

欺诈市场理论在公司债券虚假 陈述纠纷中的适用

樊 健*

内容提要：“11 超日债”案是我国公司债券虚假陈述民事侵权诉讼第一案，从目的性限缩的角度看，该案不能直接适用《最高人民法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》。法院应当对本案进行实质、全面和充分的说理。这样不仅能令当事人信服，也能为将来相同或者类似案件的处理提供重要参考。借鉴美国法院在相似案件方面的司法经验，在充分把握公司股票与公司债券区别的基础上，从交易场所、换手率、分析师数量、发行规模与利息、机构投资者数量、信用评级、股价波动对债券的影响以及债券价格对新信息的反映八个条件来看，欺诈市场理论能够适用于“11 超日债”虚假陈述案。本案投资者的全部（或绝大部分）损失与虚假陈述无关，而是源于债券发行人内外部条件的剧烈变化。

关键词：欺诈市场理论 公司债券 11 超日债 虚假陈述

一、问题的提出

2014 年 3 月 4 日，上海超日太阳能科技股份有限公司（以下简称“超日股份”）宣布发行总额高达 10 亿元人民币的“11 超日债”〔1〕无法全额兑付到期利息，这标志着我国公司债券市场所隐含的“刚性兑付”第一次被打破。〔2〕“11 超日债”事件是我国公司债券市场第一起违约案件，债券投资者因“11 超日债”虚假陈述所提起的民事侵权诉讼，也成为我国公司债券市场上第一

* 樊健，上海财经大学法学院助理教授。

〔1〕 根据《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称《办法》）第 2 条第 3 款之规定，公司债券，是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。

〔2〕 参见岳品瑜等：《“超日债”违约：打破中国式刚兑》，载《北京商报》2014 年 3 月 6 日，转引自 <http://bond.hexun.com/2014-03-06/162764783.html>，最后访问时间：2020 年 1 月 15 日。

起因债券虚假陈述而引发的民事诉讼。^{〔3〕}“11超日债”事件的“双重第一”属性，对于我国公司债券市场化和法制化进程有着重大的意义。^{〔4〕}

“11超日债”事件中的违约责任，应当按照《合同法》的相关规定予以解决，对此理论界和实务界已达成共识。^{〔5〕}但是，如何处理因“11超日债”虚假陈述所引发的民事侵权责任，目前国内的研究尚不多见。这不仅是理论研究中的重点问题，^{〔6〕}也是司法实践中的难点问题。在“11超日债”案中，被告认为“11超日债”并非《最高人民法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》（以下简称《若干规定》）所规范的对象，因此《若干规定》的条文不能直接适用本案。对此，法院仅是形式化地以“11超日债”是《证券法》所规定的证券，且其在深圳证券交易所交易而直接适用《若干规定》，本文并不认同。法院的问题在于没有充分把握公司股票与公司债券的差别、通过全面和充分地分析“11超日债”的交易特点（例如分析师数量和信用评级等）、来实质性地论证为何“11超日债”能够适用《若干规定》。

鉴于“11超日债”案是我国公司债券市场虚假陈述第一案，法院实质、全面和充分的说理，不仅有助于让当事人接受裁判结果，更有利于为以后公司债券虚假陈纠纷的处理树立一个极具参考价值的裁判。令人遗憾的是，本案的法院错失了这样的机会。随着我国证券市场产品的不断丰富，例如公司债券、存托凭证、权证、优先股、资产证券化产品以及资管产品的相继推出，当这些证券产品在发行与交易的过程中出现虚假陈述时，法院如何进行裁判，也必将成为未来司法实践中的难点问题。^{〔7〕}

本文拟对公司债券虚假陈述民事侵权诉讼中最重要的问题，即欺诈市场理论（fraud on the market theory）是否能够在公司债券虚假陈述案件中适用，结合“11超日债”案进行研究。该问题的重要性在于：首先，如果欺诈市场理论能够在公司债券虚假陈述诉讼中适用，那么债券投资者就无须举证其确实相信了债券发行人的虚假陈述而进行了投资，此时债券投资者的信赖被法律所推定。这在很大程度上会减轻债券投资者的举证责任，同时也将极大增加其获胜的可能性。^{〔8〕}其次，就公司债券虚假陈述民事责任构成中的重大性要件和损失要件，债券投资者也可以通过欺诈市场理论较为便利地证明。例如，在有效市场上，当“诱多型”虚假陈述被揭示之

〔3〕 例如协鑫集成科技股份有限公司与柯虹证券虚假陈述责任纠纷上诉案，参见江苏省高级人民法院（2018）苏民终201号民事判决书（以下简称“11超日债”案）。超日股份在破产重组后更名为协鑫集成科技股份有限公司。

〔4〕 参见陈秧秧：《公司债发行缘何半途折戟？——“11超日债”违约与兑付警示录》，载《证券法苑》第17卷，法律出版社2016年版，第224-239页。

〔5〕 就公司债券违约的处理，我国学者讨论甚多，例如窦鹏娟：《新常态下我国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑》，载《法学评论》2016年第2期；冯果、段丙华：《债券违约处置的法治逻辑》，载《法律适用》2017年第7期。

〔6〕 例如洪艳蓉教授认为：“……目前基于股票发行与交易特点而规定的内幕交易、操纵市场等行为模式，可能无法涵盖借助债券进行的违法违规行为。”洪艳蓉：《〈证券法〉债券规则的反思与重塑》，载《证券法苑》第17卷，法律出版社2016年版，第48页。美国学者认为，公司债券市场的有效性并没有被充分理解。See Michael Hartzmark et al., *Fraud on the Market Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market*, 2011 *Colum. Bus. L. Rev.*, 654, 656 (2011).

〔7〕 根据《证券法》（2019年修订）（以下简称为“新《证券法》”）第2条，存托凭证、资产证券化产品以及资管产品被规定为证券，这些产品将来极有可能出现欺诈发行或者虚假陈述的情况，对此法院应当如何裁判？在境外发达证券市场，关于这些产品的虚假陈述案件甚多，例如针对优先股的讨论，see Michael L. Hartzmark, H. Nejat Seyhun, *Understanding the Efficiency of the Market for Preferred Stock*, 8 *Va. L. & Bus. Rev.*, 149 (2014).

〔8〕 参见于莹、潘林：《证券虚假陈述侵权责任中信赖推定之证成——欺诈市场理论局限性的克服》，载《法制与社会发展》2011年第2期。

后，通常债券价格会下跌，通过事件分析法能够测算出该下跌的部分中有多少是由虚假陈述因素所导致，从而算出投资者损失。^{〔9〕}最后，如果欺诈市场理论能够在公司债券虚假陈述诉讼中适用，则债券投资者之间能够形成共同诉讼（因为他们被推定为共同信赖了被告的虚假陈述），这样多位原告可以推举代表人参加诉讼。更为重要的是，鉴于我国证券侵权纠纷示范性诉讼机制试点的推开^{〔10〕}和《证券法》（2019年修订）第95条第3款所规定的证券集团公益诉讼，如果债券投资者都能被推定为信赖了债券发行人的虚假陈述，那么投资者即能够适用示范判决的判决结果或者成为公益诉讼的受益人，这将会极大地减少投资者的维权成本，也有利于阻却虚假陈述等违法行为的发生。

