

债券交易人卖者责任探析*

——以信息披露义务与诚信义务为核心

南玉梅

【摘要】 2014年中国证监会颁布的《公司债券发行与交易管理办法》第9条中首次规定债券投资者的买者自负原则。买者自负原则作为界定债券交易过程中责任归属的判断标准，性质上属于过错责任，适用时应当以债券交易人不存在卖者责任为前提。义务的违反是责任的前提，正确理解债券交易中卖者的义务，是贯彻债券投资者买者自负原则的前提。基于公司债券兼具证券属性与合同属性的特点，需结合债券交易中的卖者责任理解投资者的买者自负。公司债券的证券属性中，卖者责任体现为信息披露义务，具体包括信息披露制度中要求的信息披露义务与投资劝诱阶段的说明义务；在合同属性中，卖者责任体现为合理范围内基于默示诚信义务对债券契约作出的解释。

【关键词】 公司债券 卖者责任 信息披露 默示诚信义务

【作者】 南玉梅（1985—），女，黑龙江省哈尔滨人，武汉大学法学院讲师，韩国高丽大学法学博士、法学博士后。研究方向为民商法、经济法。

中图分类号：F832.51 **文献标识码：**A **文章编号：**1674-0602（2017）01-0076-12

一、问题的提出

一直以来，债券的还本付息属性致使投资者对债券的投资属性有所忽视，将债券理解为相比股票更为安全的投资方式。但是债券作为公司债权的证券化产物，其还本付息的实现建立在公司责任财产之上。倘若公司经营导致公司责任财产的尽损，债券持有人亦无法通过行使固定收益请求权而达到本息受偿的效果。公司债券之还本付息建立在公司偿付能力之上，此为公司债券的违约风险；公司债券因价格波动导致债券持有人能否通过转让实现投资收益，建立在证券市场的流动性之上，此为公司债券的投资风险。理解债券本质时，应当正确把握债券的债权属性与证券属性，不能混淆债券的还本付息属性与投资性之间的关系。

债券的投资属性决定债券市场中风险与收益并存，债券投资者的目的是清偿期届满前基于价格波动获取投资收益，清偿期届满后基于还本付息请求权获取本息收益，但发行公司的偿付能力与证

* 本文是教育部重大攻关课题《我国债券市场建立市场化法制化风险体系研究》（课题号：14JZD008号）阶段性成果。

券市场的价格波动又不可避免地导致债券投资者面临风险。债券投资性伴随的投资风险决定债券投资者应当对投资意思而为之的投资行为后果承担责任,这在市场运行中被称之为基于投资行为的买者自负原则。^[1]我国现行《证券法》第27条规定的买者自负原则仅适用于股票投资者,不适用于债券投资者。随着债券市场的发展与债券交易的盛行,证监会于2014年颁布《公司债券发行与交易管理办法》,并在第9条中首次承认了公司债的投资风险,进一步明确债券投资者的“买者自负原则”^[2]。这不仅确立了公司债券的证券属性,同时又为债券市场打破刚性兑付奠定了制度性基础。

买者自负原则作为民法自己责任在证券法中的体现,是界定债券交易过程中责任归属的判断标准,性质上属于过错责任。当过错非由投资者造成时,投资者便不承担责任,即所谓投资者的买者自负原则应当以债券交易人不存在卖者责任为前提。本文从债券合同的签订到履行等环节中交易人应当承担的义务为基础,探讨债券交易人卖者责任产生原因,并进一步落实债券投资者买者自负原则作为投资理念和行为规范的意义。

二、债券交易中卖者责任的法理基础

债券交易中,债券投资者的买者自负与债券交易人的卖者责任是界定责任归属判断标准。基于公司债券的特有属性,卖者责任分为基于债券合同的契约责任与基于证券属性的侵权责任。契约责任与侵权责任均为民事责任的范畴,且两者同时具有损害赔偿的法律效果。然而两者在责任发生原因上,契约责任是以违反约定义务为责任发生原因,而侵权责任是以违反法定义务为责任发生原因。^[3]两者的差异体现在债券交易中时,债券交易人违反债券契约的约定义务则构成违反契约义务之责任,而违反证券相关法定义务时则构成侵权责任。以下分别从公司债券的属性出发,简要探讨交易过程中违反约定及法定义务而导致的责任。

(一) 债券证券属性与交易人信息披露义务

公司债券的证券属性导致公司债券兼具投资属性与流通属性,并进一步决定债券交易中投资者对信息的敏感度。证券市场蕴含的风险性要求证券市场对诚信的要求远远大于一般商品市场。信息披露制度是诚信原则在债券市场中的具体体现,也是债券交易中消除信息不对称的制度设计。即,信息披露制度的主要目的在于通过赋予交易人强制信息披露义务来消除信息不对称,以制度的方式规制融资过程中的利益冲突。信息披露制度中认定卖者责任的难点在于界定信息披露义务的范围与履行标准。

信息披露义务的范围是重要信息。信息披露制度的本意在于遏制交易人利用信息优势地位影响投资者形成理性的投资判断,因此披露的信息应当是能够影响投资者投资判断的重要信息。判断何为重要信息,应当平衡投资者与交易人之间的实际情况来界定其范围:于投资者而言,重要信息是投资判断的依据;于交易人而言,重要信息是商业秘密的界限。信息披露不等于信息的完全公开,在不影响投资者形成理性投资判断的范围内,交易人无义务披露信息亦无义务对披露信息加以说明,即有权保持沉默。此时的沉默,不构成信息披露义务的违反。

信息披露义务的履行标准是充分披露。充分披露即披露内容无虚假记载、误导性陈述及重大遗漏

[1] 徐明、卢文道:《证券交易“买者自负”原则的司法适用及法制化初探》,载于《证券法苑》2011年第4卷。

[2] 《公司债券发行与交易管理办法》第9条通过规定:“公司债券的投资风险,由投资者自行承担”首次确立了债券交易中的买者自负原则。

[3] 陈忠五:《契约责任与侵权责任的保护客体:“权利”与“利益”区别正当性的再反省》,北京大学出版社2008年出版,第4页。

漏。基于信息披露制度,债券交易人在发行市场与流通市场负有信息披露义务,此时信息披露义务为证券法明确规定的法定义务,违反信息披露义务时应当构成侵权行为而承担损害赔偿责任。市场行情是随时变化的,持续性信息公开是从动态的角度考查交易人披露义务,具体体现为交易人的信息更新义务与信息更正义务。信息更新义务与信息更正义务作为信息披露义务延伸,当市场运行机制仍对披露信息有所依赖时,信息披露义务人有义务更新已披露的信息^[4];当披露信息非因主观过错而存在遗漏或错误,披露义务人发现披露信息存在瑕疵时有义务更正。^[5]信息披露义务的充分履行,虽然在证券法中界定为无虚假记载、误导性陈述及重大遗漏,但从披露义务的角度界定充分披露的标准时,应当根据市场运行对披露信息的依赖程度以及披露人主观状态而区别对待。

