

# 债券虚假陈述案件中非虚假陈述因素的判定

## 民商聚焦

◇ 伍 坚 刘慈航

近年来,我国债券违约案件显著增加。中国证券监督管理委员会等司法机关通常也同步采取了对债券虚假陈述的立案调查,涉及债券虚假陈述的民事赔偿诉讼也大量产生。但是,投资者在债券虚假陈述案件中遭受的损失,不仅来源于发行人等相关主体的虚假陈述行为,还来源于债券投资本身的风险,后者可称之为“非虚假陈述因素”。非虚假陈述因素如何界定,包含哪些类型,以及在具体案件中如何计算,是司法实践中常遇到的问题。

### 一、排除非虚假陈述因素的法理依据

关于非虚假陈述因素所导致的投资者损失,因缺乏与虚假陈述侵权行为之间的因果关系,应当在案件中依法予以扣除,各侵权主体对非虚假陈述因素造成的投资者损失不应承担责任,其法理依据在于:

其一,债券违约与债券虚假陈述联系紧密,投资者往往在债券违约求偿失败后,依据虚假陈述事实提起虚假陈述损害赔偿诉讼,将发行人之外的共同侵权人列为被告,以增加被告整体的偿付能力。但债券违约事项与虚假陈述的侵权事项不能混为一谈。债券具有还本付息的属性,属于合同之债。同时,因债券发行后能够在公开市场中交易,债券在二级市场的交易价格受到市场外部环境、公司内外经营条件等多因素影响而波动,往往偏离其发行价格。可以得出,债券市场兼具投资与投机的双重属性。投资者参与债券交易,就必然承担债券投资的相关风险,譬如,同类债券共同下跌的市场性风险、参与债券市场二级市场时个别债券受操纵的风险(实则为市场弱式有效性的风险)、地区或行业性经营风险、发行人经营困难导致无法偿债的风险等。该类风险与虚假陈述的侵权损失无关,属于债券投资的固有风险,故应当在虚假陈述案件中扣除。

其二,就虚假陈述的侵权损失本身而言,2022年施行的《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《虚假陈述侵权赔偿规定》)第二十五条明确了赔偿是“实际发生的损失”,并在第三十一条第一款规定,“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,

明确赔偿范围”,明确要求侵权与损失之间具有因果关系。据此,债券虚假陈述案件中,投资者提起民事赔偿的诉讼请求是要求赔偿虚假陈述侵权行为所造成的实际发生的损失。而且,在损失界定过程中,应当要求侵权行为与损失结果具有因果关系。虚假陈述赔偿并非对投资者的“保险”,由于同类债券的价格会随行情变化互相影响,需要剔除同类债券价格下跌时对单一债券价格下跌造成的影响,而这种损失是投资者投资同类债券时不可避免的,不应通过虚假陈述赔偿制度来解决。虚假陈述赔偿责任本身仍然依赖因果关系推定来建立,虚假陈述人对投资者损失的责任并非必然。如果对投资者损失的虚假陈述因素与非虚假陈述因素不作区分,就可能导致债券民事赔偿诉讼变相兜底投资行为,违反侵权损害的“填平”原则。因此,由非虚假陈述因素所导致的损失不应由虚假陈述侵权人承担。

其三,现行司法解释与有关债券会议纪要已明确非虚假陈述因素的排除原则。2020年印发的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《债券纠纷会议纪要》)第24条第4款规定:“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(以同期限国债利率为参考)、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。”该条款体现了债券市场中,市场无风险利率水平变化(以同期限国债利率为参考)与政策风险等非虚假陈述因素相较于股票市场的特殊性。除此之外,债券属于典型证券,故还可以适用证券市场的相关规定。比如,《虚假陈述侵权赔偿规定》第三十一条第二款规定:“被告能够举证证明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、上市公司内外经营环境等其他因素所导致的,可以相应减轻或免除虚假陈述的赔偿责任。”

### 二、非虚假陈述因素的类型化

非虚假陈述因素与虚假陈述因素相对立,指的是债券相关诉讼中除虚假陈述以外的导致投资者损失的因素。除虚假陈述外,一般而言,债券投资还可能由于市场性共同风险、公司所属地区或行业的集中性风险、公司内部经营风险这三种风险而遭受损失:

一是市场性共同风险导致的债券价格变化。这种风险源于债券发行人的外部,其影响力具有客观性、共同性、不可分散性,一般称为“系统性风险”。换言之,即便虚假陈述行为未曾发生,投资者也会因债券市场不可回避的风险而遭受损失,故而应将其从虚假陈述责任中剔除。有观点认为,系统性风险需达到对市场所有的债券价格产生影响方可认定。为避免争议,《虚假陈述侵权赔偿规定》第三十一条放弃了“证券市场系统风险”的表述,

而采用“证券市场的风险”的提法。这表明,市场风险因素无须达到系统风险的程度,即使是一般性的市场风险,如果确实造成投资者损失,该相应损失也应从推定损失中排除。在债券投资中,信用债投资的主要收益是发行人到期后的还本付息。除信用债外,利率债在长期持有情形下,通过波段交易获取资本利得收益也是投资的重要目的。此时,个别债券除受债券市场的整体影响外,同时还受利率、央行货币政策等其他市场性因素影响。我国金融市场上,目前发行的非银金融机构债券大多数为中长期限的固定收益债券,所以它们不可规避地面临利率变化引起的市场风险。除上述影响债券整体市场的风险外,《虚假陈述侵权赔偿规定》第三十一条第二款还指出了个别债券受操纵市场的影响,这种受操纵的风险不属于虚假陈述行为涵盖的范围,也不属于一般意义上的系统性风险,但可归类于市场性共同风险并予以扣除。

二是发行人所属地区与行业的集中性风险。从发行人所处地区角度,我国债券发行人集中分布在北京、广东、江苏、浙江、山东、上海等经济发达地区。目前,大部分债券违约事件也集中在上述地区。究其原因,一方面,这些债券发行人集中在经济原有水平较高的地区,经济受波及程度较高的地区;另一方面,近年来,我国金融市场开放程度不断扩大,金融市场的波动率处于高企的阶段,机构都经历了不同程度的损失。受到上述风险因素的影响,此类地区面临的金融风险也较为显著。一旦市场出现大幅的波动风险,集中性风险将进一步加剧未来该地区各种经济领域所面临的金融风险危机。该类型风险应当作为非虚假陈述因素予以考量。

从发行人所属行业角度,一般而言,债券发行人需在债券《募集说明书》中披露其经营状况与行业内可比企业的比较情况,债券市场对特定行业的行业风险是债券投资者在投资时默认已知并接受的风险因素。比如,上海证券交易所印发的《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项(2023年修订)》第二十七条第一款规定:“发行人报告期内存在净利润持续为负,营业收入、净利润持续下滑或大幅波动,毛利率波动较大或与同行业可比企业存在较大差异等情形的,发行人应结合业务开展情况披露具体原因、盈利可持续性及其对自身偿债能力的影响。”即将债券发行人的经营收入、净利润、流动资产等财务数据与同行业可比企业的比较情况,列为公司债券核查的重点之一。这表明,行业内可比企业在案涉侵权行为发生的时间段内受到的行业性风险,可以作为案涉债券发行人偿债能力受影响的考量因素。

三是发行人内部经营行为导致公司偿付能力发生变化的风险,如利润下滑、重大重组失败、公司内斗、因其他违法行为被处罚等。债券市场中,发行人的还本付息能力及利率浮动收益是债券投资的基本性评判标准。发行人现金流的可预测性较强,与股票不同,公司成长性、长期业绩回报对投资者

的债券投资决策影响相对较小。即便出现发行人破产等特殊情形,债券持有者所持对发行人的债权较之股权有相对优先的权利。因此,在判断债券投资因果关系的考量要素时,应当主要考虑对发行人还本付息即偿付能力的影响。公司经营过程中,财务状况恶化并已披露,已经影响公司偿付能力的,应当属于公司经营常见的商业风险,不属于虚假陈述因素。目前,债券虚假陈述纠纷中,发行人无法兑付到期债券乃至最终破产,直接原因多为发行人自身的风险经营甚至违法经营行为。这类情形下,对于发行人自身的风险经营行为因素影响偿付能力,进而造成投资者损失的部分,也应当被相应扣除。

