



北京金融法院
BEIJING FINANCIAL COURT

证券纠纷审判白皮书

(2021-2024)

2025年3月

目录

CONTENTS

01 第一部分 证券纠纷案件审理情况

证券纠纷案件收、结案情况·····	1
证券纠纷案由分布情况·····	1
案件标的额·····	2
被诉发行人的分布及类别情况·····	3
被诉主体涉及行政处罚或刑事犯罪的情况·····	4
证券虚假陈述行为类型·····	5

02 第二部分 证券纠纷案件特点

被诉主体范围不断扩大·····	8
涉境外上市发行人案件的日趋增多·····	9
新情况新问题不断涌现·····	10

03 第三部分 证券纠纷审理实践与思考

合理认定特定情形下取得的股票与虚假陈述行为之间的交易因果关系···	13
合理认定特殊交易安排下取得的股票与虚假陈述行为之间的损失因果关系· ·····	14
合理认定发行人之外的相关主体的责任承担·····	15
债券虚假陈述责任案件中对投资差额损失的确定·····	15

04 第四部分 证券纠纷审判机制创新与思考

探索实践“双轨双平台”证券纠纷解决机制·····	18
探索实践“庭审百问”要素化审理模式·····	19
推动适用“多因子迁移同步对比法”计算投资损失·····	20

05 第五部分 对证券市场法治化建设的建议——以参与主体为切入点

发行人规范公司治理和内部控制，依法履行信息披露义务，积极履行社会责任·····	22
中介机构要依法忠实履行“看门人”责任，助推证券市场健康发展·····	22
控股股东、实控人及董监高各尽其责，强化审慎履职·····	24
投资者树立理性投资理念，提高风险防范意识·····	25

06 第六部分 证券纠纷典型案例

【案例一】未受行政处罚的上市公司仍应对信息披露违法行为承担侵权损害赔偿·····	27
【案例二】上市公司发生可能对股价产生较大影响的重大事件应当及时披露，不得以定期报告代替临时报告·····	29
【案例三】发行人实际控制人操纵的隐形担保虚假陈述中的中介机构责任认定·····	31
【案例四】投资人就标的股票存在特殊交易安排并进行违约救济后履行不能的损失与虚假陈述行为无损失因果关系·····	33
【案例五】涉股权激励计划证券虚假陈述纠纷中因果关系的认定·····	35
【案例六】首次采用“多因子迁移同步对比法”精准核算投资者损失·····	37
【案例七】上市公司的诱空型虚假陈述行为与投资决定之间交易因果关系的认定·····	39
【案例八】中期票据发行人四级并表子公司财务造假是否构成发行人的证券虚假陈述行为的认定·····	41
【案例九】按照港股通股息结算派发流程认定各方权利义务·····	43
【案例十】首次裁定对符合法定条件的在港上市境外公司证券欺诈诉讼具有管辖权·····	44
附件1：有关名词说明·····	46
附件2：有关背景资料介绍·····	52

前 言

金融是国民经济的血脉，关系中国式现代化建设全局。习近平总书记高度重视金融工作，作出一系列重要论述和重大判断，系统阐述了金融强国的核心要素，明确指出要坚定不移走中国特色金融发展之路。坚持在市场化、法治化轨道上推动证券市场健康发展，不仅关系到投资者的切身利益，也是金融高质量发展的应有之义，是北京金融法院承担的政治责任和法治责任。

建院以来，北京金融法院围绕主责主业，立足注册制改革，深耕证券审判，进一步贯彻落实倾斜保护投资者的金融审判理念，进一步推动保护投资者的证券纠纷审判机制创新，始终沿着更好服务实体经济和人民群众利益的方向前进，走在证券审判的前列，积极发挥司法作用，助力打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的证券市场。

第一部分

证券纠纷案件审理情况

北京金融法院证券纠纷审判白皮书

01

（一）证券纠纷案件收、结案情况

2021年3月至2024年12月，北京金融法院共受理证券纠纷案件9246件，其中2021年受理1861件、2022年受理3193件、2023年受理1759件、2024年受理2433件。证券纠纷收案数占北京金融法院民商事案件收案数的44.07%。总体上看，证券纠纷案件数量持续保持高位。审结证券纠纷案件8988件，其中2021年审结774件，2022年审结3932件，2023年审结1954件，2024年审结2536件。证券纠纷结案数占北京金融法院民商事案件结案数的43.18%。

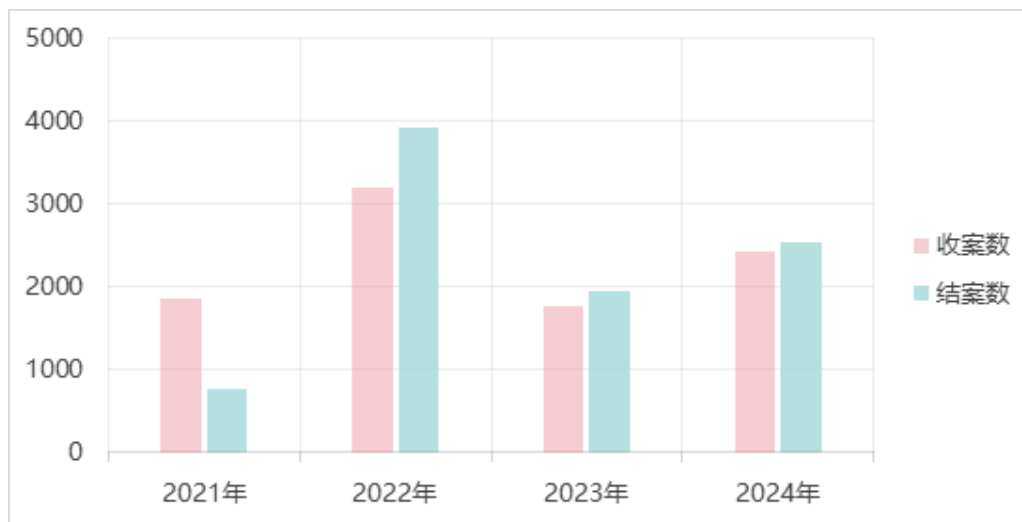


图1：2021年3月至2024年12月证券纠纷案件收、结案情况

（二）证券纠纷案由分布情况

根据最高人民法院印发的《民事案件案由规定》，在证券纠纷二级案由下，设置了证券欺诈责任纠纷、证券交易合同纠纷、金融衍生品种交易纠纷、证券投资咨询纠纷等17个三级案由。北京金融法院受理的证券纠纷中，证券欺诈责任纠纷案件9101件，占据首位，其次为证券交易合同纠纷案件68件，证券

回购合同纠纷案件27件，融资融券交易纠纷案件18件，金融衍生品交易纠纷案件14件，其余案由的案件18件。证券欺诈责任纠纷中，根据证券欺诈行为的表现不同，分为证券虚假陈述责任纠纷、证券内幕交易责任纠纷、操纵证券交易市场责任纠纷、欺诈客户责任纠纷4个四级案由。其中，证券虚假陈述责任纠纷案件数量为9077件，占证券欺诈责任纠纷案件的99.7%。



图2：2021年3月至2024年12月证券纠纷案由分布情况

（三）案件标的额

2021年3月至2024年12月，北京金融法院受理证券纠纷案件标的总额达438.24亿元。其中，2021年案件标的额为88.06亿元，2022年案件标的额为171.63亿元，2023年案件标的额为111.55亿元，2024年案件标的额为67亿元。个案的诉讼标的额对全年的案件标的总额影响较大。例如，2023年受理的某公司债券交易纠纷案件的标的额为27亿余元、某股票回购合同纠纷案件的标的额为20亿余元。证券纠纷案件的案均诉讼标的额约为473.98万元。

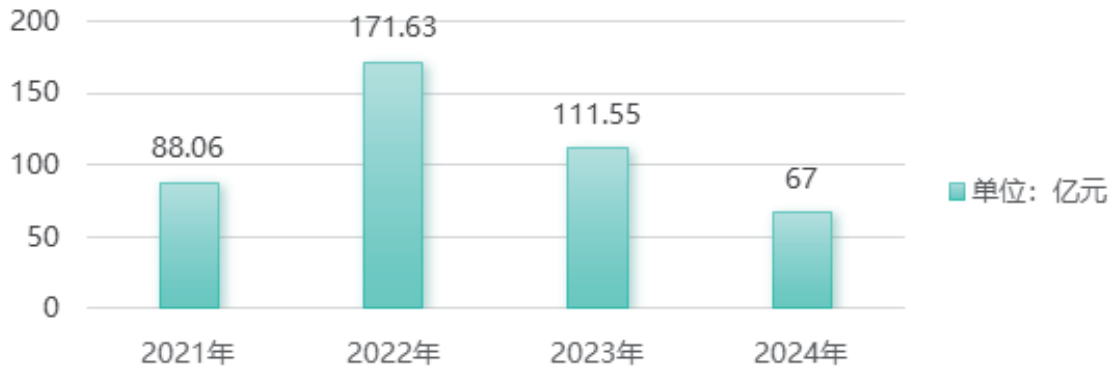


图3：2021年3月至2024年12月证券纠纷案件标的额

(四) 被诉发行人的分布及类别情况

被诉发行人共计57家，形成57个系列案件。¹

案涉市场板块分布情况如下：上交所主板18家、深交所主板14家、创业板13家、新三板8家、北交所1家、港交所3家。除科创板之外，北京金融法院审理的证券案件对所有市场板块全覆盖。

