

从世行标准看中小投资者保护

孙宏涛 赵齐

“保护中小投资者”作为世界银行评估营商环境的十大指标之一，主要由信息披露程度、公司透明度指数、董事责任程度、股东权利指数、诉讼便利度、所有权和管理控制指数等六个子指标组成。2018 年世界银行对营商环境的评估中，中国排 78 位。其中，我国中小投资者保护领域仅得 48.33 分（排名第 119 位），不仅低于亚太平均水平，甚至远逊于同为金砖国家的印度（单项排名全球第 4 位）、巴西（第 43 位）、俄罗斯（第 51 位）。我国资本市场是以中小投资者为主的市场。截至 2018 年 4 月底，我国资本市场个人投资者已达 1.38 亿，其中 95% 以上为持股市值在 50 万元以下的中小投资者。因此，保护广大中小投资者的合法权益，直接关系到亿万人民群众的切身利益，关系到资本市场的健康稳定运行，同时加强中小投资者的保护也是提高我国营商环境质量的有效抓手。

提高信息披露质量和公司透明度

中小投资者保护程度的评估，首当其冲的标准便是信息披露程度和公司透明度指数，特别是上市公司的信息披露和公司透明尤为重要。上市公司信息披露是投资者了解公司经营状况的首要途径，现阶段公司信息披露的主要方式包括反映公司业绩的定期报告和某些可能给上市公司股票的市场价格产生较大影响的事件予以披露的临时报告。但是不同类型的投资者获取信息能力及途径的不同，同时上市公司向外界传递信息的过程中，各种“血缘”、“学缘”信息圈的存在，使得一部分人特别是中小投资者由于不能及时获得信息而导致获利减少或蒙受损失。随着我国上市公司规模的不断扩大，通过股市不公平的信息路径而获利或减亏的事件频发。信息披露若想质量高，应该着重提高披露信息的完整性、真实性、及时性，这样可以提高投资者以及其他利益相关者的预测精度，从而成为他们决策依据。

完善董事责任的追究路径

“董事责任程度指数”考察的是经济体中董事责任的大小，以及对董事问责的便利程度。世行标准中评价中小投资者保护时以关联交易中股东责任程度为例，从以下方面

- 中小投资者保护程度的评估，首当其冲的便是信息披露程度和公司透明度指数，特别是上市公司的信息披露和公司透明尤为重要。
- 在关联交易中，承担责任的相关股东可以基于公司决策机制及恶意利用保护条款规避责任。我国在法律规制方面应进一步完善相关制度，弥补法律漏洞，防止被恶意利用。
- 实践中公司大股东利用控股地位操控公司、滥用股东权利的事情屡禁不绝，因此对中小股东权利的保障还需进一步加强，不只是法律层面，也应当包含实践层面。

评估：

- 一、股东原告是否能够因交易给公司带来的损害，追究交易责任人的责任；
 - 二、股东原告是否能够因交易给公司带来的损害，追究批准主体（首席执行官、董事会成员或监事会成员）的责任；
 - 三、在股东原告成功地实现了权利要求的情况下，交易责任人是否要为给公司造成的损害负赔偿责任；
 - 四、在股东原告成功地实现了权利要求的情况下，交易责任人是否要退还从交易中获得的收益等。
- 针对以上标准，笔者认为最重要的莫过于第一点，因为第二、三、四点需要基于第一点得到肯定回答的基础上才能继而得出肯定回答。针对第一点，世界银行的调查结果中所反映的是，多数人认为基于《公司法》第 112 条规定了“经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的，该董事可以免除责任。”因而，即使董事会决议给公司造成损失，只要董事个人表明了异议并且被记录在案就可以免责。基于《公司法》第 112 条的规定，在关联交易中，承担责任的相关股东可以基于公司决策机制及恶意利用保护条款规避责任。因此，我国在法律规制在追究董事责任方面应当进一步完善相关制度，弥补法律漏洞，防止被恶意利用。

加强股东权利及对公司影响力

世行标准中，“股东权利指数及所有权和管理控制指数”反映了股权对公司决策的影响力，能够客观地度量某股东或某些股东对股份制公司的控制力。我国《公司法》第 104 条规定“股东出席股东大会会议，所持每