(二) 债券合同属性与交易人诚信义务

公司债券区别于一般公司债权,具有债之整体性与债券持有人之分散性的特点。基于公司债券上述特点,为了便于公司债券的募集与流通,实践中债券合同多由格式条款构成。然而因语言文字的多义性需要解释格式条款。债券合同因其流通属性,解释过程中,既要寻求解释标准上的统一性又要兼顾当事人的合意,解释时,不能以流通之名牺牲当事人合意。

契约的社会属性体现在债券合同中则为债券的流通性,债券的流通性决定债券合同本身涉及他方当事人的理解与信赖,因而解释债券时有必要考虑第三方对债券合同的理解。流动的资本市场能够形成合理的债券流通价值,以市场期待作为客观性标准,对债券合同予以标准化解释,方能兼顾当事人意思与第三方期待,有利于债券流通价值的实现。此时,市场期待的理解应当基于市场的滞后性,综合考量市场理解与市场变化之间的关系,不能单纯的以债券价格变动为标准进行判断。

合同的不完全性要求补充合同时应当以诚信原则为基础。即,合同条款是交易人诚信义务的具体体现,但不能涵盖其所有诚信义务。当合同存在无约定或约定不明时,交易人在合理范围内对债券合同承担默示诚信义务。为了防止对投资者权益的过度保护而忽视债券的投资属性,交易人默示诚信义务的范围应当及于双方当事人在契约订立时合理所意预或接受的范围。由此默示诚信义务的合理范围应当包括,程序义务中的交易人有义务辅助债券持有人程序性权利的实现以及实体义务中的交易人不得阻碍债券持有人获取合同成果。

三、信息披露与交易人的卖者责任

证券场所蕴含的不确定性和风险性较一般产品及劳务市场大得多,其市场特性以及运行机制上的特点,决定了证券市场在本质上应是最大诚信市场,证券市场对诚信的要求远远大于一般商品市场和其他金融市场。^[6]债券市场作为证券市场的重要组成部分,也应当是最大诚信市场。信息披露制度是诚信原则在债券市场中的重要体现,是从制度层面上切断交易人保持沉默的可能性,形成以规制欺诈行为为核心的证券市场法律体系。^[7]然而债券的本质是债权债务合同,信息披露制度作为消除交易人与投资者之间信息不对称的重要制度,在合同关系从发生、展开到终结体现为交易人

[4] Dale E. Barnes, Jr. & Constance E. Bagley, Great Expectations: Risk Management through Risk Disclosure, 1 Stanford Journal of Law, Business & Finance 155(1994).

[5] Gallagher v. Abbott Laboratories, Inc., 269 F.3d 806(7th Cir. 2001)

[6] 陈甦、陈洁:“证券市场诚信机制运行逻辑与制度建构”,载于《证券法苑》,2012年第7卷。

[7] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 253-254(Harvard University Press, 1991), 286.

承担的不同义务之上。具体而言,信息披露制度在合同关系发生阶段体现为发行人对投资者的信息公开义务以及投资劝诱阶段体现为对债券产品的说明义务。

我国《证券法》第63条对交易人信息披露义务履行标准规定为真实、准确、完整,并进一步细化为不得有虚假记载、误导性陈述及重大遗漏,根据《证券法》第69条规定,违反信息披露义务时应当承担赔偿责任。^[8]然而远程交易方式的兴起致使证券交易过程中信息披露义务的充分履行及说明义务的范围界定变得越发复杂,这直接导致实践中因信息披露而导致的交易人赔偿责任的认定难题。

(一) 债券市场信息披露的特殊性

公司债投资者作为公司的债权人,与股东持有的支配权不同,其请求权性质导致债券持有人原则上无权参与公司经营,属于公司外部人范畴。作为外部人,债券投资者与交易人之间存在天然的信息不对称,而信息不对称又极易导致债券交易中的利益冲突。信息披露制度的存在目的便是通过赋予交易人强制的信息披露义务来消除证券市场中交易人与投资者之间存在的因信息不对称,以制度的方式避免融资过程中的利益冲突。然而因公司债券兼具证券属性与合同属性导致债券市场中的信息披露与股票市场中的信息披露有所不同。

基于公司债券之证券属性与合同属性,债券市场中的信息披露既含证券市场中的平等披露又含债券合同的约定披露:证券市场中的平等披露源于债券的投资证券性。债券与股票同属于投资证券,从投资的角度具有同质性,因此可将具有投资目的的人统一称之为投资者。证券法中的信息披露制度以“人”为对象,交易人信息提供的对象是投资者而非债券或股票等投资载体,因此当投资者的投资判断以信息提供为前提时,信息提供义务的存在与否与投资者的投资目的无关,投资者享有平等获取信息的权利;^[9]债券合同的约定披露源于债券的合同属性。债券持有人与交易人之间的权利义务关系受债券合同调整,因此投资劝诱阶段交易人对债券合同中涉及债券持有人利益的事项,基于先合同义务承担说明义务。可以说,证券市场中的平等披露原则是投资者信息获取权的体现,而债券合同的约定披露是披露义务的范围及标准的描述。

信息披露制度的目的在于打破交易人保持沉默的可能性,通过遏制交易人的信息优势地位达到消除信息不对称的效果。为了达到上述效果,所披露的信息必须有利于投资者形成理性的投资判断,而这又称之为披露信息应当是重要的信息。倘若仅从投资者的角度探讨何为重要信息,可能会造成“信息披露=公开全部信息”的误解。从交易人的角度而言,信息披露中的重要信息不含涉及商业秘密及经营战略等内容,对于商业秘密及经营战略等关乎公司生死存亡的信息,交易人有权保持沉默^[10]。此时交易人沉默,不构成信息披露义务的违反,因交易人沉默而导致的信息不对称,由内幕交易规则来规制。因此重要信息不仅有利于投资者形成理性的投资判断,而且还有利于明确交易人信息披露范围与披露履行之界限,即确立沉默之边界。下面围绕重要信息之判断对信息披露义务的范围及