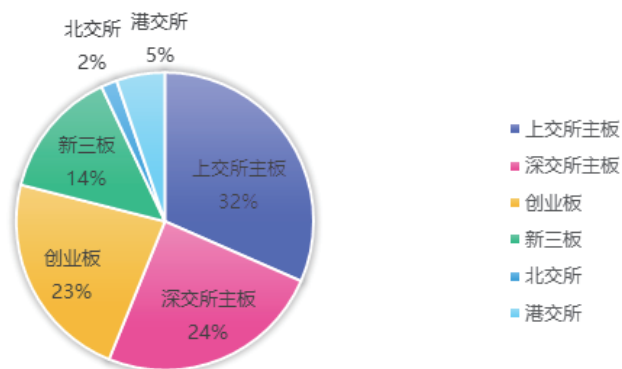


图4：被诉发行人板块分布情况

被诉发行人的行业²分布如下：信息技术行业17家，制造业9家，建筑行业4家，教育行业3家，能源行业3家，金融行业3家，其他行业18家。

¹ 涉某一家发行人的案件，多数情况会选取示范案件为1-2件，其中1件仅有发行人作为被告，另1件除发行人之外，还涉及中介机构、董监高等多被告的情况。

² 此行业归类标准以国民经济行业分类为依据。

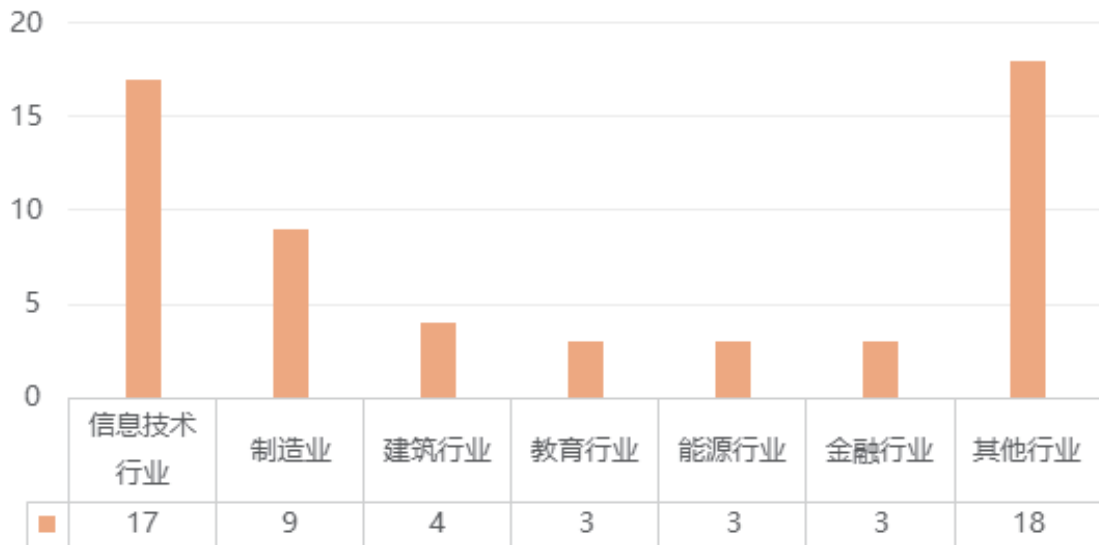


图5：被诉发行人行业分布情况

（五）被诉主体涉及行政处罚或刑事犯罪的情况

被诉的57家发行人中，有45家发行人受到行政处罚，占比79%；有12家发行人未受到行政处罚，占比21%。同时，有3家发行人因涉嫌刑事犯罪被启动刑事诉讼程序。

在57个系列案件中，除发行人作为被告之外，被诉的主体还包括27家发行人的董事、监事、高级管理人员（以下简称董监高）共计188人，受到行政处罚的董监高为105人，占比55.85%。被诉的中介机构总计为34家，受到行政处罚的为12家，占比35.29%。被诉中介机构情况如下：被诉的承担保荐、承销职责的证券公司共计7家；因提供会计审计服务而被诉的会计师事务所共计15家；因提供法律服务而被诉的律师事务所共计4家；因提供资产评估服务而被诉的评估机构共计4家；因提供资信评级服务而被诉的资信评级机构共计4家。

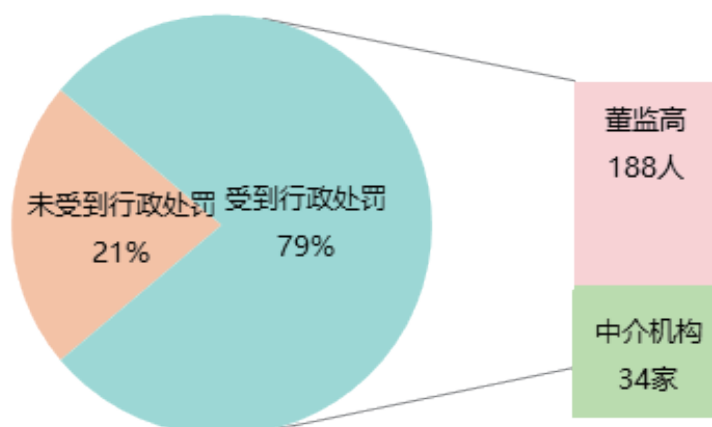


图6：涉及行政处罚的情况

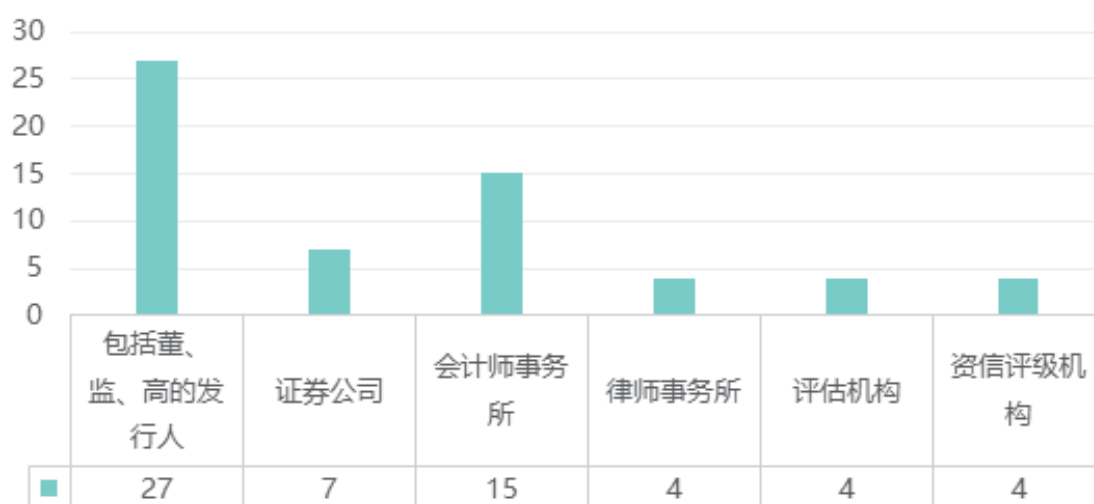


图7：被诉中介机构的情况

（六）证券虚假陈述行为类型

证券纠纷中最主要的案由为证券虚假陈述责任纠纷。从行为表现看，虚假陈述行为包括虚假记载、误导性陈述、重大遗漏以及未按规定披露。财务造假是具体的虚假陈述表现，也是最为常见的违法行为。虚假陈述的范围更广，不仅包括财务造假，还包括其他非财务信息的虚假披露以及未披露的信息。监

管部门对发行人作出每次行政处罚决定时，查明发行人涉及多个虚假陈述行为的情况较为常见。57个系列案件中，除因处于证监会立案调查阶段的2个系列案件尚未明确虚假陈述行为外，其余55个系列案件中涉及虚假记载31个、重大遗漏33个、误导性陈述4个。其中，同时涉及虚假记载、重大遗漏行为7个，涉及误导性陈述、重大遗漏行为1个，涉及三种及以上的虚假陈述行为的为2个。

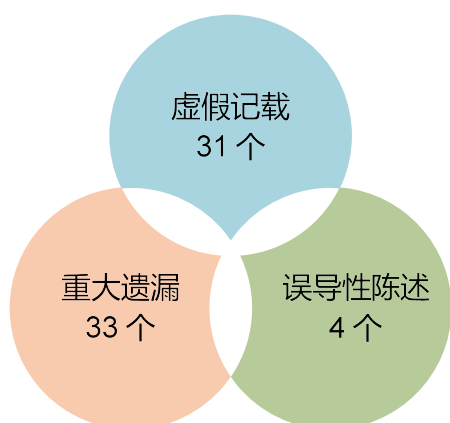


图8：行为表现--证券虚假陈述行为的类型

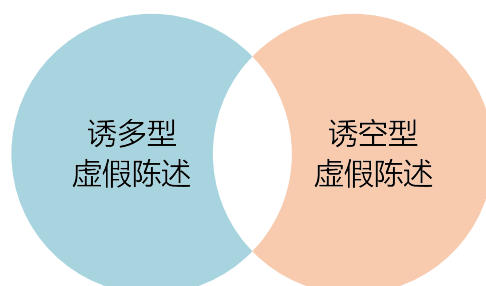


图9：行为目的--证券虚假陈述行为的类型

从行为目的看，虚假陈述行为包括诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述。57个系列案件中，涉及诱多型的虚假陈述是大多数，共53个，占比达到92.98%。诱空型的虚假陈述案件为1个，占比仅为1.75%。同时涉及到诱多型的虚假陈述和诱空型的虚假陈述的案件为3个，占比为5.26%。

第二部分

证券纠纷案件特点

证券市场作为国家经济的重要组成部分，其稳定健康发展对整体经济形势有着关键影响。证券市场直接关系到广大中小投资者的切身利益，加大对违法主体的惩戒力度，进一步畅通投资者的维权渠道、增强投资者的获赔可能性，从而做实证券市场工作人民性的要求。

（一）被诉主体范围不断扩大

《中华人民共和国证券法》[以下简称《证券法》（2019年修订）]明确规定发行人的控股股东、实际控制人及证券服务机构、会计师事务所、律师事务所的归责原则为“过错推定原则”，减轻了投资者的举证负担。《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》[以下简称《虚假陈述司法解释》（2022年修订）]第二十一条、第二十二条规定，重大资产重组交易对方，发行人的供应商、客户，以及为发行人提供服务的金融机构等帮助发行人财务造假的赔偿责任，进一步扩大了虚假陈述案件的责任主体范围。此外，从增强被告整体赔付能力以及全链条追责的角度出发，投资者起诉发行人的控股股东、实际控制人、董监高以及中介机构要求相关责任主体承担连带赔偿责任，已经成为常态化。

在证券虚假陈述案件中，北京金融法院受理的投资者起诉会计师事务所、证券公司等中介机构，发行人控股股东、董监高等个人的有27个系列案件。北京金融法院审理的某技术股份有限公司证券虚假陈述纠纷案件中，财务造假行为持续10年之久，退市时被套牢的投资者多达29万。众多投资者提起诉讼，被告除发行人之外，还包括发行人的实际控制人、中介机构等23名被告，是我国迄今为止被告主体身份最全的虚假陈述案件。此外，投资者在起诉发行人、券商及其他中介机构的同时，

还将证券公司的保荐代表人、会计师事务所的会计师列为共同被告进行索赔。

在质押式证券回购纠纷案件中，被诉主体范围也呈现扩大趋势。质押式证券回购涉及多方参与，交易链条长，结构复杂。发生违约行为时，为了提高实际获赔的可能性和获赔比例，出资方会起诉融资方、担保方以及托管方等作为共同被告。

（二）涉境外上市发行人案件日趋增多

《证券法》（2019年修订）第2条第4款规定，“在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动，扰乱中华人民共和国境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，依照本法有关规定处理并追究法律责任。”至此，我国《证券法》正式确立了域外适用效力。根据上述域外适用条款，对于在境外证券市场实施的损害境内投资者利益的虚假陈述，利用港股通、沪伦通等机制在境外实施的操纵境内证券市场、损害境内投资者利益等行为，相关的监管机构可以进行调查处理，并依法追究其法律责任。利益受损的投资者也可提起民事赔偿诉讼。