二、“11超日债”虚假陈述侵权责任纠纷案

（一）基本案情

超日股份于2010年11月在深圳证券交易所中小企业板上市，主营业务为太阳能电池及相关组件生产销售。“11超日债”的发行日期为2012年3月7日，于2012年4月20日在深圳证券交易所上市，债券代码112061，发行规模10亿元，为固定利率债券，票面利率为8.98%，发行价格为每张100元，期限5年，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元资信”）出具了“11超日债”信用评级报告，评定“11超日债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。信用等级为AA反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。由于超日股份在2011年、2012年以及2013年连续三年亏损，按照《深圳证券交易所公司债券上市规则（2012年修订）》等有关规定，“11超日债”于2014年5月30日起终止上市。

超日股份的具体虚假陈述行为包括：（1）未按规定披露在海外收购光伏电站项目的情况；（2）未按规定披露下属公司超日卢森堡向国家开发银行贷款过程中相关股权质押情况；（3）未及时披露公司与境外合作方签订的《电站公司管理协议》；（4）虚假确认销售收入163461538.43元，导致2012年半年报、第三季报营业收入和利润总额虚假记载；（5）提前确认销售收入238759628.28元，导致2012年第三季度报告营业收入、利润总额虚假记载；（6）未及时公告对已售太阳能组件调减价格的情况。

本案的虚假陈述实施日为2011年12月16日，揭示日为2013年1月23日，基准日为2013年2月7日，基准价为77.56元/张。^{〔11〕}

（二）争议焦点

结合本文所要研究的主题，本案的争议焦点为：由“11超日债”虚假陈述所引发的民事侵

〔9〕 See Allen Ferrell, Atanu 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).

〔10〕 参见《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定》。

〔11〕 根据《若干规定》第20条规定，虚假陈述实施日，是指作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日。虚假陈述揭示日，是指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上，首次被公开揭露之日或者指虚假陈述行为人在中国证券监督管理委员会指定披露证券市场信息的媒体上，自行公告更正虚假陈述并按规定履行停牌手续之日。根据《若干规定》第33条第1款规定，基准日是指虚假陈述揭露或者更正后，为将投资人应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内，确定损失计算的合理期间而规定的截止日期。

权责任纠纷是否可以直接适用《若干规定》的规定。如果是，那么欺诈市场理论^[12]就可以适用本案，债券投资者被推定为信赖了“11超日债”发行人的虚假陈述。如果否，则债券投资者需要证明其确实相信了债券发行人的虚假陈述从而买入了“11超日债”，^[13]这对于机构投资者而言可能并无多大问题，但是自然人投资者的投资决定可能是基于朋友的推荐，或者是看了财经媒体的报道，很难说他们是由于相信了债券发行人的虚假陈述而进行的投资。此外，如果欺诈市场理论能够适用于本案，那么就可以根据事件分析法，通过虚假陈述被揭示后“11超日债”的价格变动来计算投资者损失。

1. 被告的观点

被告认为公司债券的虚假陈述不能直接适用《若干规定》，主要理由是：

(1)《若干规定》生效的时间为2003年，该司法解释制定及生效时还没有公司债券这种金融产品，因此本案不适用该司法解释。

(2)《若干规定》第29条^[14]和第30条^[15]条文中，和“证券”相对应的词语是“股款”，并没有提到“债款”的字样，因此，该司法解释只适用于股票投资者，对债券投资者不适用。

(3)没有以虚假陈述为由起诉上市公司胜诉的案例，进一步证明了债券投资者不是虚假陈述案件的适格当事人。

(4)债券投资者对超日股份享有的权利是债权，法律关系主要受合同法调整；股票投资者对超日股份享有的权利是股权，法律关系主要受公司法调整，股权和债权性质截然不同，原告作为超日股份的债权人，并不是《若干规定》规定的适格主体。

2. 法院的观点

法院并不同意被告的主张，法院认为：

(1)“11超日债”系由超日股份发行的公司债券。《证券法》(2005年修订)第2条规定：“在中华人民共和国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法；……”故涉案债券在证券法规制的范围内。而《若干规定》系依据《证券法》(2005年修订)等相关法律法规为正确审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件制定的司法解释，是对证券法的完善和补充。

(2)《若干规定》调整范围为证券市场的虚假陈述行为引起的民事赔偿法律关系。《若干规定》第2条规定：“……本规定所称证券市场，是指发行人向社会公开募集股份的发行市场，通过证券交易所报价系统进行证券交易的市场，证券公司代办股份转让市场以及国家批准设立的其他证

[12]《若干规定》依据欺诈市场理论来推定投资者信赖了虚假陈述行为人所披露的信息，也即虚假陈述与投资行为之间交易上因果关系成立的推定，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。

[13] See *Amgen Inc. v. Conn. Ret. Plans & Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013).

[14]《若干规定》第29条规定：“虚假陈述行为人在证券发行市场虚假陈述，导致投资人损失的，投资人有权要求虚假陈述行为人按本规定第三十条赔偿损失；导致证券被停止发行的，投资人有权要求返还和赔偿所缴股款及银行同期活期存款利率的利息。”

[15]本条并未使用“股款”这一词汇。倒是《若干规定》第34条规定：“投资人持股期间基于股东身份取得的收益，包括红利、红股、公积金转增所得的股份以及投资人持股期间出资购买的配股、增发股和转配股，不得冲抵虚假陈述行为人的赔偿金额。”

券市场。”依据《证券法》（2005年修订）的规定，证券在种类上包括股票和公司债券等，同时案涉债券系在证券交易所上市竞价交易，不属于《若干规定》明示排除的对象，应当属于该司法解释调整的范围。

（3）债券虚假陈述中的“投资差额损失”这一概念，并非指证券的价值不能实现而导致的损失，而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。故在客观上，对投资差额损失的确认应根据有关证券的交易价格来认定。“11超日债”作为在证券交易所上市交易的公司债券，和股票一样存在市场价格波动，同样存在受虚假陈述行为影响而产生的投资差额损失问题。^{〔16〕}

（三）本文分析

被告的第三和第四个理由显然不成立，不能因为本案是公司债券虚假陈述第一案就认为《若干规定》不适用于本案，两者之间不存在因果关系。此外，公开发行的公司债券不仅受公司法的调整，也受到证券法的调整。因此公司债券发行人如有虚假陈述，按照《证券法》（2005年修订）第69条或《证券法》（2019年修订）第85条的规定，同样需要承担民事责任。第一和第二个理由有道理。本文从形式与实质两个层面来分析双方的观点：

从形式上看，由于“11超日债”是在深圳证券交易所公开交易的公司债券，从形式适用《若干规定》的角度看，“11超日债”应当适用《若干规定》，因此欺诈市场理论能够适用于本案，法院的裁判理由粗看具有合理性。但是，本文认为被告的观点更有道理。首先，从体系分析的角度看，《若干规定》第29条、第34条的用词是“股款”或者“股东身份”，这确实表明《若干规定》所欲规范的对象是公司股票而非公司债券。其次，从历史分析的角度看，《若干规定》生效的时间是2003年，而我国第一只公司债券的发行时间是2007年。^{〔17〕}这能够进一步证明《若干规定》所欲规范的对象是公司股票。因为，司法解释是针对司法实践中的疑点和难点问题进行解释，以便于法院的审理和统一裁判。公司债券在2003年都不存在，不可能有纠纷发生，这样就没有制定司法解释予以规范的现实需求。最后，《若干规定》起草者所撰写的解释书都是以公司股票作为分析的对象（例如虚假陈述对股价的影响和投资者损失的计算等），并没有提到公司债券。^{〔18〕}基于这些理由，本文认为从目的性限缩的角度看，^{〔19〕}《若干规定》的规范对象确实不包括公司债券。

