

债券虚假陈述民事责任皇冠上的明珠： 投资损失计算

李姝晨* 樊 健**

摘要：债券虚假陈述中的投资者损失计算争议较大，目前虽有《债券会议纪要》及《虚假陈述司法解释》两项文件，但二者提供了差别迥异的投资损失计算方法。为明确债券虚假陈述中投资损失计算的规则，需要妥善处理《债券会议纪要》与《虚假陈述司法解释》两项文件的适用关系，应以《虚假陈述司法解释》的规定来计算债券虚假陈述投资损失，将债券虚假陈述定性为侵权纠纷，遵循“填平原则”。同时，充分考虑股票、债券市场的差异，妥善认定债券投资者的实际损失：对于在有效市场上公开竞价交易的债券，以基准日的平均收盘价作为债券真实价格的基准；对于非公开竞价交易的债券，应通过债券定价的基本逻辑，借助专业评估机构确定债券真实价格，从而准确认定债券虚假陈述投资损失。

关键词：债券市场 虚假陈述 损失计算 法律适用

近年来，我国债券市场呈现出较快的发展速度，2022 年债券市场共发行各类债券 61.9 万亿元。^① 伴随快速发展而来的，是不断显现的各种风险。自 2014 年“11 超日债”成为债券市场首个违约案例后，债券纠纷不断增多，债券虚假陈述也逐渐成为司法审判中关注的重点。2020 年 12 月杭州中院“五洋债”^②一案，判决高达约 7.4 亿元的赔偿总额，涉及债券发行多方责任主体，对后续研究和审判产生重要影响。

* 上海财经大学法学院硕士研究生。

** 上海财经大学法学院副教授。

① 《2022 年金融市场运行情况》，载 https://www.gov.cn/xinwen/2023-01/21/content_5738362.htm?eqid=8cce311200023dae000000046475e8fe。最后访问时间：2023 年 10 月 9 日。

② 五洋债证券虚假陈述责任纠纷案，杭州市中级人民法院（2020）浙 01 民初 1691 号民事判决书。

2022年1月21日,最高人民法院(以下简称“最高院”)发布了《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》(以下简称“《虚假陈述司法解释》”),为证券市场虚假陈述案件提供了基本遵循,而作为虚假陈述民事责任中的重要一环——损失计算是绕不开的话题。《虚假陈述司法解释》第25条明确规定,投资者损失应以因虚假陈述而实际发生的损失为限,包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。^①但新规的出台一定程度上与2020年7月15日最高院发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称“《债券会议纪要》”)存在不一致,且《虚假陈述司法解释》仍然不能完全解决当下债券虚假陈述司法实践中投资损失计算的问题。因此,本文旨在重新评估《债券会议纪要》关于债券虚假陈述损失计算的方法,厘清《虚假陈述司法解释》与《债券会议纪要》的适用顺序,基于债券市场特殊性,结合法律规定和司法实践,对债券虚假陈述损失计算统一规则的构建进行探讨。

一、《债券会议纪要》及司法实践分歧

在《债券会议纪要》出台前,证券市场虚假陈述纠纷主要适用2003年的《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》(以下简称《旧虚假陈述司法解释》);《债券会议纪要》的出台旨在正确审理债券市场各类债券的发行和交易所引发的纠纷,但却未明确与《旧虚假陈述司法解释》的适用关系,在损失计算上存在一定矛盾。

(一)《债券会议纪要》的内外矛盾

《债券会议纪要》第22条第1款规定,在起诉日之前或一审判决作出前已经卖出所持有的债券的,本金损失为投资人购买该债券所支付的加权平均价格扣减持有该债券期间收取的本金偿付(如有),与卖出该债券的加权平均价格的差额,同时加计实际损失确定之日至实际清偿之日止的利息(予以分段计算)。^②这与《旧虚假陈述司

^① 《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。原告实际损失包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。

^② 《债券会议纪要》第22条,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:(1)在起诉日之前已经卖出债券,或者在起诉时虽然持有债券,但在一审判决作出前已经卖出的,本金损失按投资人购买该债券所支付的加权平均价格扣减持有该债券期间收取的本金偿付(如有),与卖出该债券的加权平均(转下页)

法解释》的计算逻辑一致,简单而言,以买入价与卖出价之差来计算每张债券的损失,也即投资者实际遭受的损失。

然而,根据《债券会议纪要》第22条第2款之规定,在一审判决作出之前仍持有债券的,应当按照《债券会议纪要》21条,也即以债券违约的规定,偿付本息。换言之,其计算方式为,以每张债券的票面金额作为每张债券的损失基础,再减去投资者在破产程序中获得的赔偿(如有),再加上资金占用利息,而不考虑投资者买入债券所实际支付的对价,也不考虑投资者实际损失是多少,只需按照确定的本息金额即可。