建院以来，北京金融法院受理的涉境外上市发行人的证券虚假陈述责任纠纷主要有两类：一类是境内企业直接境外发行上市。根据1994年施行的《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》（2023年3月31日废止）以及《到境外上市公司章程必备条款》（2023年3月31日废止）规定，此类上市公司章程中均会有相关的仲裁约定，故人民法院对此类争议没有管辖权。另外一类为境内企业间接境外发行上市。此类案件的被告系境外注册，主要经营活动由境内企业进行，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益境外上市。原告诉称的虚假陈述行为，或者虚假陈述行为造成的损害后果发

订）施行之后，且符合证券虚假陈述责任纠纷的其他管辖条件，人民法院具有管辖权。2024年，北京金融法院首次裁定对符合法定条件的在港上市境外公司证券欺诈诉讼具有管辖权。随着《证券法》（2019年修订）域外适用条款的适用，越来越多的涉外证券欺诈纠纷将进入人民法院。

（三）新情况新问题不断涌现

随着融资渠道不断丰富，金融创新产品结构和交易模式将更趋复杂化和专业化，叠加资本市场的发展变化情况，投资者的权益可能会受损。为了更好地保护投资者，护航资本市场健康发展，北京金融法院对以下新情况新问题予以研判：

一是特定债券市场的法律适用受到关注。无论是银行间债券市场的非金融企业债务融资工具，还是股票、公司债券、企业债券，除了确因其本身特点而产生的个别性的适用差异外（如，公司债券还需同时适用《公司法》的相关规定），原则上应统一适用《证券法》及相关司法解释。根据债券投资者的特殊保护需求和债券市场的交易特点，2020年7月，最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称《债券纪要》），强调了对具有还本付息这一共同属性的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具适用相同的法律标准。从司法实践角度而言，对于债券的公开发行及其注册监管、债券承销资格要求、债券投资者保护机制等问题，仍需推动具体制度机制的顺畅衔接。

二是上市公司退市叠加证券欺诈引发索赔案件。在市场良性竞争与动态优化下，上市公司常态化退市新局面加速形成。这些退市或可能退市的公司，不乏涉及财务造假或其他信息披露违法行为，未来可能出现越来越多的针对退市公司的证券

虚假陈述民事赔偿诉讼。

三是大股东违规减持可能引发证券欺诈索赔。随着《上市公司股东减持股份管理暂行办法》等新的部门规章的陆续颁布施行，减持规则体系得到进一步的完善和优化。鉴于特定股东减持行为也会触发信息披露义务，而大股东暗中违规绕道减持，或者通过其他方式违规减持，可能会同时违反信息披露义务。一旦其信息披露违规行为导致投资者在相关交易中产生损失，则存在产生相关民事赔偿诉讼的可能。

四是内幕交易与操纵市场的民事索赔逐渐增多。证券市场内幕交易和操纵市场行为参与主体复杂、交易方式多样、隐蔽性强。随着证券市场法治化进程推进，投资者维权意识的增强，与内幕交易和操纵市场行为相关的民事责任认定规则将逐步建立和完善，可能出现更多相关案件。

司法案件与金融改革的高度关联性，需要我们不断深入研究市场基础制度重大改革中的新情况、新问题，依法维护投资者的权益，营造公开、公平、公正的市场秩序和法治环境。

第三部分

证券纠纷审理实践与思考

03

北京金融法院证券纠纷审判白皮书

北京金融法院在审理证券纠纷案件中，始终坚持金融司法的政治性、人民性，围绕注册制改革强化专业训练，以防风险、促发展为主线，规范证券发行和交易行为，保护投资者的合法权益，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进社会主义市场经济的发展，积极发挥司法裁判对证券市场的规范引导作用，促进政治效果、社会效果和法律效果的有机统一。

（一）合理认定特定情形下取得的股票与虚假陈述行为之间的交易因果关系

第一，关于股份登记与虚假陈述行为之间的交易因果关系认定问题。如果投资者通过新股申购在发行人上市之前取得股份登记，被告可能认为投资者买入的股票与虚假陈述行为之间无因果关系。对此我们认为，在新股发行的情况下，需要根据披露的信息进行发行询价从而确定发行价格，参与新股申购的投资者根据价格进行投资。在此过程中，需要根据发行人是否实施了虚假陈述，新股申购是否在虚假陈述实施日之后、揭露日之前实施，且新股申购的原告是否受虚假陈述行为影响等因素具体判断是否存在交易因果关系。

第二，关于股权激励获得股票与虚假陈述行为之间的交易因果关系认定问题。通过股权激励获得股票者为发行人的管理人员或核心技术人员。其一，从股票取得方式而言，该部分投资者通过公司的激励机制获得股票与完全通过证券交易场所的证券发行和证券交易买入股票并不相同。其二，从信息披露而言，股票期权的激励对象一般都是高级管理人员与核心技术人员，他们较一般投资者实际上更有可能接触到公司内部真实信息。其三，通过股票期权进行股权激励，行权价格或行权价格的确定方法、行权条件等均已确定。激励对象获得股权时并不依赖于当时的市场信息，而是根据事先的激励计划。其四，从交易条件来看，股权

激励计划下限制性股票的交易需要满足特定条件，如须在持有了一定期限后方能出售或转让的股票。因此，对于激励对象的权益行使是否受到虚假陈述行为的影响可以从上述四个方面进行判断。

（二）合理认定特殊交易安排下转让的股票与虚假陈述行为之间的损失因果关系

损失因果关系的认定直接关系到投资者能否获得赔偿以及赔偿金额。投资者认购股票时存在特殊交易安排的情形下，对损失交易因果关系的认定值得探讨。其一，区分特殊交易安排的情形。例如，投资者购买股票时已约定将通过回购或转让方式卖出案涉股票的情形。其二，证券市场的价格是否会对投资者的决策行为产生影响。诱多型虚假陈述行为会导致投资者“高买低卖”或者“高买而低价持有”，给投资者造成的损失是买入股票价格与实际卖出股票价格之间的差额；而诱空型虚假陈述行为会导致投资者“低价抛售”或者“放弃长期持有”，给投资者造成的损失是其卖出股票价格与股票真实价格之间的差额。不论是诱多型虚假陈述还是诱空型虚假陈述，其隐含的前提在于投资者的买入价格和卖出价格根据市场定价形成。其三，投资者出让股票的方式、转让价格是否通过证券交易市场发生和确定。若投资者选择的回购方式、转让价格并非通过证券交易市场而发生和确定，而是通过证券交易市场之外的合意转让行为，则虚假陈述行为无影响其股票价格的途径和可能性。我们可以认定该转让条件与发行人是否存在虚假陈述行为没有关联，转让价格亦不受到虚假陈述行为的任何影响。因此，无论其转让后是否存在损失，均与虚假陈述行为之间没有损失因果关系。

（三）合理认定发行人之外相关主体的责任承担

发行人之外的实际控制人、控股股东、董监高以及中介机构等责任主体适用过错推定责任，需由相应被告就不存在过错进行举证。在实践中，关于相关责任主体是否存在过错以及各自的责任范围是案件的核心争议焦点之一。证券虚假陈述责任纠纷中，需要根据各被告的不同情况针对性地确定具体的民事责任。结合个案情况，对于发行人的控股股东、实际控制人等“首恶”，组织、指使发行人实施虚假陈述，致使原告在证券交易中遭受损失的，应当赔偿投资者损失。对于发行人的其他董监高，综合其岗位、职责、参与情况、过错程度等因素，认定其应当承担的责任。对于中介机构，根据中介机构出具的文件中涉及的虚假陈述行为以及其工作范围和专业领域，认定其过错及责任承担比例。

（四）债券虚假陈述责任纠纷案件中对投资差额损失的确定

民事责任追究是强化债券发行人信用约束的重要手段，法院在涉及债券的证券虚假陈述责任纠纷中充分发挥审判职能作用，严格落实债券发行人及其相关人员的债券兑付和信息披露责任，依法打击公司控股股东、实际控制人随意支配发行人资产，甚至恶意转移资产等“逃废债”的行为，积极推动债券市场的健康发展。对于债券违约案件，法院会根据法律规定和合同约定，依法确定发行人的违约责任；对于债券欺诈发行和虚假陈述侵权民事案件，法院则会根据债券持有人和债券投资者的实际损失确定发行人的赔偿责任，依法提高债券市场违法违规成本。

在涉及债券的证券虚假陈述案件中，投资损失的确定是非常重要的问题。实践中，有当事人认为，如果原告购买债券时并非按照票面价格买入，则在嗣后因被告欺诈行为而计算投资

损失时，应当以原告实际购买价格而非票面本息进行计算。我们认为，法院在审理此类案件中，要根据法律和行政法规规定的基本原理，对具有还本付息这一共同属性的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具适用相同的法律标准。2020年7月，最高人民法院印发的《债券纪要》第二十二条明确，债券欺诈发行和虚假陈述的损失确定应区分如下情况：在起诉日之前已经卖出债券，或者在起诉时虽然持有债券，但在一审判决作出前已经卖出的，本金损失按投资人购买该债券所支付的加权平均价格扣减持有该债券期间收取的本金偿付（如有），与卖出该债券的加权平均价格的差额计算，并可加计实际损失确定之日起至实际清偿之日止的利息；在一审判决作出前仍然持有该债券的，债券持有人请求发行人支付当期利息或者到期本息，并支付逾期利息、违约金、实现债权的合理费用的，人民法院应当予以支持。因此，我们认为，在债券欺诈发行和虚假陈述案件中，尤其是投资者在起诉时持有债券且在一审判决作出前仍未卖出的，其损失范围应包含到期本息、逾期利息、违约金、实现债权的合理费用。

第四部分

证券纠纷审判机制创新与思考

北京金融法院证券纠纷审判白皮书

04

证券纠纷案件的审理，通过依法保证证券市场公开、公平、公正，为证券市场提供固根本、稳预期、利长远的法治保障，在市场化、法治化轨道上有序保护投资者，这是证券市场工作的政治性、人民性的根本要求。北京金融法院积极探索与实践证券纠纷案件的审判机制，降低投资者的维权成本，提高审理效率，最大限度地保护投资者权益。

（一）探索实践“双轨双平台”证券纠纷解决机制

北京金融法院积极探索创新“双轨双平台”证券群体性纠纷解决机制，以代表人诉讼机制和示范判决机制为“双轨”，以代表人诉讼在线平台和示范案件管理平台为“双平台”。“双轨”运行集合了代表人诉讼机制和示范判决机制两项制度优势，在提起代表人诉讼后，对于不同意加入特别代表人诉讼或加入普通代表人诉讼后又想退出的投资者可以明示退出代表人诉讼案件，另行启动示范判决机制解决其纠纷，两种机制“双轨”并行；也可以相互转换实现“转轨”；还可以将代表人诉讼案件确定为示范案件，实现代表人诉讼机制与示范判决机制的“并轨”。“双平台”为北京金融法院研发上线的“代表人诉讼在线平台”和“示范判决服务平台”。代表人诉讼在线平台集公示公告、权利登记、代表人推选、退出代表人诉讼、调解协议草案的听证、案款发放等功能于一体；示范判决服务平台与北京市高级人民法院分调裁一体化平台对接，具备案件登记、多元调解、司法确认、出具调解书、示范案件信息查询等功能。