从实质上看，即使认为《若干规定》并不能直接适用于本案，法院也可以从“11超日债”的交

〔16〕《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要（征求意见稿）》（以下简称《纪要》）没有明确指出投资者的信赖是否可以直接被推定还是需要投资者证明其确实信赖了虚假陈述。《纪要》所涵盖的对象包括了公司债券、非金融企业债务融资工具、企业债券等债券品种，交易场所包括了银行间债券市场和交易所市场，交易方式包括了竞价交易、协议交易等，如果都适用信赖推定，显然并不合理。

〔17〕参见李扬、王芳：《中国债券市场：2018》，社会科学文献出版社2019年版，第182页。

〔18〕参见李国光主编：《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》，人民法院出版社2015年版；李国光、贾伟编著：《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》，法律出版社2003年版。

〔19〕将公司债券排除在《若干规定》的规范对象之外，已经超出了目的解释的范畴，进入了通过目的性限缩填补法律漏洞的阶段。所谓目的性限缩，是指“法官在适用法律时，发现有关法律规范适用于某个特定案件，不符合法律调整目的的要求，则可以将该案件排除在法律规定的适用范围之外，从而追求法律适用的目的”。王利明：《法律解释学》，中国人民大学出版社2016年版，第373页。

易特点来分析欺诈市场理论是否适用于本案，从而拓展《若干规定》的适用范围。值得肯定的是，法院明确意识到了公司股票和公司债券的差别，并且公司债券的价格也会受到虚假陈述的影响。^[20]然而，也正是由于两者的差别，虚假陈述对于公司股票和公司债券的影响并不一定是同向的。有些虚假陈述可能会影响到股价，却不一定影响到债券价格，只要这种虚假陈述不对公司的履约能力产生直接影响（例如分红）。^[21]有学者认为，“影响债券收益率的主要因数是风险收益率，一般指国债收益率；公司资产价值的变化，可能会对股票和债券价格产生影响，但首先影响的是股票价格”^[22]。此外，公司股票与公司债券在价格影响因素、是否存在增信或担保机制等方面存在着不小的差别，因此欺诈市场理论是否能够适用于交易所公开交易的公司债券，要做仔细甄别。^[23]

总之，本文认为，公司债券并非《若干规定》的规范对象，因此法院直接适用《若干规定》予以裁判并不能令人信服。法院应该从欺诈市场理论的适用条件、公司股票与公司债券的差别以及公司债券的交易特点等方面，来实质、全面和充分地论证为何欺诈市场理论能够适用于本案。当然，这样的要求肯定会增加法院的工作量，并且从专业性的角度而言，法院也不一定能够从事这样的工作。^[24]但是，该项工作可以通过专家证人来完成（例如会计师事务所或者中证中小投资者服务中心），这也是最近证券侵权司法改革的重要措施之一。针对本案这类新颖案件，法院的说理和分析工作多做一点，是非常值得的。因为，实质、全面和充分的案件分析，不仅有利于个案当事人接受法院的裁判，更重要的是，对于后续的公司债券虚假陈述等新型证券虚假陈述侵权责任纠纷的解决将具有重要的参考意义。

三、欺诈市场理论的适用条件：美国的司法经验

在 Basic 案^[25]中，美国联邦最高法院第一次采用了欺诈市场理论来推定投资者信赖了被告的虚假陈述而进行了投资，即所谓的信赖推定或者交易上因果关系的推定。^[26] 该院认为，欺诈市场理论是基于以下一种假设：在一个公开和发达的市场上，公司的股票价格取决于现有的关于公司及其运营的所有重要信息。因此，误导性信息会欺诈购买股票的投资者，即使其没有直接地依赖这些误导性信息。^[27] 其中，公开市场是指所有人至少绝大多数人都能买卖证券的市场。发

[20] 《证券法》（2019年修订）第81条规定了债券发行人的临时信息披露义务，其所需披露的内容与股票发行人的披露内容有相当大的不同。

[21] See *In re HealthSouth Corp. Secs. Litig.*, 261 F. R. D. 616 (2009).

[22] 吴念庆、钱一鹤：《公司债券和股票的收益率相关性实证研究》，载《经济研究导刊》2014年第13期，第152页。

[23] Coffee教授就认为，公司债券市场没有效率，因此欺诈市场理论不能够适用于公司债券虚假陈述侵权案。See John C. Coffee Jr., *Litigation Governance: Taking Accountability Seriously*, 110 *Colum. L. Rev.*, 288, 328 (2010).

[24] 在 Basic 案中，持有反对意见的法官认为法院没有能力判断经济理论的有效性。See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). 但是，对此并不用于担心，因为在绝大多数证券虚假陈述案件中，原、被告双方都会聘请专家证人提供专业意见，这能够弥补法院的专业性不足。参见樊健：《论证券虚假陈述投资者损失计算的“事前观点”》，载《清华法学》2017年第3期。

[25] *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

[26] 在 *In re Salomon Analyst Metromedia Litigation* [544 F. 3d 474 (2008)] 案中，法院解释 Basic 案的适用条件为被告：(1) 公开作出；(2) 关于重大信息的虚假陈述；(3) 股票在非个人的、发达（有效率）的市场交易。如果满足以上条件，那么投资者对于虚假陈述的信赖可以被推定。

[27] 参见焦津洪：《“欺诈市场理论”研究》，载《中国法学》2003年第3期。

达市场是指市场交易比较活跃，交易信息（例如价格和数量）的传播面较广的市场，一般指交易证券的二级市场。通常情况下（但不是必须），这个市场具有连续性和流动性，即有能力完成较大规模的交易但不会造成价格大幅度波动。一个有效的市场会非常快速地将新的信息反映到价格上。总之，一个发达的市场总是公开的市场，而有效的市场总是发达的市场。^[28] 此处所谓的有效市场，一般是指信息有效（informational efficiency）而非价值有效（fundamental efficiency）市场，即该市场能够快速消化新信息并将之反映到证券价格上，至于该价格是否一定反映了公司的价值或基本面，则在所不问。^[29]

虽然，有很多学者质疑了欺诈市场理论是否符合证券市场的实际，例如有学者从行为经济学的角度来论证证券市场的非理性，^[30] 有的学者则认为证券市场并不像法院所设想的那样有效率，^[31] 有的学者则从证券法的体系解释角度认为投资者应当自行证明其信赖了虚假陈述，^[32] 并且美国联邦最高法院在 2014 年的 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* 案^[33] 中，也一度考虑是否应当废除欺诈市场理论^[34]。但是，目前多数的学者和联邦法院都还是支持欺诈市场理论，并将之运用到证券侵权诉讼中。^[35]

美国联邦最高法院认为在公开和发达的市场上可以采用欺诈市场理论，然而何谓公开和发达的市场，则没有提供具体的线索。对此，下级法院在 *Cammer v. Bloom* 案、^[36] *Krogman v. Sterritt* 案^[37] 以及 *In re PolyMedica Corp. Secs. Litig.* 案^[38] 中确立了诸多具有可操作性的条件，来判断市场是否具有效率，一般被统称为 *Cammer factors*。^[39] 虽然前述案件所涉及的是某只特定的股票是否具有效率的争议，但是由于这些条件提供了非常全面和切合实际的的分析工具，因此不论是理论还是实务，也都会用这些条件来检验公司债券市场的效率。^[40] 大体上，这些条件被分为两大类：一类是关于公司运营方面的条件（operational factors），另一类是证券价格敏感性方面的条件（price-related factors）。^[41]

[28] See *In re HealthSouth Corp. Secs. Litig.* 261 F. R. D. 616 (2009).

