

卷首语

内幕交易和操纵市场损害投资者合法权益,违反公开、公平、公正的市场原则,妨碍资本市场功能的有效发挥,是我国证券监管执法的重点。近年来,《证券法》《刑法修正案(十一)》《关于依法从严打击证券违法活动的意见》等不断强化对内幕交易、操纵市场行为的打击力度,取得了一系列新的成效。2024年以来,中国证监会更是明确提出要“严监严管”,对于内幕交易、操纵市场等重点领域的重大违法行为予以严厉打击。但目前司法实践中,还存在违法行为认定难、投资者追偿难等问题。为此,我们组织专家学者,围绕内幕交易民事责任、操纵市场民事责任两大专题开展全方位、多层次的研究研讨。此外,还集中刊载了近期的一批优秀研究成果。本卷《证券法苑》共设置5个栏目,收录15篇文章。简要介绍如下:

“专题研究——内幕交易民事责任”栏目收录了6篇文章,主要讨论了内幕交易民事责任中的因果关系认定、损害赔偿计算以及其他疑难问题。《内幕交易民事赔偿责任中的因果关系再检讨》一文提出,内幕交易与证券欺诈存在本质差异,应将内幕交易责任纠纷中的双重因果关系重构为责任成立因果关系和责任范围因果关系。《公平交易理论视域下内幕交易民事赔偿责任因果关系的认定》一文分析了市场欺诈理论的困境,建议引入公平交

易理论作为理论基础,进而梳理事实因果与法律因果的认定要素,明确因内幕信息获利与因内幕交易获利的区分、内幕交易人的获利与受害人的范围。《内幕交易民事赔偿的损失认定与数额计算》一文提出,内幕交易损失的是投资者的公平交易机会,其计算应以内幕交易人的不当收益而非投资者的实际亏损为基准,加上惩罚性赔偿后得出内幕交易侵权的民事赔偿总额,并在个案中向适格投资者根据其交易量在同期反向交易总量中所占比例予以分别赔偿。《内幕交易损害赔偿的获利交出救济》一文认为,内幕交易的损害赔偿应建构在内幕交易者获得的利益之上,当下的救济方式以通过监管执法没收违法所得,将资金归入投资者保护基金来实现补偿投资者的目标为宜。《内幕交易认定疑难问题实证研究——以证监会2000~2023年前三季度行政处罚决定为视角》一文梳理研究了中国证监会2000~2023年前三季度作出的全部981份内幕交易行政处罚决定,从实证角度探讨内幕交易认定的六大疑难问题,包括内幕交易可否“二次推定”、内幕信息认定争议、内幕交易豁免情形的适用条件、接受建议者的交易是否构成内幕交易、共同内幕交易的证明、违法所得认定争议等。《美国内幕交易法律制度最新发展与演变》一文梳理了美国内幕交易法律制度在2020年后的发展与演变,尝试为中资背景公司作为美国证券市场“发行人”的证券合规提供前沿观察,也为完善我国证券市场相关制度提供借鉴。

“专题研究——操纵市场民事责任”栏目收录了3篇文章,集中讨论了操纵市场民事案件中的因果关系认定和投资者损失测算等问题。《欺诈市场理论在操纵证券市场民事案件中的适用及其限制》一文提出,操纵市场行为对证券价格与市场机制的损害与虚假陈述行为并无本质区别,欺诈市场理论可以适用到操纵证券市场民事案件中,信赖推定有助于减轻中小投资者的举证责任、开展集体诉讼。《操纵市场民事赔偿责任因果关系认定的法理与适用》一文则认为,运用欺诈市场理论认定操纵市场因果关系存在重大局限,应当考虑不同投资者在操纵市场因果关系认定和推定中的规则适用,基于实际情况加以判断。《市场操纵行为中损失算定的检视与再造》一文基于市场操纵行为中损失算定的实践,检讨市场操纵行为损失算定存在的问题,进而提出了“事件分析法”的损失算法,尝试构造市场操纵行为赔偿额算定结构。

“制度检视”栏目收录了2篇文章。《证券账户控制权认定的司法审查标准及对行政执法的启示——基于司法判决书的调研分析》一文通过梳理分析司法判决书对证券账户控制关系的阐释,提出行政执法应当借鉴司法判决,确立人员关联、资金关联和行为关联的账户控制关系认定思路。《司法程序能否解禁限售股?》一文就司法程序能否解禁限售股进行了分析,表示应统一司法裁判认识,增强各方主体对强制执行标的股票附带义务的认识,保护当事人的知情权,并建议由最高人民法院出台相关司法解释,明确不得通过司法执行“洗白”限售股所附的限售承诺。

“金融司法案例评注”栏目收录了2篇金融司法案例实务研究文章。崔婕、杨晖对某信托公司诉某投资公司其他合同纠纷案作了评注,认为应当综合考察各项要素来判定股权收益权是否真正转让,在合同明确限制出让人随意处置股息红利并进行专户监管情况下,股息红利实际是对受让人在转让合同项下收益进行的担保。朱颖琦、李瑶菲对江苏某宇公司诉中某资管公司、第三人中证登上海分公司质押合同纠纷案作了评析,认为目前公司股权质押、转让登记机构出现“碎片化”现象,建议统一非上市股份有限公司法定的股权登记公示机关以及做好公司上市过程中因登记机关变化产生的股权登记衔接工作。

“域外法制”栏目收录了2篇译文。《义务与多样性》对公司法义务如何推动和促进公司对多样性的关注进行了详细研究,提出公司受托人受其忠实义务约束,必须采取积极措施以确保公司遵守有关重要民事权利和反歧视方面的法律规范。国际证券委员会组织董事会于2023年4月份发布的《证券零售行业市场最终分析报告》,对市场环境、散户投资者投资趋势以及相关行为影响进行了实质性分析,为监管机构制定各自策略提供了适应性工具箱,以解决新兴零售市场行为问题。

编者
2024年3月