false statement disputes in the interbank bond market are increasing. However, unlike securities misrepresentation litigation in the stock market, which can be based on the principle of "presumption of trust", the interbank bond market has the particularity of "market nature" and "market participants". There is no room for the application of the "fraudulent market theory". It cannot be directly presumed that investors' investment decisions are influenced by misrepresentation based on their trading behavior. At this time, the burden of proof for the establishment of the causal relationship of the transaction should be assigned to the plaintiff, and the plaintiff should give evidence to prove that it has fulfilled its duty of care and has "reasonable trust" for the false statements involved in the case.

Keywords: Interbank Bond Market, Misrepresentation, Presumption of Litigation, Principle of Trust

张保生，北京市中伦律师事务所合伙人；朱媛媛、付强，北京市中伦律师事务所律师。



问题的提出

在证券虚假陈述侵权领域，对于因果关系要件的认定分为两个层次，第一个层次是“交易因果关系”，对应传统英美法的“事实因果关系”、德国法的责任成立因果关系，考察原告的交易决策是否基于对被告虚假陈述的信赖而作出；第二个层次是“损失因果关系”，对应传统英美法的“法律因果关系”、德国法的责任范围因果关系，解决被告需要对原告的投资损失赔偿多少的问题。^①就交易因果关系而言，我国关于虚假陈述案件的司法解释基于“欺诈市场理论”确定了“推定信赖”原则，推定在特定区间内交易证券的投资者是基于对虚假陈述的信赖而作出投资决策，同时允许被告提出反证推翻交易因果关系。

不过，“欺诈市场理论”的金融学支撑是“有效市场假说”，即成熟有效市场上的证券价格会即时充分地反映所有公开、可得的信息，而虚假陈述作为公开信息的一种，势必会扭曲有效市场上的证券价格，使得信赖该价格为公道价格的投资者蒙受损失。银行间债券市场作为流动性较低的市场，是否具有“欺诈市场理论”的适用空间，存在争

议。

特别是，作为改变因果关系举证规则的制度，“推定信赖”原则的初衷是保护广大中小投资者，属于对弱势群体的“帮扶机制”。但是，银行间债券市场的投资主体为商业银行、保险公司、基金公司、证券公司等金融机构，不仅具有审慎投资的注意义务和较高的专业性，往往还兼具其他债券发行人、承销商等多重身份，并没有需要“倾斜保护”的客观诉求。并且，鉴于银行提供融资的本质属性，有些债券投资甚至可能存在“借新还旧”等实质交易背景，这就使得银行间债券市场虚假陈述诉讼中交易因果关系的认定问题变得更为复杂。

目前，尽管已有越来越多的银行间债券市场的投资者提起虚假陈述侵权之诉，但关于交易因果关系能否适用“推定信赖”原则、是否需要做特殊考察的问题，实践中争议较大，相关裁判观点却鲜少展开评述。本文认为，不宜简单地用统一法律适用等宏观、抽象的标准解决这一问题，应当根据“欺诈市场理论”的适用场景、回归“推定信赖”的制度价值，结合银行间债券市场的市场性质和投资者的特殊身份，对这一问题作出客观、中立的回答。

① 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):54-65。



市场性质的特殊性：“推定信赖原则”和“欺诈市场理论”在银行间市场的适用检视

法律基础检视：应遵循谦抑性原则依“法”适用推定信赖原则

立法层面：银行间债券市场非金融企业债务融资工具并非《证券法》明文规定的“证券”范畴，将银行间债券市场纳入《证券法》调整尚需立法或规则完善

2003年最高人民法院（简称“最高院”）《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（简称《虚假陈述若干规定》）^①首次引入“欺诈市场理论”，并在此基础上确定交易因果关系“推定信赖”的基本原则。关于银行间债券市场虚假陈述纠纷能否直接推定成立交易因果关系，现有大多数讨论均从银行间债券是否属于《证券法》中的“证券”、主管单位是否为证监会等角度出发，来论证是否适用《虚假陈述若干规定》。