### 三、非虚假陈述因素的计算方法

诉讼中,应当由被告承担非虚假陈述因素的举证责任。法院需要查明虚假陈述与投资者损失之间的因果关系,排除非虚假陈述因素,并相应减轻或免除被告的责任。在此过程中,非虚假陈述因素的排除计算方法事关裁判的实质正义性,需要进一步细化:

其一,考量发行人及相关主体的虚假陈述行为发生作用的时间段内,是否存在市场共同风险因素并予以扣除。债券利率与市场无风险利率(以同期限国债利率为参考)具有相关性。一般情况下,新发行的债券利率跟市场利率,已发行债券的价格则与市场利率成反比。这在利率债投资中尤为明显。所以,在案涉虚假陈述侵权行为发生作用的期间内,同期限国债利率有较大幅度波动且对案涉已发行债券发生影响的,应当相应以同期限国债利率的波动幅度为参照,按比例扣除对债券利率的影响。除同期限国债利率外,法院还可依据上海证券交易所与深圳证券交易所发布的国债指数、企债指数等更加市场化的指标变化幅度,予以比照。

就个别债券受操纵的风险而言,债券市场以机构投资者为主,如果某一债券的交易出现异常,可能是存在“操纵市场”行为。例如,有投资者在短期内频繁地买进卖出债券,或是投资者出现“对敲”“倒券”等异常的债券交易行为,或是其购买债券的实际成交价格严重偏离债券的合理价值等,都可以视为推翻因果关系的其他交易理由。已有案例中,有法院认定,债券虚假陈述案件中投资者交易行为异常,部分行为具有证券市场操纵行为特征,且其交易行为对案涉债券价格影响较大,其主张的阶段性损失与虚假陈述之间不存在因果关系。

其二,计算同地区、同行业内可比企业债券价格的变化幅度、变化方向并比照扣除。发行人的偿债能力会具体反映在营业收入、流动比率等财务指标中,通过比较发行人与同地区类似企业、行业内可比企业在相同财务指标上的变化幅度、变化方向,可以量化前述地区与行业的集中性风险对发行人偿债能力的影响,进而评估虚假陈述案件中行业性风险所导致的损失扣除部分。既有案件中,有法院依据债券发行人的《破产审计报告》《公司净资产专项审计报告》等证据,认定该案存在多种独立于虚假陈述的因素,包括行业下行对发行人具体业务的影响、发行人深陷地区性民营企业互保破产危机等因素,最终酌定扣除了非虚假陈述因素对投资者的损失。

其三,计算虚假陈述内容中不影响偿付能力的部分并予以扣除。《债券纠纷会议纪要》第22条、第27条将“发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内容”作为认定损失因果关系的标准。故而,与发行人财务状况、偿付能力无关的因素,应当属于阻却债券损失因果关系的事由,即非虚假陈述因素。债券投资者的损失与股票存在本质的区别。对于股票来说,投资者主张的主要是股票价格波动的损失,故股票虚假陈述案件中的非虚假陈述因素扣除主要考虑大盘指数波动等系统性风险,上市公司的经营情况仅是影响股票价格的多种因素之一。而在债券市场中,投资者主张的主要是债券到期无法兑付的损失,因此投资者最关心的是公司的偿债能力问题,如公司的诉讼信息、担保情况以及流动比率、利息保障倍数等财务信息。因此,在认定投资者的损失时,应当斟酌虚假陈述是否影响发行人的偿付能力。不涉及偿付能力的虚假陈述,可能会对债券收益率产生影响,但与投资者本息损失之间难以构成因果关系。因此,在案件审理过程中,发行人等主体所虚假陈述的内容不涉及财务信息、偿付能力的,应当在投资者损失计算中予以排除;对偿付能力有间接性影响的,应当根据影响程度按比例扣除。

(作者单位:华东政法大学;中国人民大学)



