

银行间债券市场债券虚假陈述 中介机构民事责任研究^{*}

李 敏^{**} 廖嘉林^{***}

摘要:银行间债券市场是我国债券市场的重要组成部分。相较于交易所债券市场,银行间债券市场在产品类型、发行交易机制、中介机构角色功能以及市场有效性程度方面存在差异。在银行间债券市场债券虚假陈述民事赔偿案件中,中介机构责任不宜直接适用证券市场特殊侵权规则,应回归民法的一般侵权责任框架。原被告双方应从一般侵权责任的四要件进行举证或抗辩,法院应结合具体案件事实,根据中介机构在债券发行和交易中的过错程度、发现与验证有关信息真实性的专业能力及影响力大小等综合评判中介机构的责任承担。

关键词:银行间债券市场 欺诈市场理论 特殊侵权规则 一般侵权责任

* 本文是上海司法智库、上海金融法院 2024 年度金融审判专项课题“银行间市场债券虚假陈述中介机构民事责任研究”、中国国家留学基金资助的阶段性研究成果。

** 中央财经大学法学院副教授,法学博士。

*** 中央财经大学法学院 2023 级博士研究生。

一、问题的提出

近年来,银行间债券市场发展迅速,已成为我国各类企业直接融资的主要场域。截至2024年10月末,债券市场托管余额171.3万亿元,其中银行间债券市场托管余额150.6万亿元,占比约88%,^{〔1〕}是我国债券市场最重要的融资平台。近年来,涉及银行间债券市场的虚假陈述民事赔偿案件时有发生。^{〔2〕}在相关案件中,投资者通常以《证券法》为依据对相关中介机构提起侵权诉讼,法院则根据《证券法》、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》(以下称《虚假陈述新规》)等作出判决。相关判决作出后,引发了银行间债券市场是否能直接适用《虚假陈述新规》、由机构投资者组成的银

〔1〕 参见中国人民银行:《2024年10月份金融市场运行情况》,载中国人民银行官网,<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5521767/index.html>,2024年12月1日访问。

〔2〕 截至2024年12月初,法院已受理或者判决了多起银行间市场债券虚假陈述中介机构适用《证券法》及《虚假陈述新规》的案例,例如“大连机床案”“华信集团案”“浦东银行侵权案”“康得债案”“大型企业集团四级并表子公司财务造假案”“大型企业集团案”等。参见北京金融法院:《京融案讯I北京金融法院宣判全国首例银行间债券市场虚假陈述案》,载微信公众号“北京金融法院”,<https://mp.weixin.qq.com/s/OnFXywQQ08-W3YPubIG7Q9g>,2024年12月1日访问;北京市高级人民法院:《中国国际金融股份有限公司等与烟台银行股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷民事裁定书》,案号:(2022)京民辖终14号,2022年2月23日;上海市高级人民法院:《中国一拖集团财务有限责任公司诉上海浦东发展银行股份有限公司侵权责任纠纷案民事判决书》,案号:(2021)沪民终962号,2022年10月27日;北京市高级人民法院:《江西银行股份有限公司与中信建投证券股份有限公司等民事裁定书》,案号:(2023)京民申287号,2023年3月31日;北京金融法院:《北京金融法院公开宣判一起因大型企业集团四级并表子公司财务造假引发的银行间债券虚假陈述案》,载微信公众号“北京金融法院”,<https://mp.weixin.qq.com/s/Qz7O1pyzEjCaOer8fDrLkQ>,2024年12月1日访问;李鹏、陆俊杰:《要案速递I上海金融法院开庭审理涉大型企业集团银行间债券虚假陈述责任纠纷案》,载微信公众号“上海金融法院”,<https://mp.weixin.qq.com/s/XGr0jBcjW22PbX5MOPWduQ>,2024年12月1日访问。

行间债券市场是否为有效市场、能否适用欺诈市场理论等一系列讨论。^{〔3〕}

这些问题反映出,银行间债券市场中,平衡降低企业融资成本与保护投资者权益存在一定难题。事实上,我国《证券法》基于公募与私募发行二分法下的平衡融资成本与保护投资者的机制,与银行间债券市场的“小公募”发行特征不完全匹配,若直接适用《虚假陈述新规》对银行间债券市场的机构投资者进行赔偿,相对较重的责任可能影响相关中介机构参与该市场的积极性。因此,本文拟在阐释银行间债券市场的特殊性与中介机构角色的基础上,廓清银行间债券市场债券虚假陈述中介机构的归责争议^{〔4〕},继而构建银行间债券市场虚假陈述纠纷适用一般侵权责任的归责路径。

二、银行间债券市场的特殊性与中介机构角色

银行间债券市场的特殊性源自债券市场发展历史中债市分割的背景。在我国债券主要交易市场二分格局下,银行间债券市场形成了不同于交易所债券市场的市场化模式,^{〔5〕}发展出与交易所债券市场相异的发行、交易、结算机制及规则,并培育了自身的投资者及中介机构,这构成了银行间债券市场特殊性的基础。

(一) 银行间债券市场的特殊性

受制于历史因素,银行间债券市场与交易所债券市场在监管机制、市场运行等方面一直存在差异。虽然,近年来银行间债券市场与交易所债券市场着力推进互联互通,例如,中国证券监督管理委员会(以下

〔3〕 讨论争议点主要有:一是债务融资工具本质上属于债券,其是否能直接适用《证券法》。二是银行间债券市场是否具有特殊性,其投资者有无被倾斜保护之必要。三是银行间债券市场是否为有效市场,其能否适用欺诈市场理论。

〔4〕 本文探讨的银行间债券市场债券是指非金融企业债务融资工具,后文简称债务融资工具,包括中期票据、短期融资券、超短期融资券。

〔5〕 参见洪艳蓉:《公司债券制度的实然与应然——兼谈〈证券法〉的修改》,载徐明等主编:《证券法苑》第5卷,法律出版社2011年版。

简称中国证监会)已将银行间债券市场违法行为纳入行政处罚〔6〕,中国人民银行等部门要求对公司信用类债券市场进行统一监管和法律适用〔7〕,但银行间债券市场与交易所债券市场在产品、发行、交易和结算机制等方面仍然存在差异,具体主要如表1所示。

表1 银行间债券市场与交易所债券市场对比

种类	银行间债券市场	交易所债券市场
市场性质	场外交易	场内交易
监管主体	中国人民银行	中国证监会
投资对象	各类银行、非银行金融机构企业、事业单位	非银行金融机构、非金融机构个人投资者
投资品种	国债、企业债、政策性金融债中期票据、超短融债券等	国债、企业债
质押品种	双方协商确定	国债、地方政府债、政策性金融债信用债、债券型基金产品
回购规模	不设上下限	10万—1000万元人民币
发行方式	由银行间交易商协会自律注册发行	由国家发展和改革委员会、中国证监会注册审批发行
交易方式	一对一询价、双边报价	集中竞价、自动撮合
交易类型	现券、回购、远期、互换等T+1或T+0	现券、回购、T+1
结算方式	逐笔结算	净额结算
托管机构	中央国债登记结算有限公司、银行间市场清算所股份有限公司	中国证券登记结算有限责任公司、上海证券交易所、深圳证券交易所

〔6〕 中国证监会行政处罚决定书202144号、202156号、202157号、202158号。

〔7〕 中国人民银行、国家发展和改革委员会、财政部、原中国银行保险监督管理委员会、中国证监会、国家外汇管理局《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》(2021年)指出“推动研究制定公司债券管理条例,健全分类趋同、规则统一的法律安排,着重对非公开发行公司信用类债券的发行转让、信息披露、投资者保护、法律责任等进行统一规范”。

1. 发行产品特殊

银行间债券市场发行的产品主要包括短期融资券、中期票据和超短期融资券,均为还本付息的固定收益产品,本质上具有债券属性(见表2),投资者与发行者的关系是债权债务关系。与以股票发行与交易为主的沪深证券交易所不同,在以债券发行与交易为主的银行间债券市场上,发行产品交易价格波动及其影响因素远低于股票,更多来自发行人偿债能力和信用违约的实际变化。

表 2 非金融企业债务融资工具的特点

项目要求	具体条件
发行产品	短期融资券、中期票据、超短期融资债
产品特征	超短期融资券:270 天内还本付息;短期融资券:1 年内还本付息;中期票据:一定期限还本付息
审批机关	中国人民银行(交易商协会)
发行管理方式	注册制
发行主体	境内具备法人资格的非金融企业
信用评级	主体及债项评级须达到 AA -
发债资金用途	用于企业生产经营活动,并在发行文件中明确披露具体资金用途
上市交易	可在全国银行间债券市场机构投资者之间流通转让
担保要求	信用资质较好的通常采取无担保发行方式
发行要求	发行人发行的全部债务融资工具总余额不超过企业净资产的 40%
盈利要求	最近一个会计年度盈利
发行对象	全国银行间债券市场的机构投资者(国家法律、法规禁止购买者除外)