[8] 此处所称赔偿责任是基于侵权行为的损害赔偿。信息披露制度下交易人具有法定的信息披露义务,与此相对应投资者对证券法规定的应当披露的事项具有知情权,所以当交易人未尽信息披露义务时构成对投资者知情权的侵害,此时交易人应当基于侵权行为而承担赔偿责任。

[9] 证券法内的平等原则与公司法内的比例性平等具有本质差别:证券法内的平等原则是“基于投资者的概括性平等”,而公司法内的比例性平等是“基于控制权的比例性平等”,是由股份的比例性利益决定的,如公司增资时的新股认购优先权(《公司法》第34条、第133条);证券法内信息提供的平等原则是“基于投资”而形成的对外性平等,而公司法内信息提供的平等原则是“基于股份”而形成的对内性平等,如信息提供范围仅限于公司本身,具体可以区分为公司机关间的信息提供与公司对股东的信息提供。

[10] Marcel Kahan, Games, Lies and Securities Fraud, 67 NYU law Review 750(1992).

履行标准,探讨契合债券本质的信息披露法律制度与体系。

(二) 信息披露的范围及其履行标准:重要信息的充分披露

债券的合同属性导致交易人信息披露的范围要大于一般债券。尤其是债券中交易人与持有人之间的权利义务关系较为复杂时,交易人信息披露义务的范围及履行与投资者权益息息相关。如次级债发行中,交易人的先顺位债券额、后顺位债券额以及次级债到期前追加发行的债券额等信息,对投资者作出理性的投资判断具有非常重要的参考价值。又如永续债以提前偿还条款或利率上浮条款发行时,提前偿还或利率上浮条款(trigger)的成就与否影响投资者对债券偿还的期待,因而该信息的披露有利于投资者形成理性的投资判断。依我国现行《证券法》的信息披露制度,股票与债券适用不同的披露规则。如中期报告与年度报告均适用于股票披露与债券披露,但临时报告制度却仅适用于股票,不适用债券。^[11]这就导致债券合同履行过程中,债券投资者无法及时知晓影响其权益的重要事项。

证监会意识到临时报告制度的缺失对债券持有人利益的损害,于2014年颁布《公司债发行与交易管理办法》并在第45条中明确了债券发行中的重大事项披露义务。可以说,这是首次从法规层面上对债券重大事项的界定。重大事项属于影响债券持有人利益的重要的信息(materiality)。基于公司债券的证券属性与合同属性,公司债券中的重要信息不仅包括可能影响偿债能力或债券价格的客观事项,还应当包括债券条款中约定的影响债券持有人利益的约定事项。《公司债发行与交易管理办法》仅将交易人偿债能力与债券价格的变化等影响投资决策的事项界定为重要信息,未将债券条款内的影响债券持有人利益的约定事项纳入重要信息的范畴之内,可能引发司法实践中围绕信息披露义务范围而产生纠纷,而这又将进一步导致卖者责任的认定难题。因此从信息披露制度的制度功能来判断何为重要的信息,继而明确交易人信息披露义务的范围。

何为重要信息不仅关系到交易人信息披露义务的范围,而且义务的有无是判断欺诈是否成立之前提,因此重要信息的判断也是欺诈发行构成与否的标准。信息披露制度的本意在于通过强制性披露降低投资者的信息获取成本,促进市场的流动性与效率性,实现资本市场的价格发现机制^[12]。围绕何为重要信息,美国法院通过判例给出了部分标准:首先,未发生的事情并不代表不重要,因此未披露未发生的事情,也可能信息的不法披露。判断未实际发生的事情是否属于重要信息时,应当综合考量实际发生的概率与该事件在公司中的比重,判断是否应当披露。^[13]将未发生的事情列为重要信息范畴之内,意味着重要信息不能简单的等同于临时报告制度中的重大事项。其次,未披露不存在披露义务的事项,不构成欺诈,披露义务的存在是遗漏构成欺诈的前提。^[14]存在披露义务是判断重要信息的前提。最后,信息披露不仅指披露行为,还应当伴随信息准确传递所需的所有补充措施,从而消除信息披露时的误导性。^[15]披露信息应当伴随其他补充措施时,补充措施的披露一并构成重要信息的范畴。

[11] 信息披露制度主要包括发行环节的披露与流通环节的披露,其中发行环节上《证券法》第25条中使用“证券”一词,对于股票和债券适用相同的披露制度,然而在流通环节即持续性信息披露中,《证券法》第63条至第66条围绕持续性信息公开适用于包括股票与债券在内的所有证券,但第67条临时报告制度则仅适用于股票交易。

[12] 宋晓燕:《证券监管的目标和路径》,载于《法学研究》2009年第6期。

[13] Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224(1988): 本案中法官采取“概率性/比重理论”判断未发生的事情是否应当披露,以及未披露时是否构成虚假记载的标准。本案中法官认为:测量未发生事件的发生概率性时,应当关注管理层对该事件的关注程度,如董事会决议、与投行的联系、协商的次数等等;判断事件在公司经营的比重时,应当关注公司规模及对股价市盈率的影响等。

[14] TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976): 本案中,法官认为判断遗漏信息的重要性时,应当从理性投资者为角度,假设其在股东大会上行使表决权时,考量遗漏信息能否对其判断及表决产生实质影响。

[15] Dale Arthur Oesterle, The Inexorable March Toward a Continuous Disclosure Requirement for Publicly Traded Corporations: "Are We There Yet?", 20 Cardozo Law Review 135, 144(1998-1999).