武凡熙 作

## 问题探讨

◇ 周陆涵

融资租赁是一种集贸易与信贷、融资与融物于一体的交易模式,在我国已有三十余年发展历史。该模式下,出租人根据承租人对供货商及租赁物的选择购买标的物,并交付承租人使用,承租人则按期支付租金。这一模式具有双重优势,既借助资金短缺的承租人获得关键设备的使用权,又为出租人提供了收益稳定的投资渠道。

随着经济快速发展,融资租赁市场规模持续扩大,广泛应用于航空、船舶、医疗设备等领域。然而,市场扩张也伴随着纠纷增加,其中承租人违约成为突出问题,主要表现为拖欠租金和擅自处置租赁物。拖欠租金会直接阻碍出租人的资金回笼,扰乱其财务规划;擅自处置租赁物则可能侵害出租人的所有权,增加资产风险。这些违约行为不仅损害出租人的经济利益,还可能影响融资租赁市场的稳健发展。

### 一、承租人违约时出租人的救济方式

1. 请求支付全部租金。在融资租赁合同纠纷中,出租人依据民法典第七百五十二条主张全部租金债权是救济途径之一。当承租人经催告后在合理期限内仍不履行租金支付义务时,出租人即享有要求承租人一次性付清全部未付租金的权利。具体操作中,租金计算通常采取剩余租赁期限内应付租金累加的方式,实现途径则包括协商、调解及诉讼等多元渠道。而实践中,承租人通常会提出履约困难或租金计算争议等抗辩事由。为有效防范此类风险,出租

# 融资租赁承租人违约时出租人的救济途径

人应当在合同订立阶段就明确租金计算方式及违约责任条款,在履约过程中妥善保存催告证据,并为以后可能的诉讼准备包括付款记录、合同文本在内的完整证据链,以充分证明违约事实及租金计算依据。这种全流程的风险防控机制,既能保障出租人的合法权益,也有助于维护融资租赁市场的交易秩序。

2. 解除合同收回租赁物。在融资租赁合同纠纷中,解除合同并收回租赁物是出租人应对承租人违约的核心救济措施。根据民法典第七百五十二条、第五百六十三条,当承租人经催告后在合理期限内仍未履行租金支付义务,且符合合同约定的解除条件时,出租人可通过向承租人送达解除通知的方式终止合同关系,通知到达即发生法律效力。合同解除后,承租人应当立即停止使用并返还租赁物,出租人则依法享有取回权。值得注意的是,若租赁物残值超过承租人欠付租金及其他费用总额,依据民法典第七百五十八条的规定,承租人可以主张超额部分的返还请求权。在实践中,出租人可通过协商自行取回或申请法院强制执行,但在行使权利过程中应当遵循诚信原则,采取适当措施避免对承租人合法权益造成不当损害,以维护交易秩序的公平性。这一制度设计既保障了出租人的物权利益,又平衡了承租人的财产权益,体现了融资租赁法律关系的特殊性。

3. 以租赁物价值优先受偿。在融资租赁法律实践中,出租人的优先受偿权制度是保障其债权实现的重要机制。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉有关担保制度的解释》(以下简称《担保制度解释》)第六十五条第一款的规定,出租人有权主张以拍卖、变卖租赁物所得的价款优先受偿或支付租金,而且既可以通过普通民事诉讼程序,也可参照民事诉讼法“有关实现担保物权案”的特

别程序来实现。

融资租赁出租人优先受偿权的范围通常涵盖承租人欠付的租金本息、违约金及其他合同约定的费用,但其行使需遵循以下规范:首先,租赁物价值必须经过合理评估程序确定;其次,在权利实现过程中应当充分保障承租人的合法权益,常常出现租赁物价值评估标准争议、承租人提出权利抗辩等情况。针对价值认定问题,法律设置了递进式的解决方案:优先依据合同约定确定;若无明确约定则参照约定的折旧条款及合同期满残值计算;若前述方法仍不能确定,则需委托具备资质的专业评估机构进行价值评估。为确保优先受偿权的有效实现,出租人应当注重证据的收集与保存,包括但不限于证明债权金额的证据、证明优先受偿权合法性的合同条款等,以构建完整的证据链条。这一制度设计既体现了对出租人债权保护与租赁物担保功能的平衡,也反映了融资租赁交易中“融资”与“融物”双重属性的特殊法律构造。