2. 发行对象特殊

银行间债务融资工具发行对象为机构投资者。截至 2024 年 10 月末,在银行间债券市场持有人结构上,法人机构成员共 3980 家,皆为金

融机构,主要集中于国有大型银行和基金公司。^{〔8〕}这类机构投资者的资金与人才实力雄厚,投资理念成熟,具有较强的抗风险能力,而且多为交易商协会的主要会员、理事,是市场规则的制定者。此外,从非金融机构专业投资者的准入门槛看,交易所债券市场满足基本的资产条件即可视为专业投资者。^{〔9〕}而银行间债券市场除了基本资产条件外,还要求中介机构与债券投资业务制度及岗位相匹配,具备培训经历及合格证书,以及在最近一年的违法违规性上设置条件,^{〔10〕}这显然强化非金融机构专业投资者债券投资和抗击风险的能力。因此,银行间债券市场的投资者范围特定,这类投资者通常具有较高的与专业相契合的风险辨别能力,可谓“专业投资者中的专业投资者”。

3. 发行方式特殊

债务融资工具的发行方式属于“小公募”。我国《证券法》根据发行对象的不同,将证券发行分为公开发行和非公开发行。公开发行为面向公众投资者的“公募发行”,非公开发行为面向合格投资者的“私募发行”。然而,债务融资工具的发行对象均为机构投资者,相当于“面向合格投资者的公开发行”,可谓“小公募”,其既非严格意义下“公开发行”也非“非公开发行”,而是处于二者之间的特殊状态。基于此,“小公募”

〔8〕截至2024年10月末,按法人机构统计,非金融企业债务融资工具持有人共计2114家。从持债规模看,前50名投资者持债占比51.3%,主要集中在公募基金(资管)、国有大型商业银行(自营)、信托公司(资管)等;前200名投资者持债占比83.4%。单只非金融企业债务融资工具持有人数量最大值、最小值、平均值和中位值分别为94家、1家、13家、13家,持有人20家以内的非金融企业债务融资工具只数占比87%。10月,从交易规模看,按法人机构统计,非金融企业债务融资工具前50名投资者交易占比61.1%,主要集中在证券公司(自营)、基金公司(资管)和股份制商业银行(自营),前200名投资者交易占比90.3%。参见中国人民银行:《2024年10月份金融市场运行情况》,载中国人民银行官网,<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5521767/index.html>,2024年12月1日访问。

〔9〕《证券期货投资者适当性管理办法》(2022年修正)第8条第1款第4项规定,“……1.最近1年末净资产不低于2000万元;2.最近1年末金融资产不低于1000万元;3.具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历”。

〔10〕《关于调整银行间债券市场非金融机构合格投资人准入要求的公告》规定,“三、具备相应的债券投资业务制度及岗位,所配备工作人员应参加中国银行间市场交易商协会及银行间市场中介机构组织的相关培训并获得相应的资格证书;四、最近一年未发生违法和重大违规行为;五、中国人民银行要求的其他条件”。

发行适用公募与私募发行二分下的融资成本与投资者保护平衡制度时存在权义责不匹配,后文会对此详述。

4. 交易机制特殊

证券市场交易机制分为报价驱动交易机制和指令驱动竞价交易机制,二者在价格形成方式、信息传递的范围与速度、交易量与价格维护等方面均有不同。前者是指“交易者以自主报价、一对一谈判的方式进行交易”,依据流动性提供方的不同分为询价交易制和做市商制,为银行间债券市场所采用。询价交易是指交易双方自行协商确定交易价格以及其他交易要素的交易方式。^[11]在询价交易中,投资者进行一对一协商性尽职调查,不依赖交易对方在公开市场上的信息披露,在场外自主谈判交易的价格、数额等要素,双方达成一致后,通过银行间同业拆借中心的交易系统上报交易合同并进行后续交割清算,且允许投资者的债券成交价格偏离该债券的前日估值净价,因此证券的价格并不能充分反映市场价格,债券交易的连续性较差,市场的灵敏度和债券波动性小。

后者以“竞价撮合、时间优先、价格优先”为特征,为交易所债券市场所采用。在竞价交易中,投资者主要依据信息披露义务人披露的公开信息进行判断,参与债券现券交易的各方各自向交易所交易系统申报交易要约,由于奉行价格优先、时间优先的原则,买卖指令、成交量、成交价几乎同步传递到市场,债券波动性较大,市场的流动性强,极易形成市场不对称性信息,投资者受信息披露义务人披露之信息的影响大。

5. 结算机制特殊

结算方式上,银行间债券市场施行全额逐笔清算。中央结算公司为投资者开立债券账户,实行一级托管并提供交易结算服务。全额结算中,系统对每一笔交易逐一结算,在该过程中,结算机构并未参与交易过程。这种结算方式会对频繁交易的做市商造成较大的资金压力,一般多用于交易不活跃的市场。而交易所债券市场的结算方式是净额清算,即结算系统针对一定时间段内所有参与者的债券买卖净差额和资金净差额进行交收。结算机构在中间充当中央对手方。这种结算方式可以减

[11] 参见刘红忠、卢华:《金融市场与机构》,复旦大学出版社2019年版,第22-23、31、138页。

少频繁交易的市场主体的资金压力,一般适用于交易活跃的市场。

综上,相较于交易所债券市场,银行间债券市场具有特殊性,具体体现在其产品及发行交易机制特殊,发行对象皆为机构投资者,发行方式主要是“小公募”,实行一对一询价交易和全额清算,市场流动性低。

(二) 中介机构在银行间债券市场的角色

1. 并非传统意义上的“看门人”

在证券市场,中介机构一般被称为“看门人”,是投资者依赖的第一道防线。但银行间债券市场的中介机构,并不等同于交易所债券市场中的“看门人”,其实力地位和收费模式决定其难以发挥“看门人”功能。

其一,“看门人”理论主张中介机构市场优势明显且“责大于过”。“看门人”是指“能够通过不合作或不同意的方式来实现阻断违法目的的市场专业人士”^[12],如审计师、律师等。科菲教授认为与投资大众相比,中介机构具备市场地位优势,在获取市场信息、进行专业分析上占据主动,并通过向市场发出警报、制止不当行为来发挥“看门人”的作用。^[13]概言之,“看门人”具备如下共识和特征:一是“看门人”机制被视为解决证券市场信息不对称性的有效方案^[14],中介机构经验知识丰富。二是“看门人”依托声誉机制实现对其自身的有效控制。中介机构是市场重复博弈者,“声誉”一般被认为是其提供服务的卖点。公司一旦卷入丑闻,中介机构不仅会遭受法律处罚,其声誉也会大大受损。三是“看门人”理论主张过错推定责任和连带责任。为了保持必要的威慑力,科菲教授甚至主张对“看门人行业重新施加‘帮助和教唆’的法律责任”^[15]。

[12] See Reinier H. Krekman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third - Party Enforcement Strategy*, *Journal of Law, Economics & Organization*, 1986, 2(1): 53 - 104.

[13] 参见[美]约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第2页。

[14] 参见耿利航:《中国证券市场中介机构的作用与约束机制:以证券律师为例证的分析》,法律出版社2011年版,第24-26页。

[15] [美]约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第428页。

其二,银行间债券市场的中介机构缺乏市场的不对称性条件,主要靠向买卖双方收取佣金,并无“看门人”的优势条件,其责任义务范围十分有限。银行间债券市场的机构投资者在信息、资源、地位和影响力上总体远强于交易所市场的投资者,可以将投资者与中介机构视为平等的民事权利主体关系。因此,中介机构在实力、经验等方面相较机构投资者并不处于优势地位,这让“看门人”阻止不当行为者进市场的作用失灵,还面临丛林法则下的生存压力。^[16]在公开的证券交易所市场,中介机构能依托信息不对称优势,通过面向普通投资者集中竞价、自动撮合盈利,赚取买卖盘差价,盈利可观,其占取的盈利越多意味着承担的责任越大,“看门人”功能越凸显。但银行间债券市场的中介机构在一对一询价交易中仅扮演纯粹的报价商,成交后只向买卖双方收取佣金,在此过程中不实质参与交易,不涉及资金占用,盈利固定,“看门人”功能式微。具言之,银行间中介机构并非传统意义上的“看门人”,究其本质,仍然是市场的营利主体。

2. 勤勉尽责义务标准由自律监管规则确定

《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》是规范银行间债券市场债券中介机构的具体依据,明晰中介机构的基本业务职责范围^[17],第17条规定了中介机构勤勉尽责的义务^[18]:一是遵守法

[16] 参见陈斌彬:《我国证券市场法律监管的多维透析——后金融危机时代的思考与重构》,合肥工业大学出版社2012年版,第200页。

[17] 承销机构职责:协助企业披露发行文件,确保企业充分了解相关风险和责任,为投资者提供信息查询服务。受托管理人职责:公正履行受托管理。信用评级机构职责:独立确定企业和债务融资工具的信用级别,出具并跟踪评级报告。会计师事务所职责:对企业进行审计并出具审计报告。律师事务所职责:尽职调查,出具法律意见书和律师工作报告。信用增进机构职责:尽职调查,出具信用增进有效文件并披露相关信息。参见《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》第5—16条。

[18] 《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》第17条规定,“中介机构在银行间债券市场提供债务融资工具中介服务,应当遵守法律、法规、行政规章及行业自律组织的执业规范,遵循诚实、守信、独立、勤勉、尽责的原则,保证其所出具文件的真实性、准确性、完整性”。