上述出发点并无不当，银行间债券市场作为依《中国人民银行法》设立的场外交易市场，确实长期游离在《证券法》之外。^②不过，近年来，银行间债券市场

与交易所债券市场不断呈现出接轨趋势，例如，自2018年以来，根据人民银行、证监会与发展改革委联合发布的《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》，证监会对多个银行间债券发行人的信息披露违法行为开出罚单，^③我国债券市场逐步实现统一的行政执法环境；2021年5月1日，人民银行、发展改革委、证监会联合发布的《公司信用类债券信息披露管理办法》开始实施，标志着我国公司信用类债券统一信息披露制度的建立；2022年1月20日，沪深交易所、全国银行间同业拆借中心（简称“同业拆借中心”）、中国证券登记结算有限责任公司（简称“中登公司”）、银行间市场清算所股份有限公司联合发布《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，推进两类市场成员之间的互联互通。基于此，实践中开始出现非金融企业融资工具应纳入“大证券”语境下的声音。

本文认为，我国不同债券类型适用不同基本法、分属多头监管的现状，实际是一个历史形成的问题，也是一个需要尊重的“白马非马”的客观情况。

我国债券市场肇始于1981年国债的恢

① 2022年1月，最高人民法院颁布了《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》（“新《虚假陈述若干规定》”），取代了2003年《虚假陈述若干规定》。

② 李敏.我国债券市场监管分割及统一路径[J].中国政法大学学报,2021(02):166-178.

③ 证监会《行政处罚决定书》〔2021〕44号、〔2021〕57号、〔2021〕66号。



复发行。根据1986年国务院《中国人民银行管理暂行条例》、1987年国务院《企业债券管理暂行条例》《国务院关于加强股票、债券管理的通知》的规定,彼时人民银行是债券发行的唯一审批机构。^①

1997年上半年,伴随着股市上涨,大量银行资金通过交易所市场国债回购交易进入股市,催生股市泡沫。时值亚洲金融危机,各国对发展债券市场在降低银行系统风险、保持稳定的国家融资结构方面的重要性有了新认识。^②经反复论证,我国决定建立仅面向商业银行等机构投资者的场外市场,即银行间债券市场,从而让银行资金撤出交易所市场。^③由此,银行间债券市场正式登上历史舞台。

1998年,我国第一部《证券法》规定,发行公司债券应报经国务院授权的部门审批,“国务院授权的部门”即体现出了尊重实践做法的务实原则。1999年,国务院批准了人民银行《关于企业债券改由国家计委审批的请示》,标志着人民银

行彻底退出企业债券的发行审批工作。同时,审批权的让渡也为未来银行间债券市场在债券产品和发行方式上的变革埋下了伏笔,银行间债券市场的对外开放和注册制,分别比交易所市场早了十年和十一年。

2003年,修正后的《中国人民银行法》在第4条明确了人民银行的职责包括“监督管理银行间同业拆借市场和银行间债券市场”,这是在法律层面首次出现“银行间债券市场”,人民银行也从法律层面获得了对银行间债券市场的监管权。此后,人民银行将对银行间债券市场的管理职能逐步移交给了银行间市场交易商协会(简称“交易商协会”),并先后推出了短期融资券和中期票据等不同种类的“非金融企业债务融资工具”,形成了银行间债券市场蓬勃发展的良好局面。

可见,银行间债券市场目前由《中国人民银行法》统管,更多是特定历史背景下交易场所转变以及债券审批权让渡与调

① 1992年,根据国务院《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》,国家计划委员会和省级人民政府获得了对部分种类债券发行审批的权力,只有金融机构债券由人民银行单独负责审批,债券市场的多头管理就此产生。1997年,经国务院批准,国务院证券委员会发布《可转换公司债券管理暂行办法》,规定由证监会审批上市公司和重点国有企业发行的可转换公司债券,由此,证监会开始介入债券发行审核,分割了人民银行的部分权力。关于我国债券市场的形成及其监管变迁,参见夏武勇.交易所债券市场的机遇[J].中国金融,2011(10):53-55;于绪刚.尴尬的银行间债券市场——《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》述评之一.(2022-02-15)[2022-07-21].https://mp.weixin.qq.com/s/ZGfzzjS4PY7p5oPppCbv_w。