[29] See *In re PolyMedica Corp. Secs. Litig.*, 453 F. Supp. 2d 260 (2006); Bradford Cornell, *How Efficient is Sufficient: Securities Litigation post Halliburton*, pp. 6 - 7, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2014/08/How-Efficient-is-Sufficient.pdf>, last visited on Jan. 15, 2020.

[30] 参见宿玉海、邢起超：《从行为金融理论角度质疑有效市场假说》，载《财经科学》2007年第5期。

[31] See Paul A. Ferrillo et al., *The Less than Efficient Capital Markets Hypothesis: Requiring More Proof from Plaintiffs in Fraud-on-the-Market Cases*, 78 *ST. John's L. Rev.*, 81 (2004).

[32] See William W. Bratton, Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 *U. Pa. L. Rev.*, 69 (2011).

[33] 134 S. Ct. 2398 (2014).

[34] See Donald C. Langevoort, *Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, 57 *Ariz. L. Rev.*, 37 (2015).

[35] See E. g. Ronald J. Gilson, Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 *J. Corp. L.*, 715 (2003); Ronald J. Gilson, Reinier Kraakman, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, 100 *Va. L. Rev.*, 313 (2014).

[36] 711 F. Supp. 1264 (1989).

[37] 202 F. R. D. 467 (2001).

[38] 453 F. Supp. 2d 260 (2006).

[39] 参见前引 [6], Michael Hartzmark et al. 文, 第 663 页。

[40] See *Teamsters Local 445 Freight Div. Pension Fund v. Bombardier Inc.*, 546 F. 3d 196 (2008).

[41] 参见前引 [6], Michael Hartzmark et al. 文, 第 663 页。

(一) 公司运营方面的条件

1. 每周证券的换手率或交易量 (average weekly turnover or trading volume)

换手率或者交易量比较高的话,说明投资者对这只证券比较感兴趣,这意味着,当有新消息出现时,投资者会将这些信息快速地反映到证券价格上。就股票而言,通常每周2%的换手率就能够表明这只股票是有效率的。^[42]如果一只证券在全国性的交易所进行公开交易,一般可以认为该证券的市场是有效率的。^[43]但是,这并非确定该市场是否有效率的关键因素,因为即使在交易所交易的证券,如果不满足其他条件的话,例如没有分析师分析等,也可能被认为没有效率。

2. 分析师的分析、评论以及推荐 (the coverage of the securities by investment professionals)

一只证券受到越多的分析师分析、评论以及推荐的话,则投资者能够做出投资决定的信息也就越多,^[44]投资者所面临的信息不对称问题将得到极大改善。这样,分析师的分析和评论在有利于投资者做出投资决策的同时,也有助于证券价格快速地反映发行人所披露的新信息。当然,一只证券具体被多少分析师分析、评论以及推荐,才被认为是有效率的,并无客观和具体的标准,有的法院认为只要有1个分析师就可以,^[45]有的法院则认为2个分析师以下没有效率,^[46]有的法院则认为存在3个分析师就能够证明该证券具有效率性^[47]。当然,除了分析师之外,媒体报道等也都能为投资者提供有用的信息。

3. 做市商或者交易商的数量 (the number of market makers or dealers)

做市商或者交易商有助于证券市场的竞争机制,它们的数量越多,就越有可能把公司的新信息快速地反映到证券价格上。^[48]

4. 是否向美国证券交易委员会提交 Form S-3 文件

通过向美国证券交易委员会 (SEC) 提交 Form S-3 文件,发行人就被允许通过参照的方式披露之前的信息 (to incorporate those previous filings by reference),^[49]通常只有大型、知名的公司才会向 SEC 提交 Form S-3 文件。它们需要符合以下条件:(1) 按照美国证券交易法的规定,向 SEC 提交文件已经超过 36 个月;(2) 非关联人持有的流通股份价值为 1.5 亿美元或者非关联人持有的流通股份价值为 1 亿美元并且每年的成交量至少为 300 万股。^[50]按照 SEC 的观点,这些公司向 SEC 提交文件的同时,有关信息已经被市场所消化。^[51]

5. 证券的发行规模 (the cumulative face value)

一般而言,投资者倾向于投资发行规模比较大的证券。^[52]而且,发行规模越大,通常换手

[42] See 711 F. Supp. 1264 (1989). 有学者认为,换手率或者与之相关的交易量是表明市场是否有效的最明显证据。See Victor L. Bernard et al., Challenges to the Efficient Market Hypothesis: Limits to the Applicability of Fraud-on-the-Market Theory, 73 Neb. L. Rev., 781, 805 (1994).

[43] See In re Rentway Securities Litigation, 218 F. R. D. 101 (2003).

[44] See In re Xcelera. com Sec. Litig., 430 F. 3d 503 (2005).

[45] 参见前引 [44]。

[46] See Krogman v. Sterritt, 202 F. R. D. 467 (2001).

[47] See In re DVI_Inc. Sec. Litig., 639 F. 3d 623 (2011).

[48] See In re PolyMedica Corp. Secs. Litig., 453 F. Supp. 2d 260 (2006).

[49] 参见前引 [29], Bradford Cornell 文, 第 5 页。

[50] 参见前引 [6], Michael Hartzmark et al. 文, 第 664 页。

[51] See In re HealthSouth Corp. Secs. Litig., 261 F. R. D. 616 (2009).

[52] See Krogman v. Sterritt, 202 F. R. D. 467 (2001).

率或者交易额也就越高。

6. 持有该只证券的机构投资者数量 (the proportion of institutional holdings)

持有这只证券的机构投资者 (例如私募基金、共同基金或者券商的自营部门等) 数量越多, 这只证券的市场也就越有效率。因为, 机构投资者基于其分析能力与持有量, 能够依据公开的信息快速地做出投资决定, 从而将这些信息反映到证券价格上。

7. 存在套利空间 (opportunities for arbitrage)

例如做空交易 (short selling) 的成本较低,^[53] 存在套利空间, 那么一旦新信息出现, 套利者就会立即做出反应, 从而将新信息反映到证券价格上。^[54]

8. 买价和卖价的价差 (bid-ask spread)

如果价差过大, 则说明市场没有效率, 因为这表明证券交易的成本过高。^[55]

9. 多数证券是否由外部投资者持有

由于内部人的证券交易受到诸多限制 (例如短线交易和减持的限制等), 因此其不能将公开的信息快速地反映到证券价格上。所以, 内部人持有越多的证券, 该证券就越没有效率。

10. 是否有信用评级

此外, 就公司债券而言, 是否存在具有资质的评级机构对其进行信用评级也是非常重要的条件。评级机构依据公司债券发行人所有公开或者非公开的信息对其发行的债券进行评级, 并且评级机构也会对公司债券进行持续跟踪评级, 因此一旦发行人有新信息出现, 并且这种新信息会对公司履约能力产生影响的话, 那么评级机构也会相应地更新评级结果。这样, 投资者能够依据更新后的评级结果来进行交易。所以, 有评级机构进行评级, 说明该公司债券是有效率的。^[56]

(二) 证券价格敏感性方面的条件

1. 就发行人出现的新信息, 证券价格是否能够做出快速的反应 (cause-and-effect relationship between news and price movement)

这是判断证券市场是否有效的本质 (核心) 条件 (essence of an efficient market)。^[57] 就股票交易而言, 股价对新消息做出反应的时间一般在一天以内, 最长不会超过两天。当然如有存在跌停板制度的话, 则需要更长的时间来消化新信息。所以, 通过事件分析法来检测新信息与股价之间的关系时, 一般都会分析新信息出现后, 一天内价格的波动, 甚至是更短时间内的价格波动。事实上, 在程序化交易 (或者高频交易) 大行其道的当前证券市场中, 证券价格对于新信息的反应时间可能在几秒之内, 甚至更短。^[58]

2. 是否能够通过过去的价格变动来预测现在的价格走势 (autocorrelation)

如果能够通过过去的价格变动来预测现在的价格走势, 则说明这个市场没有效率, 处于弱势

[53] See Rajeev R. Bhattacharya, Stephen J. O'Brien, Arbitrage Risk and Market Efficiency - Applications to Securities Class Actions, 55 *Santa Clara L. Rev.*, 643, 645 (2015).