“双轨双平台”工作机制在低成本、高效率之下最大限度地维护了广大中小投资者的合法权益。例如，在国内迄今为止登记权利人数量最多的普通代表人诉讼中，北京金融法院运用上述机制实现了2600余人的线上一站式权利人登记，实现了2500余人的在线实时投票选定代表人。运用该机制，北京金融法院

成功调解某上市公司证券虚假陈述系列案件，该案件入选中国证监会投资者保护十大典型案例。

（二）探索实践“庭审百问”要素化审理模式

针对证券虚假陈述责任纠纷案件专业性强，审理周期普遍较长的问题，北京金融法院从全国各地法院近年办理的100余件典型案例中抽取提炼证券虚假陈述案件的通用审理要素，在征询30余名经验丰富的证券律师和专家学者意见，吸纳60余条建议的基础上，形成《证券虚假陈述责任纠纷审理要素指引》，推动“庭审百问”要素化审理模式落地。

该审理模式将证券虚假陈述责任纠纷争议的基本事实细化拆解为10个方面的审理事项，主要包括发行人情况调查、监管处理情况、虚假陈述行为及类型、“三日一价”确定、重大性判断、股票持有变更情况、交易因果关系、责任主体及过错、损失认定、关联案件和类案等。上述10个方面的事项共计包含100余项典型的审查要素，覆盖投资者、发行人、董监高、中介机构、供应商等10余类市场主体和证券虚假陈述责任纠纷事实查明的各方面。法院在案件受理后及时向当事人送达《要素问答表》和填表通知书，由当事人在庭审之前填写并签字确认。这就便利了合议庭和各方当事人围绕调查要素，梳理案件事实并精准归纳争议焦点，有的放矢地开展庭审调查和纠纷调解，在极大提升庭审效率的同时也为案件的高质量审理奠定了坚实的事实基础，有力地确保了案件的审理质量。

“庭审百问”要素化审理模式在过去一年多以来已适用于27件证券虚假陈述责任纠纷示范案件，惠及中小投资者超4000人，庭审时长平均缩短近50%。

（三）推动适用“多因子迁移同步对比法”计算投资损失

证券市场的复杂性决定了投资损失往往交织着市场风险、行业波动、企业经营状况等多重因素。如何科学、合理精准认定投资者损失一直是证券欺诈案件审理的重点和难点。在尊重当事人选择的基础上，结合个案情况，推动案件适用精准的损失计算方法。

“多因子迁移同步对比法”巧妙运用了金融学中的因子回归方程，引入了虚假陈述因素赔付率的概念来模拟存在和不存在虚假陈述行为两种不同情况时投资者的损益比例，据此计算投资者损失。此方法的核心在于通过构建理论模型，模拟两个平行情境：一是实际发生的包含虚假陈述行为的市场环境，二是假设不存在虚假陈述行为的理想市场环境。在这两个对比鲜明的场景下，分别估算投资者可能遭受的损失比例。基于计算得到的股票模拟收益率曲线和修正后股票模拟收益率曲线，结合投资者的交易记录，分别计算得到投资者在存在虚假陈述行为影响情况下“模拟损益比例”和不存在虚假陈述行为影响情况下的“修正后模拟损益比例”。通过这一精细的模拟与对比分析，依据公式【（模拟损益比例-修正后模拟损益比例）÷模拟损益比例×100%】计算得到投资者受虚假陈述行为因素影响产生的投资差额损失在名义投资差额损失中所占比例，即“虚假陈述因素赔付率”。

北京金融法院在审理顾某诉某科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案中，积极推动损失核定机构采用与北京大学光华管理学院共同研发的“多因子迁移同步对比法”对投资人的损失进行核算。根据该损失核算结果作出的一审判决，260余名投资者及被告当事人无一上诉，取得了良好的法律效果和社会效果。

第五部分

对证券市场法治化建设的建议 ——以参与主体为切入点

05

推动金融高质量发展、建设金融强国，要坚持法治和德治相结合，积极培育中国特色金融文化，促使证券市场各主体做到“五要五不要”：诚实守信，不逾越底线；以义取利，不唯利是图；稳健审慎，不急功近利；守正创新，不脱实向虚；依法合规，不胡作非为。为此，我们建议：

（一）发行人规范公司治理和内部控制，依法履行信息披露义务，积极履行社会责任

发行人需要全面履行社会责任，维护企业形象和声誉。发行人披露的信息是投资者作出价值判断和投资决策的前提。发行人做好信息披露工作是义务也是责任，更是底线。如实披露信息是资本市场健康发展的支撑。发行人的信息披露违法违规行为主要涉及未及时披露公司重大事项、业绩预测结果不准确或不及时、信息披露虚假或严重误导性陈述等，上述行为是资本市场“毒瘤”，严重损害投资者合法权益，危及资本市场的健康稳定发展。发行人完善治理结构和内控管理，强化底线要求，以提升透明度为目标，以投资者需求为导向，完善信息披露标准，优化披露内容，增强信息披露针对性和有效性。发行人要真实、准确、完整、及时、公平披露信息，要充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，并做到简明清晰、通俗易懂，从源头减少信息披露违法违规行为。即使是根据《证券法》（2019年修订）第八十四条进行的自愿信息披露，也并非不受任何约束的“自愿”，而是既要遵循公平披露的要求，也要遵循持续性和一致性的要求，不得选择性披露。

（二）中介机构要依法忠实履行“看门人”责任，助推证券市场健康发展

中介机构是资本市场的“看门人”，在保荐质量、会计审

中介机构是资本市场的“看门人”，在保荐质量、会计审计、合法审核、信用评级等方面发挥着专业把关的重要作用。这对于资本市场的诚信建设至关重要，也是保护投资者的重要一环。但实践中，还存在有的中介机构自身公司治理跟不上、专业能力跟不上，处理不好业务发展与维护品牌信誉的关系，履职尽责不到位。有个别中介机构甚至放弃操守和底线，沦为“放风者”和造假“帮凶”，形成的专业意见背离执业基本准则。建议证券公司在开展保荐、承销业务时，对于信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，应进行审慎尽职调查和独立判断，并有合理理由相信该部分内容与真实情况相符；对于信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，应进行审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除职业怀疑并形成合理信赖。

资信评级机构、律师事务所、资产评估机构、财务顾问等证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域。证券服务机构依赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见出具专业意见的，应对其所依赖的基础工作或者专业意见进行审慎核查和必要的调查、复核，排除职业怀疑并形成合理信赖。证券服务机构中的会计师事务所涉及财务事项的核查把关中发挥着重要作用，在展业中应严格遵循执业准则、规则确定的工作程序和核查手段并保持必要的职业谨慎。对于开展审计业务必须依赖的金融机构、发行人的供应商、客户等相关单位提供的证明文件，会计师事务所应当保持必要的职业谨慎。发现发行人有舞弊迹象的，应当及时提出警告并在审计业务报告中发表审慎的审计意见。

总之，证券服务机构应当进一步回归本源，勤勉尽责，不断提高专业服务水准，为市场把好关，助力提升上市公司信息披露质量。

（三）控股股东、实控人及董监高各尽其责，强化审慎履职

控股股东、实际控制人应当弘扬企业家精神，增强诚信守法意识，做诚信守法的表率，珍视自身的社会形象。控股股东、实际控制人在上市公司的经营发展过程中，根据《公司法》《证券法》及相关法律法规和公司章程行事，享有权利的同时也需履行相应的义务。实践中，不少影响恶劣的上市公司欺诈发行、财务造假等行为是由控股股东、实际控制人组织、指使发行人而实施，控股股东和实际控制人因此成为虚假陈述的“首恶”。随着《虚假陈述司法解释》（2022年修订）的颁布实施，司法实践对于追“首恶”的态度更加明晰，原告投资者可以起诉请求直接判令相关控股股东、实际控制人依照司法解释的规定赔偿损失。同时，发行人在证券欺诈索赔诉讼中承担责任后，也有权向负有责任的控股股东、实际控制人追偿实际支付的赔偿款、合理的律师费、诉讼费用等损失，以进一步压实组织、指使造假的控股股东和实际控制人责任。建议控股股东、实际控制人严格依照法律法规、相关规范性文件和公司章程规范行使权利，严格履行其做出的各项公开承诺，维护公司和全体股东的共同利益。

董监高人员作为公司业务执行者和事务管理者，在公司日常经营发展中发挥着举足轻重的作用。在发生因信息披露违法而产生的虚假陈述索赔中，董监高常常要与发行人承担连带责任。建议董监高严格遵守法律法规和职业道德要求，勤勉尽责、诚实守信、廉洁自律，维护上市公司独立性，切实保障上市公司和投资者的合法权益。在日常履职过程中，应注意固定并保存自己勤勉尽责的相关证据。一旦成为证券欺诈诉讼中的被告，董监高仅以其不从事日常经营管理、无相关职业背景和专业知识和相信发行人或者管理层提供的资料、相信证券服务机构出具的专业意见等理由主张其没有过错的，一般不会得到人民法院的支持。

（四）投资者树立理性投资理念，提高风险防范意识

金融产品的设计越来越复杂，从传统的股票、债券，到金融衍生品，再到各种金融科技的创新，投资者的选择越来越多，但风险也随之增加。投资者自身应理性看待市场波动和风险变化，加强自我管理和自我教育，提高风险防范意识。在投资理念上，普通投资者应强化自己的风险管理意识和理性投资观念，对没有业绩支持和基本面支持的证券保持足够的谨慎。在因发行人虚假陈述等原因导致证券投资损失进行民事索赔时，投资者应理性维权。在确定发行人存在虚假陈述行为的情况下，投资者也应考虑证券的市场价格受到多种因素的影响，相应地证券投资损失也受到多种因素的影响，而不一定是虚假陈述的单一原因所致。当证券虚假陈述赔偿案件的被告能够举证证明投资者的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场对特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的，法院会考虑上述因素酌情减轻甚至免除被告的责任。因此，投资者在证券虚假陈述民事索赔中应抱有合理预期，避免提出脱离因果关系的过高请求金额导致额外的诉讼费等诉讼成本。

金融机构应切实做好投资者风险评级、投资风险披露，做好投资者的适当性管理，将合适的产品推介给合适的投资者。

证券监管部门、投资者保护机构、行业协会等多方力量也正在积极推动投资者保护机制的发展。当合法权益受到侵害时，投资者除了向人民法院提起诉讼维护合法权益之外，还可以及时寻求监管部门、投资者保护机构、行业协会等其他力量的帮助，从而形成投资者保护的合力。