② 王一莹.公司债券市场:理论、实践、制度建设[C]//李扬主编.中国金融论坛(2004).北京:社会科学文献出版社,2004:293-297。

③ 徐忠.中国债券市场发展热点问题及其认识[J].金融研究,2015(02):29-35。



整后，由“实践基础”决定“顶层设计”的结果。即使公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具均具有还本付息这一共同属性，但非金融企业债务融资工具尚未于《证券法》明文规定，在现行法律体系下对《证券法》中“证券”范畴进行填充也缺少法律基础。我们建议，如果时机成熟，可以在《证券法》再次修订时通过立法将银行间债券市场非金融企业债务融资工具纳入《证券法》规定的“证券”范畴。在当前未能修法的情况下，将银行间债券市场纳入《证券法》调整，尚需执法依据和规则完善。

司法层面：最高人民法院并未给予银行间债券市场虚假陈述纠纷关于推定交易因果关系的适用空间

尽管非金融企业债务融资工具并非《证券法》明文规定的“证券”范畴，但这并不足以否定发生在该市场的虚假陈述案件不能适用“推定信赖”原则。这是因为，“推定信赖”原则并非规定在《证券法》中，而是由《虚假陈述若干规定》所确立，如果《虚假陈述若干规定》明确将非金融企业债务融资工具纳入规制范围，则相应纠纷适用“推定信赖”原则当然不存在争议。

2021年，人民银行、发展改革委、财

政部、银保监会、证监会和外汇局联合发布的《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》亦指出，应当依据《民法典》《公司法》《证券法》和《中国人民银行法》等规定审理债券纠纷案件，同时“支持司法机关出台更多与债券相关的司法解释等司法文件”。可见，监管部门实际是将债券纠纷案件的法律适用问题，交到了有权制定司法解释的最高院手中。

“推定信赖”直接改变了作为侵权责任核心要件之因果关系的举证责任分配原则，旨在保护资金有限且处于信息末端的自然人投资者，^①属于对原告较为友好的规则。这种明显体现出保护一方当事人倾向的规定，应当严格遵循“法无明文规定不可用”的原则，杜绝不当扩张和滥用趋势。

本文认为，目前最高院不仅没有以司法解释的方式明确规定银行间债券市场虚假陈述纠纷可以适用“推定交易因果关系”的原则，甚至在多处体现出排除适用的倾向。

首先，在新《虚假陈述若干规定》出台前，最高院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》在第22条中体现出参照“推定信赖原则”确定交易因果关系的

① 贾伟.证券市场侵权民事责任之完善[J].法律适用,2014(07):28-33.



倾向，^①但该条实际是关于损失计算的规定，且该文件以“座谈会纪要”而非“司法解释”的形式出台，也体现出相关规定有待成熟的客观情况。此后，即使在“统一法律适用”的呼声下，新《虚假陈述若干规定》的上位法依据仍不包括《中国人民银行法》；即使是在“打击虚假陈述市场全覆盖”的思路指导下，最高院在撰文明确新《虚假陈述若干规定》适用范围时，也仅指出该司法解释适用于《证券法》第二条规定的所有证券。^②

其次，新《虚假陈述若干规定》第34条关于证券交易场所是指“证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所”的规定，系来源于2019年《证券法》第96条第二款关于“证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所的设立、变更和解散由国务院决定”的规定，亦即，新《虚假陈述若干规定》项下的“证券交易场所”，是指《证券法》项下的“证券交易场所”，体现出新《虚假陈述若干规定》深厚的《证券法》底色。

事实上，非金融企业债务融资工具的交易场所，也并非“由国务院批准设

立”。根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第6条规定，同业拆借中心为债务融资工具在银行间债券市场的交易提供服务，即非金融企业债务融资工具的交易场所是同业拆借中心。而同业拆借中心和外汇交易中心是“一套机构，两块牌子”，根据人民银行发布《关于设立中国外汇交易中心的决定》，外汇交易中心是由人民银行“决定设立”而非国务院，因此，受限新规关于“证券交易场所”的明确规定，银行间债券市场在新《虚假陈述若干规定》项下并无适用空间。