二者相比,很明显能发现其内部的不自洽之处。同样都是由虚假陈述侵权导致的损失,为何卖掉债券便是买卖差额,而持有债券就是票面本息?买卖差额体现的是侵权责任,偿还票面本息更多体现的是一种违约责任,二者存在矛盾之处;而且,票面本息往往大于买卖差额,也就是说,在虚假陈述被揭露后,投资者积极采取行动转卖债券,还不如什么都不做获得的赔偿多,这样是否合理呢?同时,由于在《债券会议纪要》出台之前,债券市场虚假陈述案件往往依据《旧虚假陈述司法解释》进行裁判,旧规定并非区分投资者是否卖出证券,均按照投资差额计算。《债券会议纪要》出台后,也并未替代《旧虚假陈述司法解释》,《虚假陈述司法解释》更是延续了投资差额这一计算逻辑。不同文件规定的计算逻辑,使得在司法实践中对这种类型的投资损失计算,也产生一定分歧。

(二) 司法实践的分歧

对于在起诉日之前或一审判决作出前已经卖出所持有的债券的投资者,其损失不难计算,实践中争议不大;难点在于,对在一审判决作出前仍持有债券的投资者损失应如何确定。由于司法文件存在不一致,司法实践中也呈现出两种不同的计算逻辑。

1. 投资差额

依据新旧司法解释,法院往往根据投资者的投资差额来确定投资者实际损失。例如在“黄松祥与协鑫集成科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”^①中,南京

(接上页)价格的差额计算,并可加计实际损失确定之日至实际清偿之日止的利息。利息分段计算,在2019年8月19日之前,按照中国人民银行确定的同期同类贷款基准利率计算;在2019年8月20日之后,按照中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率(LPR)标准计算。(2)在一审判决作出前仍然持有该债券的,债券持有人请求按照本纪要第21条第一款的规定计算损失赔偿数额的,人民法院应当予以支持;债券持有人请求赔偿虚假陈述行为所导致的利息损失的,人民法院应当在综合考量欺诈发行、虚假陈述等因素的基础上,根据相关虚假陈述内容被揭露后的发行人真实信用状况所对应的债券发行利率或者债券估值,确定合理的利率赔偿标准。

^① 黄松祥与协鑫集成科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,南京市中级人民法院(2018)苏01民初591号民事判决书。

中院便认为,虚假陈述行为人承担民事赔偿责任的范围,应为投资人因虚假陈述行为而发生的投资差额损失及该部分的佣金、印花税、利息等,是指投资人受虚假陈述行为的影响,以不真实的价格买入证券后,在虚假陈述行为被揭露,证券价格回归正常价格时产生的差额损失。因此,对于一审前仍未卖出的债券,南京中院通过计算买入均价、基准价的价差来确定投资者的实际损失。

2. 偿付本息

《债券会议纪要》出台以后,即便《旧虚假陈述司法解释》当时仍然有效,法院更倾向于将应付债券本息作为投资者损失。例如“五洋债”一案中,杭州中院认定原告投资者损失是“由五洋建设欺诈发行、虚假陈述所导致,故原告依法享有五洋建设作为破产重整企业应付到期本息及逾期利息之债权”,尽管将案件认定为虚假陈述,但仍认为原告的损失为到期本息及依据票面利息计算的逾期利息,将因虚假陈述引发的侵权责任与因到期不能履行债务的违约责任混同,体现的便是《债券会议纪要》第22条第2款的计算思路。

二、对偿付本息的反思

(一) 债券虚假陈述案件应定性为侵权责任

无论投资者是否在一审前卖出证券,证券虚假陈述的法律性质应是一以贯之的。债券虚假陈述案件应为特殊的侵权索赔案件,其构成要件需要符合侵权责任体系。《债券会议纪要》中“五、关于发行人的民事责任”一节,也明确“对于债券欺诈发行和虚假陈述侵权民事案件,应当根据债券持有人和债券投资者的实际损失确定发行人的赔偿责任”,债券作为证券的一种,其欺诈发行与虚假陈述自然也适用侵权责任体系的规定。侵权责任的基本原则即“填平原则”,在于赔偿投资者实际损失;而赔偿本息的做法显然是依据合同法律关系,赔偿了假设合同正常履行情况下,债券投资者所预期获得的全部收益,也即可得利益。《债券会议纪要》第22条第2款以此为计算基础,显然超出了侵权责任的损害赔偿范围,混淆了侵权责任与违约责任的不同。此外,结合《债券会议纪要》第23条^①规定来看,如果投资者按照第22条第2项规定寻

