

卷首语

为了进一步加深对资本市场投资者保护热点、难点问题的研究与探讨,提升研究的广度与深度,中证投服中心面向社会各界长期征稿,共同探讨。本辑共设 5 个栏目,收录专家学者、市场实务人士等的 15 篇文章,与读者共享。

【专题研究】收录 3 篇文章

彭冰、杨展腾的《关于 SEC“含特定强制仲裁条款的发行人注册声明书的加速生效”政策声明的评述》一文认为,2025 年 9 月 17 日美国证券交易委员会(SEC)宣布,在考虑发行人提出的注册声明书生效日加速到期请求时,会侧重考虑信息披露内容的充分性,不会仅因注册声明书存在发行人与投资者之间的强制仲裁条款而拒绝加速到期请求,该政策意味着 SEC 改变了对上市公司章程中包含强制仲裁条款的态度。因为在仲裁中无法采用“默示加入、明示退出”的集团仲裁方式,允许上市公司可以强制仲裁解决投资者纠纷,就使得投资者无法发起集团诉讼。从表面上看,通过强制仲裁条款排除集团诉讼是一个极具吸引力的选择,但实际情况可能存在的争议包括州法与联邦法的潜在冲突、强制仲裁条款是否可以扩展适用至其他与 IPO 相关的当事人(如承销商和会计师)、仲裁规则通常会限制决定性动议程序且上诉权受到严格限制并可能引发投资者的负面情绪、强制仲裁条款信息披露的充分性等。

耿利航、刁忠的《美国证券集团诉讼制度沿革和发展——以美国联邦最高法院判例为分析视角》一文认为,美国证券集团诉讼制度历经近百年演变,其发展脉络呈现出显著的“危机驱动立法、问题倒逼改革”特征,并在保护投资者与防范滥诉之间持续进行动态平衡。研究发现,制度演进经历了早期司法确认私人诉权、20 世纪 70 年代诉权扩张与收缩的摇摆、80 年代末“欺诈市场理论”确立带来的诉讼激增,以及 90 年代《私

人证券诉讼改革法》(PSLRA)等立法干预以遏制滥诉等关键阶段。进入21世纪后,最高法院的判例进一步体现出“精细化收缩”的特点:一方面,通过限缩被告范围(如Central Bank、Stoneridge案)与可诉行为类型(如Slack、Macquarie案),在实体规则上重申10b-5条款的“反欺诈”本位;另一方面,借助集团认证程序(如Halliburton II、Goldman案),围绕“价格影响”的证明抬高诉讼程序门槛,实现“柔性限缩”。当前,该制度面临有效市场假说受到挑战、ESG等新型披露引发的诉讼边界问题,以及SEC执法与私人诉讼关系调整(如2025年仲裁政策变革)等多重未来走向。文章旨在通过深入分析美国制度的内在张力与改革逻辑,为正处于实践初期的“中国特色证券集体诉讼制度”提供镜鉴,提示我国在制度构建中应注重结构性治理、合理划分信息披露监管与民事欺诈责任边界,并有效发挥公共机构在诉讼筛选与监督中的独特作用。

汤欣、李青泽的《美国证券集团诉讼的沿革、现状及未来》一文以美国证券集团诉讼为研究对象,系统剖析其历史演进、制度构成与核心功能。首先,文章梳理了证券集团诉讼自20世纪60年代至今的演进轨迹;其次,从程序与实体双重维度剖析了其制度构成:程序上,围绕“限制无益诉讼”与“诊治原告律师道德风险”两大宗旨,对首席原告、集团认证等关键程序机制进行了分析;实体上,结合近期判例,对证券欺诈诉讼中重大性、故意、交易因果关系、损失因果关系等核心构成要件进行了检视。最后,在集团诉讼的功能层面,研究表明,受制于高昂的代理成本与“股东内部循环赔偿”的逻辑悖论,证券集团诉讼在“事后补偿”方面的功能已经渐趋式微。然而,结合新近实证数据的研究可见,证券集团诉讼在“事前威慑”方面仍发挥着积极作用:集团诉讼风险能有效提升上市公司信息披露质量、阻断违规行为的传染效应。此外,市场反馈表明,投资者认可集团诉讼的治理价值,并认为集团诉讼风险在遏制管理层机会主义行为方面产生的治理收益足以抵消其高昂的诉讼成本。

【理论探讨】收录5篇文章

郭雳、武鸿儒的《基金法修订背景下的私募基金制度体系化思考》一文认为,自基金法2012年修订和各类金融机构开展兼营资管业务试点以来的十余年间,私募基金和私募资管行业得到了蓬勃发展,但同时也暴露出监管不全面、自律制度过于严格和部分方面制度供给不足等问题。在全面监管金融活动的时代背景下,本次基金法修订应体系化审视现有的私募基金制度及其实践成效,明确其在基金法中的地位 and 资产管理行业中的适用范围,依据私募基金监管理论逻辑梳理条文结构、完善制度供