最后，司法实践层面，尽管部分地区法院认为非金融企业债务融资工具所涉虚假陈述纠纷可以适用新《虚假陈述若干规定》，但是，在截至目前唯一一例经最高院审理的案件中，最高院裁定认为，在全国银行间债券市场发行的超短期融资券，不符合《虚假陈述若干规定》规定的适用条件。

综上所述，相关规定和司法实践至少在一定程度上体现出，最高院并未旗帜鲜明地支持“推定信赖原则”的适用。在此

① 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第22条规定：“债券欺诈发行和虚假陈述的损失计算。债券信息披露文件中就发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，欺诈发行的债券认购人或者欺诈发行、虚假陈述行为实施日及之后、揭露日之前在交易市场上买入该债券的投资者，其损失按照如下方式计算：……”

② 林文学,付金联,周伦军.《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》的理解与适用[J].人民司法,2022(07):43-50.



情况下，基于“推定信赖原则”的“优惠性保护”性质，应当排除该原则在银行间债券市场虚假陈述纠纷领域的适用。

理论基础检视：银行间债券市场的交易模式与流动性难以兼容“欺诈市场理论”

欺诈市场理论（fraud-on-the-market theory）是美国地方和巡回法院为了解决证券诉讼中原告是否信赖了被告虚假陈述的问题而逐步发展出的一种理论，最终在1988年为美国最高法院在Basic Inc. v. Levinson案中所确立，即在公开和发达的证券市场中，股票价格是由有关公司及其业务的相关重要信息决定的，在这种情况下，被告实施虚假陈述欺诈的是整个市场，所有基于市场价格进行交易的投资者，都可以被视为信赖了虚假陈述而进行的交易。如果重大的虚假陈述已传播到公开的、发达的证券市场，则可以推定原告对市场价格完整性的依赖，原告只需要证明被告公开做了重大的虚假陈述，并且其在有效市场上交易了相关股票，即满足了证明门槛要求。^①

一般认为，“欺诈市场理论”的理论基础是“有效市场假说”。由于很难想象现实世界存在可以完美反映所有公开信息与未公开信息的“强式有效市场”，而

“弱式有效市场”又仅能反映历史信息，无法对当下的信息作出及时反映，故通常认为欺诈市场理论实际仅适用于“半强式有效市场”。

结合交易换手率、流动性、交易规模等指标，我国股票市场中的主板、创业板与科创板市场可以视为“半强式有效市场”，但是对于银行间债券市场，却难以得出类似的结论。

有别于交易所市场常见的集中竞价的交易模式，人民银行《银行间债券交易规则（试行）》第9条规定，银行间债券市场的债券交易采用询价的交易模式。实践中，各市场参与主体也主要是通过同业拆借中心进行自主谈判，一对一询价，如此就造成银行间市场的债券价格无法对发行人的新信息做出快速反应，市场的价格敏感性和价格发现效率较低，而这恰恰是判断证券市场是否有效的核心条件。^②而且，与股票市场最为不同的是，银行间债券市场的基本职能是提供融资，机构投资者赚取的是“债券利息”，很少会通过频繁交易的方式赚取买卖“价差”；债券的价格取决于其“发行利率”，而利率在发行时即已确定，故大多数情况下投资者也并不存在对债券交易价格的“信赖”。

^① Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

^② Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264 (1989)，转引自樊健. 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.



