

# 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6个栏目,收录专家学者、市场实务人士等的14篇文章,与读者共享。

## 【理论探讨】收录5篇文章

郑彧的《公司法与证券法交融视野下投保机构派生诉讼的适用与限制》一文认为,从结构上看,新证券法除了纳入中证投服中心原有的持股行权(第90条)、纠纷调解(第94条第1款)、支持诉讼(第94条第2款)等之前已经“先行先试”的投资者保护方式外,还新增加了对于投资者保护机构提起特别派生诉讼(第94条第3款)和特别代表人诉讼(第95条)的法定授权。新证券法实施以后,通过康美药业、泽达易盛等案例,投保机构发起的特别代表人诉讼案件可能已经被市场所广泛熟知,但无论市场还是学界对于新证券法第94条第2款下有关投保机构派生诉讼权利的了解或者研究并不充分,更多地关注于在新证券法中引入“国家权力”进行公法救济的作用效果,缺少从法理和情理的角度分析此条在上市公司治理结构中的作用和连接。文章基于上市公司治理结构的基本原理,从公司法与证券法作为两个截然不同风格的部门法之间的差异讨论了投保机构行使此类特别派生诉讼的条件与限制。

李安安、林沐昕的《新经济公司治理中的“智识多数决”:兴起、挑战与法治回应》一文认为,随着“智识至上”的新经济时代到来,核心技术、商业创意、企业家精神等智识资源在新技术、新产业、新业态、新模式导向的新经济公司治理环节发挥着前所未有的作用。“创始人友好型”公司治理范式趋向现代化,“资本雇佣劳动”转向“智识雇佣资本”,“智识多数决”现象兴起,通过类别股发行或特殊协议安排,向那些对公

司的经营管理或发展决策具有“智识贡献”的股东倾斜配置公司表决权。“智识多数决”对现有公司治理规范带来了创新性冲击,同时面临着控制权锁死、壕沟防守效应、权责匹配失败等众多合法性挑战。应在契约法与组织法并行的法治思维下,积极作出法治回应。

蔺雨馨、龚家慧的《“漂绿”视阈下的 ESG 信息披露制度研究》一文认为,新《公司法》中增设条款,鼓励企业就利益相关者和环保因素公布社会责任报告,旨在提升企业的责任感。新修订的《上市公司信息披露管理办法》首次从部门规章层面规范可持续发展报告。但企业“漂绿”现象的频繁出现消减了相关披露的真实有效性,揭示了现行可持续发展报告的相关披露规则及治理体系仍存在局限性。有鉴于此,深入剖析“漂绿”概念并分析其成因,在参照国际经验的基础上对现行体系进行优化则显得尤为迫切。为应对这一问题,建议在立法层面进一步完善信息披露软法治理和硬法规制相结合的规则要求;在监管层面需实现碎片化管理模式向协同管理的转变,建立跨部门的协同监管体系并采用先进的支持性技术;在配套措施方面,融入第三方验证及社会监督机制,将其纳入到企业治理的常态化流程中,以此推动企业与投资者朝向真正的绿色可持续发展。

黄睿喆的《利益平衡视角下证券行政执法当事人承诺制度的实践检视与完善理路》一文认为,长期以来,我国证券市场行政执法普遍存在执法资源紧张、执法效率低下、无法及时弥补投资者损失等痛点问题,成为阻挡我国资本市场长治长效发展的重要桎梏。证券行政执法当事人承诺制度在我国试点至今已有近十年,却存在有效实践比例偏低、程序应有的经济性价值不彰,以及促进受损投资者获赔的实质功能落空等困局。文章建议在分析不同利益主体适用承诺制度的动机差异基础上,通过转变证券执法理念、构建制度适用激励机制以及确保受损投资者权益保障等利益平衡进路,构建更加符合实践理性的证券行政执法当事人承诺制度。

云闯的《董事会中心主义的立法进路与实践检视》一文认为,从股东会决议的效率、企业社会责任、消解控股股东代理成本角度观察,在理论及实践中弱化股东会职权成为一种现实需求。新公司法在董事会职能定位上取消了“对股东会负责”的表述,董事会作为公司执行机构还应当充分考量利益相关者及社会公共利益。在股东会与董事会权限划分上,宜认为具有强行法属性。同时本轮公司法修订在公司治理结构上进行的改革虽有简化公司机关的设置,但并未区分设置董事会与不设置董事会公司之间权限分配上的差异。在仅设一名董事的情况下,由该董事行使完整的董

事会职权,有可能叠加、放大“股东—董事”之间的代理成本。在“董事会一元主义”下,对作为监事会替代机构的审计委员会在运行中可能出现的新情况、新问题,也应当予以充分关注。

### 【政策解读】收录 3 篇文章

刘晓春、肖蕾的《资本何以“耐心”：机制设计与制度保障护航长期主义》一文认为,资本的“耐心”,来自对回报的理性预期和稳健的制度保障。它体现为投资人对项目的信心,更依赖于资本持有人自身对资源配置的有效安排、政府法规与税收政策的支持以及灵活的市场退出机制。从风险投资基金的精巧设计到政府引导基金的改进方向,从法律税收的保驾护航到资本市场提供的退出机制,每一个环节都环环相扣,共同构筑了资本“耐心”的基石。只有在风险与收益之间取得平衡,在短期利益和长远发展之间找到支点,资本才能真正沉下心来,为科技创新和经济高质量发展注入源源不断的动力。