北京金融法院始终坚守初心，坚决落实习近平总书记关于金融工作的重要讲话精神，贯彻落实习近平法治思想，切实履行金融审判职能，为证券市场健康发展提供固根本、稳预期、利长远的法治保障。为持续服务保障国家金融战略实施、营造良好金融法治环境、促进经济健康发展砥砺奋进，贡献力量。

第六部分

证券纠纷典型案例

06

北京金融法院证券纠纷审判白皮书

本白皮书发布的典型案例，来自北京金融法院成立来审理的案件，案例一至六为股票虚假陈述责任纠纷案件，案例七、案例八为债券虚假陈述责任纠纷案件，案例九为证券登记、存管、结算纠纷案件，案例十为证券虚假陈述责任的管辖权案件。下文将予以详细介绍：

【案例一】未受行政处罚的上市公司仍应对信息披露违法行为承担侵权损害赔偿责任

——刘某诉某科技公司、陈某证券虚假陈述责任纠纷案

【基本案情】

原告刘某主张陈某作为上市公司某科技公司的实控人、控股股东，分别于2020年3月9日-3月20日期间、2020年5月12日两次减持某科技公司股票比例超过1%，某科技公司未能按照法律规定在2个交易日内披露前述两次减持事项，构成虚假陈述，且陈某因此受到监管部门行政处罚。某科技公司作为法定信息披露义务人，应当赔偿刘某因此虚假陈述造成的投资损失。某科技公司则认为，第一，陈某作为实控人、控股股东未能及时向上市公司披露其本人的减持行为，公司本身不存在过错且未受到行政处罚；第二，5月的股份变动系被动减持，且已于当年8月被相关部门撤销变更登记，不构成虚假陈述行为。故某科技公司不应承担赔偿责任。

【裁判理由及结果】

北京金融法院经审理认为：首先，陈某作为某科技公司的实控人、控股股东，两次减持该公司股份超过1%，未按《证券法》第八十条的规定及时通知上市公司，以致上市公司未予及时披露，

构成重大遗漏型虚假陈述。虽5月的股份变动于8月被撤销，但重大遗漏型虚假陈述关注的是在应当披露的时点未按照法律规定的方式方法进行披露，与披露内容是否实际发生、事后如何变化并无关联。且虚假陈述对证券市场的影响在其实施及被揭露时已经形成，并不会因为股份变动被撤销而恢复至未发生影响的状态，故该行为同样构成重大遗漏型虚假陈述。其次，根据《证券法》相关规定，“持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人持有股份或者控制公司的情况发生较大变化”属于可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告。据此，上市公司应为当然的信息披露义务人。该公司《信息披露管理制度》亦规定公司应当关注本公司股票及其衍生品种的交易情况，及时向有关方面了解真实情况，并按照上市规则的规定和交易所的要求及时就相关情况作出公告。即使陈某未能及时将股份变动情况主动告知，某科技公司亦应当通过其他适当途径了解相关情况并依法履行信息披露义务。某科技公司未在陈某超比例减持股票后2个交易日内进行披露，其行为是对上市公司信息披露“及时性”要求的违背，对虚假陈述行为存在过错。

北京金融法院判决：某科技公司赔偿刘某因虚假陈述造成的投资损失，陈某承担连带赔偿责任。宣判后，某科技公司和刘某不服一审判决向北京市高级人民法院提起上诉，二审法院判决：驳回上诉，维持原判。

【典型意义】

本案判决明确了上市公司（发行人）是信息披露义务人，判令其在未被监管部门行政处罚情况下仍应承担虚假陈述赔偿责任，引导上市公司通过健全公司治理、完善信息披露制度等方式

加强对控股股东、实际控制人、董监高行为的内部监管，保护资本市场中小投资者的合法权益，助力资本市场高质量发展。本案判决与《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10号）关于进一步压实发行人第一责任、引导上市公司完善信息披露和公司治理、确保监管“长牙带刺”、有棱有角的政策精神一致，有利于推动资本市场法治建设，形成促进资本市场高质量发展的合力。

【案例二】上市公司发生可能对股价产生较大影响的重大事件应当及时披露，不得以定期报告代替临时报告

——彭某诉某控股公司证券虚假陈述责任纠纷案

【基本案情】

2018年9月27日，某控股公司发布《关于收到中国证监会调查通知书的公告》，称其因涉嫌信息披露违法违规，收到原中国证券监督管理委员会《调查通知书》。2019年12月25日晚，该控股公司发布《公告》，称其因涉嫌信息披露违法违规，根据《证券法》的有关规定，中国证监会决定对公司进行立案调查。2019年10月17日，该控股公司收到中国证监会湖北监管局下发的《行政处罚和市场禁入事先告知书》。2019年12月24日，该控股公司收到中国证监会湖北监管局下发的《行政处罚决定书》，该控股公司实际控制人韦某收到中国证监会湖北监管局下发的《市场禁入决定书》。2019年12月25日，中国证监会湖北证监局在其官方网站公布《行政处罚决定书》，载明：该控股公司存在19项关联交易事项应当及时披露，未及时披露；该控股公司未在2017年年度报告中披露为关联方担保的关联交易。彭某购买股票的时间在该控股公司虚假陈述实施日之后、揭露日之前，产生了投资亏损，其诉至法院要求控股公司承担赔偿责任。

【裁判理由及结果】

北京金融法院经审理认为，根据《证券法》规定，信息披露义务人披露的信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。《证券法》规定，发生可能对上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司的股票交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。该“重大事件”包括公司订立重要合同、提供重大担保或者从事关联交易，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响的事件。依据《上市公司信息披露办法》，本案中某控股公司为其关联方提供担保的事项以及拆借资金给关联方使用的行为，构成关联交易；上述交易金额已达到《深圳证券交易所股票上市规则》规定的应当及时披露的标准，但某控股公司未在规定时限内及时披露，构成信息披露违法。

本案中，某控股公司抗辩，信息披露违法实施日的认定应以2017年年报披露时间为依据，而不以临时报告应披露时间为依据。对此，法院认为，上市公司作为信息披露义务人应当及时依法履行信息披露义务，其中应公开的信息披露文件不仅包括定期报告，同时应包括临时报告等其他应当及时向公众披露的内容，且不得以定期报告形式代替应当履行的临时报告义务。某控股公司作为信息披露义务人，应及时披露与关联方之间的关联交易，但是其对于应当披露的信息未予及时披露，构成证券虚假陈述。

北京金融法院判决：被告某控股公司向彭某支付相应赔偿款。后被告某控股公司不服一审判决向北京市高级人民法院提起上诉，二审法院判决：驳回上诉，维持原判。

【典型意义】

上市公司信息披露是连接上市公司与投资者重要的环节，是投资者进行基本面分析的重要信息来源和投资决策的重要依据。信息披露义务的时间，包括证券发行时的信息披露和证券发行后的持续信息披露；持续信息披露包括定期信息披露（年度报告、中期报告）和公司遇到重大事件时的临时信息披露。在证券交易中，有关上市公司发生重大变化的信息，会对股票交易价格产生影响，甚至会引起股票价格的大幅度波动。为了使所有的投资者都能够及时平等地了解公司的有关信息，保证公平、公正、公开原则的实现，防止投资者因不能公平地获悉该重大事件，从而造成证券交易中的不公平。《证券法》规定，当发生可能对公司股票交易价格产生较大影响的重大事件，并且投资者尚未得知时，公司应当报送临时报告。临时报告具有以下特点：一是及时性、公平性要求更高。二是对短期投资影响更大。

【案例三】发行人实际控制人操纵的隐形担保虚假陈述中的中介机构责任认定

——岳某诉某证券公司、某会计师事务所等证券虚假陈述责任纠纷案

【基本案情】

原告岳某购买了某上市公司股票，后发现该上市公司存在对外担保事项未披露的情况，且担保金额巨大，证监会及证券交易所均就上述行为针对发行人和实际控制人作出《行政处罚决定书》和《纪律处分决定书》。原告将发行人及会计师事务所、证券公司一并诉至法院，要求各被告承担连带赔偿责任，法院最终支持了原告要求发行人赔偿损失的诉讼请求，驳回了其对会计师事务所、证券公司的诉讼请求。

【裁判理由及结果】

北京金融法院经审理认为，根据证监会及证券交易所作出

的《行政处罚决定书》和《纪律处分决定书》中载明的内容，可以认定公司实际控制人作为公司主要负责人，同时负责公司经营管理和重大事项决策，主导了公司为自己控制的其他企业违规提供担保，实际控制人亦承认其作出违规担保后未及时通知公司及管理层人员，案涉虚假陈述行为具有较强的隐蔽性。通过会计师事务所提交的证据来看，在对发行人虚假陈述所涉各笔交易的审计过程中，会计师事务所进行了必要的查验、函证等程序，并无违反审计准则的行为。在其已保持必要的职业谨慎的情况下，未发现发行人的上述违法事实，应认定其不存在故意或重大过失；证券公司承担的持续督导职责是指在事前或事后对上市公司发布信息披露文件进行审阅，发现问题督促上市公司及时纠正，根据现有证据无法认定证券公司在履行持续督导过程中存在故意或重大过失，故未判决其承担责任。

北京金融法院判决：某上市公司向原告赔偿损失，驳回原告的其他诉讼请求。后被告某上市公司不服一审判决向北京市高级人民法院提起上诉，二审法院判决：驳回上诉，维持原判。

【典型意义】

本案系因上市公司对外提供担保事项未进行披露而引发的证券虚假陈述责任纠纷案件。上市公司所进行的虚假陈述行为属重大遗漏型虚假陈述，已经证监会及证券交易所《行政处罚决定书》和《纪律处分决定书》认定。根据监管机构认定的事实，上市公司的实际控制人操纵上市公司对外提供担保既未履行公司内部决议程序又未发布公告，直至上市公司因担保行为作为共同被告被诉至法院，上市公司披露诉讼情况方为人所知。该种类型的对外担保隐蔽性强，会计师通过常规审计手段难以获知。在此情况下，法院认为如会计师事务所、证券公司能够举证证明其已按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、行业执业规范规定的工作范围和程序要求开展工作，结合核查、验证工