事实上,此前早已有分析指出我国银行间债券市场和交易所债券市场至多仅达到了“弱式有效市场”,甚至可能连“弱式有效市场”都未达到,债券市场的债券价格对历史信息的反映尚不够充分。^①实证研究表明,在2010年1月—2020年12月的十年期间,我国银行间债券市场的月均交易笔数仅为7.59笔,仅为交易所债券月均交易笔数的13.94%,为美国投资级债券月均交易笔数的10.90%,而该十年间银行间债券市场的无交易天数占比甚至达到87.67%。^②可见,银行间债券市场的交易频率和流动性甚至远低于交易所债券市场,很难给“欺诈市场理论”提供适用空间。

市场参与主体的特殊性:银行间市场机构投资者交易决策的多维考量

《全国银行间债券市场债券交易管理办法》第8条规定,银行间债券市场的

市场参与主体包括商业银行、证券公司、保险公司、基金公司等非银行金融机构,具有法人资格的非金融机构以及经批准的外国银行分行。统计表明,2018—2020年大型国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行与民营银行等存款类金融机构在银行间债券市场的持债金额占比接近六成。^③因此,本文将以商业银行为主要研究对象。笔者认为,对此类投资者交易决策的分析,应当进行更多维度的考察。

银行间债券市场投资者的审慎义务

以商业银行为例,自2009年起原银监会曾先后多次下发《关于加强商业银行债券投资风险管理的通知》《关于进一步加强信用风险管理的通知》等规范性文件,明确要求商业银行需将债券投资业务纳入统一的授信管理。^④

由于授信业务是商业银行的核心业务,决定着商业银行资金投资、运用的风险和收益,关系着我国金融市场的安全和

① 宋芳秀,王梓澈.制度规则、前提设定及至有效性比较:银行间与交易所债券市场[J].改革,2012(10):124-129;卞琪,张茂军.基于随机游走模型的公司债券市场有效性研究[J].桂林电子科技大学学报,2016,36(01):60-65.

② 郑怡君,吴文锋,胡悦.中国信用债流动性及定价:来自国际比较的证据[J/OL].系统工程理论与实践:1-40[2022-10-08].<http://kns.cnki.net/kcms/detail/11.2267.n.20220525.1101.006.html>.

③ 人民银行.2018、2019、2020年金融市场运行情况[EB/OL].[2022-07-17].<http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichang/si/147160/147171/147173/index.html>.

④ 原银监会《关于加强商业银行债券投资风险管理的通知》(2009)规定:“商业银行应加强债券投资业务的信用风险管理,充分评估债券发行人、交易对手的资信状况,将债券资产纳入全行统一的信用风险管理体系,包括实行统一的授信管理。”

原银监会《关于进一步加强信用风险管理的通知》(2016)规定:“改进统一授信管理。银行业金融机构应将贷款(含贸易融资)、票据承兑和贴现、透支、债券投资、特定目的载体投资、开立信用证、保理、担保、贷款承诺,以及其他实质上由银行业金融机构承担信用风险的业务纳入统一授信管理……”



稳定，原银监会还曾专门颁布《商业银行授信工作尽职指引》对商业银行开展授信业务的尽职调查规范进行明确。该指引第二章、第三章、第五章分别规定了商业银行在客户调查阶段、分析评价阶段和后续管理阶段负有的法定义务。^①

可见，商业银行在银行间债券市场进行债券投资的，需按照《商业银行授信工作尽职指引》的要求在客户调查、分析评价、后续管理等阶段履行一系列的审慎注意义务。除了商业银行外，其他银行间债券市场的机构投资者如证券公司、基金公司、投资公司等也有类似的审慎注意义务要求。司法实践中，在“中兵红箭”案、“济南高新”案、“祥源文化”案等证券虚假陈述诉讼中，审理法院均判决认为，专业的机构投资者需履行严格的投资决策要求，负有审慎、善意对待虚假陈述信息

的注意义务。^②

因此，对于以商业银行等机构投资者为主的银行间债券市场，因发行人虚假陈述引发诉讼的，应由原告首先就其已依法履行了法定的审慎注意义务承担举证责任，否则，就不能直接基于“推定信赖”原则推定其投资决策与虚假陈述之间存在因果关系。

银行间债券市场投资者的多重身份

“合理信赖”属于虚假陈述侵权责任的法定构成要件，而且，这种信赖必须是“合理”的，即在同等条件下，具有相同能力的信息接收人确实存在被虚假陈述误导的可能。如果虚假陈述的信息接收人具备特别的知识、技能或者经验，他就必须对此加以运用，若此时该信息接收人信赖一个不具备这些条件的普通人可能合理信赖的虚假陈述，就属于不合理信赖。^③

