

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 12 篇文章,其中,特别设置“专题研究”栏目,集中呈现与损失测算相关的系列文章,与读者共享。

【专题研究】收录 5 篇文章

朱一峰、赵泽群、李金川、王瑾喆的《证券虚假陈述民事赔偿中市场风险扣除的量化路径研究》一文基于 ST 盛屯实证数据,对比分析了证券虚假陈述赔偿中“3+X”组合指数法与多因子模型在市场风险扣除上的异同。研究表明,“3+X”法具有较高的稳健性与透明度;而多因子模型在理论上能更细致地拆解市场、行业及风格风险,具备精准剥离非欺诈因素的优势,且通过贝叶斯选择法等技术改进,可进一步优化其对个股风险特征的捕捉能力。文章探讨了不同工具的适用边界,旨在为完善损失核定机制提供实证参考。

赵羲的《操纵证券市场民事赔偿损失测算方法——基于金融视角的观点》一文从金融视角研究操纵证券市场民事赔偿损失测算方法中的关键问题,以弥补现有法律视角研究的不足。文章界定了信息型与交易型操纵的金融原理及其与市场有效性的关联,明确了操纵行为重大性、关键日期的认定标准,区分了两类操纵下交易与损失因果关系的判定规则,对比了净损益法与毛损益法的测算逻辑与适用差异,旨在为司法实践中该类案件的损失核定提供金融层面的理论参考与实操指引。

潮程武的《股票虚假陈述案投资者损失计算方法的新探索》一文认为,当前股票虚假陈述案激增,投资者损失计算难度大且专业服务机构稀缺。现有算法公开性不

足、存在完善空间,导致原被告常对计算结果提出质疑。文章结合相关法规要求与司法实践,探索设计了一套科学合理的投资者损失计算方法:采用相关系数法度量个股的证券市场风险,所搭建的组合参考指数兼具客观性、高相关性及风格变化反映能力;运用 t 值分析法动态界定重大事件的应计影响期间,并通过倒算法优化相近重大事件的影响核算;依托同步投资应扣除风险和收盘价法,提升应扣除风险占比核算的时间同步性。文章公开了新算法细节,以期推动相关领域算法交流,对投资者损失计算提出了若干改进建议,此类改进建议需经法院认可后方可应用。

宋澜的《“多因子模型”的因子是不是越多越好?——证券投资者损失核定中模拟价格估算争议及解决》一文认为,在证券市场侵权行为引发的民事赔偿案件中,专业机构个案核算投资者差额损失,为司法审判提供了坚实的裁量依据。文章基于金融学资本资产定价的一般原理与实证文献,从没有完美的模型、没有一致的风险敞口以及没有简单的对应关系三个方面回应投资者关心的核算模型类别、模型因子构成及数量是否影响损失核定金额等争议问题,并主张在实践中不断验视A股市场因子的有效性和适应性,帮助投资者纠正理解误区。同时,就《损失核定意见书》的合理运用,由于真实价格不是待证明的事实,可以明确其证据性质属于专家辅助人意见而非鉴定意见,在法院依职权委托的基础上,扩大当事人的选择权与质证权,夯实程序正义。

中证投服中心工作专班的《中证投服中心关于证券虚假陈述投资者损失测算市场风险及事件风险扣除模型的初步构想》一文指出,损失测算是证券虚假陈述民事赔偿诉讼的重要环节,专业性、实务性较强,测算的难点、争点是如何合理地扣除证券市场风险和事件风险导致的损失,扣除方法存在多种技术路径。中证投服中心正对当前损失计算系统1.0版本进行优化升级工作,文章详细披露了中证投服中心关于证券市场风险和事件风险扣除模型的初步构想,主要包括当前主要技术路线分析,模型优化升级的总体思路与创新点、模型的具体算法逻辑等。文章的发表旨在推动司法实践中损失测算行为的公开透明化,在测算标准方面凝聚更多共识。

【理论探究】收录2篇文章

樊健、金昱晨的《我国内幕信息受领人范围之检讨:以偶然听闻内幕信息的人为中心》一文指出,我国证券法将证券内幕交易责任主体规定为“内幕信息知情人”和“非法获取内幕信息的人”。内幕信息受领人属于内幕信息的知情人,但其范围我国

证券法没有明确界定。李君刚案引发了关于偶然听闻内幕信息的人是否属于内幕信息受领人的思考。依据反欺诈理论,内幕信息受领人应以违反信义义务为识别标准,对其追究内幕交易责任要求受领人知道或应当知道传递人违反信义义务。内幕信息受领人的保密或戒绝交易义务是传递人信义义务的衍生,其中传递人是否获得个人利益并非所问。偶然听闻内幕信息的人非依靠信义关系、未采取非法手段获取内幕信息,不具有接收内幕信息的受领意思,对信息所有者并无义务。因此,文章认为偶然听闻内幕信息的人并非内幕信息受领人,要求其保密或戒绝交易缺乏法理基础,且法律遵循或执行成本过高。