作底稿，可以认定中介机构不存在过错，不应与发行人承担连带赔偿责任。

【案例四】投资人就标的股票存在特殊交易安排并进行违约救济后履行不能的损失与虚假陈述行为无损失因果关系

——谢某等诉某教育公司证券虚假陈述责任纠纷案 【基本案情】

某教育公司系新三板挂牌公司。2016年4月，谢某等三人认购了该公司定向增发的股票。其中，谢某与该公司实际控制人王某签订了《回购协议》，约定如该公司2018年底未能被上市公司并购，则王某按照年利率12%的标准，自认购款支付之日起计付溢价，回购谢某认购的股票。2018年底，另外两投资人也与王某签订《股份转让协议书》，将认购的全部股票溢价转让给王某。后谢某等三人依据上述协议分别提起仲裁或诉讼，均已取得胜诉裁判，但因王某缺乏清偿能力而未获完全执行。2019年3月，某教育公司被北京证监局立案调查，并于2021年12月受到行政处罚，认定其2015年年报、2016年年报存在虚增业务收入的违法事实。故谢某等三人诉至法院，主张某教育公司及相关中介机构赔偿因虚假陈述行为给其造成的损失。

【裁判理由及结果】

谢某等三人虽然已经根据协议安排获得了违约救济，但本案与相关合同纠纷案件的请求权基础不同，依据的法律事实不同，承担责任的主体亦不同，因此，其获得违约救济之后仍有权提起本案诉讼。但在三原告已经选择通过回购或转让方式卖出案涉股票的情形下，其持有股票的退出价格已经不受证券交易市场影响，故虚假陈述不会对其股票转让价格产生影响。换言之，如案涉诱多型虚假陈述给三原告造成损失，则应当是其受虚假陈述影响买入价格被高估的股票并且在虚假陈述被揭露后卖出或持有价

格重估后的股票存在差价损失，其隐含的前提在于三原告的买入价格和卖出价格系受市场定价形成，现三原告的股票出让方式和转让价格并非通过证券交易市场而发生，则虚假陈述不影响其股票价格。三原告已经选择的回购方式、转让价格均系在新三板市场之外的合意转让行为，该转让条件与某教育公司是否存在虚假陈述没有关联，转让价格亦不受到虚假陈述的任何影响。因此，无论其转让后是否存在损失，均与虚假陈述没有因果关系。实际上，三原告因股票回购或转让也不存在投资差额损失，不具备请求赔偿的事实基础。三原告转让股票的诉请已经获得生效法律文书支持，转让价格远高于认购款，收益率达年化12%或10%，因此，其转让案涉股票亦不存在投资差额损失。三原告在本案中主张的损失，实际是生效法律文书执行中因王某个人缺乏履行能力造成，该部分损失并非投资差额损失，也非因虚假陈述导致，因此三原告要求各被告赔偿损失，没有事实和法律依据。

北京金融法院判决：驳回三原告全部诉讼请求。后谢某等三人不服一审判决，向北京市高级人民法院提起上诉，二审法院判决：驳回上诉，维持原判。

【典型意义】

本案涉及三原告认购新三板定增股票存在特殊交易安排的情形下，选择违约救济之后能否主张侵权救济并获得赔偿的问题。本案在对案涉违约救济与侵权救济的请求权基础、法律事实和责任主体进行比较分析的基础上，认定三原告有权提起本案诉讼。在认定损失及损失因果关系时，通过分析证券虚假陈述责任纠纷的理论基础，明确指出投资者的损失是因虚假陈述影响了市场对股票的定价而产生，而三原告在存在特殊安排的情况下，已经选择以回购或合同转让的途径出让股票，并不受市场定价机制的影响，故不会受虚假陈述之影响，且投资者亦无实际损失。特别是三原告进行违约救济在先，再行主张侵权损失时，股票归属已

经发生变化，即便通过市场“二次出售”标的股票的价格会受到虚假陈述影响，亦已经阻断与虚假陈述的交易因果关系。其因违约救济履行不能的损失，系救济途径选择带来的风险，应当自行承担。本案涉及的法律适用问题较为新颖复杂，对同类案件具有一定的参考价值。

【案例五】涉股权激励计划证券虚假陈述纠纷中因果关系的认定

——关某等14人诉某科技公司等证券虚假陈述责任纠纷案

【基本案情】

2016年12月，某科技公司以股权激励的方式向包含关某、王某在内的12名公司核心员工授予总额为1100万股公司限制性股票，锁定期最短为12个月，最长为48个月。2017年1月，某科技公司发布股票发行认购公告。截止到2017年2月，关某、王某等按照发行认购公告全部缴足股票认购款。2019年8月，某科技公司发布《关于公司及相关责任人收到〈关于对某科技公司采取出具警示函措施的决定〉的公告》，称某科技公司因涉嫌信息披露违规，实际控制人违规资金占用而被监管部门出具警示函。关某、王某等据此认为某科技公司存在未履行信息披露义务的证券虚假陈述行为，导致投资后股价暴跌造成经济损失，故诉至北京金融法院，请求判令某科技公司承担证券虚假陈述的民事责任。另有2名投资者方某、吴某通过二级市场买入某科技公司股票，亦一并诉至北京金融法院，请求判令某科技公司承担赔偿责任，并要求时任高管李某和某会计师事务所承担连带责任。

某科技公司辩称，其是以签署协议的方式向其内部员工定向发行和认购股票，以此来进行股权激励。除方某、吴某外的其他原告均是某科技公司的董监高及公司核心员工，在购买涉案股票时应当知晓相关信息，某科技公司不应承担赔偿责任。

【裁判理由及结果】

北京金融法院经审理认为，关某等12人的投资决定与某科技公司虚假陈述行为之间不存在交易因果关系，某科技公司因此无需承担除方某、吴某外的其他12名原告的损失赔偿责任。

交易因果关系认定的核心在于判断原告投资决策是否基于对被告虚假陈述的合理信赖：第一，原告需证明其确实接收到了虚假陈述信息，并基于一般理性人的标准，有理由相信该信息为真。第二，该虚假陈述信息需对原告的投资决策产生了实际影响即原告是基于对该信息的信赖而作出了投资决策。本案中，某科技公司为鼓励和稳定对公司，未来发展具有核心作用的员工，通过职工代表大会认定包括案涉12名原告的员工为核心员工。某科技公司启动股权激励计划，与12名原告签订了《定向发行股份认购协议书》，12名原告作为核心员工取得某科技公司授予的一定额度的限制性股票，且在一定的期限内不受市场波动的影响。因此，本案除方某、吴某外的12名原告与其他通过二级市场买入持有股票的投资人不同。12名原告均系基于其核心员工或高管的特殊身份而非基于对公开信息的信赖而持有股票，其投资决定与虚假陈述行为之间不存在交易因果关系。同时，通过二级市场购买某科技公司股票的方某、吴某则具有交易因果关系。

北京金融法院判决：一、某科技公司于判决生效之日起十日内赔偿方某损失45730元、赔偿吴某56774.99元；二、李某就本判决第一项确定的款项向方某、吴某承担连带赔偿责任；三、驳回方某、吴某的其他诉讼请求；四、驳回关某等12人的全部诉讼请求。一审判决作出后，关某等10人向北京市高级人民法院提起上诉，二审判决：驳回上诉，维持原判。

【典型意义】

本案系北京金融法院首次认定上市公司高管或核心员工以股权激励等特定方式获得上市公司股票的，其投资损失与上市公司虚假陈述行为不具有交易因果关系。

通过本案的审理，法院明确界定了在股权激励下交易因果关系否定规则的适用。具体而言，当投资者基于特殊身份（如核心员工）通过股权激励之下的定向发行协议取得股票时，若其投资决策主要基于身份权益和股权激励计划而非建立在公开信息的合理信赖之上，则交易因果关系在此情形难以成立。本案进一步厘清了“合理信赖”的边界，明确证券虚假陈述案件中“合理信赖”的认定需结合投资者信息获取渠道与决策依据。对于通过股权激励或身份权益持有股票的投资者，其交易决策不受公开信息披露的直接影响，因此不成立交易因果关系。本案的判决同时也平衡了特殊投资者保护与市场公平，通过确立明确的审查标准，不仅可以有效地防止内部人员利用信息优势规避责任，同时避免将企业内部激励机制异化为投资者索赔通道，维护了证券市场交易秩序的稳定性和市场的健康发展奠定了坚实的法律基础。

【案例六】首次采用“多因子迁移同步对比法”精准核算投资者损失

——顾某某诉某科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案

【基本案情】

2017年至2019年，某科技股份有限公司先后为多家公司提供担保，并协议约定向某公司回购信托份额，支付转让价款最高可达56700万元。但其未按照《上市公司信息披露管理办法》规定，在相对应的年报中披露该重大事项，被中国证监会北京监管局给予警告，同时处以40万元罚款的行政处罚。上述信息披露后，某科技股份有限公司股价受影响产生波动。投资者就此诉至法院，要求某科技股份有限公司赔偿相应损失。

【裁判理由及结果】

北京金融法院经审理认为，对股价产生影响的因素包括证券市场风险、虚假陈述行为、上市公司自身经营情况等。经过综合比对和深度调研，北京金融法院委托损失核定机构对投资人损失进行核算，采用“多因子迁移同步对比法”，综合运用会计学原理、金融学模型、统计学方法，分别模拟投资者存在虚假陈述行为和不存在虚假陈述行为两种情形下发生损失的比例，达到间接计算虚假陈述因素赔付率的目的，更加科学、合理地核算投资者损失。

北京金融法院判决：被告某科技股份有限公司赔偿原告损失。一审判决作出后，各方当事人均未提起上诉，一审判决已生效。

【典型意义】

本案创新运用“多因子迁移同步对比法”进行损失核算，为证券虚假陈述案件当事人提供了新的损失核算选择，丰富了损失核定方法体系，充分融合会计学、金融学、统计学等专业理论与技术，确保核算结果的精确性与可靠性，为中小投资者维权提供更为可靠的技术支持。该方法的推广和应用将不仅使加害者承担其应负之责，也使受害者得到应有的补偿，有效平衡了投资者利益保护与市场参与主体责任之间的关系。案件判决结果得到200余名投资者及被告的一致认同，无一人上诉，充分实现了服判息诉的社会效果，也为未来市场主体进行更加精准的诉讼评估提供了借鉴。

【案例七】上市公司的诱空型虚假陈述行为与投资决定之间交易因果关系的认定

——薛某等60余名投资人诉某控股公司、刘某证券虚假陈述责任纠纷案

【基本案情】

2013年，某控股公司拟向特定对象非公开发行股票。时任某控股公司的实际控制人、董事长兼总经理的刘某实际控制他人认购了本次非公开发行的135万股某控股公司股票。2013年12月3日，某控股公司对外披露的公告书揭露“本次发行对象与公司之间不存在关联关系”，且该控股公司公布的2013年年度报告、2014年年度报告中均未提及刘某为该次非公开发行股票的实际发行对象，亦未将他人代刘某持有的持股数量和比例予以披露。2019年3月12日，中国证监会作出《行政处罚决定书》，认为某控股公司的上市公告书存在虚假记载，构成信息披露违法，刘某作为直接负责的主管人员，应负有相应的责任，故对某控股公司、刘某作出行政处罚，责令某控股公司改正、给予警告，并处以40万元的罚款，对刘某给予警告并处以20万元的罚款。投资人认为，其系基于信赖该控股公司的公告购买了该控股公司的股票，并造成了损失，该控股公司及刘某应对投资人的损失承担赔偿责任。