律法规、行政规章及行业自律组织执业规范^[19]。二是诚实守信,遵守合同约定;保持客观独立性,不因承揽业务等丧失自身独立判断;勤勉尽责,尽职调查发行人信息,并对所依据文件的真实性、准确性、完整性进行核实。三是保证其所出具的文件的真实、准确、完整^[20]。值得注意的是,虽然交易商协会施行自律注册,市场化原则下中介机构的自主独立性得到提升,但相较于过去证券发行核准制背景,实际上银行间中介机构能发挥的独立作用仍然有限,并常常与发行人一体承担责任,这在某种程度上加剧了司法实务处理银行间债券市场中介机构责任的复杂性。

综上,交易所债券市场的中介机构的市场灵敏性、专业能力远胜于普通投资者,是典型的“看门人”。银行间债券市场的投资者和中介机构势均力敌,二者本质上是平等的民事权利主体之间的关系。这构成了处置银行间债券市场债券虚假陈述中介机构民事责任不宜直接适用证券市场特殊侵权规则的合理性。

三、银行间债券市场债券虚假陈述中介机构归责争议

对于银行间债券市场及其债券虚假陈述中介机构能否直接适用《虚假陈述新规》,理论界与实务界一直聚讼纷纭。事实上,银行间债券市场

[19] 参见《民法典》《公司法》《担保法》《中国人民银行法》《注册会计师法》《企业国有资产监督管理暂行条例》等法律法规,《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《银行间债券市场债券发行现场管理规则》《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》《律师事务所从事证券法律业务管理办法》等行政规章,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》等司法解释,以及中国银行间市场交易商协会公布的《中国银行间市场交易商协会章程》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具发行注册规则》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具募集说明书指引》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》《非金融企业债务融资工具注册文件表格体系》以及银行间债券中介机构行业公认的业务标准、道德规范。

[20] 承销机构、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所、信用增进机构分别要出具的文件是《募集说明书》《评级报告》《审计报告》《法律意见书》《风险报告》。

直接适用这一规定解决其虚假陈述案件面临一定现实困境。比如,银行间债券市场的有效性不足使其直接适用证券市场特殊侵权规则的正当性不足,以机构投资者为主的投资者特征导致其不宜适用“推定信赖原则”。银行间中介机构直接适用特殊侵权规则,可能引发中介机构权、义、责不匹配等问题。

(一) 银行间债券市场虚假陈述中介机构责任的法律适用问题

1. 银行间债券市场与《证券法》的适用

(1) 银行间债券市场适用《证券法》的应然与实然

在应然层面,债务融资工具本质具备证券属性,理应适用《证券法》。《辞海》将“证券”解释为以证明或设定权利为目的所做成的凭证^[21],该概念的核心为“证明或设定权利为目的功用”和“凭证”,现行各类证券法教材均基于此扩展^[22],《企业债券管理条例》《公司债券发行与交易管理办法》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》等法规对债券定义的内涵亦一致。学界对《证券法》理应包括银行间债券市场债券早有共识。^[23] 相关观点曾指出,证券是一种财产权益的证明,若财产能分割和无因转让,则具备证券性质,应当纳入《证券法》调整。^[24]

然而,在实然层面,长久以来银行间债券市场直接适用的上位法是

[21] 参见夏征农:《辞海》,上海辞书出版社2002年版,第2176页。

[22] 国内教科书参见郭锋等:《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》(上册),中国法制出版社2020年版,第56-57页;邢会强等:《证券法学》(第2版),中国人民大学出版社2020年版,第5页;朱锦清:《证券法学》(第5版),北京大学出版社2022年版,第62页;李东方主编:《证券法学》(第4版),中国政法大学出版社2021年版,第1页;周友苏主编:《证券法新论》,法律出版社2020年版,第1-5页;朱伟一:《证券法》,中国政法大学出版社2018年版,第24-26页;张保红:《证券法论》,知识产权出版社2017年版,12-16页。

[23] 参见郭锋、施天涛等:《关于〈证券法〉修订的若干建议》,载《金融服务法评论》2018年第9卷;邢会强:《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》,载《中国法学》2019年第1期;李曙光:《谁来监管96万亿规模的债券市场》,载财新网, <https://opinion.caixin.com/2020-03-04/101524087.html>, 2024年12月1日访问;洪艳蓉:《新〈证券法〉下公司债券公开发行注册制的挑战和未来》,载《多层次资本市场研究》2020年第2期。

[24] 参见吴晓灵:《落实新修〈证券法〉完善财富管理法律框架》,载《清华金融评论》2020年第2期。

《中国人民银行法》。2020年2月,国务院办公厅发布《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》,明确中国证监会主管公司债券及国家发展和改革委员会主管企业债券的注册程序,未对银行间债券市场相关债券作出具体规定。此后,中国人民银行与中国证监会发布答记者问,明确银行间债券市场金融债券、非金融企业债务融资工具等品种的发行、交易、登记、托管、结算等,由中国人民银行及其指定机构依照《中国人民银行法》等制定的现行有关规定管理。^[25] 最高人民法院曾发布裁定书,认为超短期融资券在全国银行间债券市场发行,不符合《虚假陈述新规》规定的适用条件。^[26] 最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组的相关释义也指出,银行间债券市场有其特定历史背景,其设立的法律依据为《中国人民银行法》。^[27] 据此,《证券法》是否是银行间债券市场的直接上位法未有直接定论。

(2) 银行间债券市场“小公募”不完全契合《证券法》的发行规则框架

实际上,“根据我国债券市场的交易实践,发行方式根据‘涉众性’的不同,呈现出一个由大公募、小公募和私募发行构成的谱系”^[28]。银行间债券“小公募”既非严格意义的“公开发行”,也非单纯的“非公开发行”。因此,“不同发行方式下,发行人的信息披露义务、发行标准,交易

[25] “银行间债券市场金融债券、非金融企业债务融资工具等品种的发行、交易、登记、托管、结算等,由人民银行及其指定机构依照《中国人民银行法》等制定的现行有关规定管理。”参见《中国人民银行、中国证监会有关负责同志就债券市场支持实体经济发展有关问题答记者问》,载中国人民银行官网,<http://www.pbc.gov.cn/goutong/jiaoliu/113456/113469/3987522/index.html>,2024年12月1日访问。

[26] 参见最高人民法院:北京银行股份有限公司、北京银行股份有限公司西单支行公司债券交易纠纷二审民事裁定书,案号:(2020)最高法民辖终23号,2020年5月14日。

[27] “银行间债券市场有其特定历史背景,其设立的法律依据为《中国人民银行法》,并由中国人民银行监管,但是在该市场中交易的债券产品情况比较复杂,是否为公开发行不明确。故法律也留有空间,如果能明确其交易的产品为公司债券,且属公开发行,则可通过修改《中国人民银行法》,并由国务院予以确认批准即可。”参见最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组编著:《中国民法典适用大全:商事卷·证券法(一)》,人民法院出版社2022年版,第216页。

[28] 李敏:《我国债券市场监管分割及统一路径》,载《中国政法大学学报》2021年第2期。

机制不同,法律法规提供的投资者保护方式和程度也不同”^[29]。

其一,银行间债券发行与《证券法》规定的“公开发行”存在一定差异。《证券法》划分了证券公开发行的3条标准。^[30] 债务融资工具施行招标和簿记建档发行,这与公开发行的公司债券类似,只是在各自市场公开发行。银行间债券市场的发行对象数量可以超过200人,只是发行对象并非“自然人”而是“机构”。这在逻辑上似乎能对照《证券法》公开发行。但若界定为专业投资者的公开发行,银行间注册制与《证券法》注册制的法律属性却有区别。《证券法》公开发行是一种行政许可。“交易商协会实行的注册制是自律注册,相较于监管性质,其行业自律性质更突出”^[31]。而交易商协会作为自律协会不具备行政许可权能。若将银行间债券市场所列的“注册”等词进行调整,追求与《证券法》的形式统一,问题并非能轻易解决。一是将对银行间债券市场的发行体系构成巨大挑战。二是《证券法》将证券承销统一划拨给了证券公司,但是银行间债券市场的绝大多数承销机构均为银行,这就涉及同时修改《公司法》和《证券法》,以消除公司信用类债券与公司债券的差异,^[32] 短期内修法成本较高。

其二,银行间债券发行并非单纯的“非公开发行”。若将银行间债券发行界定为非公开发行^[33],则不得公开劝诱、变相公开,限定在一定发行范围;根据证券“公开性”标准^[34],反向界定非公开发行,以200人为上限。若将债务融资工具发行的范围限缩于银行系统内部,并未公开到普通投资者,似乎能对应《证券法》“非公开发行”。但将银行间债券市场完全定位为私募市场,问题依然重重。一是“200人”的设定本意为

[29] 李敏:《我国债券市场监管分割及统一路径》,载《中国政法大学学报》2021年第2期。

[30] 《证券法》第9条第2款规定,“有下列情形之一的,为公开发行:(一)向不特定对象发行证券;(二)向特定对象发行证券累计超过二百人,但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内;(三)法律、行政法规规定的其他发行行为”。