[54] 参见前引 [6], Michael Hartzmark et al. 文, 第 665 页。

[55] See *In re HealthSouth Corp. Secs. Litig.*, 261 F. R. D. 616 (2009).

[56] 参见前引 [55]。

[57] See *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264 (1989).

[58] See Jeffrey A. Busse, T. Clifton Green, Market Efficiency in Real Time, 65 *J. Fin. Econ.*, 415 (2002).

有效市场 (weak-form efficiency) 阶段。而欺诈市场理论适用的场合是半强势有效市场 (semi-strong form efficiency)。

(三) 多种条件的综合判断

在 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* 案中, 美国联邦最高法院认为有效市场并非是一个非此即彼的问题, 而是一个程度的问题。^[59] 因此, 判断市场有效性的关键问题就是, 面对这么多的适用条件, 当市场满足哪些条件之后, 就能够大体上表明该市场是有效率的, 从而能够适用欺诈市场理论。对此问题, 学术界和实务界也并无一致意见。^[60] 有学者认为, 换手率或交易量和分析师数量是最重要的两个条件, 其他条件与市场效率性之间并没有明显的相关性。^[61] 有学者则认为, 发行规模、机构持有者数量与市场效率性之间有非常重要的关系。^[62] 有实证研究分析了 *Cammer v. Bloom* 案中的五个条件 (即本文所分析的公司运营方面条件的前四个和证券价格敏感性条件方面的第一个) 后认为, 如果一个案件能满足三个条件或者更多, 尤其是比较高的换手率和股价对于新信息的快速反应, 则能够证明该市场具有效率。^[63] 本文认为, 相对而言, 证券价格对新信息的反应速度是较为重要的条件, 因为其他的条件都是有效市场运作的基础, 而价格对新信息的反应则是有效市场运作的结果, 该结果最能直观和全面地反映市场的效率性, 在 *Cammer v. Bloom* 案中, 法院也认为这是有效市场的本质。^[64]

四、公司债券市场效率性的分析: 以“11 超日债”虚假陈述案为例

本部分, 依据第三部分所归纳的判断市场效率性的条件, 以“11 超日债”虚假陈述案为例, 来分析公司债券市场的效率性。

由于公司股票与公司债券之间存在着较大的差别, 因此有些判断股票市场效率性的条件, 并不适合用来判断公司债券市场的有效性。首先, 公司债券的持有人一般为公司外部人, 所以外部人持有比例这一条件就不能适用于债券。^[65] 其次, 由于“11 超日债”是在深圳证券交易所按照集中竞价进行交易的, 因此做市商、买卖价差条件, 也并不适用于“11 超日债”。最后, 由于“11 超日债”并非融资融券的标的, 本文不对套利条件对债券市场效率性的影响进行研究。

由于“11 超日债”受到了鹏元资信的评级, 本文会分析评级机构对公司债券效率性的影响。此外, “11 超日债”发行人的股票也在深圳交易所上市, 债券投资者可能会从股价波动中获得一些无法在债券市场获得的信息, 以弥补公司债券信息披露不足的问题, 从而有助于加强“11 超

[59] See 134 S. Ct. 2398 (2014).

[60] 有学者认为, 目前我们无法科学地计量市场有效性的程度。参见前引 [29], Bradford Cornell 文, 第 11 页。

[61] See Brad M. Barber et al., *The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency*, 19 *J. Corp. L.*, 285, 310 (1994).

[62] 参见前引 [53], Rajeev R. Bhattacharya, Stephen J. O'Brien 文, 第 667 页。

[63] See David Tabak, *Do Courts Count Cammer Factors?* available at https://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive2/PUB_Cammer_Factors_0812.pdf, last visited on Jan. 15, 2020.

[64] See Michael L. Hartzmark et al., *The Curious Incident of the Dog That Didn't Bark and Establishing Cause-and-Effect in Class Action Securities Litigation*, 6 *Va. L. & Bus. Rev.*, 415 (2012).

[65] See *In re HealthSouth Corp. Secs. Litig.*, 261 F. R. D. 616 (2009).

日债”的效率性。因此，本文也将研究股价波动与公司债券之间的关系。

接下来，本文将从公司股票与公司债券的差别入手，通过分析“11 超日债”的交易场所、换手率、分析师数量、发行规模与利息、机构投资者数量、资信评级、与股价波动的关系、价格对新信息的反映八个条件，^[66]来研究“11 超日债”的效率性。需要说明的是，虽然本文已经穷尽各种方法查阅相关数据，但是基于客观条件所限，有些数据是通过估算所得，本文也会在相关部分予以提示。

本文研究的时间范围为，从“11 超日债”的上市交易日 2012 年 4 月 20 日开始至“11 超日债”案的基准日 2013 年 2 月 7 日为止。虽然，“11 超日债”案的虚假陈述实施日是 2011 年 12 月 16 日，早于本研究的开始时间，但是，这对本文的研究没有影响。理由在于，证监会并未认定“11 超日债”欺诈发行，^[67]故 2012 年 4 月 20 日之前的虚假陈述行为，对于“11 超日债”本身的发行和交易并无影响（但会对超日股份的股价产生影响），只有在 2012 年 4 月 20 日之后发生的虚假陈述，才可能会对“11 超日债”价格产生影响。

（一）公司股票与公司债券的差别：以价格决定因数为例

公司股票与公司债券最大的不同之处在于，公司股票的收益无法确定，而公司债券的收益是可确定的。以“11 超日债”这种按年付息的公司债券来说，其价格的计算公式为： $P = \sum_{t=1}^n c / (1+r)^t + v / (1+r)^n$ ，其中 P 表示债券价格， c 表示债券利息， v 表示债券面值， r 表示同期银行利率， n 表示债券年限。^[68]该公式中的 c 、 v 、 r 以及 n 在债券发行时即已确定，因此该债券的价格在存续期内都能被确定。正是由于公司债券收益的确定性，如果没有影响债券发行人履约能力的事件发生，其价格也不会发生波动。这样，公司债券的交易相对而言也就不那么活跃。公司债券投资者大多数都会长期持有该债券，因而公司债券的换手率要远低于股票的换手率。^[69]

虽然公司债券具有收益确定性、价格稳定性和交易相对平淡的特点，但是作为投资产品，其当然也有风险存在。公司债券的投资风险可以用所谓的信用利差来衡量。所谓信用利差是指同期限的公司债券与国债收益率之间的差值，信用利差通常被认为反映了投资者对于信用产品违约风险、流动性风险等风险的补偿要求。信用利差包括了信用风险（预期违约风险）、预期违约损失、税收、流动性因素、系统性因素等。^[70]其中，最重要的风险是预期违约风险。^[71]