充分披露是判断信息披露义务的履行标准。信息披露制度中,当交易人开始“说话”时,则会面临另外一个问题—欺诈。欺诈是对意思形成过程中的违法性干预。欺诈源于信息的披露,无披露则无欺诈。^[16] 现行我国《证券法》将信息披露履行标准规定为无虚假记载、误导性陈述及重大遗漏。由于信息披露过程中,交易人未披露应当披露信息时构成违法行为;交易人已披露但披露的信息存在虚假时则构成欺诈行为。由于交易人披露的信息有遗漏或引发重大误解时,虽然披露的信息本身是真实的,但可能有所隐瞒或有所遗漏而构成欺诈。因此误导性陈述与重大遗漏在法律效果上与虚假陈述相同,所以欺诈发行中的虚假应当从广义上理解为包括虚假记载在内的误导性陈述与重大遗漏。

信息披露义务的充分履行,虽然在证券法中界定为无虚假记载、误导性陈述及重大遗漏,但从披露义务的角度判断充分披露的标准时,应当依发行市场与流通市场中,市场运行对披露信息的依赖程度以及披露义务人的主观状态区别对待。首先,发行市场中的披露义务的履行标准是,不存在半真半假的披露(half-truth)。然而由于半真半假的披露涉及社会观念与社会期待等因素,法律上很难界定半真半假的披露,^[17] 可以从重要信息之标准来判断是否具有披露义务而界定该披露行为是否构成半真半假的披露。其次,基于信息披露义务的延伸,披露义务人在必要范围内是否履行了信息更新义务与信息更正义务,也可视为流通市场中的披露义务的履行标准。信息更新义务源于披露信息对市场的持续性影响。当披露的信息能够持续影响证券市场的运行(alive)时,披露义务人基于信赖关系负有信息更新义务。倘若此时披露义务人未履行信息更新义务而导致投资者利益受损时,应当承担赔偿责任;^[18] 信息更正义务源于披露义务人对主观过错(scienter)的弥补。当披露信息非因主观过错而存在遗漏或错误,交易人发现披露信息瑕疵时,有义务更正。^[19] 此时的更正义务的对象信息,不仅包括披露义务人对外披露的信息,还应当包括第三人(如,证券公司等)对外披露的涉及披露义务人的信息。但,第三人披露信息仅限于交易人参与第三人披露行为的情形,披露义务人未参与的披露信息,披露义务人不承担责任。

公司债券兼具的证券属性与合同属性加剧了交易人与债券投资者之间的信息不对称,这不仅表现在发行市场中的信息披露,流通市场中的持续性信息披露对投资者的理性判断也同等重要。我国实践中大量公司债券及衍生债券的发行、流通已成事实,但法律上却对交易人信息披露义务的履行标准未形成统一认识。笔者认为,首先,披露规则的适用上,基于债券的投资证券属性,债券发行与股票发行应当适用相同的披露规则,应当将《公司债发行与交易管理办法》中的重大事项披露制度上升到《证券法》层面的公司债券临时报告制度;其次,从债券的契约属性来看,交易人应当披露的信息的范围不仅限于影响偿债能力与债券价格的重大事件层面,还应当包含债券合同中约定的影响债券持有人权益的条款。从信息披露制度的立法用意来看,这两类信息均属于重要信息的范畴。最后,信息更新义务与信息更正义务是持续性信息披露义务的延伸,属于披露义务人应当履行的义务。

[16] 无信息披露义务而未披露信息时不构成欺诈,即所谓欺诈源于交易人存在信息披露义务。美国普通法中,当交易当事人之间不存在基于诚信的公平交易义务(in good faith and in accordance with reasonable standards of fair dealing)以及信赖关系(fiduciary relationship)时,原则上不存在披露义务[Restatement(Second) of Contracts § 161(b)(d)(1981)]。因此交易人占有未公开信息的事实本身并不能当然导致交易人具有信息披露的义务,此时交易人利用未公开信息可能构成内幕交易。

[17] 法院认为,由于“半真半假的披露”涉及社会观念与社会期待等因素,因此法律上难以明确界定,但事实上半真半假的披露比单纯的沉默更应当受到谴责(Moline Plow Co. v. Carson, 72 F.387,391-392(8th Cir. 1895))。

[18] Dale E. Barnes, Jr. & Constance E. Bagley, Great Expectations: Risk Management through Risk Disclosure, 1 Stanford Journal of Law, Business & Finance 155(1994)。

[19] Gallagher v. Abbott Laboratories, Inc., 269 F.3d 806(7th Cir. 2001)

因此当披露义务人未充分披露上述两大类重要信息的披露以及未充分披露时,构成违反法定的信息披露义务,应当适用《证券法》第69条认定披露义务人承担损害赔偿责任。

(三) 信息披露与说明义务:“沉默”之边界

公司债的契约本质导致“沉默”还可能发生在投资劝诱阶段,立法上通过对信息优势地位的交易人赋予以说明义务力图规制投资劝诱阶段可能发生的“沉默性欺诈行为”。^[20]明确债券交易人说明义务的范围不仅有利于实现债券交易的公平性,而且有利于债券交易中的定责问题。交易人的说明义务源于交涉能力不平等的场合下基于信赖利益而产生的告知义务,是资本市场法中诚信原则在先合同义务中的具体体现。^[21]

由于我国《证券法》未对证券交易中的法定说明义务作出明确规定,^[22]加之缔结债券合同时又不可避免对投资产品的说明,因此实践中往往适用《合同法》第42条第2款的一般性告知义务来划定说明义务的范围。即,告知义务的范围是与订立合同有关的重要事实,因此当与订立合同有关的重要事实存在故意隐瞒或虚假提供时,构成缔约过失责任。然而随着《公司债发行与交易管理办法》的出台,法规通过明确公司债券推介过程中的披露,对投资劝诱阶段中的说明义务作出了指引性规定。^[23]该办法中的推介过程中的披露可以视为投资劝诱阶段中债券交易人对投资者的说明义务。由于每个合同签订背后当事人之间的利益导向都不同,这导致法律中仅能明确说明义务的有无,不能明确义务履行的范围与程度,但也不能因此而否认交易对象的专业能力与交易结构能够影响说明义务的范围与程度的事实。^[24]立法中仅仅通过投资者分类而赋予不同程度的说明义务是远远不够的,还应当基于投资商品的特性进一步明确说明义务的内涵及边界。虽然我国实践中还未曾发生针对债券交易人说明义务的案件,但境外金融衍生品交易事件中却有关于说明义务的纠纷,对明晰投资商品说明义务的履行标准具有启示意义。

自衍生交易盛行以来,国内外围绕衍生合同产生的纠纷已有很多,如德国联邦法院判决的德意志银行利率互换合同纠纷案^[25]、韩国大法院判决的韩国友利银行 KIKO 案^[26]、我国中信泰福杠杆式外