周游、马健淇的《上市公司审计委员会制度目的实现之困境与纾解》一文指出,为适配 2023 年公司法中审计委员会制度的重大修改,证监会全面修订监管配套文件,明确上市公司设置审计委员会以取代监事会的监督机构地位。随着审计委员会法定职权的变动,其在财务监督、业务监督和中小股东权益保护方面的行权路径得以拓展。然而,鉴于目前规则设置在审计委员会组成成员、选任规则方面的欠缺,该制度运行的实际质效有待观察。对于上市公司审计委员会监督目的实现而言,可从审计委员会与独立董事制度的协同监督效果、董事会的监督定位变化等方面思考优化方向。

【市场实务】收录 3 篇文章

南京市中级人民法院金融庭课题组的《操纵证券市场民事赔偿责任探究》一文认为,当前,操纵证券市场行为数量不断增加,复杂性、隐蔽性特征凸显,但操纵证券市场民事赔偿责任缺乏审理细则和司法指引,已公布支持投资者索赔的生效案件数量较少,急需厘清该类型民事案件审理思路。文章从证券法第 55 条操纵证券市场民事赔偿请求权基础出发,结合一般侵权理论并参照《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》,重点讨论操纵市场民事赔偿中因果关系、损失确定、上市公司责任认定。在因果关系方面,应当采用有条件的信赖推定规则公平分配举证责任,投资者应证明操纵行为具有重大性,操纵行为人应证明投资者损失系由操纵行为以外的其他因素导致。在损失确定方面,参照虚假陈述相关规则,以投资差额损失、佣金、印花税作为可赔偿范围,在投资差额损失计算上以操纵行为实施日前二十个交易日与前一个交易日平均值确定基准价,在操纵行为实施日至影响消除日间逐日计算拟制真实价格,并采用净值差额法进行损益相抵。在上市公司责任方

面,若上市公司明显缺乏内部控制机制发布操纵信息,沦为操纵行为人的工具,并因此受到行政处罚,可能证明其具有过错,应当承担共同侵权责任,但其承担责任后有权向其实际控制人“首恶”追偿。

姜小勇的《境内证券市场主动退市制度的建立及实践》一文指出,2026年伊始,德邦股份以高票通过股东会决议方式实现主动退市,这一退市路径再次引发市场关注。2014年证监会引入主动退市制度是为解决长期以来的“退市难”问题、实现公司平稳退市的一项最为重要的积极探索。文章系统梳理中国证券市场主动退市制度框架,重点阐述相关制度设计与核心安排,包括明确的内部决策程序及异议股东保护机制等。文章选取多家代表性公司的主动退市案例进行深入剖析,从实施效果来看,早期主动退市制度基本实现了其设计初衷,一些面临强制退市的公司得以实现平稳退市。后期实践主动退市逐步成为上市公司私有化的一种方式。鉴于主动退市与私有化的实施效果趋同,建议借鉴私有化的经验,进一步完善退市后挂牌交易及信息披露相关规则,降低相关公司成本。

袁萍的《制度型开放视域下ETF监管制度的反思与重塑》一文认为,作为制度型开放的产物,ETF凭借“跨境产品创新”与“全球资产配置”的双向驱动机制,在提升资产定价效率和优化风险管理框架方面发挥独特枢纽作用,ETF监管制度的适配性已成为衡量开放成效的关键指标。目前,我国的ETF监管体系是在公募基金宏观监管框架下,辅以交易所自律管理的差异化设计。然而,这种监管模式存在监管密度低、透明度不足的问题,实践中逐渐暴露出“重管制轻自治、重场内轻场外、重前端轻后端”的弊端,尚未完全达到制度型开放所需的监管标准。一方面,应当厘清资本市场制度型开放与ETF监管之间的连接点,明确制度型开放如何倒逼ETF监管的法治化转型;另一方面,需要探索可行的监管进路,精准提炼我国ETF市场的本土问题,并在此基础上构建一套适应市场发展需求、契合本土实际的监管制度体系,从而推动我国ETF市场在制度型开放进程中实现高质量发展。

【案例探析】收录1篇文章

徐文鸣、李寿双、王海壹的《两康案以来财务造假案例剖析》一文认为,“两康案”以来,我国的上市公司财务造假手段和监管之间呈现出动态演变的关系。文章基于2015—2024年间证监会及交易所公开披露的上市公司财务造假处罚数据,系统分析了我国资本市场财务造假的主要手段、行业分布及惩罚措施,揭示了造假行为在分布

比例、时间演变与监管回应之间的动态关系。总体而言,我国资本市场财务造假的演变不仅是法律威慑与市场激励之间的博弈结果,也反映了监管体系从威慑导向逐渐转向行为治理的制度过渡。未来,亟须通过完善分层次监管体系,构建兼具威慑性与制度弹性的财务造假治理框架。

【域外视野】收录 1 篇文章

盛坤翻译的《公司治理中的表决权:历史和政治经济学(下)》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,将分为上下2篇呈现,本辑收录了下篇。