① 在客户调查阶段，《商业银行授信工作尽职指引》第二章第13条、第15条、第16条、第20条等规定要求，商业银行应搜集被授信主体的基本资料，关注和搜集集团和关联方的信息，识别集中及关联授信风险，认真核实被授信主体的财务状况等资料的合法性、真实性和有效性并以书面形式记载，了解掌握被授信主体的经营管理状况。并且，商业银行在开展客户调查时应以实地调查为主。

在分析评价阶段，《商业银行授信工作尽职指引》第三章第24条、第25条、第29条等规定要求，商业银行应认真评估被授信主体财务报表，对影响其财务状况的各项因素进行分析评价，分析评价被授信主体公司治理等非财务因素，对被授信主体的信用等级进行评定，并根据前述授信分析评价结果，形成书面的分析报告。

在后续管理阶段，《商业银行授信工作尽职指引》第五章第41条、第43条等规定要求，商业银行在实施授信后，应对所有可能影响还款的情况进行监测，并重点关注被授信主体的财务状况和法律地位等情况是否发生变化。同时，应通过非现场和现场检查的方式，及时发现授信主体的潜在风险并发出预警风险提示。

② 湖南省高级人民法院（2021）湘民终867号《民事判决书》、济南市中级人民法院（2020）鲁01民初2517号《民事判决书》、浙江省高级人民法院（2019）浙民终1414号《民事判决书》。

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,2015:245.



在银行间债券市场上,商业银行、证券公司等机构投资者往往集多重身份于一体,并由此具备了普通投资者所没有的专业知识。事实上,商业银行不仅是市场上的主要投资者,还是交易商协会的主要成员,是结算的主要代理和参与机构,更是主要发债方、主要的承销商和二级市场主要的分销商。^①

申言之,根据《银行间市场交易商协会章程》第19条、第24条、第29条的规定,交易商协会的最高权力机构是会员代表大会,执行机构是理事会,而在理事会闭会期间由常务理事会行使职权。而截至2022年4月20日,全国性银行、城市商业银行、农村商业银行等商业银行在现任常务理事、理事及会员代表中的占比分别为30.30%、37.00%与34.33%。^②同时,与股票和公司债券的承销商必须是证券公司不同,银行间债券市场的承销商可以由具有承销资格的商业银行或者证券公司担任,而在银行间债券市场2020年总承销额排名前20的主承销商中,仅有2席为证券公司,剩余17席为商业银行,另有1席为国家开发银行(政策性银行)。^③

可见,商业银行不仅是交易商协会制定行业自律规则的重要参与者,同时也在银行间债券的发行、承销、交易和结算的多个环节扮演着关键的角色。因此,与传统股票市场及交易所债券市场的众多散户投资者相比,银行间债券市场上的商业银行等机构投资者无疑具备更专业的能力和更丰富的经验,在因投资银行间债券引发的虚假陈述诉讼中,也应首先举证证明其信赖虚假陈述的“合理性”。例如,如果某商业银行作为投资者,主张根据相关信息披露规则,发行人披露的某项财务指标变化幅度达到应披露变化原因的标准,但发行人并未披露该指标的变化原因,构成“重大遗漏”。笔者认为,该商业银行作为熟悉信息披露规则的主体,在明知发行人应披露但未披露财务指标变化原因的情况下仍决定投资,说明发行人该项财务指标的变化原因根本不会影响其投资决策,即该投资者并不会因为发行人是否披露该项信息而改变投资决策。此时应当认为,该商业银行对该项“遗漏信息”不具备合理信赖,也不应由发行人对其损失承担赔偿责任。

① 李敏.我国债券市场监管分割及统一路径[J].中国政法大学学报,2021(02):166-178.