[31] 李曙光、扈芳琼:《中国债券市场法律体系改革研究》,载《金融市场研究》2022年第1期。

[32] 参见叶林:《公司债券非公开发行的规范模式》,载《法学研究》2021年第3期。

[33] 《证券法》第9条第3款规定,“不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”。

[34] 参见彭冰:《构建针对特定对象的公开发行制度》,载《法学》2006年第5期。

对标股票市场,银行间债券市场较实现“私募债券发行人所有次发行的合格持有人总数不得超过200人”的标准尚远,况且银行间债券市场也没有对投资者的穿透核查机制,对200人要求的遵守恐怕也需重新配套设置。^[35]二是涉及银行间信息系统的体系化改革,要求禁止线下变相公开宣传,调整发行及公告顺序。三是面临处置承销机构的难题。四是难以安置银行间债券市场的发行产品。银行间债券市场已将短期融资债、中期票据对标为“小公募”,若将债务融资工具对标为“私募债”,将银行间债券市场完全定性为私募市场,投资者范围将被限定,短期融资债、中期票据等产品将无从安置,银行间债券市场债券体系将受冲击。

2. 司法实践争议:银行间债券市场虚假陈述中介机构民事责任梳理

司法实践对于银行间债券市场债券虚假陈述中介机构能否直接适用《虚假陈述新规》,形成了肯定说、否定说、参照说三种观点。理论界对于上述问题,也大致持该三种立场。

(1) 肯定说

在“华信集团案”^[36]中,法院依据《虚假陈述新规》第3条第1款的规定,认定该案为证券虚假陈述侵权民事赔偿案件。在“大连机床案”^[37]中,法院认为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,应当适用《证券法》相关司法解释规定。在“大型企业集团四级并表子公司财务造假案”^[38]中,法院认为被告财务造假行为,造成发行人发行中期票据前披露的合并财务报表存在虚假记载,在性质上可以认定为债券发行中存在虚假陈述行为。支持肯定说的学

[35] 参见李敏:《我国债券市场监管分割及统一路径》,载《中国政法大学学报》2021年第2期。

[36] 参见北京市高级人民法院:《中国国际金融股份有限公司等与烟台银行股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷民事裁定书》,案号:(2022)京民辖终14号,2022年2月23日。

[37] 参见北京金融法院:《京融案讯|北京金融法院宣判全国首例银行间债券市场虚假陈述案》,载微信公众号“北京金融法院”,<https://mp.weixin.qq.com/s/OnFXywQO8-W3YPubIG7Q9g>,2024年12月1日访问。

[38] 参见北京金融法院:《北京金融法院公开宣判一起因大型企业集团四级并表子公司财务造假引发的银行间债券虚假陈述案》,载微信公众号“北京金融法院”,<https://mp.weixin.qq.com/s/Qz7OIpyzEjCaOer8fDrLkQ>,2024年12月1日访问。

者认为,债务融资工具本质上属于债券,其发行和交易的上位法应为《证券法》。^[39] 还有学者指出,公募与私募不应作为区分银行间债券市场与交易所债券市场法律适用的标准;银行间债券价格的形成受到虚假陈述信息的影响,应当适用欺诈市场理论。^[40]

(2) 否定说

在“春和集团案”^[41]中,法院依据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》等相关规则^[42],认定吉林环城农村商业银行主张中介机构东海证券披露信息不实,要求东海证券承担连带责任无法律和事实依据。在“郑州市郊合作社案”^[43]中,法院认定中城建公司多次未按约披露信息导致原告欲通过出售债券收回本金的目的难以实现的行为,构成根本违约,适用《合同法》。对于否定银行间债券市场债券虚假陈述中介机构适用《证券法》的观点,学者的核心理由在于:一是银行间债

[39] 参见樊健:《我国债券市场虚假陈述民事责任法律制度发展回顾与前瞻》,载《债券》2023年第5期;关丽、焦清扬:《立法意旨、价值取向与适用路径——简评〈虚假陈述若干规定〉的若干新变化》,载《仲裁与法律》2022年第1期。

[40] 参见李志豪、李沁:《虚假陈述新规在银行间债券市场的适用性研究》,载《债券》2023年第3期。

[41] 参见浙江省宁波市中级人民法院:吉林环城农村商业银行股份有限公司诉春和集团有限公司等公司债券交易纠纷案一审民事判决书,案号:(2016)浙02民初1429号,2017年4月17日。

[42] 《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第7条规定,“企业发行债务融资工具应在银行间债券市场披露信息。信息披露应遵循诚实信用原则,不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏”。《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》(2012年修订)第3条规定,“为债务融资工具的发行、交易提供中介服务的承销机构、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构及其指派的经办人员,应对所出具的专业报告和专业意见负责”。第4条规定:“债务融资工具的投资人应对披露信息进行独立分析,独立判断债务融资工具的投资价值,自行承担投资风险。”《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》第3条规定,“在中华人民共和国境内依法设立的具有相关执业资格的中国银行间市场交易商协会(以下简称交易商协会)会员机构或声明遵守自律规则、并在交易商协会登记的非会员机构可提供债务融资工具中介服务”。

[43] 参见河南省郑州市中级人民法院:郑州市市郊农村信用合作联社与中国城市建设控股集团有限公司公司债券交易纠纷一审民事判决书,案号:(2019)豫01民初1549号,2019年12月9日。

券市场的机构投资者自我保护能力较强,无须《证券法》的高水平保护;^[44]二是银行间债券市场因其市场性质、交易制度的特殊性,没有必要适用以欺诈市场为基础的信赖推定原则。^[45]还有学者以中期票据为例展开分析,“中期票据在银行间债券市场与机构投资者之间采用询价方式进行一对一交易,不属于通过竞价系统进行的多对多公开交易,因此不具备适用欺诈市场理论的条件”^[46]。

(3) 参照说

在“中国一拖集团财务有限责任公司诉上海浦东发展银行股份有限公司侵权责任纠纷案”^[47]中,法院认定被告银行在构成利益冲突时优先选择转让自持短融券、再启动短融券后续管理的行为违背诚信原则,理应承担相应赔偿责任,反映与证券法下的内幕交易规则保持逻辑一致,进而引申出银行间债券市场债券虚假陈述可以参照《虚假陈述新规》的观点。正如有学者强调,法院可大体参照适用《证券法》及其司法解释的相关规定,但需在个案中审慎考虑银行间债券市场债券发行的特点,在要件判断、责任认定上进行灵活处理。^[48]

学界与司法实践争议纷纷,折射出公平公正解决银行间债券市场虚假陈述责任承担问题的紧迫性与必要性。银行间债券市场及其债券虚假陈述中介机构直接适用《虚假陈述新规》可能并非完全恰当,因为面临不容忽视的现实障碍。

[44] 参见邢会强:《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;邢会强:《论银行间债券市场非金融企业债务融资工具虚假陈述民事纠纷对〈证券法〉的适用性》,载《债券》2023年第9期;张保生、朱媛媛、付强:《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》,载《金融市场研究》2022年第12期。

[45] 参见刘辉、唐毅:《虚假陈述新规在银行间债券市场的不可适用性》,载《福建江夏学院学报》2023年第5期。

[46] 洪艳蓉:《公司债券法制统一下的中期票据定性》,载《北京大学学报(哲学社会科学版)》2024年第5期。

[47] 参见上海市高级人民法院:《中国一拖集团财务有限责任公司诉上海浦东发展银行股份有限公司侵权责任纠纷民事判决书》,案号:(2021)沪民终962号,2022年10月27日。

[48] 参见夏东霞、杨婷:《关于债券虚假陈述侵权民事赔偿案件审理的观察与思考》,载《债券》2023年第3期。

(二) 银行间债券市场直接适用证券特殊侵权规则的现实困境

1. 《证券法》中证券公开发行的特殊侵权归责逻辑

归责原则乃侵权法之灵魂。^[49] 根据《民法典》第 1165 条的规定,一般侵权行为适用过错责任原则。过错责任原则是指除非法律另有规定,任何人因且仅因过错侵害他人民事权益造成损害的,才应当承担侵权赔偿责任。^[50] 按照一般侵权原理,需回归四要件证成加害人侵权责任^[51]。一般侵权原理之外,考虑到某些特殊侵权情形中受害人有被特别保护的正当性和必要性,如受害人客观囿于条件、能力限制,要求受害人承担举证责任是极为困难或者不切实际的,立法者创设了一些例外侵权归责形态,如无过错责任^[52]、过错推定责任^[53],对受害人予以倾斜保护。

证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件便是一类典型的特殊侵权案件。《证券法》第 85 条、第 163 条规定了发生虚假陈述时,发行人、投行、律师事务所和会计师事务所等证券服务机构的法律责任。其中,发行人为无过错责任,而投行、律师事务所和会计师事务所等中介机构为过错推定责任。“通过无过错责任或者过错推定之下对特定侵权领域受害人权益做出特别的保护,在民事领域的行为自由与权益保护之间划分出不同于一般侵权行为的责任与行为之边界。”^[54]