^① 《债券会议纪要》第23条,损失赔偿后债券的交还与注销。依照本纪要第21条、第22条第2项的规定请求发行人承担还本付息责任的,人民法院应当在一审判决作出前向债券登记结算机构调取本案当事人的债券交易情况,并通知债券登记结算机构冻结本案债券持有人所持有的相关债券。

求赔偿的话,需要缴回或者注销证券。这样的规定事实上是按照违约的思路来处理投资者的赔偿请求,而非侵权的思路。

(二) 变相的“刚性兑付”

我国债券市场始于 20 世纪八九十年代,起步初期,由于对发债主体缺乏控制,随后出现大面积债券违约的现象。对此,1993 年开始,政府逐渐开始经济整顿工作,出面主导债券逾期未能兑付的情况,并加强对发行主体资质的控制、要求银行为债券提供担保等。在一定程度上,我国政府对债券市场保持着控制力,即使出现违约风险,大多也在政府的参与下得到化解,因此债券市场“刚性兑付”“零违约”之说成为一项默认规则。在 2014 年“11 超日债”之前,中国债券市场从未出现过一例违约。但“11 超日债”打破了债券市场“刚性兑付”的神话,债券违约数量增多(见表 1),投资者才切实意识到债券投资确实是存在违约风险的,而不能一定“保本”。

表 1 近年来的债券违约情况

年 份	违约数量(只)	违约额(亿元)
2019	213	1 700.5
2020	189	1 898.73
2021	198	1 921.57
2022	172	921.95
2023.01—2023.07	30	214.62

数据来源: Wind 数据。

此后出台的多项政策与司法文件(《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《第九次全国法院民商事审判工作会议纪要》),都提出了“卖者尽责、买者自负”的监管原则,逐渐打破“刚性兑付”。但如果按照《债券会议纪要》第 22 条第 2 款不区分违约和侵权的逻辑,简单以偿付本息予以裁判,则可能成为一种司法裁判上的“刚性兑付”,投资者购买债券时不必谨慎考虑风险,只要在债券违约后寄希望于发现存在虚假陈述行为(往往也都存在),然后一直持有债券,在司法裁判中自然可以获得全额本息。这样并不能对投资者起到很好的保护作用,反而会在其心中加上一项“保险”,不利于“刚性兑付”观念的全部打破,也会妨碍债券投资和审慎理性投资观

念的培养。^①

(三) 违约思路下可能导致中介机构负担过重

无论是侵权责任还是违约责任,在债券发行人层面,毫无疑问需要承担损害赔偿赔偿责任,无论投资者基于的是违约请求权还是侵权请求权。在假定虚假陈述对债券最终违约的作用力是100%的情况下,如果债券最终导致无法兑付,那么投资者的损失范围和发行人的违约责任范围实质上是一致的。因此,对于发行人,一定程度上可以按照《债券会议纪要》第22条第2款的规定,按照票面本息来计算赔偿金额。

但是,对于中介机构而言,情况会有所不同。在证券虚假陈述中,发行人往往已经丧失清偿能力;而对于一些无法自证无过错的中介机构而言,就可能面临着对债券全部本息金额承担连带责任的风险。虽然《债券会议纪要》第22条第2款的规定属于“五、关于发行人的民事责任”,而中介机构则在“六、关于其他责任主体的责任”,按篇章安排而言,二者的责任承担应当有所区别,对中介机构而言,仍应以投资者实际损失作为承担责任的基础数。但在司法实践中,不乏要求承销商等中介机构对债券全部本息承担连带责任的判决。^②但中介机构不同于发行人,其并不存在独属于发行人的、向投资者还本付息的合同义务;中介机构责任的产生,是由于未能尽到勤勉尽责义务而使得债券发行文件或后续文件存在虚假信息,导致投资者因信赖该信息而遭受损失,因此,投资者对中介机构仅有基于虚假陈述的侵权损害赔偿请求权,而不存在基于合同的还本付息请求权。^③要求中介机构对所有本息承担连带责任,即便是在一定比例内承担连带责任,也会给中介机构带来过重的负担,损害债券市场的健康发展。

(四) 存在道德风险

依据《债券会议纪要》第22条第1款还是第2款,会对投资者最终所获赔偿产生不小的差异,第22条以“一审判决作出”作为时间分界点,在之前卖出债券的投资者,依照实际损失,也即买卖差价受偿;而在之后仍然持有的投资者,则可就到期本息受

^① 参见缪因知:《债券虚假陈述之作用力与赔偿责任》,载《西北政法大学学报》2023年第4期。

^② 如上述“五洋债”一案,杭州中院便判决中介机构在不同比例下对发行人的违约责任承担连带责任;再如(2021)浙民终515号案一审判决,法院判令承销商就发行人对偿付债券本息以及逾期利息的清偿义务承担连带责任。