一股份有一表决权。但是，公司持有的本公司股份没有表决权。股东大会作出决议，必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是，股东大会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。”同时《公司法》第 121 条规定“上市公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额百分之三十的，应当由股东大会作出决议，并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。”另外，《上海证券交易所股票上市规则》9.3 条规定“上市公司发生的交易涉及的资产总额占上市公司最近一期经审计总资产的 50% 以上的，应当提交股东大会审议。”

但是在实践中，随着公司数量的快速增长，公司治理纠纷和股东权利纠纷案件逐年上升，在公司纠纷案件中占比超 60%，特别是一些公司大股东违反同股同权原则和股东权利不得滥用原则，排挤、压榨小股东，导致公司不分配利润，损害小股东利润分配权的现象时有发生，严重破坏了公司自治。因缺乏明确规定，一些股东权利被损害后，得不到有效的司法救济。尽管在法律层面上出台了一系列相关法律法规和司法解释，但实践中公司大股东利用控股地位操控公司、滥用股东权利的事情屡禁不绝，而小股东权利得不到保障，因此对中小股东权利的保障还需进一步加强，不只是法律制度层面，也应当包含实践层面。

提高股东诉讼便利程度

“股东诉讼便利度”是指股东实现其权

利救济的便利程度，这项指标既涉及实体法也涉及程序法内容，具体的衡量标准包括原告从被告和证人处获得任何文件的便利程度原告向公司追讨其法律费用的便利程度等问题。

根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》（法释〔2015〕5 号）第 112 条“书证在对方当事人控制之下的，承担举证证明责任的当事人可以在举证期限届满前书面申请人民法院责令对方当事人提交。申请理由成立的，人民法院应当责令对方当事人提交，因提交书证所产生的费用，由申请人负担。对方当事人无正当理由拒不提交的，人民法院可以认定申请人所主张的书证内容为真实。”根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定（四）》（法释〔2017〕16 号）第 26 条规定“股东依据公司法第一百五十一条第二款、第三款规定直接提起诉讼的案件，其诉讼请求部分或者全部得到人民法院支持的，公司应当承担股东因参加诉讼支付的合理费用。”也就是说，股东原告可以经申请，从被告和证人处获得对方控制下的文件。根据以上法律规定，可以看出我国法律对于原告从被告和证人处获得相关文件和追讨其法律费用的问题是有明确规定的。但是，在诉讼过程中原告股东不能在诉讼过程中向被告和证人查询任何文件，而且对于证券民事诉讼我国规定了前置程序，同时原告股东不能委托检查员调查交易状况，这些都影响到了股东诉讼的便利程度。

对于营商环境评估的指标是多种多样的，对于本文所提及的投资者保护指标也是多种多样的，正如世界银行在发布营商报告时所说：“的确不存在完美适用于各经济体的一套指标，但正如各国尽管存在诸多差异，但仍然能够在同一个足球场上比赛竞技那样，我们总能找到为全球普遍认可的营商环境评估体系。而且，各经济体的积极参与和有效反馈，能够帮助世行不断完善这一体系。”我相信不管是世界银行的标准还是其他标准在具体细节上有何差异，其目的都旨在推动区域经济和世界经济的发展，相信中国在未来中小投资者保护和营商环境的优化上必定能够获得全世界投资者的认可。

（孙宏涛系华东政法大学经济法学院副院长、教授；赵齐系华东政法大学研究生教育院硕士研究生）

维持转售价格的“新案件”与“旧问题”

丁茂中

值中国《反垄断法》实施十周年之际，上海法院在维持转售价格上又作出一起判决。在武汉市汉阳光明贸易有限责任公司诉上海韩泰轮胎销售有限公司纵向垄断协议、滥用市场支配地位纠纷案的判决中，上海知识产权法院重申了上海市高级人民法院在 2013 年审结的北京锐邦涌和科贸有限公司诉强生（上海）医疗器材有限公司、强生（中国）医疗器材有限公司纵向垄断协议纠纷案所明确的审理原则与分析方法。此消息一出，立马又引起反垄断法律界的广泛关注。这不仅使得反垄断执法机构与法院在维持转售价格上的适法分野问题重新回到反垄断法律界人士争论的焦点，而且使得法院系统内在维持转售价格上的适法分野问题被推向反垄断法律界人士讨论的高潮。