在证券虚假陈述侵权案中,投资者要追究中介机构责任,因果关系

[49] 参见[德]马克西米利安·福克斯:《侵权行为法》,齐晓琨译,法律出版社 2006 年版,第 1 页。

[50] 参见程啸:《侵权责任法》(第 3 版),法律出版社 2021 年版,第 112 页。

[51] 四要件为损害、因果关系、违法性与过错。《民法典》第 1165 条第 1 款规定,“行为人因过错侵害他人民事权益造成损害的,应当承担侵权责任”。

[52] 《民法典》第 1166 条规定,“行为人造成他人民事权益损害,不论行为人有无过错,法律规定应当承担侵权责任的,依照其规定”。如因环境污染致人损害的,污染者承担无过错责任。

[53] 《民法典》第 1165 条第 2 款规定,“依照法律规定推定行为人有过错,其不能证明自己没有过错的,应当承担侵权责任”。如动物园动物致人损害、堆放物品致人损害等。

[54] 孙大伟:《我国大规模侵权领域困境之考察——基于制度功能视角的分析》,载《当代法学》2015 年第 2 期。

首先是获得赔偿的也是最难证明的关键环节^[55],但投资者只需证明存在虚假陈述、侵权方是故意或重大过失、遭受损失即可,法律上根据有效市场假说会推定虚假陈述与损害结果之间的交易因果关系,这大大减轻了原告的举证责任。换言之,“相较于一般性的侵权制度,证券虚假陈述侵权制度的最特殊之处在于因果关系推定”^[56]。背后的原因在于投资者要证明因信赖虚假陈述而进行了证券交易面临很高的现实难度。通常,绝大多数投资者根本就不会去阅读财务报告;或者即便阅读了,大概率也理解不了相关文件,遑论证明存在信赖。所以在证券公开交易市场中,若按照一般侵权责任或者面对面交易中的举证规则,要求投资者在提起诉讼时必须证明其确实信赖了行为人的虚假陈述才进行交易,这对于绝大多数投资者而言是“不可承受之重”,是不必要也是不现实的举证负担。^[57]因此,法律上推定存在交易因果关系具有正当性。

2. 银行间债券市场直接适用证券特殊侵权规则面临的问题

(1) 银行间债券市场是否为有效市场存有疑问

传递信息是金融市场的重要功能,传递信息之效果最终集中反映于价格趋势变化之上。我国对证券市场虚假陈述中介机构的责任纠纷确立推定因果关系原则。该原则在一定程度上借鉴了欺诈市场理论,即推定投资者受到了市场欺诈,但实际情况证明投资者并未受到欺诈的除外。^[58]在美国,欺诈市场理论确立于 Basic 案,该理论之核心在于将股票市场、股票的市场价格当作被告虚假信息披露行为与原告信赖之间因果关系链条中的一个环节,仅要求原告证明自己对该股票价格的真实性存在信赖,无须证明实际受到被告虚假信息披露行为的

[55] 参见彭冰:《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》,载《法律适用》2022年第5期。

[56] 杨婷、王琦:《“参照”规则视角下的证券虚假陈述侵权适用范围之辨》,载《财经法学》2022年第4期。

[57] See *IBEW Local 98 Pension Fund v. Best Buy Co., Inc.* (2016). 转引自樊健:《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》,法律出版社2021年版,第5页。

[58] 参见林文学、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》,载《人民司法》2022年第7期。

影响。^[59]

证券公开发行的有效市场是适用欺诈市场理论的正当性基础。“有效市场假说”这一理论的前提不成立时,依靠这一理论基础建立“推定因果关系原则”的正当性就被削弱了。^[60] 根据有效市场假说,证券市场可以依据市场对信息反映的强弱程度,被划分为弱式市场、半强式市场和强式市场。^[61] 而欺诈市场理论要发挥作用,前提在于证券市场应当处于半强式有效市场。^[62] 弱式市场不足以提供投资者信赖的市场条件,推定信赖的基础不复存在;而在强式市场,信息的高度发达使得投资者不再会被虚假信息所误导。^[63] 而判断是否为有效市场,美国司法实践发展出公司运营和证券价格敏感性的判断标准^[64],其中市场流动性和债券换手率是核心指标。对于我国股票市场,一般认为随着投资者和监管制度的成熟,市场有效性逐渐得到提升。^[65] 但就债券市场,特别是银行间债券市场,其是否为有效市场、能否适用欺诈市场理论,备受质疑。

其一,银行间债券市场的流动性不足。法学、经济学、金融学等多学

[59] 参见焦津洪:《“欺诈市场理论”研究》,载《中国法学》2003年第2期。

[60] 参见金杜研究院:《中介机构证券虚假陈述民事责任专题眼药(四)——因果关系认定之疑难问题》,载北大法宝官网, <https://www.pkulaw.com/lawfirmarticles/9f0f3081671da3f166a7804a78bea040bdfb.html>, 2024年12月1日访问。

[61] 参见徐剑刚:《我国期货市场有效性的实证研究》,载《财贸经济》1995年第8期; Fama, Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, 1970, pp. 383-417.

[62] See Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory*, Stanford Law Review, Vol. 42, No. 4, April, 1990, p. 1079.

[63] 参见叶嘉敏:《论诱空型虚假陈述侵权因果关系的认定》,载《南方金融》2019年第11期。

[64] Michael Hartzmark et al., *Fraud on the Market Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market*, 2011 Colum. Bus. L. Rev. 663 (2011).

[65] 参见吴晓求等:《中国资本市场三十年:探索与变革》,中国人民大学出版社2021年版,第490页。

科进行了窥探,^[66]通过选取数10个样本甚至更多样本进行实证研究,结论普遍为公司债券市场或银行间债券市场的有效性偏低,未达到半强势市场。如以2021年1月至12月164只国债样本和2013—2020年220只跨市场债样本为研究对象,采样本数据13,871条和25,984条,运用双重差分模型对X-Bond进行流动性影响研究,表明近年来银行间债券市场流动性有所增长,但流动性不足的问题仍然困扰政府监管机构和广大投资者。^[67]此外,从做市商数量看,截至2021年11月29日,银行间债券市场共有公司信用债专项做市商1家,信用债专项做市商3家,利率债专项做市商10家,综合类做市商69家。^[68]这反映银行间债券市场做市动力偏弱,“无法形成对做市商的有效激励,由此导致该制度对

[66] 褚旭运用实证研究中基本统计量分析、游程检验、序列相关检验和方差比检验等方法对银行间债券市场中国债、金融债、央票和企业债指数收益率进行随机游走检验,结果表明4类债券收益率均不符合随机游走的假定,说明市场未达到所定义的弱式有效;对债券收益率进行时间序列波动性分析建模,结果发现银行间债券市场收益率可以用模型来拟合,模型可以用过去的收益率波动较好地来拟合当前价格收益率的变化,即说明银行间债券市场中历史价格信息可以用来预测当前的价格,市场未达到弱式有效,其中模型显示,市场中的风险未得到合理的溢价市场中存在一定的非理性行为。参见褚旭:《我国银行间债券市场有效性研究》,南京农业大学2012年硕士学位论文。刘梦堂以中证2012—2017年的公司债券数据进行分析,得出公司债券市场对于信息的反应滞后,无法达到半强势有效状态的结论。参见刘梦堂:《我国公司债市场的有效性研究》,南京大学2018年硕士学位论文。常嘉欣以2020年上海证券市场上市公司发放红利为契机,通过事件研究法,借助CAPM模型,选取上海证券市场60只股票进行实证分析,根据累计平均超额收益率指标,得出上海证券市场尚未达到半强势有效这一结论。参见常嘉欣:《中国上海证券市场半强势有效性研究——基于上市公司分红的实证分析》,载《中国市场》2022年第1期。夏凯俭以2019年上海证券市场的上市公司公布半年报为契机,通过事件研究法,借助CAPM模型,选取了上海证券市场50只股票进行实证分析,通过分析样本股票整体平均超额收益率及累计平均超额收益率指标,最终得出上海证券市场尚未达到半强势有效市场这一结论。参见夏凯俭:《我国上海证券市场半强势有效性研究——基于半年报公布的实证分析》,载《特区经济》2020年第8期。

[67] 参见左佳鑫:《交易方式对我国银行间债券市场流动性的影响》,西南财经大学2022年硕士学位论文。

[68] 参见中国银行间市场交易商协会:《银行间债券市场现券做市商名单》,载中国银行间市场交易商协会官网, https://www.nafmii.org.cn/hyfw/hyflmd/zssmd/202112/t20211207_93340.html。

债券流动性水平的促进作用相对有限”^[69]。

其二,银行间债券的换手率低。换手率高通常意味着证券的流通性高、活跃度高。由于银行间债券市场缺乏债券流通量数据而很难直接计算“每周成交量”,只能依托年换手率进行折算。据我国信用债 2017—2021 年的年平均换手率(见表 3),短期融资债为 4.19,中期票据为 1.38,定向工具为 0.76,按每年 52 个交易周计算,定向工具仅为 1%、中期票据仅为 3%、短期融资债为 8%,若进一步折算成日换手率,远未达到日换手率 3% 的相对活跃市场状态。根据《中国债券市场概览(2023 年版)》统计,非银行金融机构债券的换手率为 111.82%,企业债券的换手率为 52.61%,^[70]若折算成日换手率恐怕不容乐观。此外,债券收益机制、证券分析师的规模等因素也使得银行间债券市场对于信息的敏感度低,作为债务凭证的融资工具属性本身说明债券流动性远不如股市。

表 3 我国信用债市场分券种流动性表现(年换手率)