^③ 雷继平:《债券虚假陈述责任纠纷之损害赔偿范围界定》,载 <https://mp.weixin.qq.com/s/plWKhVdkSvp4UVwC73cUbQ>。最后访问时间:2023年10月9日。

偿。正常情况下,实际损失会因为考虑虚假陈述影响比例、系统风险、非系统风险等因素予以扣减,避免发行人等承担过于遥远(too remote)^①的结果,投资者到手的赔偿,也会少于债券本息,在这种情况下,投资者自然会选择在发现债券虚假陈述后继续持有债券,直至一审判决作出,从而获得全部本息的偿付,长此以往,投资者对《债券会议纪要》22条第2款趋之若鹜,第一款则会被架空。

除此之外,偿付本息的做法还有可能间接助长债券市场的套利行为。例如,在二级市场,投资者以85元一张的价格买入债券,后续债务人违约并被发现存在虚假陈述行为,破产程序中投资者未获得分配,若不考虑利息的话,则投资者可以获得100元的赔偿。如此,一旦债券发行人出现违约风险或者被发现存在虚假陈述行为,一些市场投机者便会大量低价买入受影响的债券,随后通过债券虚假陈述诉讼,要求发行人偿付全部本息,即便发行人无力清偿,也可以要求中介机构承担连带赔偿责任。垃圾债投机者以低于面值的买入价格,却获得了票面本息的超额收益,存在过度赔偿,显然是不合理的。同时,由于投机者追逐那些高风险的垃圾债,导致信用良好的债券反倒无人问津,甚至会影响到证券市场价值发现的基本功能。^②

三、《虚假陈述司法解释》下的投资者实际损失

《虚假陈述司法解释》的出台,吸纳了近20年的审判先进经验和理论研究成果。延续了《旧虚假陈述司法解释》对于损失计算的态度,其中第25条规定了所有证券虚假陈述纠纷案件所适用的统一适用损失计算规则,即投资者的实际损失,包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。但是,《虚假陈述司法解释》更多适用的是股票类证券的情形,而并未明确提供债券损失计算的方法。因此,对于债券虚假陈述应适用《虚假陈述司法解释》还是《债券会议纪要》,成为司法审判中必须解决的问题。

(一) 正本清源: 优先适用《虚假陈述司法解释》的合理基础

1. 回归侵权本质

如前所述,债券虚假陈述案件属于侵权纠纷,民事责任为侵权责任;而《虚假陈述

^① 参见王泽鉴:《侵权行为》(第三版),北京大学出版社2016年版,第236页。

^② 参见王泽坤、吴鹏:《债券虚假陈述侵权责任损害赔偿金额计算方式探讨》,载https://mp.weixin.qq.com/s/3lPmSdK5uIPuRI_8PrOw。最后访问时间:2023年10月9日。

司法解释》中则多处强调“虚假陈述侵权民事赔偿案件”,相对于《债券会议纪要》中违约责任和侵权责任的模棱两可,更坚定了债券虚假陈述侵权责任的立场,因此应当遵循侵权责任损失计算的基本原则,即填平投资者因虚假陈述而遭受的损失。换言之,在侵权之诉中,投资者获得赔偿的上限最多是其购买债券而支付的对价(一级市场与二级市场亦同)。正如在“山东胜通”一案的判决书中,法院认为,“本案系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,其法源依据应当溯源至民法典关于民事侵权责任的规定。根据侵权法理论,损失填平原则是侵权损害赔偿的基本原则。债券本身系一种有价证券,投资者依赖公开披露的信息等因素作出投资决定,支付一定的对价购买债券。投资者购买债券实际支付的价格与债券票面金额之间往往存在一定的差额,该差额即为债券的投资价值,亦即债券投资属性的体现,并不属于必然实现的可得利益。因此,若因信息披露义务人实施虚假陈述致使投资者蒙受损失,该损失应以投资者实际支付的价格为基础计算投资差额损失,以债券票面金额进行赔偿有违侵权法的损失填平原则。”^①

2. 法律适用的正当性

《虚假陈述司法解释》第35条明确废止了《旧虚假陈述司法解释》,并指出《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》与本规定不一致的,以本规定为准;但是其并未涉及与《债券会议纪要》之间的关系,因此需要从法律位阶、适用范围上具体分析。

从法律位阶看,《虚假陈述司法解释》属司法解释,而《债券会议纪要》仅为司法解释性质文件,是旨在统一裁判思路、规范自由裁量权的规范性文件。^②因此,前者的效力显然强于后者,根据“上位法优于下位法”的基本原则,二者调整范畴重合的事项,应当适用《虚假陈述司法解释》。从适用范围看,《虚假陈述司法解释》第1条规定,凡是在证券交易场所发行、交易证券过程中因虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件,均属于《虚假陈述司法解释》的适用范围;同时明确依法设立的区域性股权交易市场亦可参照适用。对于在证券交易场所发行交易的公司债券、企业债券与非金融企业债务融资工具,均应优先适用《虚假陈述司法解释》。