袁康的《上市公司信息披露的制度迭代——〈上市公司信息披露管理办法〉修订解读》一文梳理了 2025 年 3 月 26 日证监会对《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《办法》)修订的主要内容。本次修订是继《办法》2007 年首次颁布并于 2021 年修订后的再次修订,具有很强的时代属性与现实意义:一是及时回应新公司法实施以来上市公司治理结构的新变化,二是充分吸收信息披露监管实践的新经验,三是有效优化信息披露监管规则的新问题。《办法》的本次修订是推动资本市场高质量发展的背景下,上市公司信息披露制度的一次迭代升级,完成了信息披露规则的优化更新,有助于构建更加科学系统的上市公司信息披露制度。

侯东德、凌慕妍的《推动资本市场高质量发展 强化可持续发展报告》一文梳理了《办法》的修订背景与重要意义、条文体系、修订亮点及执行要点,《办法》致力于优化披露内容,进一步提升信息披露的方向性与精准性,规范上市公司及其他信息披露义务人的信息披露行为。《办法》持续完善上市公司信息披露制度,确保信息的真实、准确、完整与及时,以满足投资者及其他市场参与者的决策需求。

### 【市场实务】收录 3 篇文章

蒋学跃的《法律与会计双重视角下资本公积金弥补亏损问题研究——兼论新公司法第 214 条》一文梳理了资本公积金弥补亏损的历史沿革,从会计和法律的不同视

角看待资本公积金弥补亏损问题,分析了新公司法背景下取消最低注册资本额限制、无面额股、补亏顺序要求、减资弥补亏损等对资本公积金的影响,以及资本市场监管背景下的资本公积金补亏问题。文章认为本次新公司法放开资本公积金弥补亏损对证券市场的监管无实质性影响,资本公积金弥补亏损更加有利于资本市场的中小股东权益保护,资本市场应该关注资本公积金的来源。

蒋骁、陈蓓、滕空的《上市公司并购重组中国有股东差异化定价的问题分析》一文探讨了上市公司并购重组中国有股东差异化定价的问题,分析了问题成因、理论与政策依据,并提出了解决路径。差异化定价的出现主要源于股东权利差异、促进交易实现和交易因素差异等。发股收购中的国有股东行为兼具投资和出让双重属性,属于股权重整的经济行为,应参考36号令的相关规定。解决国有股东差异化定价问题,建议通过单独委托资产评估,并采用股权分配模型及股权重整后价值评估来实现。

张浩的《目标公司董事会中立义务规制的中国路径》一文认为,我国《上市公司收购管理办法》第33条明确了敌意收购下目标公司董事会的中立义务,系20世纪90年代末移植英国城市守则中不挫败规则的产物。然而,这一规则在表述上具有概括性,实践适用时也欠缺针对性,仍有进一步讨论和完善的空间。文章建议,在调整对象上,我国应当从立法模式切入构建“不为”与“可为”相结合的灵活边界;在触发时点上,我国应当结合主观标准将适用时点提前至董事会是否知道或应当知道要约收购的存在;在审查标准上,我国应当将规制重心放在保护股东面对收购要约时的自决权上。

#### **【案例探析】收录1篇文章**

钟建的《论双重法益保护立法目的与信义义务视角下私募基金纠纷要点及应对》一文认为,违反适当性义务后法律责任定性、投资者知情权范围、私募基金合同仲裁条款能否突破、私募资管纠纷中备位之诉理论应用,是尚需理论、实务界统一思路的私募基金纠纷中的四大重难点问题。文章围绕《私募投资基金监督管理条例》确定的双重法益保护立法目的与卖方机构信义义务精神原则,论述了这四个问题的应对思路。

#### **【域外视野】收录1篇文章**

阮万锦、郑涔涔的《美国证券法领域的“吹哨人”奖励制度——构建市场化监管

的第四道防线》一文认为美国证券法领域的“吹哨人”奖励制度通过市场化监管机制,成为打击金融犯罪的重要工具。该制度依托《多德-弗兰克法案》构建,以绝对保密性、高额经济激励、全面反报复保护和独立举报通道为核心设计,显著提升了监管效率。数据显示,近十年 37.6%的证券欺诈案件线索源于内部举报,SEC 累计发放奖励逾 20 亿美元。典型案例如世通和安然事件表明,吹哨人制度在揭露财务造假中发挥了关键作用。企业可通过完善内部合规体系、强化员工保护及协同外部监管应对风险。该制度不仅维护了市场公平,也为全球资本市场治理提供了范式参考。

### 【读书札记】收录 1 篇文章

樊健的《与时俱进的集大成者：简评施天涛教授〈公司法论〉(第五版)》一文认为施天涛教授《公司法论》(第五版)具有以下四方面的特色：一是体系构建全面,本书涵盖公司的全生命周,覆盖公司法的所有重要知识点；二是法系比较细致,包括理论的比较和制度的比较；三是个人洞见深刻,在公司的性质、受信义务方面有深刻的个人洞见；四是叙事风格亲民,叙事风格呈现出鲜明的读者友好型特色。