据此，只有当公司债券发行人的虚假陈述直接影响到发行人的履约能力时，该虚假陈述才会对债券价格产生影响，从而虚假陈述行为人才应当承担赔偿责任。^[72]“11 超日债”在 2012 年 4 月 20 日至 2013 年 2 月 7 日之间所进行的虚假陈述是否会影响债券价格，值得讨论。首先，超日股份的海外收购是正常的投资行为，并不会对其履约能力产生影响。其次，虚假陈述的第二、三

[66] 有学者认为，就公司债券而言，在 Cammer 条件的基础上，应当进一步分析其换手率、分析师数量以及债券价格对新信息的反应速度。参见前引 [6]，Michael Hartzmark et al. 文，第 666 - 667 页。

[67] 学者观点亦同，参见前引 [4]，陈秧秧文。

[68] 参见霍文文：《证券投资学》，高等教育出版社 2013 年版，第 223 页。

[69] 参见前引 [6]，Michael Hartzmark et al. 文，第 665 页。

[70] 参见张戡、李飞鹏：《财务信息、市场信息与公司债券信用利差》，载《财务与金融》2018 年第 5 期。

[71] 参见郑玉仙：《中国公司债券利差影响因素研究——基于评级信息的分析》，载《财经论丛》2016 年第 2 期。

[72] 相关分析参见 James J. Park, Bondholders and Securities Class Actions, 99 *Minn. L. Rev.*, 585, 589-598 (2014).

项,经由2012年10月17日超日股份发布的《关于行政监管措施决定书的说明及整改报告的公告》而公开。该公告的主要内容是:上海证监局认为,超日股份签署的《电站公司管理协议》未按规定履行必要的审议程序并及时信息披露;超日公司公告的对海外电站项目提供担保额度事项未说明境外公司不受公司控制,导致股东表决时的决策信息不完整。通过观察“11超日债”在2012年10月17日前后各一天的价格变化情况,发现价格保持平稳,没有发生波动。这在一定程度上能够说明,债券投资者并不认为这些虚假陈述会影响到发行人的履约能力。最后,被法院认定的其他三项虚假陈述,即虚假确认收入和调减价格,也仅仅会对当年的利润等产生影响,从而影响股价,但是,其对“11超日债”价格的影响十分有限。理由在于,“11超日债”的存续长达5年,并且发行人还有其他资产做履约保障,评级机构的评级也说明该债券具有相当高的安全性,所以这种跨期的财务操作和价格调整,不一定会对“11超日债”发行人的长期履约能力产生影响。总之,本文认为,法院所认定的超日股份的虚假陈述对于其履约能力的影响有限,不一定会影响到“11超日债”的价格,这是由公司债券本身的特点所决定的。

(二)“11超日债”的交易场所

如果公司债券在证券交易所通过集中竞价的方式进行撮合交易,那么不论是从公司债券的交易速度、交易费用,还是交易信息(价格和数量等)的获得等方面看,这种公司债券的效率是比较高的。当然,如前所述,发生侵权诉讼的并非是整个市场中所有的公司债券,而是其中的一种债券。因此,在判断市场效率性时,主要是看某只特定公司债券的交易情况,并不排除虽然整个公司债券市场是有效的,但是某只特定的公司债券却是没有效率的,或者相反,当然这种情况可能并不多见。就“11超日债”而言,其是在深圳证券交易所通过集中竞价的方式公开交易的,就此而论,可以做出初步的判断,“11超日债”具有效率性,但是还要通过其他条件来充分验证这一点。

当然,有研究利用2008年8月至2013年3月期间沪深交易所的公司债券价格信息,认为:“无论是AA一级、AA级、AA+级公司债券市场,还是信用级别相对较高的AAA级公司债券市场,均尚未达到弱式有效,公司债券价格对历史信息集的反映不够充分。”^[73]有实证研究认为:“我国公司债券在历史价格和无风险利率方面的信息有效性很低,在宏观经济方面的信息有效性不能判断,在公司基本面方面的信息有效性则较高。”^[74]当然,这种市场无效性的局面也在改善之中,例如有学者认为:“2006年以来,……交易所公司债券市场流动性整体逐步改善,尤其是2009年以来流动性改善趋势明显。以换手率衡量,年均增长率保持在50%以上。这一方面与债券市场规模扩容有关,另一方面与债券市场交易群体有所增加、交易相对活跃有关。”^[75]据此,即使认为在深圳证券交易所公开交易的公司债券市场没有效率,我们还可以通过其他条件来判断“11超日债”的效率性。

(三)“11超日债”的换手率

由于公司债券具有收益确定性、价格稳定性和交易相对平淡的特点,一般而言公司债券的

[73] 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》,载《桂林电子科技大学学报》2016年第1期,第65页。

[74] 高强、邹恒甫:《企业债券与公司债券的信息有效性实证研究》,载《金融研究》2010年第7期,第99页。

[75] 吕双江:《公司债券市场流动性有效衡量及实证检验》,载《金融发展研究》2013年第11期,第74-75页。

换手率要远低于股票的换手率。有实证研究表明，2012年我国公司债券的月平均换手率为12.36%，算下来周换手率为3.09%。^[76] 查阅“11超日债”在2012年4月20日到2013年2月7日期间的交易额约为60.12亿元，发行规模为10亿元，按每年50个交易日计算，周换手率大约为12%，远远高于同类债券的平均换手率。从周换手率的条件看，“11超日债”具有效率性。

（四）“11超日债”的分析师数量

通常而言，公司债券的分析师数量越多，则这只债券的信息传播也就越充分，该公司债券也就越具有效率。例如，有实证研究以2008—2015年A股上市公司数据作为样本，来研究分析师公司预测信息含量及其构成对上市公司债券市场发行融资成本的影响。研究发现，分析师公司预测的总体信息含量能够对上市公司债券融资成本产生显著的影响。^[77] 虽然，本文无法确切地获知“11超日债”的分析师人数，然而通过查看同花顺软件，发现在2012年4月20日到2013年2月7日期间，至少有六家机构对“11超日债”作出了分析、评价或者推荐。^[78] 这还不包括为数不少的机构投资者自身行研团队所做的研究报告（这些报告当然不会公开）。因此，从分析师数量的条件看，“11超日债”具有效率性。

（五）“11超日债”的发行规模与利息

一般而言，公司债券的发行规模越大，其流动性也就越好，其市场也更有效率。然而，有研究认为，在我国，“公司债券的流动性和债券的发行规模成负相关关系，发行量越大，流动性越小。这主要是由于中国公司债券的发行规模普遍偏小，发行量集中在10亿元以下，且大部分是在2011年发行的，发行时间越短的债券流动性越强，因此造成发行量小的债券反而交易频率比较大，流动性较强”^[79]。从“11超日债”的情况来看，其发行规模为10亿元，每张100元，公开发行1000万张，发行规模属于中等，应该属于流动性比较好的公司债券。此外，就利率而言，“流动性和息票率之间的关系非常明显，正相关关系很显著，随着息票率的增加流动性也在逐渐升高。票面利率从3%上升到9%，流动性也从0.18增加到0.93”^[80]。“11超日债”的利率高达8.98%，显然具有较高的流动性。因此，从“11超日债”的发行规模与利息条件来看，其具有效率性。

