

# 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 13 篇文章,与读者共享。

## 【政策解读】收录 2 篇文章

黄辉、李曦元的《香港稳定币立法：背景、框架及展望》一文认为,稳定币是一种通过与其他资产挂钩而实现“价格稳定”的加密资产,从而有别于比特币和以太币等原生加密资产,可以作为支付工具,特别适合用于跨境支付和去中心化金融等场景。然而,稳定币也有潜在风险,需要进行监管。香港近年来大力推进加密资产市场发展,对于稳定币尤为重视,2025 年 5 月发布《稳定币条例》,建立了一个比较完备的监管框架,包括稳定币界定、监管范围、注册登记制度、储备资产与赎回机制、消费者保护措施以及监管权力与执法机制等。《稳定币条例》积极回应了稳定币领域面临的诸多关键问题,受到市场的普遍欢迎,同时,香港采取的一系列配套措施也有利于条例的有效实施。与美国和欧盟相比,我国香港地区的监管框架体现了不同的政策考量和战略取向,建议内地从国情出发,采取地区差别的路径,可以暂不发展在岸人民币的稳定币,但应当充分利用香港的市场设施和监管框架,积极发展离岸人民币的稳定币,以促进人民币的国际化进程,提升人民币的国际地位。

柯达的《货币竞争下的稳定币用户权益保护——基于对香港〈稳定币条例〉的观察》一文认为,香港《稳定币条例》的出台,主要目的是巩固香港的国际金融中心地位,特别是强化货币流通的国际竞争力。该条例在界定稳定币概念的基础上,通过“发牌”制度,将从事特定稳定币活动的主体纳入监管范畴,其中体现用户权益保护的

主要内容包括赎回权、信息披露以及投诉处理。由于公众信心决定了市场化前提下的货币信用,用户权益保护程度的高低会决定货币竞争的能力。稳定币用户权益保护的财产侧重点是对用户赎回权的保障,《稳定币条例》已对用户的赎回权作出较全面的规定;但就数据侧而言,《稳定币条例》对身份识别以及数据权益的保护有更大的完善空间。我国内地不宜照搬香港地区全面“放开”稳定币业务活动,需要统筹考虑目前突破虚拟货币“禁止式”监管立场的可行性,厘清稳定币的法律定性与支付监管挑战,以及应对稳定币的账户体系及其互联互通难题。

### 【理论探讨】收录3篇文章

楼秋然的《双控人规制的公司法径路:问题与方案》一文认为,由于我国公司的股权结构呈现一股独大的鲜明特征,控股股东、实际控制人的规制问题便始终是我国公司治理改革中的一项重点课题。在2023年公司法之前,我国公司法主要采取的是一种直接规制的模式。而2023年公司法则在进一步加强直接规制的同时,额外增设了一套间接规制的模式。这套间接规制的模式引入了包括董事会中心主义、事实董事、影子董事等制度在内的诸多创新,其良善的立法目的当然值得赞赏。然而,这些构成间接规制模式的制度创新却因为各种各样的原因难以在实践中真正发挥全部功效。未来,公司法还应当在首先完成总体性思路调整的基础上,通过确立真正的董事会中心主义、进一步完善少数股东压迫救济制度来更好地实现对控股股东、实际控制人的规制目标。

万国华、延莎静的《DS视角下中小投资者保护机制之重构》一文认为,当前DS等人工智能技术广泛且深度应用于证券市场,在提高交易效率、降低交易成本的同时,也带来了一定的风险与挑战,加剧了中小投资者交易安全、交易公平、知情权保障等问题。法律与金融研究者认为良好的投资者保护法律体系是一国证券市场发展与金融稳定的重要基础。因此,应不断完善对中小证券投资者的法律保护。对于人工智能技术在证券市场的应用秉持包容审慎的理念,加强技术应用的合规性管理,发展技术驱动型的监管手段,建立算法责任追究机制。

肖宇、王长华的《新公司法视角下股东代表诉讼原告资格的确定》一文认为,新公司法的实施引发了股东代表诉讼原告资格确定的诸多问题。在公司不设监事的情形下,当董事、高级管理人员损害公司利益时,应当豁免股东代表诉讼的前置程序。在单层制公司中,股东在提起代表诉讼前应向审计委员会履行前置程序。在只设董事

或监事的公司中,当公司利益受到损害时,兼具董事或监事身份的股东有权选择以自己名义依法提起股东代表诉讼或者以公司名义提起公司直接诉讼。兼任董事或监事的股东即便在董事会或监事会决定以公司名义提起诉讼时发表了反对意见,该股东仍可以在事后以自己名义提起股东代表诉讼。鉴于公司的法人独立性和诉权的直接性,有必要赋予公司合理的抗辩权及其对股东代表诉讼的影响力,以便阻止或终止不合理的股东代表诉讼。

### 【市场实务】收录 4 篇文章

姜小勇的《证券市场公开征集股东权利的实践和监管规则演变》一文以 2000 年胜利股份股权争夺战为切入点,系统梳理了我国证券市场公开征集股东权利的实践发展与监管规则演变历程。早期实践中,君万之争、辽宁金帝、延中实业等案例已显现出征集投票权在公司控制权争夺中的作用,但也存在着操作不规范等问题。胜利股份事件中,通百惠公司通过公开征集委托书来争夺控制权,同时也暴露了信息披露缺失、有偿征集等乱象,上述事件推动了监管层逐步完善规则。从 2002 年《上市公司治理准则》到 2019 年新证券法及 2021 年《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》,监管体系历经初步构建到细化完善,明确了征集主体、程序、信息披露及法律责任,中证投服中心等机构的实践亦推动制度落地,为股东参与公司治理提供了规范化路径。