【裁判理由及结果】

北京金融法院经审理认为，该控股公司的虚假陈述行为与案涉投资人的投资行为不具有交易因果关系。证券虚假陈述行为与案涉投资人的投资行为不具有交易因果关系。证券虚假陈述作为一种侵权行为，无论是诱多型虚假陈述还是诱空型虚假陈述，均应以该行为与投资人的损失之间存在因果关系为虚假陈述主体承担赔偿责任的前提条件。在本案中，刘某的隐名增持行为，对于普通投资人而言一般属利好消息或者至少是中性消息。这样的消息没有被及时完整披露，可能会导致投资人卖出其持有的某

控股公司股票，但不会诱使投资人作出积极买入的投资决定。本案中，投资人主张的交易均是在某控股公司的虚假陈述行为实施之后即信息披露人隐瞒利好信息期间买入股票，交易方向与虚假陈述行为相反，故投资人的投资决定未受该隐瞒行为的影响。况且本案未有证据证明隐瞒他人代持的消息未被披露是导致公司股价下跌的主要因素。因此，法院难以确认案涉投资者的投资行为系善意信赖案涉虚假陈述行为而做出的理性投资决定。此外，从投资者首次购买某控股公司股票的时间看，其与虚假陈述行为时间相隔较远，也难以认定投资者的投资行为受到了虚假陈述行为的直接影响。

北京金融法院判决：驳回原告的全部诉讼请求。后原告不服一审判决向北京市高级人民法院提起上诉，二审法院判决：驳回上诉，维持原判。

【典型意义】

2022年1月22日，最高人民法院出台的《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》在“推定信赖”条款下增列诱空型虚假陈述情形，正式将诱空型虚假陈述纳入调整范围。在典型的诱空型虚假陈述中，当上市公司或其他信息披露义务人故意隐瞒正面信息或发布误导性信息，导致投资者在缺乏完整准确信息的情况下做出投资决策，如在利好消息未公开前买入股票，在利好消息被揭露后卖出或继续持有股票，其一般可以享受虚假陈述被揭露后股票上涨的红利。此时投资者因所投资的股票价格下跌而发生亏损，还有可能受国家宏观调控、公司自身重大决策等多种市场风险因素共同作用的结果，不能以此认定股价下跌与虚假陈述行为之间有必然联系。在该类案件中，判断是否存在交易因果关系的核心在于判断投资者的案涉交易行为是否系

因信赖虚假陈述行为而发生，若该行为并不会对投资者的投资决策产生实质影响，通常不会支持投资者的诉讼请求。该案中，投资者的交易方向与虚假陈述行为相反，故而认定投资者的投资决定与虚假陈述行为不具有交易因果关系。通过该案的审理，进一步明确法律责任边界，为处理类似案件提供了更加清晰的处理思路，对于维护证券市场的透明度和公正性具有重要意义。

【案例八】中期票据发行人四级并表子公司财务造假是否构成发行人的证券虚假陈述行为的认定

——某商业银行诉某证券公司、某会计师事务所等证券虚假陈述责任纠纷案

【基本案情】

原告某商业银行作为债券持有人，主张发行人某大型企业集团在全国银行间债券市场发行中期票据过程中，因发行人并表子公司存在严重的财务造假行为，影响发行人发行文件财务数据真实性，虚增利润总额10亿余元。债券主承销商、审计机构、评级机构、律师事务所未能履行勤勉尽责义务，出具的《审计报告》《法律意见书》《信用评级公告》等文件存在虚假记载。发行人未能依约兑付本息，且已进入破产重整程序，原告申报债权未能足额受偿，故原告就其在发行人破产重整程序中未能足额受偿部分的损失起诉要求主承销商、审计机构、评级机构、律师事务所承担连带赔偿责任。

【裁判理由及结果】

法院经审理认为，实施财务造假行为的系发行人的四级子公司，该子公司的财务造假行为因集团企业的合并报表操作间接地被吸收成为集团财务数据的一部分，造成的结果是发行人发行

人发行中期票据前披露的合并财务报表存在虚假记载，在性质上可以认定为债券发行中存在虚假陈述行为。但客观上真正实施财务造假行为的主体是发行人的四级子公司，该四级子公司的母公司（同时也是发行人的三级子公司）作为上市公司，已经因上述财务造假行为在另案中被投资者起诉证券虚假陈述索赔。而从发行人营业收入看，四级子公司财务差错的定量在集团整体财务体量中的占比很小；从披露的偿债保障措施来看，投资者因信赖其四级子公司已有营业收入和利润而投资发行人中期票据的充分性明显不足。因此，四级子公司的虚假陈述行为不足以影响专业投资者对于发行人偿债能力的整体判断，不具有重大性。

北京金融法院判决：驳回原告的全部诉讼请求。宣判后，各方当事人均未提起上诉，一审判决已生效。

【典型意义】

本案是银行间债券虚假陈述责任纠纷案件中，首例因不具备“重大性”要件而驳回原告诉讼请求的案件。银行间债券市场是我国规模最大的债券发行与交易市场，本案对银行间债券市场发行的非金融企业债务融资工具的虚假陈述行为，按照分类趋同的原则以及完善债券市场违法行为统一认定的机制进行审理。在重大性的认定方面充分考虑到债券信息披露和交易的特征，以是否实质影响投资者对发行人偿债能力为判断标准对虚假陈述行为的重大性进行科学认定，有助于统一债券市场虚假陈述案件的法律适用标准，准确定位中介机构“看门人”职责，促进证券市场健康稳定运行。

【案例九】按照港股通股息结算派发流程认定各方权利义务

——丁某诉某登记结算公司证券登记、存管、结算纠纷案

【基本案情】

丁某通过深市港股通共持有某非H股上市公司256 000股，该非H股上市公司于2022年7月15日派发股息红利。2022年7月18日，丁某收到股息红利款。丁某主张由于某登记结算公司作为港股通投资者股票的名义持有者，未向该非H股上市公司提供港股通投资者持股明细而导致错误代扣代缴10%的企业所得税，导致其损失2万余元。因此，丁某要求某登记结算公司向该非H股上市公司的税务机关提供相关材料，就错误代扣代缴10%的企业所得税进行退税；若无法退税，则由某登记结算公司承担赔偿责任。

【裁判理由及结果】

证券登记结算业务参与者应当遵守法律法规以及证券登记结算机构制定的业务规则。法院经审理认为，内地投资者通过港股通投资的股票登记在香港中央结算(代理人)有限公司名下，某登记结算公司不是该非H股上市公司的在册股东，其无权直接对联交所的上市公司行使股东权利。此外，现并无规定及约定要求某登记结算公司有向非H股上市公司发送股权登记日境内投资者明细和红利资金划款通知的义务。《内地与香港股票市场交易互联互通机制登记、存管、结算业务实施细则》第二十五条规定，中国结算办理现金红利派发业务，在收到香港结算上市公司派发业务，在收到香港结算上市公司派发的外币红利资金后三个港股通交易日内，进行换汇、清算、发放等业务处理。某登记结算公司按照规定已经完成了该非H股上市公司的股息红利款派发。因

此，丁某主张某登记结算公司赔偿因该非H股上市公司代扣代缴10%企业所得税造成的损失，缺乏事实和法律依据，不予支持。

北京金融法院判决：驳回原告丁某的全部诉讼请求。后丁某不服一审判决，向北京市高级人民法院提起上诉，二审法院判决：驳回上诉，维持原判。

【典型意义】

本案是内地投资者通过港股通持有非H股上市公司股票，因非H股上市公司代扣代缴企业10%所得税引发纠纷的案件。本案按照法律法规、港股通股息结算派发流程及相关业务规则认定各方权利义务，尊重市场交易规则，维持证券市场秩序。

【案例十】首次裁定对符合法定条件的在港上市境外公司证券欺诈诉讼具有管辖权

——李某诉某饮料公司等证券纠纷案

【基本案情】

某饮料公司的注册地在开曼群岛，是一家离岸公司，2007年在香港联合交易所上市。原告李某系该饮料公司的投资者，向北京金融法院诉称：某饮料公司于2017年至2018年期间，存在多笔违规贷款、未披露违规担保、未如实记载关联交易等行为违反了香港联合交易所的上市规则，致使上市公司无法复牌直至2021年3月被取消上市地位。广大投资人投资的股票无法交易，严重损害了投资人的合法权益，因此，要求该饮料公司及其高管承担赔偿责任。各被告在应诉期间提出管辖权异议，提出原告诉称的境外侵权行为均发生于2018年12月之前，《证券法》（2014年修订）并无域外适用制度。另外，各被告还提出《证券法》（2019

修订)第2条第4款的域外适用条款必须符合境外的证券发行、交易活动,扰乱境内市场秩序和损害境内投资者合法权益两项条件才可以适用。因本案案涉证券并没有扰乱我国国内市场秩序,因此内地法院对本案无管辖权。

【裁判理由及结果】

2024年7月,北京金融法院作出裁定,驳回被告的管辖权异议。各被告提起上诉,2024年10月,北京市高级人民法院维持管辖权裁定。根据生效的管辖权裁定,虽然案涉某饮料公司未依法披露等行为发生在2019年修订的证券法实施之前,但其对李某的影响即损害后果持续到2021年1月18日才最终显现,即延续到2019年修订的证券法实施后,因此本案可以适用2019年修订的证券法中关于证券法域外效力的规定。关于证券法域外效力的适用条件。“扰乱中华人民共和国境内市场秩序”与“损害境内投资者合法权益的”两种情形并非需要同时满足,满足其一就可以触发域外管辖。因此如果域外证券活动损害了我国境内投资者的合法权益,即使没有对境内市场秩序造成明显的扰乱,2019年修订的证券法也可以对该境外证券活动进行管辖。最终确定北京金融法院对本案有管辖权。

【典型意义】

本案系首例适用域外管辖条款确定内地法院具有管辖权的证券虚假陈述责任纠纷案件。本案依法裁定对在香港联合交易所上市的境外公司证券欺诈诉讼具有管辖权,明确《证券法》域外适用的触发标准。在符合法定条件的情况下,跨境投资者可以在内地法院对域外的被告提起诉讼,减少了跨境诉讼的复杂性和成本,方便投资者维护自身权益,切实保障跨境投资者的合法权益,维护其投资信心和利益。

【附件1】

有关名词说明

（供参考）

1. 上海证券交易所：简称“上交所”，1990年11月，经国务院授权，由中国人民银行批准建立的上海证券交易所正式成立，这是建国以来内地的第一家证券交易所。上交所是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理的法人。上交所现为“主板+科创板”格局。