（六）“11超日债”的机构投资者数量

公司债券的投资者数量多，尤其是机构投资者数量多的话，该公司债券则具有效率性。本文无法确切地获得在2012年4月20日到2013年2月7日期间，“11超日债”的机构投资者数量。但是，有报道显示，“11超日债”的持有人数量为6465人，^[81] 而“交易所债券市场中个人投资者的持债占比不足0.4%”^[82]，因此大体可以算出，“11超日债”机构投资者人数约为6430家。

[76] 参见巴曙松、姚飞：《中国债券市场流动性水平测度》，载《统计研究》2013年第12期。

[77] 参见钱乐乐：《分析师公司预测信息与企业债券融资成本——基于我国上市公司数据的研究》，载《海南大学学报》（人文社会科学版）2017年第3期。

[78] 这六家机构包括了第一创业、国泰君安证券、申万宏源证券、中投证券、华泰证券、中金公司。

[79] 王晓翌等：《公司债券流动性影响因素的实证分析》，载《金融论坛》2012年第6期，第64页。

[80] 前引[79]，王晓翌等文，第63页。

[81] 参见辛国奇：《操盘者披露 深度起底超日中国铁物债务危机过程》，载 <https://finance.sina.com.cn/money/bond/research/2019-01-07/doc-ihqfsken4872714.shtml>，最后访问时间：2020年1月15日。

[82] 左永刚：《证监会59个问答柔性解读公司债》，载《证券日报》2016年11月17日，转引自 <https://m.hexun.com/bond/2016-11-17/186925886.html>，最后访问时间：2020年1月15日。

因此，从机构投资者数量条件看，“11 超日债”具有效率性。

(七) “11 超日债”的信用评级

公司债券的发行一般都会聘请专业的评级机构进行评级，债券评级的高低对于债券利率的高低和投资者的决策具有较大影响力。有研究显示，“债券信用评级与债券融资成本存在显著负相关性，这说明债券信用评级在一定程度上已得到债券市场的认同”^{〔83〕}。有实证研究以我国债券市场上 27 只信用评级有所调整的公司债券样本为研究对象，运用事件研究法对公司债券信用评级调整所产生的公告效用进行了分析。研究表明，“在所研究的事件窗口中，信用评级变化的公司债券会产生显著的负的公告效应，在公告发布之后的月度累积异常收益率为负。这种现象说明我国债券市场投资者对公司债券信用评级会充分关注，对信用评级变化的债券会及时地做出市场反应”^{〔84〕}。

在“11 超日债”的发行和交易过程中，由鹏元资信对其进行评级，发行的评级为 AA，表明了较好的安全性。随后由于超日股份财务状况的变化，在 2012 年 4 月 20 日到 2013 年 2 月 7 日期间，鹏元资信对“11 超日债”的评级不断下调，由 AA 负面下调至 AA-。对于为何由 AA 负面下调至 AA-，鹏元资信的解释是由于光伏行业景气度持续低迷，超日股份应收账款回收风险、资金压力和偿债压力继续加大。^{〔85〕} 由于鹏元资信的评级，“11 超日债”的投资者能够从评级机构的评级变化中，判断发行人的履约能力，^{〔86〕} 因此从公司债券评级的条件看，“11 超日债”具有效率性。^{〔87〕} 鹏元资信对“11 超日债”评级调整情况请见表 1。

表 1 鹏元资信对“11 超日债”评级调整的情况

发布日期	信用评级	评级展望	变动方向	评级方式
2011 年 7 月 13 日	AA	稳定	首次	发行人委托
2012 年 6 月 28 日	AA	负面	增持	发行人委托
2012 年 12 月 27 日	AA-	负面	调低	发行人委托

(八) “11 超日债”发行人的股价波动与“11 超日债”的关系

“因为企业用于偿还债务的是现金，而非账面利润，且债权人不能分享企业盈利增长带来的额外收益，只能享受固定的票息，所以信用分析与股票分析不同，看重企业现金流的充沛程度和稳定性，而不是未来盈利的成长性。但盈利对于信用分析也不是完全不重要，如果企业盈利持续恶化，现金流也不可能独善其身。”^{〔88〕} 有实证研究认为：“发生债务违约的上市公司在过去一年内股票价格走势显著弱于对应的行业和大盘指数，说明股票价格（能）能够在一定程度上反映企业

〔83〕 李新：《公司治理、债券信用评级与债券融资成本》，载《财会通讯》2016年第6期，第92页。

〔84〕 刘鹏飞、晏艳阳：《投资者会关注债券信用评级吗？——基于公司债券信用评级变化的公告效应研究》，载《金融理论与实践》2016年第7期，第51页。

〔85〕 参见超日股份：《关于评级机构将公司主体长期信用等级及“11 超日债”信用等级下调并列入信用评级观察名单的公告》，2013年1月8日。

〔86〕 See *In re HealthSouth Corp. Secs. Litig.*, 261 F. R. D. 616 (2009).

〔87〕 有学者认为，对于公司债券市场的效率性问题，欺诈评级机构即可以表明欺诈了所有投资者。参见前引〔72〕，James J. Park 文，第 639 页。

〔88〕 杨芳：《“超日债”违约事件对企业债风险评价的启示》，载《新经济》2014年第23期，第67页。

的债券违约风险。”〔89〕

由于“11 超日债”的发行人同时也是上市公司，因此“11 超日债”的投资者可以从公司股价波动变化中，来获得评估“11 超日债”价值的信息，从而在一定程度上可以弥补公司债券信息披露不足的问题。有实证研究也显示：“超日股份股价波动率与超日债券信用利差呈现正相关关系，并且系数显著。一方面，股价波动率的加大，超日股份股价的急速下跌加剧超日公司的违约风险；另一方面，超日股份股价波动率作为公司资产价值的代理变量，资产价值波动率越大，债券信用利差越大。”〔90〕因此，超日股份股票同时上市交易的条件也能促进“11 超日债”的效率。

（九）新信息的出现与“11 超日债”价格变化

如果公司债券的价格能对公司披露的新信息做出快速的反映，则说明该债券有效率的。在 2012 年 12 月 20 日至 2013 年 1 月 31 日期间，“11 超日债”由于发行人有重大信息需要披露而停牌，在 2013 年 2 月 1 日开始复盘。复盘当日，“11 超日债”早盘以 93.527 元大幅跳空低开，最低探至 80 元，后在 83.5 元附近暂企稳，跌幅仍接近 20%。那么这么大的跌幅是不是 2013 年 1 月 23 日虚假陈述被揭示后所产生的后果呢？“11 超日债”案的法院并没有进行全面和深入的分析，就直接得出了肯定的答案认为“从案涉虚假陈述行为与债券市场价格波动之间的联系来看，因‘11 超日债’系固定利率的 5 年期公司债券，正常的市场价格应以债券的原始购买本金与预期利息为基础，故 2012 年 5 月至 11 月的价格在 101 元至 106 元之间波动。但虚假陈述揭露日之后的债券价格跌至 80 元左右，已经低于原始购买本金，由此可以说明案涉虚假陈述行为确实影响了投资人对于‘11 超日债’市场价格的判断，并实际导致了投资差额损失的发生，投资人有权向虚假陈述行为人主张赔偿”〔91〕。