^① 参见中伦视界:《青岛中院作出“胜通债”虚假陈述一审判决,全国首例认定损失应为投资差额而非票面本息》,载 https://mp.weixin.qq.com/s/G_SLMX6GNZH86IBVUaUtDw。最后访问时间:2023年10月9日。

^② 参见:《最高人民法院关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》引言部分。

然而,《债券会议纪要》并非完全没有适用空间。虽然债券是证券的类型之一,但《虚假陈述司法解释》主要的调整对象为股票虚假陈述,并不能针对性地处理债券市场的相关问题,因此不能完全替代《债券会议纪要》。因此,正如上文所言,对于具有普适性的、新规明确规定的部分,应优先以《虚假陈述司法解释》为准;而对于新规模糊处理或未曾涉及、具有“债券特色”的部分,例如银行间市场债券^①、非公开发行的债券等,对于不同类别的债券,尤其需要谨慎适用新规,把握其法律本质和交易模式,灵活适用规则。因此,在债券虚假陈述损失计算中,应依照《虚假陈述司法解释》的计算思路,坚持侵权本质,计算投资者实际损失,但同时仍要避免忽视债券市场特殊性的简单适用,在实践中逐渐探索贴近债券本质、可操作性强的损失计算方法。

(二) 道阻且长:《虚假陈述司法解释》的适用关键

虽然《虚假陈述司法解释》的出台旨在“打击证券发行、交易中虚假陈述行为的全覆盖”^②,希望形成证券虚假陈述统一体系,但通篇未提及“债券”二字,仅以“证券”来表示统一适用,似乎在有意“留白”,回避完全替代债券领域的规则。债券市场本身在市场流动性、价格敏感性、价格评估方式、投资者结构等方面与股票市场的诸多差异,使得在债券市场适用《虚假陈述司法解释》时,必须重视股、债的差异,将关注重点放在发行人偿债能力上,针对债券自身的发行、定价逻辑,审慎确定每张债券的实际损失。

1. 关注核心: 发行人偿债能力

债券不同于股票,具有浓厚的合约色彩,因为约定按期付息、到期还本,它关注的是发行人还本付息的能力,即偿债能力。在股票市场受到较多关注的公司盈利情况、公司长期发展潜力等,对债券投资者影响不大,投资者重点关注的,是发行人在将来的某一特定时点能否偿还本息。即便发行人在这一时点拥有超额资金实力,投资者也只能请求定额的本息;反过来,纵然发行人虚假陈述,虚增其资产、盈利状况,但只

^① 对于银行间市场债券的法律性质与适用问题,目前仍然存在争议。有观点认为银行间债券不应纳入证券法的调整范围(如邢会强《银行间债券市场虚假陈述民事责任纠纷的法律适用》,载《多层次资本市场研究》2022年第2期,认为不适用证券法及虚假陈述司法解释,而应适用民法典关于一般侵权的规范);《虚假陈述司法解释》也未明确提及,留出一定空间。但也有观点认为应适用证券法及相关司法解释,如下文提到的大连机床案,北京金融法院认为“银行间债券市场应属于证券法规定的全国性证券交易场所;银行间债券的发行和交易,属于国务院依法认定的其他证券的发行和交易,依法应当适用证券法及其司法解释的规定。”

^② 参见:《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》。

要在这一时点如约地偿还了本息,债券投资者就并未产生损失。因此,债券投资者在虚假陈述中遭受的损失范围,必须是局限于虚假陈述所导致的、发行人到期不能偿付本息的损失;也即,虚假陈述对于最终无法还本付息的作用力,并非100%,发行人仅应在虚假陈述作用力范围内的损失承担侵权责任。

债券虽然有着稳定的还本付息预期,但作为一种投资工具,仍然具有一定投资风险,例如行业下行、发行人经营状况变化、破产而导致无法偿付本息,在“11超日债”案中,投资者的绝大部分损失其实与虚假陈述无关,而是由于发行人内外部条件的剧烈变化。^①这种投资风险需要投资者自行承担,以落实“卖者尽责,买者自负”的基本原则。因此,如果发行人在债券发行和流通的过程中,通过虚构利好信息、隐瞒负面情况等对其偿债能力、资信情况进行虚假陈述,影响了投资者对发行人偿债能力的判断,就会导致到期无法实现债权。这一虚假陈述的风险超过了债券本身的投资风险,超过的这一部分对应的损失,才应该作为投资者基于虚假陈述侵权请求的责任范围。