[20] 证券交易中,投资劝诱阶段的说明义务大多由金融交易者履行,但是《公司债发行与交易管理办法》第40条第1款将交易人和承销机构在“推介过程”中的披露限定在“不得披露除债券募集说明书等信息以外的交易人其他信息”,由此可知“推介过程中的披露”实际上应为投资劝诱阶段对投资者的说明。因此虽然投资劝诱阶段对投资者的说明义务大多由金融交易者履行,但交易人的参与也不可忽视,加之本文重点探讨投资者的买者自负原则适用条件与其他行为主体的责任问题,因此一并将金融交易者的说明义务纳入至交易人责任范围内加以探讨。

[21] 信息披露制度的侧重点是融资时要求交易人披露影响投资者权益的事项,然而投资劝诱阶段的说明义务的侧重点是交易人有义务帮助投资者对投资商品的理解,并进一步决定是否作出具体的投资判断。从字面上理解,“披露”与“说明”一个是主动的过程,一个是被动的过程,加上我国《证券法》未规定交易人的法定说明义务,因此《公司债发行与交易管理办法》颁布之前适用《合同法》第42条第2款界定说明义务的范围。

[22] 《证券法》第69条规定的“虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失”而交易人、上市公司承担的侵权责任的范围限于“交易人、上市公司的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料”,不包括投资劝诱阶段违反说明义务而产生的责任。由于现行《证券法》对投资劝诱阶段之说明义务未作出明确规定,因此可以视为证券交易人对投资商品无法定的说明义务。此时可以适用《合同法》第42条第2款规定的先合同义务而判断交易人说明义务的范围。

[23] 根据《公司债发行与交易管理办法》第40条第1款的规定,交易人和承销机构在推介过程中,不得披露除债券募集说明书等信息以外的交易人其他信息,此处所称“推介过程中的披露”实际上应为投资劝诱阶段交易人对投资者的说明义务。

[24] 这也是证券立法中将投资者区分为一般投资者与专业投资者并对其适用不同的投资者适当性规则的重要原因。这种立法趋势也逐渐被我国所采纳,我国最新颁布的《债券发行与交易管理办法》中引入合格投资者的概念(第14条),并通过对其可以省略信用评级的规定体现专业能力对其投资判断影响的事实(第26条、第28条)。

[25] BGH, Urt. v. 22.3.2011—XI ZR 33/10 (CMS Spread Ladder Swap 判决)。

[26] 韩国大法院 2013.9.26. 宣告 2011-53683 全体合意制判决。

汇买卖合同纠纷事件^[27]等等。其中韩国友利银行 KIKO 案件的司法程序清楚的展示出界定证券合同中交易人说明义务的努力与艰难。围绕交易人对投资商品的说明义务是否及于交易结构及盈亏结构,从投资商品的投资属性出发,韩国大法院认为投资性乃投资商品的固有属性,其含义是“本金损失的可能性”。交易人说明义务的履行标准是不损害商品投资属性的基础之上,对其风险因素的说明,如市场风险(市价的波动、指标的变化等)、信用风险(债券交易人的信用状态、财产状况等)等,但不包括金融工学层面的产品设计结构以及与投资其他金融商品时的差异化损益结果^[28]。

新颁布的《公司债发行与交易管理办法》明确了投资劝诱阶段交易人的说明义务,然而这仅仅是义务的有无,而非义务履行的标准。可以说,该办法未能明确交易人说明义务的范围与程度。基于境外判例,笔者认为,应当从以下两个方面把握说明义务范围及履行程度。首先,债券本质上仍属于投资性证券,说明义务之范围应当包含所有影响投资的风险性因素,如市场风险(市价的波动、指标的变化等)、信用风险(债券交易人的信用状态、财产状况等);其次,证券市场中完全的信息对称是不存在的,信息不对称也是交易能够达成的动因之一,同时也是促进市场参与人主动发现信息的动力。说明义务的范围限于投资产品的风险,且不应及于产品盈亏结构与交易结构等专业性较高的内容。

四、债券合同解释与交易人诚信义务

债券投资者与公司的关系本质上为债权债务合同关系,不能忽视合同在投资者权益保护中的作用。当双方发生纠纷时,通过合同挖掘双方当事人合意,应当是解决纠纷的第一步^[29]。然而语言文字的多义性导致合同所使用的文字、词句、条款可能有不同的含义,不经解释不能判明其真实含义,这是合同需要解释的根本原因^[30]。不仅如此从交易便捷性的角度,债券合同多为当事人为了重复使用而预先拟定的格式条款来构成,追求效益为代价省略了双方协商的环节,因此纠纷发生时更有解释的必要。此外,从债权人角度来讲,相比法律也更愿意依赖合同等自我救济的措施来保障自身权益^[31]。通过债券合同限制公司经营过程中可能发生的财富转移行为(wealth transfer),能够更加直观的保障公司责任财产的独立性。

无论从语言文字的多义性、格式条款的特殊性还是合同约束的直观性来看,合同解释在债券合同都具有重要意义。尤其是带有合同属性的公司债券兼具流通特性时,债券合同的解释相比一般合同的解释,应当更加重视解释上的统一性。其原因在于债券合同的标准化解释有利于保障投资者对有价值证券的统一性认识、便于投资者比较各类债券,促进以合同内容为核心的债券价格形成机制^[32]。基

[27] 中信泰富事件参考刘燕:“关注金融衍生交易的市场风险向法律风险的转化——对中航油、中信泰富事件的反思”,载于《政法论丛》2010年6月第3期;韩国 KIKO 案件参考刘燕、魏大化:“韩国 KIKO 案件的交易结构分析”,载于《证券市场导报》2010年2月号。

[28] 韩国大法院 2013.9.26. 宣告 2011-53683 全体合意制判决。

[29] Bratton, The Interpretation of Contracts Governing Corporate Debt Relationships, 5 Cardozo L. Rev. 371-407(1984).