那事实真是如此吗？如前所述，在法院认定的六个虚假陈述行为中，只有后三个虚假陈述行为可能会对“11 超日债”发行人的履约能力产生影响，但是如果发行人的其他财产足以清偿到期利息，并能够在四年后支付本金与利息的话，也不会影响发行人的履约能力。即使有影响，后三个虚假陈述行为也不会造成高达 20% 的跌幅。那么究竟是什么原因造成“11 超日债”在复盘后价格大跌呢？主要原因其实是在 2013 年 1 月 17 日，超日股份宣布公司大幅修正 2012 年全年业绩，将归属母公司净利润由此前预告的盈利 0.1~0.35 亿元大幅修正为巨亏 9~11 亿元，亏损原因仍然主要是应收账款坏账准备，以及正常经营亏损。诸多研究普遍认为，正是由于该信息的披露，才导致“11 超日债”在复盘后价格大跌。〔92〕因为该信息不仅极有可能导致“11 超日债”发行人不能清偿到期债务，甚至还有可能导致“11 超日债”被停牌甚至被退市。面对此种风险，大量机构投资者抛售“11 超日债”，从而造成其价格的大幅下跌。

由于停牌原因的存在，我们无法准确地判断新信息的出现与“11 超日债”价格对之反应的

〔89〕 易团辉：《股票价格能提前反映公司债券违约风险吗？——基于 A 股债券违约的案例研究》，载《财会学习》2018 年第 35 期，第 219 页。

〔90〕 金辉、骆永芳：《基于结构化模型的公司债券信用利差分析——以“11 超日债”为例》，载《杭州电子科技大学学报》（社会科学版）2015 年第 4 期，第 33 页。

〔91〕 江苏省高级人民法院（2018）苏民终 201 号民事判决书。

〔92〕 在此期间，并无影响“11 超日债”价格下跌的宏观因素（例如利率增加）情况的出现。

速度。但是，从复牌当日的价格下跌幅度和交易的规模来看，至少对于新信息，“11 超日债”的价格作出了充分的反应，一定程度上能够说明该只债券具有效率性。

(十) 综合分析

通过前述分析可知，从“11 超日债”的换手率、分析师数量、发行规模与利息、机构投资者数量以及资信评级机构五个重要条件来看，“11 超日债”具有效率性。由于有学者认为深圳交易所公司债券市场缺乏效率性，本文认为“11 超日债”在深交所交易这一条件，有助于表明该债券具有效率性，但并非是决定性的证明。同时，由于超日股份也是上市公司，其股价的波动（尤其是下跌）也能给“11 超日债”投资者一些信息，从而有助于“11 超日债”效率性的提升。由于停牌因数存在，本文无法准确判断虚假陈述揭示后，“11 超日债”价格的变动情况，但是从复牌后的“11 超日债”价格巨大跌幅来看，市场对于“11 超日债”发行人所披露的影响其履行能力的信息，能够做出充分的反应，这也能间接地说明“11 超日债”具有效率性。在本文所分析的八个条件，“11 超日债”至少满足五个。此外，在交易所上市、复盘后的价格巨幅下跌两个条件也能够一定程度上表明“11 超日债”具有效率性。而“11 超日债”发行人的股票同时上市，能够促进“11 超日债”的效率性。综上所述，本文认为“11 超日债”具有效率性。“11 超日债”效率性分析请见表 2。

表 2 “11 超日债”的效率性分析

序 号	条 件	是否能够表明 具有效率性	说 明
1	交易场所（深圳证券交易所）	<input type="checkbox"/>	有学者认为深交所的公司债券市场整体缺乏效率
2	换手率（周换手率约 12%）	<input checked="" type="checkbox"/>	远远高于公司债券的平均换手率
3	分析师数量（至少 6 个）	<input checked="" type="checkbox"/>	
4	发行规模与利息（10 亿，8.98%）	<input checked="" type="checkbox"/>	
5	机构投资者数量（至少 6430 家）	<input checked="" type="checkbox"/>	
6	资信评级（鹏元资信）	<input checked="" type="checkbox"/>	
7	与股票价格波动的关系（有一定关系）	<input type="checkbox"/>	“11 超日债”投资者能从股价波动中获得一些信息，从而有助于其效率性的提升
8	新信息与价格的变化（复牌后价格巨幅下跌）	<input type="checkbox"/>	新信息披露之后，公司债券交易停牌，因此无法准确判断

表 2 中如具有效率性用√表示，如不具有效率性用×表示，如果不能确定则用□表示。

由于“11 超日债”具有效率性，因此可通过查看虚假陈述被揭示后，“11 超日债”的价格波动来计算投资者损失。从前述分析来看，虽然虚假陈述因素可能会造成投资者的一定损失，但是投资者的绝大部分损失（甚至全部损失）是由于发行人出现巨额亏损而产生的，这个结论与法院的裁判结果不同。

五、结 论

从目的性限缩的角度看，“11 超日债”并非《若干规定》所规范的证券。但是，法院依旧可

以借鉴美国法院的经验，从公司股票与公司债券的差别入手，实质、全面和充分地分析“11 超日债”的交易场所、换手率、分析师数量、发行规模与利息、机构投资者数量、信用评级、公司股价波动与债券的关系及债券价格对于新信息的反映情况等，来判断欺诈市场理论是否可以适用于“11 超日债”案。对此，本文认为答案应当是肯定的。这一结论虽然与法院的裁判结果相同，但是论证过程却截然不同。

在“11 超日债”具有效率性的前提下，虽然在虚假陈述被揭示之后，“11 超日债”的价格出现巨额下跌，但是，下跌的主要原因并非是虚假陈述行为，而是发行人宣告发生了巨额亏损。所以，投资者的全部（绝大部分）损失乃是由于“11 超日债”发行人所面临的内外部风险的剧烈变化，例如应收账款的迅速增加以及光伏产业本身的下行周期等，与虚假陈述无关。^{〔93〕}

虽然，基于专业性和工作量的考虑，实质、全面和充分地分析“11 超日债”的效率性以及造成投资者损失的真正原因会增加法院的审判难度，但是，该问题并非不能克服。就专业性问题，可交由专业机构（例如会计师事务所或者中证中小投资者服务中心）来完成。基于实质、全面和充分的说理，涉案当事人由于不满裁判而提出上诉的可能性会随之降低，这样在一定程度上会减少法官的工作量。更为重要的是，由于“11 超日债”案是我国公司债券虚假陈述侵权诉讼第一案，实质、全面和充分的说理对于将来相同或者类似案件的裁判具有重要的参考价值。

Abstract: 11 Chaori Bond case is the first corporation bond fraud civil suit in our country. According to purposive limiting methodology, corporation bonds are not the direct subjects of “several judicial rules”. Therefore, essential, complete and full reasoning of the court can not only persuade parties but also provide important references for handling same or similar cases in the future. Learning from judicial experience of the U. S. courts and grasping the difference between share and bond, the fraud on the market theory is applicable in 11 Chaori Bond case based on the exchange place, turnover rate, the amount of analysts, face value and interest, the amount of institutional investors, credit rating, the relationship between share price and bond and the price reaction to new information. The investors losses (or most of the losses) are not caused by the fraud but are the result of the big changes of issuer’s inside and outside conditions.

Key Words: fraud on the market theory, corporation bond, 11 chaori bond, securities fraud

(责任编辑：朱晓峰 赵建蕊)

〔93〕《纪要》第 23 条规定，在计算债券投资者损失时，应当排除“利率风险、政策风险等与欺诈发行、虚假陈述内容无关的其他因素”，“11 超日债”发行人内外部情况的剧烈变化所导致的投资者损失，显然与欺诈发行、虚假陈述无关。