这一点,《债券会议纪要》并非没有考虑。正如其中多处所表述的,债券虚假陈述行为应具体表现为“影响投资者对发行人偿债能力的判断”;在第24条中^②,也体现了仅就虚假陈述导致的损失承担责任的态度。《虚假陈述司法解释》第31条^③也考虑到非虚假陈述原因导致损失的可能性,从损失因果关系抗辩的角度要求准确认定实际损失范围。然而,虽然在理论和立法上,导致损失的不同因素具有重要区分意义,但在现实中却缺乏一定操作可能性。在理论分析上,违约与侵权应当泾渭分明。毫无疑问,债券欺诈发行与虚假陈述为侵权纠纷,但大部分情况下,债券违约与债券侵权往往交织发生,具有高度关联性。债券发行人的虚假陈述行为往往是因为其违约、无法偿付到期本息而被揭露的(若发行人具有偿付能力,也通常没有动机去实施虚假陈述);而一旦发现发行人虚假陈述,则后续会存在更大的违约风险。^④在现实

① 参见樊健:《欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用》,载《财经法学》2020年第2期。

② 《债券会议纪要》第24条,因果关系抗辩。

发行人及其他责任主体能够证明债券持有人、债券投资者的损失部分或者全部是由于市场无风险利率水平变化(以同期国债利率为参考)、政策风险等与欺诈发行、虚假陈述行为无关的其他因素造成的,人民法院在确定损失赔偿范围时,应当根据原因力的大小相应减轻或者免除赔偿责任。

③ 《虚假陈述司法解释》第31条:人民法院应当查明虚假陈述与原告损失之间的因果关系,以及导致原告损失的其他原因等案件基本事实,确定赔偿责任范围。被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的,对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩,人民法院应当予以支持。

④ 参见缪因知:《债券虚假陈述之作用力与赔偿责任》,载《西北政法大学学报》2023年第4期。

中,如何评估虚假陈述行为对发行人偿债能力的作用力,往往难以提供完全准确的评估结果。但随着司法实践不断积累经验,金融计量与评估工具不断丰富,法院确定各因素的作用力应当与时俱进,提高审判的精确度和科学性,比如在近期案件中,法院便将《证券投资者损失核定专家意见书》作为确定损失的参考依据,采用收益率曲线同步对比法、多因子模型法、事件分析法等方法核定“证券市场系统风险等其他因素所导致的”损失。^① 股票市场的鉴定方法可以在考虑债券市场特性的前提下予以引入,测算非虚假陈述的其他因素作用力以及对应的扣除额度,从而确定债券虚假陈述对于投资者损失的准确影响。

2. 适用难点: 真实价格的确定

在债券投资者损失计算中,对买入价已经有了算术平均法、实际成本法、移动加权平均法等较为统一的计算方法;^②卖出价也不存在较大争议。在司法实践中最重要的,则是债券真实价格的确定,也即对争议最大的第22条第2款,如果不按照本息偿付,在揭露日后投资者继续持有的这部分债券的可兑现价格,应当如何确定。

对于在公开市场集中竞价的债券,《虚假陈述司法解释》对股票的价格确定,是在揭露日后被虚假陈述证券换手率达到100%的平均收盘价格,并以30日为限,实践中类推适用于债券;^③《债券会议纪要》在认为债券卖出价格低于公允价值的,也采用了揭露日后10日的加权平均价以价格或前30日的市场估值来确定基准价格,^④二者是同样的确定方法,其背后的逻辑在于“真实价值不变法”^⑤,也即虚假陈述被揭露后,价格泡沫会逐渐被挤出,一段时间后证券的价格便会回归正常,反映其真实价值。但即便是在公开竞价的债券市场上应用,这一计算方法也有不适宜之处,最大的障碍便在于债券市场的流动性。基准日和基准价的确定,必须建立在一个高流动性、高效率

^① (2023)浙02民初157号。

^② 例如“11超日”案采用算术平均法计算买入价,(2017)京01民初394号、(2021)黑01民初2353号、(2021)渝民终429号均采用移动加权平均法计算买入价。

^③ 《虚假陈述司法解释》第26条,在采用集中竞价的交易市场中,自揭露日或更正日起,被虚假陈述影响的证券集中交易累计成交量达到可流通部分100%之日为基准日。自揭露日或更正日起,集中交易累计换手率在10个交易日达到可流通部分100%的,以第10个交易日为基准日;在30个交易日内未达到可流通部分100%的,以第30个交易日为基准日。虚假陈述揭露日或更正日起至基准日期间每个交易日收盘价的平均价格,为损失计算的基准价格。

^④ 《债券会议纪要》24,因果关系抗辩。人民法院在认定债券信息披露文件中的虚假陈述内容对债券投资人交易损失的影响时,发行人及其他责任主体能够证明投资者通过内幕交易、操纵市场等方式卖出债券,导致交易价格明显低于卖出时的债券市场公允价值的,人民法院可以参考欺诈发行、虚假陈述行为揭露日之后的十个交易日的加权平均交易价格或前三十个交易日的市场估值确定该债券的市场公允价格,并以此计算债券投资者的交易损失。