年份	信用债				
	短期融资债	中期票据	定向工具	企业债	公司债
2017	4.26	1.30	0.24	0.89	0.19
2018	3.64	1.31	0.48	0.63	0.14
2019	4.19	1.40	0.75	0.58	0.09
2020	4.77	1.52	1.08	0.59	0.07
2021	4.09	1.38	1.24	0.57	0.06

数据来源:wind。转引自龚洁、段心怡:《一二级市场联动对银行间债券市场流动性的影响——基于中美承销商与做市商制度对比》,载《金融市场研究》2022 年第 11 期。

综上所述,综合市场流动性、债券换手率等因素,难以认定银行间债券市场属于有效市场。

[69] 龚洁、段心怡:《一二级市场联动对银行间债券市场流动性的影响——基于中美承销商与做市商制度对比》,载《金融市场研究》2022 年第 11 期。

[70] 参见《中国债券市场概览(2023 年版)》,载中国债券信息网,https://www.chinabond.com.cn/yjfx/yjfx_zzfx/zzfx_nb/202403/P020240423349339189339.pdf。

(2)适用特殊侵权规则可能影响中介机构权责合理配置

首先,银行间债券市场投资者自我保护能力相对较强。事实上,在我国司法实践中,已有不少法院判决专业投资机构不适用“推定信赖原则”(见表4),契合了“因果关系推定规则的设置需要极高的正当化基础”的审慎。^[71]

表4 机构投资者不适用“推定因果关系”案例

案名	案号	裁判要点	结果
银广夏案	宁夏回族自治区高级人民法院民事判决书,(2007)宁民商终字第74号	专业投资机构具备高于普通证券市场投资人的投资技能和专业研究分析能力,不能仅凭其买入受虚假陈述影响的股票认定其投资损失与虚假陈述存在因果关系。如果投资者不能提供证据证明其审慎对待了公开信息,并解释其投资行为的合理性,不能仅根据“推定信赖原则”认定存在交易因果关系	不存在因果关系
创势翔投案	辽宁省沈阳市中级人民法院民事判决书,(2017)辽01民初959号	原告作为专业的投资机构,对投资的上市公司动态应更为敏感,其投资决策应更为理性,故原告认为以2016年5月23日停牌日为更正日的主张不应予以支持	
祥源文化案	浙江省杭州市中级人民法院民事判决书,(2018)浙01民初2352号/浙江省高级人民法院民事判决书,(2019)浙民终1414号	雨浩投资咨询公司属于专业投资机构,具备高于普通证券市场投资人的投资技能和专业研究分析能力,在证券投资中应严格遵循投资决策程序。尚无充分证据表明雨浩投资咨询公司运用了专业知识和技能对祥源文化公司股票的投资价值进行了判断并严格遵循了投资决策程序。雨浩投资咨询公司的投资损失与祥源文化公司虚假陈述之间不存在因果关系	
天业恒基案	山东省高级人民法院民事裁定书,(2020)鲁01民初2517号	上海宝荟中心和中粮期货有限公司是专业投资机构,具有比普通投资者高的分析能力和投资经验,应从严遵循投资程序,故其“推定信赖”标准应高于普通投资者	

表4的4个案例中,法院的认定逻辑在于:一是机构投资者具备证券市场投资的特别技能、知识、经验、专业的分析研究能力和严格的投资

[71] 参见杨婷、王琦:《“参照”规则视角下的证券虚假陈述侵权适用范围之辨》,载《财经法学》2022年第4期。

决策程序^[72],负有更高的注意义务,不会也很少轻易信赖发行人披露之信息,应当有更高的“推定信赖”标准;二是机构投资者的实力相较中介机构并不逊色,其权利义务范围应与中介机构旗鼓相当,双方是平等的民事主体之间的权利义务关系。进言之,机构投资者负有的较高注意义务与所要享有的优越的保护权利之间存在根本冲突,决定了不宜为此类机构投资者提供的保护与大公募的公众投资者持平。因此对银行间债券市场机构投资者施以倾斜保护缺乏必要性和正当性。事实上,商业银行、证券公司等金融机构有其自身的投资者,要求必须严格审慎作出投资决策,而且同一机构在市场中可能存在承销机构与投资者之间等多种角色互换,过于保护某一方将导致所有主体承担责任,“对专业投资者还轻易推定信赖、使其失败的投资能够轻易获偿会消减专业投资者对于资本市场整体的内在价值”^[73]。

其次,与银行间中介机构收益有所不匹配。《证券法》赋予中介机构严苛责任形态,在事实制度安排上仅存有成立或者不成立两种互斥状态,一旦中介机构被认定为有过错,在其他侵权行为要件成立的情况以及其他虚假陈述事项均无过错的情况下,中介机构仅因某一虚假陈述事项无法证明自己没有过错,则要对发行人的全部责任连带赔偿,可能引发部分问题。

一是此种安排使中介机构的责任大小与其过错程度不相匹配。过责相当是科学配置责任的基本要求。^[74]实际上,因为虚假陈述的收益主要归发行人,中介机构很少会为了不高的收入而甘冒巨额赔偿风险,一般在发行人虚假陈述中缺乏主观强烈的犯错动机,其主观犯错形态多数是过失,但由于连带责任设置,要承担高额的民事赔偿。^[75]“对投资者损失承担全部赔偿责任的风险,与中介机构的发行信息披露辅助人之

[72] 参见樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,载《中外法学》2016年第6期。

[73] 龚洁、段心怡:《一二级市场联动对银行间债券市场流动性的影响——基于中美承销商与做市商制度对比》,载《金融市场研究》2022年第11期。

[74] 参见陈洁:《证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正》,载《中国法学》2021年第6期。

[75] 参见邢会强:《证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩》,载《清华法学》2021年第5期。

地位不符,过度追责可能导致激励失当。”^[76]司法实践中,已有法院意识到该种不公问题。如在“保千里案”中,法院认为应当考量中介机构的工作特点、成本及过错性质,既确保其充分履职,又不可科以超出职责范围外的注意义务。最终法院判定疏忽大意、把关不严的银信公司是补充责任人,对保千里公司因虚假陈述应赔偿原告损失30%的部分承担补充赔偿责任。^[77]

二是迫使中介机构执业风险加大。债券发行规模动辄数亿元甚至数十亿元,令中介机构承担金额巨大的赔偿,与中介机构在债券承销时收取的费用完全不成比例。银行间债券市场的承销商只能在一对一询价交易中赚取纯粹的服务费,成交后只向买卖双方收取佣金,收入有限。至于律师、会计师等机构,与投资者势均力敌甚至是处于弱势,发挥的作用极其有限。特别是中小中介机构,一旦因债券违约且被认定存在过错,可能因资金不足产生严重的操作风险和流动性风险。如此“不加区分地适用连带责任,实际并不利于遏制虚假陈述行为,最终责任等同反例可能鼓励中介机构为追求更高违法收益而实施违法行为”^[78]。此外,债券市场纠纷的复杂性因果不容低估,若不对过错程度慎加区分,让中介服务机构承担过重的兜底责任,会对资本市场的长远发展带来负面影响。^[79]

因此,银行间债券市场以机构投资者为主的投资主体,在适用“推定信赖原则”方面基础不足。随着特别代表人诉讼制度、先行赔付等的建立,资本市场已过分考虑投资者群体利益,而对其他交易群体的合理兼顾有所不足,长此以往可能危及市场整体利益,并最终损害投资者权益^[80]。

[76] 参见周淳:《证券发行虚假陈述:中介机构过错责任认定与反思》,载《证券市场导报》2021年第7期。

[77] 广东省深圳市中级人民法院:梁某宇、苏某迅等与江苏保千里视像科技集团股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷民事判决书,案号:(2018)粤03民初3866号、3867号、3869号,2019年11月25日。

[78] 参见冯果、刘烽:《债券投资者司法救济规则建构论纲》,载《财经法学》2020年第3期。

[79] 参见缪因知:《债券违约案频发:中介机构该担何责》,载经济观察网,<http://www.eeo.com.cn/2021/0108/454749.shtml>。

[80] 参见冯洁:《虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现》,载《法律适用》2022年第3期。

3. 小结:银行间债券市场虚假陈述中介机构担责应回归一般侵权责任框架

总体而言,银行间债券市场缺乏针对中介机构予以倾斜保护的正当性,银行间债券发行与交易市场的特殊性决定了其投资者保护具有特殊性。^[81]事实上,我国已经出现了在交易所挂牌的专项计划虚假陈述案件中,并不直接推定交易因果关系存在,如在全国首例ABS欺诈发行案^[82]中,法院虽然认定原始权益人构成证券虚假陈述行为,适用《虚假陈述新规》,但考虑到双方系一对一的交易方式即以“面对面”签订《认购协议》的方式参与投资,因此认定证券侵权中依据欺诈市场理论、旨在保护不特定投资者合法权益而确立的因果关系推定原则对于原告不适用,要求原告证明作为定向投资者作出的投资决定与证券虚假陈述行为之间存在交易因果关系。

证券监管之根本目的之一在于平衡融资和保护投资者,当投资者自我保护能力相对较高时,以提高融资成本为代价要求发行人强制信息披露从而保护投资者可能并非完全适当。因此,为保护银行间债券投资者权益的虚假陈述追责制度须考虑这一特殊性,在制度设计上进行精巧的平衡,即应当回归民法的一般侵权行为规范,从一般侵权四要件角度,构建银行间债券市场债券虚假陈述中介机构一般侵权归责框架。

四、银行间债券市场债券虚假陈述中介机构民事责任承担

美国证券法经验是由 Section 11 的特殊侵权规则与 10b-5 的普通侵权规则联合构建的二元追责制度。^[83]具言之,适用 Section 11 的特殊

[81] 参见邢会强:《论银行间债券市场非金融企业债务融资工具虚假陈述民事纠纷对〈证券法〉的适用性》,载《债券》2023年第9期。

[82] 参见上海金融法院:《我院审结全国首例资产支持证券欺诈发行民事赔偿案》,载上海金融法院官网, http://www.shjrfy.gov.cn/jrfy/gweb/tzsfbh/xxnr_view.jsp?pa=aaWQ9ODU5OAPdcssPdcssz, 2024年12月1日访问。

[83] See Stephen Choi & A. C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis* (5th ed.), Foundation Press, 2019.