就反垄断执法机构与法院在维持转售价格上的适法分野问题而言，这确实存在。根据之前承担反垄断执法职责的国家发展和改革委员会及其授权的省级执法机构所查处的案件来看，例如茅台五粮液案、合生元等洋奶粉案、博士伦等镜片案、海尔案、美敦力案、vivo 手机案等，反垄断执法机构在违法认定上仅仅考虑了《反垄断法》的第十四条。该法律条文规

定，禁止经营者与交易相对人达成下列垄断协议：（一）固定向第三人转售商品的价格；（二）限定向第三人转售商品的最低价格；（三）国务院反垄断执法机构认定的其他垄断协议。这种做法在性质上类同于“本身违法原则”，即只要存在特定的行为，就直接推定属于违法。而根据上海法院审理的上述两个案件来看，它们在违法认定上不仅考虑了《反垄断法》的第十四条，而且考虑了《反垄断法》的第十三条第二款。该法律条文规定：本法所称垄断协议，是指排除、限制竞争的协议、决定或者其他协同行为。这种做法在性质上类同于“合理原则”，即不仅只看是否存在特定的行为，而且需要考虑该行为的影响。显而易见，反垄断执法机构与上海法院在维持转售价格上的法律认定是截然不同的。

就法院系统内在维持转售价格上的适法分野问题而言，这似乎到目前为止还不存在。尽管海南省高级人民法院在海南裕泰科技饲料有限公司诉海南省物价局一案的判决中明确指出：为实现反垄断法预防和制止垄断行为、维护消费者和社会公共利益等立法

目的，在无法条明确规定的情况下，不能得出反垄断执法机构所认定的纵向垄断协议必须以排除、限制竞争为构成要件这一结论；然而，这未必就可以说法院系统内在维持转售价格上开始出现了适法分野问题。非常明显，上海法院审理的两个案件是反垄断民事诉讼，而海南省高级人民法院审理的则是反垄断行政诉讼。在反垄断民事诉讼的审理中，法院可以就维持转售价格的构成要件进行最优探寻。但是在反垄断行政诉讼的审理中，法院在此则就有着很大的限制。当对一个行为的法律认定存在两种或者两种以上的选择时，法院在对反垄断执法机构的行政裁决进行司法审查时，法官不应当仅以自己的合理性判断去否定反垄断执法机构的合理性判断。否则，一方面，这必然会直接影响到反垄断执法机构的积极性和使命感；另一方面，这也必然会直接造成司法资源的不同程度浪费。如果反垄断执法机构作出的裁决过程合理，且得出的结论具有相对的逻辑性，那么法院原则上应该尊重反垄断执法机构的决定，即使反垄断执法机构的裁决与自己的判断并不一致。从严格意义上来讲，海南省高级人民法院在上述案件的判决中所作的表述只是基

于这种逻辑的必然结果。即便海南省高级人民法院在事实上对此也是秉持这种观点，除非是在同类的反垄断民事诉讼的判决中明确作出的表态，否则就难言法院系统内在维持转售价格上开始出现了适法分野问题。若硬是只从形式上进行论道，则姑且算是存在。

但是无论是反垄断执法机构与法院在维持转售价格上确实存在适法分野问题还是法院系统内在维持转售价格上尚不存在适法分野问题，它们都将问题的矛头指向《反垄断法》的立法。从浅层次来看，这是立法对维持转售价格在规制条款上的表述存在不明问题。从深层次来看，这是立法对维持转售价格在规制原则上的考虑存在不周问题。对于维持转售价格是否应当纳入《反垄断法》的规制范围以及如何进行规制，我国目前在此存在激烈的认识分歧，这也是维持转售价格出现适法分野问题的根源所在。根据《国务院 2015 年立法工作计划》的安排，《反垄断法》已经被提上修订研究日程。我们应当尽快采取措施对此进行加以完善，彻底解决维持转售价格的适法分野问题。

（作者系上海政法学院竞争法研究中心主任、副教授）