给,并新增如分类监管、系统性风险防范等重要的私募基金监管制度。

马士鹏、王颖的《股东会决议不成立规则的现状检视和路径优化》一文以安徽法院近五年股东会决议不成立之诉真实案例为分析样本。首先,对股东会决议不成立规则进行检视,指出其存在瑕疵事由规则粗疏、治愈规则缺失、效果规则笼统的适用困境。其次,基于决议行为的特殊法律行为属性,从决议行为的程序正义价值彰显、成立生效二元区分、程序瑕疵事由界分来探寻股东会决议不成立规则优化的意义所在。最后,提出完善决议不成立事由规则,构建决议不成立治愈规则,优化决议不成立法律后果规则。

秦子甲、肖宇的《我国投资顾问概念的厘清与制度重述》一文认为,按照传统文义理解,投资顾问仅仅是投资咨询业务的主体,但这不能真实反映实践中各类投顾业务的本质特征。根据对资本市场买卖双方的分析,投资顾问概念可厘清为有投资决策权的“买方投顾”,“投资咨询”概念则限定为“卖方投顾”,没有投资决策权,使这两个概念不再有利益冲突;而投资顾问与基金管理人的主要差别也并非投资决策权,而是因基金等资管产品的组织形式不同所带来的基金管理职能外延不同。根据上述投资顾问定位,投顾业务宜由基金法统筹规制,并可从投资顾问的定义、准入、法律关系、核心职能和义务、法律责任等方面对法律条文加以重述及完善。

刘霄鹏的《证券纠纷普通代表人诉讼适用三题:现状、困境与优化》一文认为,新证券法关于证券纠纷普通代表人诉讼的规定是新增条款,也是其亮点内容,承载了对投资者合法权益保护的重要职能。最高人民法院围绕该条款制定了配套司法解释《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》。新证券法施行已超5年,但实践中证券纠纷代表人诉讼落地案件数量较少,该制度规则的有效潜能有待进一步发挥。因此,文章尝试对相关问题作一简要探析,概述了目前普通代表人诉讼适用的整体情况,从群体诉讼复杂性与证券诉讼专业性的角度分析了制约普通代表人诉讼落地的成因,结合现行制度规则和投资者保护机构的职能,提出了优化普通代表人诉讼适用的建议。

张崇胜的《注册会计师职业道德的法律化——〈中国注册会计师独立性准则第1号〉的法理审视》一文认为,频发的公司财务造假及其审计失败引发对注册会计师职业道德法律化的思考。契约理论视角下,注册会计师职业道德是注册会计师和委托人之间基于默契合意达成的隐性契约,具有非正式性、弱约束性与强机会主义等特征。作为一种隐性契约,注册会计师职业道德的履行机制包括直接的利益机制以及

间接的法律机制和竞争机制。既有履行机制的失灵是注册会计师职业道德法律化的根源,隐性契约显性化是注册会计师职业道德法律化的本质,关键在于第三方强制履行机制的引入。整体来看,职业团体为核心的社会强制履行机制存在约束力度不足等问题;就政府强制履行机制而言,立法是目前注册会计师职业道德法律化的主要途径,司法和执法对直接适用注册会计师职业道德保持着谦抑性。注册会计师职业道德法律化需要重点关注显性化的“范围”和“程序”问题,前者需要进行隐性契约显性化的成本收益等分析,后者则需要遵循特定的程序,包括显性化时机的选择、显性化主导者的明确、显性化方案的设计以及显性化的实施等。

【市场实务】收录4篇文章

姜小勇的《上市公司中小股东分类表决、单独计票及类别股东分类表决机制历史沿革》一文将中小股东分类表决机制演变梳理为四个阶段:第一阶段是2002—2003年制度初创阶段,为抑制上市公司公开增发冲动催生分类表决机制;第二阶段是2004—2008年制度体系化阶段,以股权分置改革为契机全面引入分类表决机制;第三阶段是2013—2019年规则转变阶段,建立类别股东分类表决机制,对同一股份侧重于中小股东的单独计票以及披露情况,并逐步完善社会公众股标准及细化操作;第四阶段是2019年至今深化发展阶段,注册制改革与单独计票机制全面升级。

张宗新、张帅的《中小投资者保护水平量化测度与监管效能的实证研究》一文认为,践行以“投资者为本”的监管理念,强化中小投资者合法权益保护,是中国资本市场高质量发展的基本要义。在资本市场深化改革以及监管底层逻辑转变背景下,文章采用文本挖掘方法,从投资者知情权、投资者参与权、董事会治理与制衡、投资者诉讼以及投资者监管司法保护等五维指标具体刻画投资者保护状况,以此构建“五维打分模型”并编制中国资本市场中小投资者保护指数,以此量化测度A股市场中小投资者保护水平。基于“投资者保护五维模型”,文章发现2012—2023年我国上市公司中小投资者保护水平呈现上升的趋势,多数上市公司投资者保护水平位于平均值以上,并且公司之间投资者保护水平的绝对差异在缩小,投资者保护极化特征显著改善。实证分析发现,中小投资者保护有助于发挥公司治理职能,提升公司盈余质量。同时,新证券法在保护中小投资者知情权、参与权、司法诉讼与执行、董事会治理方面效果明显,我国资本市场法律基础得以进一步完善,“关键少数”主体责任不断压实压紧,对上市公司违法违规行为起到强威慑作用。