^⑤ 参见:最高人民法院民事审判第二庭编著:《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》,第310—313页,人民法院出版社,2002年3月。

的市场之上;而相比于股票,债券可能存在发行规模小、换手率低、流通性差等问题,导致债券市场的低效率,从而使信息不能及时反映到债券价格上;更甚者,因为债券虚假陈述往往是在债券违约后,发行人可能已经陷入债务危机,此时债券已经停牌,或者无法进行正常交易,便不存在可参考的基准价,可能仍需要专业机构来认定债券的真实价格。

对于未采用集中竞价交易的债券,则应基于债券定价的基本逻辑,综合考虑多种因素来确定债券的真实价格。根据债券的定价逻辑,债券的价值应为未来各期利息与本金的现值,而债券的折现率,也即债券的发行利率,应为市场无风险利率与风险溢价之和。其中,风险溢价与该债券自身情况密切相关,包含投资者对这支债券发行人违约或破产的预期判断,风险溢价越高,计算的债券价格便越低。因此,在揭露日后仍有交易的债券,无论通过何种交易方式,此时的交易价格便反映了市场对于该只债券的价值评估调整,是投资者认可的公允价格,可以作为其真实价值的重要参考。同时,也可以借助专业估值机构来确定债券价格,如有司法案例中采用的中债金融估值中心有限公司和中证指数有限公司分别提供中债估值、中证估值数据来确认债券真实价格。^①

此外,如果发行人进入破产清算,则债券真实价格的确定,还应与破产程序相衔接。虚假陈述或违约的债券,其本身并不是毫无价值。实际上,前述对于真实公允价格的分析,只是市场所认为的债券的价值,而债券的实际价值,最终取决于投资者最终可获得的财产清偿比例。如果投资者已经申报了破产债权、管理人也确定了清算方案,则债券的真实价格应为投资者依据清算方案实际获得的金额,投资者实际损失也应为买入价格与清偿金额之差,并考虑虚假陈述对损害的作用力,对非虚假陈述因素进行比例扣减。当然,并非所有债券违约后都会进入破产程序,且破产清算的过程较长,并非所有法院都会等待破产程序终结才作出审判,因此更多情况下,仍然需要法院综合考虑多种因素,计算债券的真实价格,从而得出投资者的实际损失。

综上,基于股票市场建立起来的《虚假陈述司法解释》虽有适用的正当性与必要性,但仍有待进一步考虑债券市场的特殊性,不能生硬适用,同时也需要在司法审判中进行损失计算标准的细化和明确。

^① (2020)湘10民初6号。

四、债券虚假陈述损失计算的分析：以“大连机床案”与“山东胜通案”为例

（一）“大连机床案”^①

本案中,发行人大连机床向投资者发行的“16 大机床 SCP002”5 亿元债券与 2016 年 11 月 29 日构成交叉违约,年底主体评级由 AA 被调整为 C——“不能偿还债务”,也即通常所说的垃圾债。2017 年大连机床公告承认案涉债券应收账款增信措施为虚假。在此期间,债券管理人蓝石资产旗下产品“蓝石盘古 1 号基金”自大连机床出现债券违约情形后,陆续从二级市场以五折的价格买入票面本金 5 亿元的债券并持有。

在判决中,法院一方面认为本案应适用证券法及其司法解释的规定,认为大连机床在案涉债券发行过程中存在包括隐瞒真实财务情况、虚构应收账款质押等虚假陈述行为,发行人与中介机构的虚假陈述行为是导致投资损失的根本原因,中介机构在认定的本息的范围内以不同比例承担连带赔偿责任;另一方面,在损失认定上,对于涉案“蓝石盘古 1 号基金”五折买入债券相关事实,法院将其认定为减轻其他侵权方的赔偿责任的依据,但仍然根据《债券会议纪要》第 22 条第 2 项的规定,以票面本息来计算投资损失。质言之,法院判决蓝石资产获得赔偿金额为除破产重整程序中可获清偿金额,外加债券本息 5 亿余元“损失”,仍然没有动摇“还本付息”的违约逻辑,以低于票面价格在二级市场买入的投资机构可按票面本息获得赔付。

因此,虽然北京金融法院在审判中重点分析了损失因果关系,从原告与被告的过错程度上确认对损失的作用力,并扣除了原告可在破产程序中获得的金额;但一定程度上仍未能明确区分违约责任与侵权责任,虽然认定损失由虚假陈述侵权导致,但并没有以原告实际损失为限,直接以票面本息而非投资差额进行赔付,有悖于侵权责任的填平原则,存在一定争议。