[30] 韩世远:《合同法总论》,法律出版社2011年出版,第697页

[31] 今天主要的贸易债权人不是依赖于法律,而是依赖于合同、征信所和许多其他自我救助的措施来保证他们的利益(Kraakman R., Davies P., Hansmann H., Hertig G., Hopt K.J., Kanda H. and Rock E.B., The Anatomy of Corporate Law: Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2004, P.72. 转引自:葛伟军,《公司资本制度和债权人保护的相关法律问题》,法律出版社2007年版,第18页)。

[32] [韩] Youngshin Yoon:“股东与债券持有人的利益冲突及债券持有人利益的保护”,载于《商事法研究》第17卷第1号(1998年)。

于债券合同的标准化解释,债券投资者不必关注合同的全部条款,仅关注收益条款(如利率、期限、偿还条款、转换率等)以及交易人偿付能力即可^[33]。关于合同解释,我国《合同法》第125条第1款规定为以“合同所使用的词句、合同的有关条款、合同的目的、交易习惯及诚实信用原则”等方法确定该条款的真实意思。解释过程中,怎样平衡债券标准化解释与当事人合意之间的矛盾,挖掘债券条款的真实意思,是《合同法》与《证券法》在债券合同解释领域内的衔接。下面围绕债券合同解释中当事人合意、市场期待以及交易人默示诚信义务来界定债券合同中交易人卖者责任。

(一) 债券合同标准化解释与当事人合意

债券合同是格式条款为主的商事合同。美国债券市场中流通的绝大多数债券合同大多直接采用美国律师基金会(American Bar Foundation)制定的标准化债券合同。格式条款在债券合同中的作用在于,降低债券发行成本的同时促进债券流通性、便于投资者对各类债券之间进行比较,从而形成能够正确反映债券价格的市场机制。债券流通性使得债券合同解释相比一般合同应当更加注重解释上的标准化问题。为迎合债券合同标准化的需要,起初美国法院将合同条款视为当事人合意,严格依据合同内容解释争议条款,即便解释的结果超出投资者预期,导致其承担不合理风险。

如Harris v. Union Electric Co.判决中,法院对限制偿还条款及维持基金条款(Maintenance Fund)严格按照字面意思解释,客观上造成债券投资者承担与其预期不相称的风险,导致持有人利益的受损。依债券合同条款,限制偿还条款禁止交易人通过募集低利率或低分配率的公司债券,提前偿还本次发行的债券;而维持基金条款则要求交易人义务性的积累维持基金,并允许交易人以积累的维持基金提前偿还公司债券。由于债券合同中未对维持基金的资金来源作出限制性约定,当市场利率下降时,本案交易人通过募集低利率债券积累维持基金,并以维持基金提前偿还了高利率债券,致使高利率债券持有人利益受损。债券持有人以交易人违反限制偿还条款为由,提起诉讼。法官认为,交易人发行低利率债券积累维持基金并提前偿还债券的行为,虽然不属于常规的债券偿还方式,但也不能因此而导致改变合同条款字面意思的理由,即应当严格按照字面意思解释限制偿还条款与维持基金条款,因此交易人发行低利率债券积累维持基金的行为有效,故其偿还行为也因此而有效^[34]。

可以说,Harris案中法官严格基于债券合同文本进行合同解释,忽视了债券投资者债券合同的期待利益,一味追求标准化解释客观上造成债券持有人利益的损害。通常情况下,债券合同约定限制偿还条款的目的在于,市场利率下跌时,防止交易人以低利率换高利率,从而保障债券持有人对合同履行的期待利益;而维持基金条款的目的在于,公司因市值下降而导致债券市价下跌时,为保障债券持有人还本付息的权利而用于提前偿还债券而积累的资金^[35]。Harris案中,法官并未对限制偿还条款与维持基金条款在债券合同中的目的加以解释,致使结果上造成交易人通过维持基金条款间接达到提前偿还公司债券而降低融资成本的效果,而这一行为直接违反了限制偿还条款的根本目的。因此本案中交易人以低利率换高利率达到提倡偿还公司债券的行为应当视为违反限制偿还条款而构成违约责任。

风险分配完美的合同与有效的证券市场运行机制是字面解释得出合理结论的前提。然而,商业实践中当事人并不能预见可能发生的所有风险而制定完美的合同,加上资本市场自身的流动性也未能达到以债券合同为核心的债券价格形成机制,因此并不能简单的将债券合同的标准化解释等同于

[33] 614 F.2d 418(5th Cir. 1980).

[34] 622 S.W.2d 239(Mo. Ct. App 1981).

[35] Tauke, Dale B., "Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate over Corporate Bondholder Rights, 1989 Columbia Business Law Review 71(1989).

机械的条款解读。解释债券合同时应当平衡合同当事人合意与债券流通性之间的矛盾，不能以流通为名牺牲合同成立基础之合意。根据《合同法》第125条第1款将合同解释的目的确定为确定该条款的真实意思，解释合同时应当立足于“该条款”去挖掘真实意思，而真实意思应当是指当事人已经表示于外部的效果意思，而非当事人内心蕴含的意思，且非表意人单方的真实意思，而是指当事人双方的真实意思，是表意人和受领人一致表示的意义^[36]。可以说，我国《合同法》在解释合同时，将合同解释的终极目标定为“当事人的共同理解”。然而债券的流通性致使债券合同不仅仅是当事人之间的合意问题，还应当涉及第三方对债券合同的评价问题，因为第三方对债券合同的评价影响债券的流通价格。可以说，平衡债券流通性与当事人合意是解释债券合同中的重要问题。

（二）债券合同解释与市场期待理论

债券流通性要求债券合同解释应当遵循统一性标准，然而我国《合同法》第125条第1款关于合同解释的规定，要求解释合同时应当以确定该条款的真实意思为目的。然而，怎样判断确定该条款的真实意思，以当事人对条款的理解为准还是第三方对条款的理解为准，是适用《合同法》第125条第1款解释债券合同时的重点及难点。契约乃社会行为，涉及他方当事人的理解及信赖，严格采取主观的判断标准，势必严重妨害法律的安定及交易秩序，从而必须调和并兼顾“意思”与“表示”，此两项构成契约的要素^[37]。契约的社会属性体现在债券合同中则为债券的流通性，债券的流通性使得债券合同本身涉及他方当事人的理解及信赖，因而解释债券时有必要考虑第三方对债券合同的理解。此时，选取客观的第三方尤其重要。流动的资本市场能够形成合理的流通价值，以市场期待作为客观标准解释债券合同能够兼顾当事人合意，并有利于债券流通价值的实现。