刘卫锋、周祺源的《证券内幕交易中民事责任因果关系的认定》一文认为,证券市场的复杂性与内幕交易的特殊性使得传统侵权责任中因果关系认定理论在内幕交易民事责任中难以适用,现行法律体系对此缺乏明确规定,导致理论与实践争议较大。作为民事责任成立的核心构成要件,因果关系的认定不仅关系到责任的归属,更直接影响赔偿机制的合理运行与投资者权益的实现。基于此,文章首先探讨了现行法律框架下的难点与不足,指出内幕交易对同时反向交易者公平交易权的侵害,跳出“价格影响链条”的传统模式,提出基于公平交易理论的推定因果关系规则,并通过明确赔偿范围与引入惩罚性赔偿等措施,细化因果关系认定与损害赔偿机制,为证券法实践提供参考。

赖冠能的《证券民事赔偿案件的可仲裁性实务研究》一文认为,我国的证券民事赔偿纠纷经历了从“不可仲裁”到“可仲裁”的规则演变,现行案例表明,当前司法实践不仅认可证券民事赔偿纠纷的可仲裁性,还对仲裁协议的拘束范围进行了大幅扩

张性解释,甚至超出了仲裁试点的范围;尽管对仲裁协议的拘束范围进行适度扩张具有一定的合理性,但仍不应超出当事人之间合意的范围,目前法院对于仲裁协议的扩张适用已过度超前,应予适当修正;此外,仲裁试点意见的前置程序应当取消。

李亚鹏的《虚假陈述揭露日认定的方法及思考》一文认为,揭露日的认定是证券虚假陈述民事赔偿案件审理的关键环节,直接影响交易因果关系认定、适格原告范围确定、投资者损失计算及诉讼时效起算。2022年《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》出台,对揭露日认定标准做了更具操作性的规定。在揭露日的认定中,应把握“首次性”、“全国性”和“警示性”三大构成要件,并采用“假定—排除—确定”的路径进行认定。针对司法实践中的争议,文章深入分析了立案调查信息公开日推定为揭露日的合理性、“一行为一揭露日”原则的正当性,以及信息披露义务人“否认揭露”或“抵抗揭露”行为的影响。揭露日认定应侧重理性投资者视角和立法目的,旨在平衡投资者保护、市场秩序与司法效率。针对实践中揭露日认定的难点,文章提出强化指导案例、发挥投资者保护机构作用、探索诉讼时效中止规则及细化立案调查信息披露内容等完善建议,以促进虚假陈述民事赔偿制度功能的发挥。

### 【案例探析】收录3篇文章

滕云、刘运的《东方集团财务造假再揭“融资性贸易”之殇》一文认为,近年来融资性贸易因隐蔽性强、虚增营收快等特点,成为上市公司财务造假的“重灾区”。2025年3月,东方集团(600811.SH)因长期通过虚构农产品贸易链条虚增营收161亿元,被证监会处罚,实控人及高管被重罚并市场禁入,最终导致退市。类似案例频发,如“专网通信案”涉及13家上市公司虚增营收超900亿元。文章通过分析东方集团、“专网通信案”等典型案例,探讨融资性贸易的定义、造假手法及监管应对措施。

顾成中、肖奇、陈琳、陈琦和周文威的《证券业务通知提示类纠纷实证研究》一文认为,随着证券行业的不断发展,在常规的证券交易委托服务外,证券经营机构还向投资者提供新股中签、配债配股、股票退市等一系列通知提示服务。此类通知提示服务是投资者与证券经营机构双方签署的《证券交易委托代理协议》的附随产物,与投资者权益息息相关。如出现通知提示不到位情形,可能导致投资者后续交易机会的损失,并引发投诉纠纷。文章从民法典、证券法规定的诚实守信原则出发,结合业务实践、学界观点、纠纷判决进一步明确证券经营机构服务规范要求,保护投资者合法权益。

孙鸿、王一萍和李原草的《证券虚假陈述纠纷化解视角案例观察——认定虚假陈述行为不具有“重大性”的困境与突破》一文认为,在证券虚假陈述民事赔偿纠纷中,“重大性”要件的有无,直接决定了原告的索赔是否具有事实基础,不具有“重大性”的结论将直接阻断投资者获赔的可能。因此,用什么样的标准判断虚假陈述行为不具有“重大性”就显得尤为重要。目前司法实践中,各地法院对虚假陈述不具有“重大性”的认定逐渐走向独立和多元化。一方面,法院开始更加注重对排除其他因素后的虚假陈述行为本身及其对证券市场的影响进行综合判断;另一方面,法院在认定虚假陈述行为不具有“重大性”的过程中也更加注重参考专业测算机构的意见。然而,由于缺乏统一的认定标准,不同法院在具体案件中的认定结果可能存在差异。因此要建立民事审判与行政监管的协同机制以及构建双层次“重大性”证明体系,充分利用金融科技,提升“重大性”认定的科学性与精准性,提升专业审判能力。

#### 【域外视野】收录 1 篇文章

吕成龙的《英国证券监管的历史演进与经验比较》一文认为,英国是国际知名的证券市场,具备丰富的市场监管经验,与美国的监管模式亦有较大差异。长期以来,我们对英国证券市场监管的经验重视不足,但在经历了欧盟统一指令时期后,英国证券监管模式与规则发生了重要改变,其证券监管呈现出可预期性、明确性与灵活性并存的优势,这得益于其自律监管的底色、详尽的规则制定与商谈式的规制模式。尤其是自律监管的经验值得重视,不仅能够更及时应对市场变化,而且可以降低规制成本。面向未来,我们应当进一步重视自律监管的功能发挥,激发交易所与行业协会的自律管理优势,同时以商谈式规制工具来灵活对待金融市场创新,以详尽的规则手册为市场参与者提供明确指引,从而提高证券市场的治理有效性。