② 交易商协会官网,<http://www.nafmii.org.cn/xhzc/xhhy/>,2022年7月17日最后访问。

③ 交易商协会官网,<http://www.nafmii.org.cn/scyjfx/zcftj/202101/P020210121612405311662.pdf>,2022年7月17日最后访问。



部分银行间市场投资者存在的其他交易安排

在我国，尽管部分银行间债券市场的投资者在投资债券时确实是基于对发行人的认可和对发行文件的信赖（虽然该等信赖并不当然属于“合理信赖”），但也不得不承认，部分债券投资者可能会存在某些与发行人之间的其他交易安排，例如配合发行人进行结构化发行、通过认购债券帮助发行人实现“借新还旧”的目的。此类债券投资者的交易决策，更多则是基于特殊交易安排的考量，而难以认为其对发行文件存在合理信赖。

例如，在某债券虚假陈述诉讼案例中，根据法院查明的事实，原告J银行之所以认购案涉债券，实际是因为其与债券发行人之间存在长期战略合作关系，又经收取了高额销售费的案外人推介促成。庭审中，各被告也均以此抗辩J银行的投资决策与案涉虚假陈述之间不存在交易因果关系，其认购案涉债券是“以投资为名行借贷之实”。最终，审理法院认定，“在案证据能够证明J银行在认购案涉债券过程中，存在诸多涉嫌违规的行为”，结合其他事由驳回了J银行的

全部诉讼请求。^①

又如，在笔者办理的某债券类产品虚假陈述诉讼中，^②原告C银行是该产品的投资者，T公司是该产品的发行人，该产品的实际融资主体与还款方均是S公司。在案证据显示，C银行与S公司之间存在长期战略合作关系，且在C银行投资案涉产品时恰好对S公司有一笔即将到期的数亿元银行贷款（该笔银行贷款在案涉产品发行后如期归还），而C银行认购案涉产品也是经由S公司安排的案外销售机构的推介。案件审理过程中，笔者也代表案涉被告之一主张C银行认购该产品实际是出于与S公司之间“借新还旧”等其他交易安排，其投资决策与案涉虚假陈述之间不存在交易因果关系。

可见，上述“借新还旧”等交易安排在商业银行的债券投资中并不罕见。显然，这种存在其他交易安排的投资者实际并无任何对债券价格的信赖，更遑论“合理信赖”。此时，如发行人因虚假陈述引发民事赔偿诉讼，应认为存在该等特殊安排的投资者的投资决策并未受到案涉虚假陈述的影响，投资者的交易决策与虚假陈述之间不存在交易因果关系。

^① 北京市高级人民法院（2021）京民终900号《民事判决书》、北京市高级人民法院（2019）京民终584号《民事判决书》。

^② 为便于简述案情，本文对案件基本情况进行了概括和简化，缩写与具体公司名称没有关联。



结论

银行间债券市场非金融企业债务融资工具不属于《证券法》项下的“证券”，不能直接适用新《虚假陈述若干规定》。基于推定信赖原则“倾向性保护”的属性，在新《虚假陈述若干规定》未将其明确纳入调整范围且在“交易场所”方面存在明显适用障碍的情况下，应当排除该原则在银行间债券市场虚假陈述纠纷领域的适用。银行间债券市场采用自主谈判、一对一询价的交易模式，价格发现效率较低，市场流动性更是远低于交易所市场，不属于“半强式有效市场”，不满足适用“欺诈市场理论”的理论基础。因此，银行间债券市场虚假陈述诉讼不能适用“推定信赖”原则推定成立交易因果关系。

银行间债券市场的机构投资者在进行债券投资时负有法定的审慎注意义务，又因其兼具发行人和承销商等多重身份而具备特别的知识和技能，实际与发行人处于同等的地位甚至比发行人更为专业。因此，首先应当由原告就其作出投资决策时已履行了审慎注意义务且具有“合理信赖”进行举证。此外，若投资者交易债券是出于“借新还旧”或其他交易安排的，也应否定交易因果关系的成立。

与传统股票市场和交易所债券市场相比，银行间债券市场在市场性质和市场参

与主体方面均具有特殊性，“保护中小投资者”的价值取向在此没有生长土壤，裁判者在相关债券纠纷案件中，应当更加注意“平等对待原被告双方”，助力各方共同营造公平、良好、高质量发展的市场环境。^[N]

学术编辑：卢超群