（二）“山东胜通案”

本案中,发行人山东胜通在 2013 年至 2017 年间,通过虚构购销业务、编制虚假财务账套等方式,虚增利润。2018 年,山东胜通多起债务违约,偿债能力恶化,遂向法

^① 北京金融法院(2021)京 74 民初 1 号民事裁定书,案件信息来源互联网信息整理, https://mp.weixin.qq.com/s/cl74NKVZ1Qz-Odz_XiZFjw; <https://mp.weixin.qq.com/s/jeA9LOWnUj4ekuZAUNdcZw>; <https://mp.weixin.qq.com/s/oQCXBpLEr4L7FLTRRRYGYw>。最后访问时间:2023 年 10 月 9 日。

院申请破产重整。

在一审判决中,首先青岛中院一改《债券会议纪要》出台后司法判决普遍按照票面本息认定原告损失的裁判思路,强调损失填平原则是侵权损害赔偿的基本原则,被告的赔偿范围应以原告因虚假陈述而实际发生的损失为限。债券票面金额与原告实际支付价格之间的差值系债券投资属性的体现,并不属于必然实现的可得利益,应以投资者实际支付的价格为基础计算差额损失。其次,对于基准价的确定。虽然本案中既有集中竞价交易,又有大宗交易,但青岛中院结合山东胜通历次债券的发行、交易情况,符合债券换手率低、流通性差的特点,认为该交易方式并不具有效率性,因此难以按照集中交易累计成交量为指标确定基准日及基准价格;由于难以还原债券的公允价值,在山东胜通已进入破产程序、债券发生实质违约的情况下,债券可兑现的价值应为可通过破产清偿程序获赔的金额。因此,青岛中院认定的原告因虚假陈述买入相关债券所造成的投资差额损失,应按照下列方法计算:①在停牌前卖出的债券,按买入债券的平均价格与卖出债券的平均价格之间的差额计算;②在停牌前未卖出的债券,按买入债券的平均价格与破产实际清偿的相应份额之间的差额计算。①实际上,青岛中院认为债券在停牌后的价值为0。至于扣除破产清偿所得乃是基于损益相抵原则而在计算损失后的投资者收益扣除。最后,在损失因果关系的认定上,青岛中院依据多项证据认定了本案中非虚假陈述因素造成的投资者损失(例如汽车行业下行、山东东营民营企业互保破产危机等),扣除系统风险与非系统风险造成的原告损失,最终酌情认定虚假陈述对投资者损失的影响程度为60%。

可以看到,本案中青岛中院对于损失的认定已经回归了侵权责任填补损害的本质。首先认定债券虚假陈述应承担侵权责任,以投资者实际损失为限。而认定实际损失,则需要确定基准价,或说债券的公允价格。在债券市场不具备效率性的基础上,并未完全照搬股票市场基准日和基准价的规则,而是试图确认债券的公允价值;在无法借助评估价格认定公允价值后,由于投资者可获得的清偿金额已经基本确定,遂以此作为债券的真实价格,具有创新性,做到了债券虚假陈述诉讼与破产重整或清算程序的衔接。同时,充分考虑了损失因果关系,扣除非虚假陈述因素的影响,准确认定虚假陈述对最终损失的作用力,而非将投资差额全部认定为应承担的责任,既具创造性又具示范性,赢得了各方和市场的认可。

① 参见中伦视界:《青岛中院作出“胜通债”虚假陈述一审判决,全国首例认定损失应为投资差额而非票面本息》,载 https://mp.weixin.qq.com/s/G_SLMX6GNZH86IBVUaUtDw。最后访问时间:2023年10月9日。

五、结 语

在债券虚假陈述民事责任诸多构成要件中,最难的问题便是如何计算持有虚假陈述债券投资者的投资损失。《债券会议纪要》的规定一定程度上混淆了违约责任与侵权责任的边界,存在“司法刚兑”、助长市场套利等问题。《虚假陈述司法解释》的出台统一了证券虚假陈述损失计算的一般方法,但由于债券市场的特殊性,仍需结合《债券会议纪要》综合适用,在司法审判中审慎考量投资损失的计算。债券虚假陈述应为侵权纠纷,遵循“填平原则”,以投资者实际损失为限。而实际损失的计算,需要区分虚假陈述因素与非虚假陈述因素分别对于投资者偿债能力的影响,将损失范围局限于虚假陈述的作用力范围内;对于债券真实价格的确认,则需要区分债券的不同交易方式,考虑债券市场的效率性,确认能否适用股票市场确认基准价格的规则,同时参考债券违约后的交易价格、专业估值机构的估值以及破产程序中能够确认的清偿比例等因素,综合认定债券真实价格,确认投资者实际损失。