前提为证券在公开的交易所市场交易,此时证券法为保护公众投资者规定了 Section 11 的特殊侵权规则。但若这些条件不满足,那么就应走 10b-5 普通侵权之诉。在普通侵权之诉中,需要按构成要件分析侵权责任是否成立及责任承担,原告要证明被告存在主观恶意、侵权行为、损害,侵权行为与损害结果之间有因果关系。这种二分结构在我国可以比照为《民法典》第 1165 条的一般侵权规定和《证券法》第 163 条的特殊侵权规定的关系(见表 5)。我国银行间债券市场并非有效市场,动摇了银行间债券市场适用《证券法》特殊侵权归责路径的合理性基础。因此,对于该市场中介机构的追责应回归民法的一般侵权原理。在一般侵权原理下,首先需要廓清中介机构在债务融资工具虚假陈述纠纷中的责任承担边界,进而根据民法一般侵权的四要件构建中介机构的归责框架。同时,《证券法》和《虚假陈述新规》的一些原则和精神以及具体的一些司法经验标准等仍可作为参考借鉴。

表 5 中美证券民事领域一般规则和特殊规则的对比

规则形态	具体规则	
一般规则	美国:10b-5 规则 1. 适用范围:公募和私募所有证券类型 2. 追责构成要件:虚假陈述行为;重大性;主观过错(故意或重大过失);交易因果关系,损害因果关系;损害结果 3. 主客观抗辩:允许被告对构成证券欺诈侵权责任的每个构成要件提出抗辩,涉诉证券的发行于交易市场是否为“有效市场”	中国:《民法典》第 1165 条 1. 适用范围:证券市场在内所有民事类型 2. 追责构成要件:侵害行为;过错;损害;因果关系 3. 主客观抗辩:允许被告对构成证券欺诈侵权责任的每个构成要件提出抗辩
特殊规则	美国:《证券法》第 11 条 1. 适用范围:公开发行政券一级市场 2. 追责构成要件:重大性、过错认定、交易因果关系、损害因果关系 3. 主客观抗辩:允许被告对构成证券欺诈侵权责任的每个构成要件提出抗辩,以勤勉尽责否定交易因果关系	中国:《证券法》第 163 条 1. 适用范围:国务院规定设立的区域性股权市场 2. 追责构成要件:重大性、过错认定、损失因果关系、交易因果关系 3. 主客观抗辩:允许被告对构成证券欺诈侵权责任的每个构成要件提出抗辩,主要为勤勉尽责

(一) 虚假陈述责任纠纷中中介机构的责任承担边界

中介机构民事担责的前提是对虚假陈述具有过错。认定中介机构过错的前提是厘清中介机构的责任义务边界。应当根据中介机构的职责特点、在专业陈述和非专家陈述中的不同作用,廓清中介机构的具体责任标准和责任承担份额。其一,承销商应承担第一信息披露人的兜底性职责,注册会计师^[84]、律师等第二责任人应承担相应的发现真相职责、认真核查职责(见表6)。

表6 中介机构职责边界

中介机构	职责	具体义务要求
承销商	兜底	承销商作为发行的总负责人,应确保企业充分了解相关法规、自律规范性文件及所应承担的风险,并履行调查义务、信息披露的督导义务、督促义务、代理追偿义务,对发行披露中的任务虚假陈述行为承担兜底性侵权责任
注册会计师	发现真相	应承担较高的调查义务,以发现真相、不做假账为底线,以发现不实会计信息的成本不显著超过收益为限,对发行人提供的信息保持专业怀疑,自行检索、独立核实和验证底层数据、按照会计准则的要求进行编写和表达,确保审计报告真实可靠
律师	认真核查	应在保合规、控风险上尽到职责,所出具的法律意见书和律师工作报告维持专业性和谨慎性,其专业水准和勤勉核查应当确保能为投资者提供正确的信息参考

其二,欲厘定勤勉尽责的程度,应明晰中介机构对专业业务事项与非专业业务事项的注意义务标准。专业业务事项陈述即专业陈述是指注册说明书中由专业人士制作、出具并署名的部分^[85]。专业陈述之界定本质上是指在多大程度上允许发行人和承销商通过将其职责委托给专业人士来减轻甚至豁免自身的责任。^[86]《美国证券法》第11条通过

[84] 注册会计师的具体义务要求参考学者观点。参见周淳:《证券发行虚假陈述:中介机构过错责任认定与反思》,载《证券市场导报》2021年第7期。

[85] See 15U. S. C. A. § 77k(f).

[86] 参见周淳:《证券发行虚假陈述:中介机构过错责任认定与反思》,载《证券市场导报》2021年第7期。

设置专业人士与非专业人士、专家陈述与非专家陈述的二分模式,构造了各中介机构勤勉尽责的范围和标准(见表7),对完善我国中介机构勤勉尽责的内涵和标准具有一定借鉴价值。

表7 《美国证券法》第11条勤勉尽责抗辩:专家陈述和非专家陈述

分类	专家陈述	非专家陈述
专业人士	经合理调查、有合理根据现行且确信陈述为真[第11(b)(3)(b)条]	不承担责任[第11(a)(4)条]
非专业人士	不相信且没有合理理由不相信陈述不为真[第11(b)(3)(c)条]	经合理调查、有合理根据现行且确信陈述为真[第11(b)(3)(A)条]

具言之,律师、会计师等专业人士仅对所作专家陈述中的虚假陈述承担责任;承销商等非专业人士在虚假陈述中承担所有责任,同时其在非专家陈述的注意义务应高于专家陈述。首先,对于注册文件中虚假陈述属于非专业内容的,经过合理调查,被告有合理理由相信且确实相信该信息披露是真实的,而且不存在引人误导的重大遗漏。其次,对于注册文件中由其他专业人士负责的部分,被告无合理理由且不相信其存在虚假陈述或重大遗漏。最后,专业人士对于注册文件中自己作出的属于自身专业领域内的陈述,经过合理调查,有合理理由相信且确实相信该信息披露是真实的,而且不存在引人误导的重大遗漏。代表性的是BarChris案^[87],淋漓尽致地展现法院根据《美国证券法》第11(b)条来判定证券虚假陈述中“形形色色”的被告是否存在“勤勉尽责”的抗辩。

因此,注册会计师、律师等专业人士对于注册文件中自己作出的自身专业领域内的陈述需尽到特别注意义务,需充分调动自身专业能力,以尽责心态履职,即经合理调查,被告有合理根据相信且确实相信陈述为真,而且不存在引人误导的重大遗漏,因此应当积极采取合理措施避免和防止虚假陈述;对注册文件中虚假陈述属于非专业内容需尽到一般注意义务,进行基本的核查、验证、职业怀疑,原则上可以消极信赖有关专业人士的陈述,除非确实有证据表明存在虚假陈述外。

[87] See Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F. Supp. 643 (1968).