什么是市场期待，是运用市场期待理论解释债券合同的关键。由于市场变化之快，充满了不确定性，需要理性的认识市场期待。首先，债券价格的下跌并非确定市场期待的唯一标准。交易人通过披露某种信息而导致债券价格下跌，主要有两种可能性：一是交易人从事了违反债券合同的行为而导致市场评价下降，从而间接造成债券市价下跌；二是虽然交易人可以披露某类信息，但因违反市场的期待而造成债券市价的下跌。实践中，因信息披露而导致债券市价下跌的情形，多为第二种。其次，市场的理解跟不上市场的变化，两者之间存在一定的时差，而该时差导致市场期待具有相对的滞后性，因此若要市场理解并接受某类行为影响债券持有人利益则需要一定的时间。那么，多长时间才能视为市场对某类行为的已知？例如，公司分立刚刚兴起时，债券市场并未察觉到公司分立对债券持有人利益的影响，此时的市场状态应当视为市场公司分立而导致债券持有人利益受损这一事实并不知情。然而随着这类行为的盛行与纠纷的日益增多，可以推断市场对行为危害性的已知。倘若能够推定市场已知某类行为的危害性而债券合同未约定时，可以推定债券持有人知晓并接受上述风险。最后，选取适当的市场阶层作为市场期待的参照物。债券市场中存在三大类主体，一般投资者、中介服务机构与信用评级机构等市场专家（market professionals）以及交易人。投资者保护是一个体系化的法律架构，选取某一阶层来判断市场期待并不能说明法律偏向性的保护哪类主体，而仅仅意味着从该阶层的视角，能够更加客观的判断市场期待。从债券的投资属性来看，市场期待的是理性投资者的理性投资行为，而非盲目的投机行为，因此以中间地位的市场专家为标准，判断市场对债券的期待，更能体现市场期待的有序性及专业性^[38]。

[36] 韩世远：《合同法总论》，法律出版社2011年版，第700页。

[37] 王泽鉴：《债法原理》，北京大学出版社2013年版，第219页。

[38] Tauke, Dale B., "Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate over Corporate Bondholder Rights," 1989 Columbia Business Law Review 115(1989).

《合同法》第125条第1款确定该条款的真实意思是指“规范性意思”，是表意人和受领人一致表示的意思^[39]。在债券合同当中，交易人作为表意人，缔结债券合同的目的在于融资；而债券投资者作为受领人，缔结债券合同的目的在于投资。债券还本付息的特点决定债券投资者对本金及利息的期待普遍要强于股票投资者对分红的期待。然而债券投资者的期待也好，股票投资者的期待也罢，两种期待的差异源于不同的请求权，期待的实现与否与公司经营成败直接挂钩，风险性上不存在“谁强谁弱”的问题^[40]。无论债券还是股票在资本市场这个大环境内，均属于证券的范畴，有价证券属性赋予其流通性。然而从债券的合同属性来看，相比当事人的合意，市场对债券合同的期待更能直接影响债券的流通性，因而债券合同中“确定条款的真实意思”不应当仅仅考虑当事人之间的合意是什么，还应当考量市场对债券合同的期待，以客观的市场期待为标准，解释并确定争议条款的含义。

(三) 债券合同解释与交易人默示诚信义务

公司经营中债券投资者的请求权客体之公司资产的保值增值均需通过交易人的诚信经营来实现，债券合同是交易人诚信义务的具体表现形式。然而合同条款并不能涵盖交易人所有的诚信义务，合同条款体现的仅是交易人明示的诚信义务。当合同条款对债券持有人利益相关事项，无约定或约定不明时，交易人不能因此而当然免责。基于诚信原则，交易人应当在合理范围内对债券合同承担默示的诚信义务^[41]。默示的诚信义务大多发生在不完全的债券合同之中，补充不完全合同时，应当以诚信原则为基础，在双方当事人契约订立的合理所欲或接受的范围内，通过假设当事人的意思承认交易人对债券持有人的默示诚信义务。然而，假设当事人意思，乃是一种规范性的判断标准，以当事人于契约上所作的价值判断及利益衡量为出发点，依诚实信用原则并斟酌交易惯例加以认定，期能实现契约上的平均正义^[42]。

债券合同中存在的未约定或约定不明的事项，基于默示诚信义务补充债券合同时，应当限定在合理范围内。换言之，应当在双方当事人在合同订立时所意欲或接受的范围内承认交易人对债券投资者的默示诚信义务，这即是默示诚信义务的合理范围，同时也是规范性判断标准。

首先，交易人对债券持有人程序性权利的实现负有默示诚信义务。合同订立时，投资者仅关注其实体性权利，对实体性权利的行使条件缺乏相应的认识，导致合同存在实体权利实现上的程序性漏洞。弥补程序性权利的漏洞时，基于债券持有人的外部人特性，美国法院认为债券持有人无权参与公司经营，因此交易人有义务告知债券持有人影响其实体性权利的事实。如 *Van Gemert v. The Boeing Co.* 案中，债券合同仅记载交易人的通知义务而未记载通知方法，这导致交易人虽然履行了通知义务却未达到通知效果，此时交易人是否构成违约取决于交易人是否充分履行了通知义务。法官认为，虽然被告公司按照债券合同中的约定履行了通知行为，但从债券投资者的立场来看，不能视为合理的通知，其原因在于投资者无义务通读长达一百一十三页以上的债券合同来知晓交易人的通知方式。债券投资者认购可转换公司债的原因在于，该证券具有还本付息的债权性权利之外，还具有转换为公司股票的权利。因此当股价上升时，可以通过行使转换权而获利。本案中可转换公司

[39] 韩世远：《合同法总论》，法律出版社2011年版，第700页。

[40] 通常所说的“公司债比股票更加安全”主要是指公司债债权人作为固定收益请求权人(fixed claim)相比股东的剩余索取权(residual claim)，对于公司经营成果享有优先顺位的请求权，而非“风险性”的“谁大谁小”。虽然债券是还本付息的有价证券，但其还本付息建立在公司经营成果之上，公司经营结果导致其责任财产尽损，债券持有人也无法实现其还本付息的权利，因此应当认识到债券的投资属性，不可将其还本付息的特征与投资属性混为一谈。

[41] Steven J. Burton, *Breach of Contract and the Common Law Duty to Perform in Good Faith*, 94 Harv. L. Rev. 369(1980).