2. 深圳证券交易所：简称“深交所”，成立于1990年12月1日，是经中华人民共和国国务院批准设立的全国性证券交易场所，是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理的法人，由中国证券监督管理委员会监督管理。深交所履行市场组织、市场监管和市场服务等职责。¹深交所现为“主板+创业板”格局。

3. 新三板：是指全国中小企业股份转让系统，简称全国股转系统。新三板是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，于2013年1月正式揭牌运营，内部设置创新层、基础层两个市场层次。²新三板是全国性的非上市股份有限公司股权交易平台，主要针对的是创新创业的中小微型企业，是代理转让的股票，不是上市公司股票。

4. 北京证券交易所：北京证券交易所简称北交所，于2021年9月3日注册成立，2021年11月15日开市交易，是经国务院批准设立的中国境内第三家证券交易场所，受中国证监会监督管理。北交所实行公司制运营，是全国中小企业股份转让系统有限责任公司，即新三板的全资子公司。北交所交易的是“专精特新”概念是上市公司股票。

¹ 深圳证券交易所官网

² 北京证券交易所官网

5. 新四板：即“区域性股权交易市场”，是由地方政府管理的、非公开发行证券的场所，是为特定区域内的企业提供股权、债券转让和融资服务的私募市场，是公司规范治理、进入资本市场的孵化器，也为股份公司股权转让提供交易场所。

6. 联交所：全称为“香港联合交易所有限公司”是香港交易及结算所有限公司（简称“港交所”）的全资附属公司，是香港唯一的证券交易所，负责运营香港的主板和创业板市场。港交所是世界主要的交易所集团之一，全球领先的新股融资中心，也是香港唯一的证券及衍生产品交易所和结算所营运机构。

7. 主板：主板包括上交所主板与深交所主板。主板突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。³

8. 科创板：在上海证券交易所设立的一个独立板块，面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求。优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。⁴

9. 创业板：在深圳证券交易所设立的一个独立板块。创业板深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。⁵

³ 参见《首次公开发行股票注册管理办法》第三条

⁴ 参见《首次公开发行股票注册管理办法》第三条

⁵ 参见《首次公开发行股票注册管理办法》第三条

10. A股：A股的正式名称是人民币普通股票，即由中国注册公司发行，在境内上市，以人民币标明面值，供境内（不包括港澳台地区）的个人和机构以人民币交易和认购的股票。A股市场主要集中在三大交易所，分别是上海证券交易所、深圳证券交易所，以及北京证券交易所。

11. B股：B股的正式名称是人民币特种股票，是以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在中国境内（上海、深圳）证券交易所上市交易的外资股。B股公司的注册地和上市地都在中国境内。

12. H股：注册地在内地、上市地在香港的股票。

13. 非H股：在香港上市公司中，除了H股以外的其他类型的股票。包括注册地在香港或海外的公司在香港上市的股票。

14. 港股通：港股通是内地投资者通过特定渠道交易港股的方式。投资者通过上交所或深交所设立的证券交易服务公司进行申报，实现买卖联交所上市股票的目的。

15. 陆股通：允许香港投资者通过香港经纪商，借助香港联合交易所在上海或深圳设立的证券交易服务公司，向上海或深圳证券交易所申报买卖规定范围内的股票。

16. 证券欺诈：通常指证券发行人、证券经营机构、证券登记结算机构等在证券发行、交易及其相关活动中，诱骗投资者买卖证券以及其他违背投资者真实意愿、损害投资者利益的行为。⁶

⁶ 《最高人民法院新民事案由规定理解与使用》【下】，第868页

17. 虚假陈述：信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的行为。⁷

18. 虚假记载：是指信息披露义务人披露的信息中对相关财务数据进行重大不实记载，或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述。⁸

19. 重大遗漏：是指信息披露义务人违反关于信息披露的规定，对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露。⁹

20. 误导性陈述：是指信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实，或者未及时披露相关更正、确认信息，致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性。¹⁰

21. 诱多型虚假陈述：通常表现为信息披露义务人违背事实真相，积极发布虚假重大利好信息，或者消极隐瞒真实重大利空信息，从而诱使投资者作出投资决定，买入相关证券。

22. 诱空型虚假陈述：通常表现为信息披露义务人积极披露虚假的重大利空信息，或者积极隐瞒重大利好信息，诱使投资者卖出相关证券。

⁷ 参见《中华人民共和国证券法》第八十五条

^{8 9 10} 参见《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》（法释〔2022〕2号）第四条

23. 三日一价：是证券虚假陈述责任纠纷案件中的重要概念，用于确定投资者因虚假陈述行为遭受损失的范围和金额。“三日一价”即证券虚假陈述的实施日、揭露日/更正日、基准日以及基准价格。

24. 虚假陈述实施日：是指信息披露义务人作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日。¹¹

25. 虚假陈述揭露日：是指虚假陈述在具有全国性影响的报刊、电台、电视台或监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站、行业知名的自媒体等媒体上，首次被公开揭露并为证券市场知悉之日。¹²

26. 虚假陈述更正日：是指信息披露义务人在证券交易场所网站或者符合监管部门规定条件的媒体上，自行更正虚假陈述之日。¹³

27. 投资差额损失计算的基准日：是指在虚假陈述揭露或更正后，为将原告应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内，确定损失计算的合理期间而规定的截止日期。¹⁴

28. 基准价格：虚假陈述揭露日或更正日起至基准日期间每个交易日收盘价的平均价格，为损失计算的基准价格。¹⁵

11 参见《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》（法释〔2022〕2号）第七条

12 参见《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》（法释〔2022〕2号）第八条

13 参见《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》（法释〔2022〕2号）第九条

14 参见《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》（法释〔2022〕2号）第二十六条

15 参见《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》

29. 普通代表人诉讼：投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，诉讼标的是同一种类，且当事人一方人数众多的，可以依法推选代表人进行诉讼。对按照前款规定提起的诉讼，可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生法律效力。¹⁶

30. 特别代表人诉讼：投资者保护机构受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记，但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。

对按照前款规定提起的诉讼，可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生法律效力。¹⁷

¹⁶ 参见《中华人民共和国证券法》第九十五条第一款及第二款

¹⁷ 参见《中华人民共和国证券法》第九十五条第三款

【附件2】

有关背景资料介绍

（供参考）

1. 中国特色金融文化的“五要五不要”

“五要五不要”是中国特色金融文化的核心要义，由习近平总书记在2024年1月16日的“省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式”上首次提出。

2024年9月2日，中国证券业协会修订发布《证券从业人员职业道德准则》，将“五要五不要”纳入准则，引导金融从业者积极践行“五要五不要”中国特色金融文化。

“五要五不要”要求金融从业者：要诚实守信，不逾越底线；要以义取利，不唯利是图；要稳健审慎，不急功近利；要守正创新，不脱实向虚；要依法合规，不胡作非为。

2. 金融工作的“八个坚持”

2023年10月召开的中央金融工作会议首次提出了金融工作的“八个坚持”，明确了中国特色金融发展之路的本质特征。

2024年1月，习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班上重申“八个坚持”，并强调其在金融强国建设中的重要性。

“八个坚持”：坚持党中央对金融工作的集中统一领导。坚持以人民为中心的价值取向。坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨。坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题。坚持在市场化法治化轨道上推进金融创新发展。坚持深化金融供给侧结构性改革。坚持统筹金融开放和安全。坚持稳中求进工作总基调。

3. 中国特色现代金融体系建立健全“六大体系”

为加快构建中国特色现代金融体系，习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班上提出建立健全“六大体系”。

建立健全“六大体系”：科学稳健的金融调控体系；结构合理的金融市场体系；分工协作的金融机构体系；完备有效的金融监管体系；多样化专业性的金融产品和服务体系；自主可控安全高效的金融基础设施体系。

4. 建设金融强国要具备“六个强大”核心要素

习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班上提出“六个强大”，明确了金融强国建设的关键核心要素，指明了我国建设金融强国的实践路径。

建设金融强国要具备“六个强大”核心要素：强大的货币；强大的中央银行；强大的金融机构；强大的国际金融中心；强大的金融监管；强大的金融人才队伍。

5. 金融“五篇大文章”

2023年10月，召开的中央金融工作会议上，首次提出了要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”。

2025年3月，国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，提出相关意见。

6. 注册制改革

2013年，党的十八届三中全会明确提出“推进股票发行注册制改革”。

2015年，“实施股票发行注册制改革”被写入政府工作报告。

2018年11月，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立科创板并试点注册制，注册制改革进入启动实施阶段。

2019年7月22日，科创板设立并试点注册制，注册制正式开启实施，成为注册制改革的“试验田”。

2021年11月15日，北京证券交易所揭牌开市，同步试点注册制，进一步拓展了注册制的试点范围。

2023年2月17日：证监会发布全面实行股票发行注册制的相关制度规则，自公布之日起施行，标志着中国资本市场全面进入注册制时代。

2023年全面实行股票发行注册制改革正式启动。

注册制以信息披露为核心，让市场在发行上市资源配置中发挥决定性作用，显著提升了资本市场的融资效率与资源配置功能，为企业发展注入强大动力。

7. “新国九条”

继2004年和2014年两次“国九条”之后，时隔十年，2024年4月12日，国务院再次出台资本市场指导性文件，印发了《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，作为中国资本市场发展的又一重要纲领性文件，旨在推动资本市场高质量发展。

2004年“国九条”，我国资本市场处于发展初期，股权分置问题突出，政策重点在于实施股权分置改革，完善现代资本市场体系。

2014年“国九条”，我国处于经济结构调整期，政策重点是推进股票发行注册制改革，发展多层次资本市场，促进经济转型升级。

2024年新“国九条”，在资本市场进一步深化改革的背景下，要求资本市场发展充分体现政治性与人民性，强调强监管、防风险，推动资本市场高质量发展，服务中国式现代化。

8. “1+N” 政策体系

是一种政策组合模式，根据不同领域的具体需求，通过一个核心政策文件（“1”）和多个配套政策文件（“N”）共同构成，旨在形成系统性、协同性的政策合力，推动相关领域的发展。在资本市场改革中，“1+N”政策体系以国务院印发的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，即以“新国九条”为核心，配套出台近50项制度规则，涵盖发行监管、上市公司监管、交易监管等多个方面，旨在推动资本市场高质量发展。

9. 金融助力民营经济

2023年11月27日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，明确金融服务民营企业的目标和重点，并提出支持民营经济的25条具体举措，持续加强民营企业金融服务。

10. 强监管、防风险推动资本市场高质量发展

2024年4月12日，国务院印发《国务院关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》，提出总体要求：以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届二中全会精神，贯彻新发展理念，紧紧围绕打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，坚持把资本市场的一般规律同中国国情市情相结合，坚守资本市场工作的政治性、人民性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，以完善资本市场基础制度为重点，更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局。