(二)一般侵权责任法框架下的中介机构责任承担

1. 银行间债券市场虚假陈述行为的判断标准

厘清虚假陈述定义是判断银行间债券市场虚假陈述行为的前提。应参照《证券法》和《虚假陈述新规》，结合自律处分实践，将银行间债券市场债券虚假陈述的核心定义概括为4种类型^[88]。因此，首先，自律处分和行政处罚可以作为银行间债券市场虚假陈述行为的直接判断标准。其次，《公司信用类债券信息披露管理办法》《证券法》所明示的事项^[89]可以作为参考。最后，在无明显规定下，确立“重大性”可以“理性投资者标准”为兜底标准，并规定结合潜在行为的界定和损害结果的验证进行综合判断^[90]，将“价格敏感性标准”作为辅助参考。因为“理性投资者标准”虽然抽象、实操性弱^[91]，但要求信息披露人同时站在自己和投资人的角度评价有关信息的重大性，体现保护投资者利益的归旨；“价格敏感性标准”一般要求与强有效市场相匹配，不足是部分敏感信息披露后未必短时间内导致债券价格明显波动，而且要求投资者证明相关信息与证券价格波动之间的因果关系比较困难，故而“价格敏感性标准”仅可作为辅助参考。

[88] 从以下四种类型可以推导出银行间债券市场虚假陈述的定义为：信息披露义务人违反法律、行政法规、监管部门、自律协会制定的规章、规范性文件关于信息披露的规定，在披露的信息中存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的行为。4种类型如下：（1）虚假记载：指信息披露义务人披露的信息中对相关财务数据进行重大不实记载，或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述。（2）误导性陈述：指信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实，或者未及时披露相关更正、确认信息，致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性。（3）重大遗漏：指信息披露义务人违反关于信息披露的规定，对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露。（4）未按照规定披露信息：指信息披露义务人未按照规定的期限、方式等要求及时、公平披露信息，构成误导性陈述、重大遗漏等情形。

[89] 参见《公司信用类债券信息披露管理办法》第18条规定的22种情形；《证券法》第80条列的12种情形和《证券法》第81条第2款规定的重大事件、虚假陈述的内容属于监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或者重要事项。

[90] 参见朱力、傅福兴：《前置程序取消后证券虚假陈述重大性的认定路径——基于请求权视角的实务分析》，载《金融市场研究》2022年第7期。

[91] 参见樊健：《证券虚假陈述重大性要件的再厘清：基于司法实践的批判性思考》，载《深圳社会科学》2021年第6期。

2. 主观过错与勤勉尽责抗辩

原告主张过错以故意、重大过失为主要标准,同时就一般过失、轻微过失承担必要的补充责任^[92]。因为仅以故意和重大过失构成的主观过错形态不符合民法的一般侵权原理和《民法典》共同侵权的理论精神,违反以公平、正义为核心的司法实践理念,故应就中介机构的一般过失、轻微过失承担必要的补充责任。

是否尽到勤勉尽责的义务是中介机构应否担责的关键。就潜在的被告中介机构来说,需自证已勤勉尽责抗辩免责。勤勉尽责包括态度和能力两个方面。^[93]因此,中介机构既需证明自身主观善意,若故意或放任虚假陈述的存在,显然不符合勤勉尽责的要求;还需证明自身在客观能力和职责范围内,在专业事项上尽到了特别的注意义务,在非专业事项上尽到了一般的注意义务,对此可提供必要的证明材料,如会计师可提供执业准则、规则以及审计工作底稿。

3. 交易因果关系的证明与抗辩理由

一般侵权框架下,欺诈市场理论发展出的推定信赖已无适用条件,交易因果关系举证责任由原告承担。具言之,原告要证明:一是作为投资者已尽注意义务,但在认知上仍然相信该虚假陈述行为,即产生了合理信赖,可以根据信息披露时点和交易时点等客观证据判断;二是有关信息对投资者的投资决策产生“重大性”影响,关于“重大性”构成情形,前文已有阐述。

被告可就客观行为性质和主观心理状态上进行抗辩。其一,客观上并非虚假陈述行为,无法对投资者产生合理信赖,以及披露的信息并未对投资者产生“重大性”影响,如不符合虚假陈述的基本外观形式;不构成诱多型虚假陈述或诱空型虚假陈述。诱多型债券虚假陈述要求投资者的买入行为应当在虚假陈述实施日之后,卖出行为应当在虚假陈述揭露

[92] 补充责任是指在不能够确定实际加害人或者加害人不能够承担全部责任的情况下,由补充责任人在一定范围内对受害人直接承担赔偿责任的责任形态。参见王利明:《侵权责任法研究》(上卷),中国人民大学出版社2010年版,第43页。

[93] 参见周淳:《证券发行虚假陈述:中介机构过错责任认定与反思》,载《证券市场导报》2021年第7期。

日或更正日之后^[94],可以通过事件分析法测算出债券价格下跌中有多少是虚假陈述因素所导致的,从而算出投资者损失^[95]。诱空型虚假陈述的司法实践案例偏少,目前仅有王某与深圳市彩虹精细化工股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案归纳的6种情形^[96]可为之参考。其二,以投资者主观心理状态是故意或重大过失进行抗辩。对此,可援引《民法典》第1173条和第1174条举证投资者明知系虚假陈述而为之,或者未尽合理之注意义务,从而影响甚至否定因果关系。

4. 损害结果、损失因果关系的证明与抗辩理由

损害结果、损失因果关系要解决侵权人应当在何范围内进行赔偿的问题,剔除不相关风险因素对于投资者损失金额的影响。特殊侵权规则下,原告对损失因果关系的举证力度较弱,如“祥源文化案”中原告仅提供形式材料,而案件事实的论证却基本由合议庭及被告代理律师完成。一般侵权法原理下,应当匡正原告对损失因果关系的证明强度,恢复至与被告对等相适的举证地位。原告不仅需要提供自律处分决定书或者行政处罚决定书、身份证明文件、历史行情、交易对账单以及损失计划表等材料,还应就提供的材料进行必要且充分的说理,以客观完整、相互印证的证据链完成对具体事实的举证。

就被告而言,可以系统性风险和非系统性风险进行举证抗辩。系统性风险是指诸如战争、自然灾害等投资者不可通过投资组合分散的、不受个人企业或行业控制的、足以影响整个市场的风险。^[97]如最高人民法院提出的系统性风险包括汇率、利率等金融政策、国内和国际的突发

[94] 赵磊、霍丽芳:《债券虚假陈述中交易因果关系的认定》,载《人民法院报》2022年12月15日,第5版。

[95] See Allen Ferrell, At any Saha, *The Loss of Causation Requirements for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 63 Bus. Law, 163 (2007).

[96] 广东省高级人民法院:王某与深圳市彩虹精细化工股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2015)粤高法民二终字第1057号,2015年11月17日。

[97] 参见田素华、吴士君:《中国证券市场风险特征的实证研究》,载《经济科学》2003年第1期。

事件、经济和政治制度的变动等^[98]。据此可从定性和定量两方面举证系统性风险。定性上,提供包括与银行间债券市场债券相对应或关联的指数,如债务融资工具的行业指数及大盘指数在虚假行为陈述后至披露日前的走势图、债券市场指数与涉案债券价格变动对比图、相关新闻报道等。定量上,提供债券机构发布的行业研报、与同行业上市公司的比较情况。非系统性风险是指个别上市公司发生的特定事件所引发的风险^[99],如公司诉讼、合并、高管变动等因素对证券价格产生影响的风险,对此被告可提供债券发行的募集说明书、年度报告,以及中介机构自身发布的评级报告、研究报告、法律意见书等举证材料。

“注意义务的合理程度是依具体案件而定的。”^[100]法院应结合具体个案,就原被告抗辩情况,依据中介机构在债券发行和交易中所展现的态度、发现与验证有关信息真实性的专业能力以及影响力大小进行综合评判。总体上,中介机构在银行间债券市场的民事担责有其自身特征和体系(见表8),其举证责任强度明显低于交易所债券市场。但是这并不意味着放松了对银行间债券市场中介机构的追责。相反,一般侵权归责框架下对银行间债券市场中介机构的追责不仅更精准而且力度更大,因为除故意和重大过失同等担责之外,还应当就一般过失和轻微过失承担补充责任。

表 8 银行间债券市场和交易所债券市场的债券
虚假陈述中介机构民事担责对比

比较项	银行间债券市场债券虚假陈述 中介机构	交易所债券市场债券 虚假陈述中介机构
理论基础	默示诉权理论	欺诈市场理论
适用依据	《民法典》和《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》	《证券法》和《虚假陈述新规》

[98] 参见李国光主编、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2版),人民法院出版社2015年版,第106页。

[99] 参见田岚:《公司治理、财务重述与股票非系统性风险》,载《财会通讯》2020年第22期。

[100] 刘燕:《会计师民事责任研究:公共利益与职业利益的平衡》,北京大学出版社2004年版,第180页。

续表

比较项	银行间债券市场债券虚假陈述中介机构	交易所债券市场债券虚假陈述中介机构
构成要件	虚假陈述行为、主观过错、损害结果、虚假陈述行为与损害结果之间有因果关系	虚假陈述行为、主观过错、损害结果(消极义务;损失因果关系)
责任形态	过错责任原则;过错责任	推定过错原则;连带责任

五、结论

公平是证券市场的核心问题。建构与银行间债券市场债券虚假陈述中介机构相适的一般侵权归责框架,具有深刻的法治逻辑和实践逻辑,很好地体现了法律适用平等原则,有助于防止投资者动辄滥讼迫使中介机构承担巨额的民事赔偿而陷入囹圄,有助于真正实现银行间债券市场保护投资者和降低企业融资成本的平衡,持续促进证券市场平稳健康发展。证券市场中介机构行稳致远之关键有赖立法层面及司法层面协同推进。立法机关应加强制度供给,及早制定相关条例来明确银行间债券市场债券虚假陈述的适用范围,细化和厘定该市场的中介机构承担过错责任原则下的法定职责,构建起统一的债券法律适用标准,避免将不同类型债券纳入完全一致的归责体系。司法机关要严格谨慎以法律明文规定为裁判依据,充分认识和考量银行间债券市场的特殊性,结合具体案情来探讨银行间债券发行与交易中的虚假陈述行为是否满足侵权责任的构成要件,依据中介机构在银行间债券虚假陈述中的过错程度和原因力等,来厘定和细化相应的法律责任承担。

(编辑:孙秀满 谢贵春)