[42] Oechsler, *Gerechtigkeit im modernen Austauschvertrag*, 1997, S. 167f(转引自王泽鉴：《债法原理》，北京大学出版社2013年版，第224页)。

债持有人的损害并非基于投资的固有风险，而是基于交易人未完全履行通知义务而导致的，因此法官认为，交易人基于默示的诚信义务应当合理的通知债券持有人，交易人有义务保障可转换公司债券持有人接受合理通知的期待利益^[43]。

其次，交易人对债券持有人获取契约成果负有默示诚信义务。债券发行中，交易人作为债务人以其全部资产为债券持有人提供一般担保，此时公司全部资产称之为责任财产。债券持有人能否实现其债权最终取决于交易人责任财产的大小，因而债务人责任财产的减少，对于债权人便有直接的利害关系，这在无担保债券中更是如此。交易人诚信义务的边界在于无权阻碍债券持有人获取契约成果，而不是保障其责任财产的安全。换言之，债券持有人仅在其投资范围内，有权请求还本付息，因此当交易人的责任财产并未减少至危害债权，债券持有人无权干涉交易人的行为。从合同法角度来看，证明债务人的行为“有害于债权”是债权人行使撤销权的前提条件，其原因在于债权人撤销权为债权人保护之手段，而非以向债务人问责为目的^[44]。基于合同履行过程中的市场变动，判断债券持有人撤销权行使的条件，有利于平衡经营自由与债券持有人利益保护之间的矛盾。美国以判例的形式确立了债券交易中“有害于债权”的判断标准。Nabisco 案中，债券交易人以过度负债的方式完成了杠杆收购，随之债券市场价下跌了近 20%，原本信用评级为 A 的债券，因杠杆收购一夜之间沦为垃圾债券。债券持有人认为交易人作为公司的经营者，对维持债券信用评级负有默示诚信义务。交易人收购行为导致债券信用评级下降，侵害了债权人还本付息的权利，应当撤销收购行为又或赔偿其债券价格下跌导致的损失。针对债券持有人的诉讼理由，法院认为交易人对债券合同的默示诚信义务是指契约当事人承担无权阻碍对方获取契约成果的义务，而非维持债券信用等级的义务。本案中债券持有人不能仅依债券评级下降为理由要求交易人承担赔偿责任，而是应当证明交易人因杠杆收购行为不具备还本付息的能力^[45]。

五、结语

债券交易中债券投资者的买者自负原则是划分责任归属的基本原则，而责任归属的划分又以区分交易人卖者责任与投资者买者责任为必要。本文结合现行法律法规的规定，以公司债券的证券属性与合同属性为基础探讨债券交易人卖者责任。基于证券属性，债券交易人负有信息披露义务。信息披露义务的范围包括影响偿债能力的重大事件以及债券合同中的约定条款，义务类型包括流通市场中的信息更新义务与信息更正义务。信息披露义务的履行标准应当为无虚假陈述、误导性记载及重大遗漏的充分披露。信息披露制度中，披露义务人违反披露范围或披露标准均应当基于《证券法》第 69 条承担损害赔偿责任。基于合同属性，债券合同涉及他方当事人的理解及信赖，解释时应当以市场期待作为客观性标准，并在当事人意欲或接受的范围内，基于诚信原则承认交易人对债券持有人的默示诚信义务，交易人违反市场期待或合理范围内的默示诚信义务时，应当基于违约而承担损害赔偿责任。

(责任编辑 陈景善)

[43] 520 F.2d 1373(2ndCir. 1975)：根据本案事实关系，可转换公司债交易人根据债券合同的约定向债券持有人发出可转换通知，但大多数债券持有人未收到该通知导致错过行使转换权的最佳时期，蒙受损失【转换公告日前债券持有人以 316.25 美元进行了转换（票面 100 美元），而转换公告日后转换价已跌落至 103.25 美元（票面 100 美元）】。

[44] 史尚宽：《债法总论》，台北自版 1954 年版，第 468 页（转引自，韩世远：《合同法总论》，法律出版社 2013 年版，第 356 页）。

[45] Metropolitan Life Insurance Co. v. RJR Nabisco, Inc. [716 F. Supp. 1504(S.D.N.Y. 1989)]。

the one hand, China could initiate proceedings against the misuse of surrogate country methodology under Article 15a of the Accession Protocol; on the other, China shall be vigilant of WTO importing members' adoption of surrogate country methodology under particular market situation, as stipulated in Article 2.2 of Anti-dumping Agreement. This article tries to analyze and explore the issues of market economy status, measures to be taken by china, and possible alternative measures to be taken by other countries after the expiration of 15a of Accession Protocol.

The Rational Interpretation of the “Outlook of Criminal Misjudged Case” : Take the Case of Wang Guirong’s Dereliction of Duty as Analysis Sample 65

YIN Hongyang/China University of Political Science and Law.

Abstract: Whether the outlook of the criminal misjudged case is correct or not depends on our understanding of the judicial nature and the grasp of the law of judicial activities. The criminal misjudged case can not be simply equated with the criminal cases which have some errors. The proper definition of criminal misjudged case should be the case which violates evidence rules and makes erroneous findings of fact and results in that the innocent be wrongly convicted. Institutional causes of the criminal misjudged case have two aspects, one is that the judge can not hear the case independently which caused by the ‘administrative’ management model, such as the leader’s check, judicial committee’s discussion and asking higher court for instructions, the other is that the court can not decide the case independently which caused by the investigation centrism making the police hold the idea that ‘all cases should be detected’, procuratorate believes ‘all criminal cases should be prosecuted’ and the court deem that ‘all crimes should be sentenced’. Criminal misjudged case should be remedied and rectified, but we should abandon the idea that ‘all mistakes should be corrected’ and the accountability of judges. What’s more, exemption system should be established to safeguard judges to perform their legal duties.

Analysis of the Sellers’ Responsibility of Bond Trading: Information Disclosure Obligation and Fiduciary Duty as the Core 76

NAN Yumei/Wuhan University School of Law.

Abstract: In 2014’ the CSRC promulgated Administrative Measures for the Issuance and Trading of Corporate Bonds. Article 9 provides for the first time the principle of caveat emptor. Caveat emptor principle as the judgment standard of the attribution of responsibility in bond transaction process, is a fault liability by nature, applicable with the seller shall not exist responsibility as the premise. The breach of the obligation is the premise of responsibility, so correct understanding of sellers’ bond trading obligations, is the premise to implement the bond investors caveat emptor principle. For corporate bonds have both attributes of the securities and contract, we should understand investors’ caveat emptor combined with sellers’ responsibility. According to the attribute of securities, sellers’ responsibility embodied in information disclosure obligations, including the information disclosure system requiring information disclosure obligations and investment solicitation stage explanation obligation; according to the attribute of contract, the sellers’ responsibility reflects the implied obligation of good faith to the bond contract interpretation based on reasonable range.