### 二、特殊情形下的出租人救济策略

1. 非租金逾期违约。在融资租赁合同纠纷中,除租金逾期外,擅自处分、违规使用租赁物等非租金违约亦常见。此类违约虽不直接影响现金流,但会威胁租赁物安全及合同履行。根据民法典第五百六十三条、第七百五十二条,当违约构成“根本违约”时,出租人可选择主张租金加速到期或解除合同。在案件审理过程中,应当着重考察违约行为是否实质影响合同目的。比如,在医疗设备融资租赁合同纠纷案件中,承租人擅自转租设备不仅违反了合同禁止条款,同时也危害了设备管理秩序,应当认定为根本违约。对此,出租人应当在合同

中细化违约层级约定,建立动态监控机制,审慎评估违约程度后采取相应的救济措施。

2. 租赁物强制执行问题。在融资租赁交易中,当承租人涉及其他债务纠纷时,租赁物可能面临被第三方申请强制执行的风险。这种情况下,出租人能否排除对租赁物的强制执行,主要取决于是否办理了登记。如果出租人已经在不动产登记中心、融资租赁登记公示系统、动产融资统一登记公示系统等办理登记,由于登记的公示和对抗效力,通常可以支持出租人排除强制执行的要求。对于未办理登记的情况,则需要结合具体案情进行判断,主要审查出租人是否能够提供充分的所有权证明,以及第三方债权人在交易时是否知晓租赁物的实际权属状况。实践中,有法院认为,尽管出租人未办理登记手续,但通过提交完整的采购合同、付款凭证、租赁物交付单据等证据材料,能够证明其对租赁物享有合法的所有权,在此基础上,出租人有权排除对租赁物的强制执行。因此,为有效防范此类风险,出租人应当及时办理租赁物的登记手续,同时在合同中明确约定承租人的信息披露义务,要求其在涉及重大债务纠纷时及时通知出租人。此外,在租赁物上设置明显的权属标识,建立定期检查制度等,也是保护自身权益的有效措施。

### 三、融资租赁承租人违约的审判思路

笔者认为,在融资租赁合同纠纷审判实践中,可以围绕民法典第七百五十二条和《担保制度解释》第六十五条构建审理逻辑。首先,需要审查出租人主张的救济路径是否符合“择一行使”原则,若出租人同时主张租金加速到期与解除合同,应向其释明变更诉讼请求,避

免双重受偿导致利益失衡。

出租人主张租金加速到期的,可依非诉程序或普通诉讼程序准用担保物权实现规则,重点核查租赁物登记状态以确认优先受偿权范围;已登记的出租人可就变价款优先受偿,未登记则仅对抗普通债权人;若租赁物存在其他担保权竞争,应参照民法典第四百一十四条、第四百一十五条确定清偿顺位,并审查是否满足民法典第四百一十六条“超级优先权”条件(如交付后十日内登记)。对于承租人擅自处分租赁物引发的纠纷,可结合民法典第七百五十三条判断违约行为是否构成根本违约,若承租人已支付大部分租金或提供替代担保,则可以认定合同目的尚未落空,不支持解除合同请求。

出租人主张解除合同的,则应强化清算义务的实质审查。合同解除后出租人所有权回归完整物权属性,但基于不当得利原则,法院应依职权对租赁物价值与未付租金差额进行清算。在实践中,应当优先采用合同约定的评估方式,无约定时结合租赁物折旧残值或委托专业评估机构核定,且评估时点以实际返还日为准。

此外,值得注意的是,需要严格区分功能主义与形式主义的适用场景:若出租人主张租金加速到期,则允许参照实现担保物权的特别程序变价租赁物,但解除合同后租赁物处置不得适用担保规则,所有权应回归传统物权逻辑,以凸显民法典对融资租赁交易“担保功能”与“所有权绝对性”的双轨保护模式。

【本文系重庆市社会科学规划重点项目《重庆市民法典治丧体系提升的价值理念及其基本内涵研究》(立项批准号:2024WT21)的阶段性成果】

(作者单位:西南政法大学)