刘皎瑶、梁广泽、迟伟丰的《自媒体荐股行为的法律评价与监管完善路径研究》一文认为,自媒体荐股行为具有传播主体非专业化、媒介数字化、动机隐蔽复杂等特征。当前,证券法、广告法、刑法等虽对该行为有所规制,但实践中仍面临行为性质界定存在难度、主体认定有一定复杂性、证据固定与因果关系认定存在困难等问题,且存在法律法规需进一步完善、监管协同需加强、平台责任落实不到位、投资者保护待加强等监管困境。对此,可通过修订法律法规、强化行政监管协同、规范机构自媒体管理、严厉查处违规行为、压实平台责任、加强投资者教育等路径完善监管,以维护证券市场秩序与投资者权益。

苟晨露、张鹏飞的《证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件中的重大性认定》一文认为,虚假陈述内容具有重大性,是信息披露义务人承担民事赔偿责任的前提条件。尽管司法解释明确了虚假陈述应导致相关证券交易价格或者交易量发生明显变化的重大性认定标准,但因未对交易价格和交易量明显变化作出更详细的解释,目前学理研究与司法审判在价量变化的考察区间、是否同时考察交易价格与交易量、考量影响股票价格的参考因素等方面均存在认识差异。建议结合虚假陈述所涉事件类型、上市公司自身特点等,合理连续选取价量变化的考察区间天数;除考察虚假陈述实施和揭露前后股票交易价格变动外,还应同时考察交易量变化;综合考虑上市公司个股历史股价波动情况、同期大盘与公司所在行业指数变动等,科学判断虚假陈述对公司股价变动的影 响。此外,建议高级别审判机关适时发布审判指引、典型案例等,提供可参考经验,推动证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件审理的适法统一,持续提升资本市场法治化水平。

【案例探析】收录 1 篇文章

戴洁春、刘宇、赵红豆、过纯瑜、张浩波的《投资者风险承受能力评估法律效果研究——基于司法案例的实证分析》一文认为,投资者风险承受能力评估是金融机构充分了解投资者的重要手段和载体。投资者风险承受能力评估在法律法规、监管规定中已多有规范,但透过司法审判的棱镜,金融机构实操中仍暴露出若干形式与实质层面的问题。应当在适当性理论和司法实践的指引诠释下,完善投资者风险承受能力评估工作,建议重新审视并优化评估问卷的设计,完善“了解投资者”的相关话术标准,避免单纯依赖评估问卷结果作为“适当性匹配”的唯一依据,避免通过突击评估、人为干预评估结果,细化评估工作操作规程,对违规行为处罚纳入公司制度。

【域外视野】收录2篇文章

赵蓉的《美国证券交易委员会域外执法管辖及相关标准研究》一文认为,美国证券交易委员会(SEC)在证券市场行政执法领域,借助美国国会立法管辖权以及美国法院司法管辖权,实际上实现了其单边域外执法管辖的效果。实践中,只要符合《多德—弗兰克法案》所设置的“效果标准”或“行为标准”,美国证券法的反欺诈条款就能够在SEC提起的执法诉讼中具有域外效力;就私人诉讼领域诉讼实践来看,限制域外管辖的“交易标准”仍在适用。这种“公私二元分化”适用局面,解决了美国证券法域外管辖的“周期性摇摆”问题,同时也遏制跨境滥诉对司法资源的消耗,对我们证券域外管辖权敞口设置具有一定的启发。

盛坤翻译的《公司治理中的表决权:历史和政治经济学(上)》一文认为,政治投票权已经成为美国政治选举中引起激烈法律辩论的主题,同时也是新闻报道和公众讨论的焦点。文章将当前不稳定的时期与股东表决权上一次变革的重要时代——19世纪——联系起来,为动态发展的新时代提供历史参照。文章对股东表决权的变革提出了新的解释框架,认为其形成于三种不断演进的法律规则。这一表决权框架在19世纪末成型——其持续奠定了20世纪公司控制权体系,且实际上通过三种规则的相互关系得以确立:第一类规则规范股东委托表决权(即代理表决),第二类设定每股表决权分配,第三类涉及股东的累积投票权。文章解释了为什么这三类规则相互作用的同时又相互依存,也为关于“为什么美国公司法转变为一股一票制”的长期争论提供了新的思路。由于文章篇幅原因,将其分为上下2篇呈现,本辑收录了上篇。