

## 证券市场投资者保护立法 评价体系研究

邢会强\*

**摘要:**通过建立指标体系,对包含我国在内的 12 个国家和地区的证券市场投资者保护立法进行比较可知,我国在股东权利和公司治理方面与其他国家和地区差距不大,但在公共执行和私人执行方面差距较大。这反映了我国大陆证券市场投资者保护立法存在两个方面的问题:一是法律不够精细;二是缺少实施机制。我国下一步立法工作的重心应该是健全法律的公共执行和私人执行机制,使法律的规定更加精密、细致、严谨。

**关键词:**投资者保护 证券法 立法评价 法与金融

1998 年, Rafael La Porta、Florencio Lopez - de - Silanes、Andrei Shleifer 与 Robert Vishny 四位美国经济学家(合称 LLSV)合作发表了一篇名为“法与金融”(Law and Finance)的论文,<sup>①</sup>采用 3 个一级指

\* 法学博士、中央财经大学法学院副教授。

① 1 La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 J. Pol. Econ. 1113 - 55 (1998).

标、17项二级指标<sup>②</sup>实证考察了49个国家和地区投资者保护立法、执法效率与法律起源的关系,分析了这些差异对公司所有权结构和金融发展的影响。其得出的结论是:对投资者的法律保护程度会影响一国证券市场的大小强弱;而不同法系渊源/法律传统下,对外部投资者的保护存在系统性差异;外部股东和债券持有人权益在普通法下得到的保护较好,而大陆法系国家(特别是法国法系国家)的法律对外部股东保护不力,很难形成强大的证券市场。这一学说在理论上两大突破:一是揭示了关于投资者保护的法律规则是可以量化测算的;二是指出关于投资者保护的规则在不同法系间有着系统性的不同。这不仅让LLSV在学术界名声鹊起,而且也对不少国家产生了巨大影响,许多国家还实行了学习普通法模式的法律改革,特别是转轨国家。世界银行也在其工作中将此作为推进某种法律制度的依据。<sup>③</sup>但是,该文存在的缺陷是,其数据来源仅是各国公司法、破产法中涉及投资者和债权人保护的条款,所选的指标过少,能否有效代表一国法律对投资者保护的水平值得商榷。此外,LLSV研究了49个国家和地区,由于样本过大,精确度不高。

沈艺峰、许年行等认为,LLSV的一系列论文只是横向比较了国与国之间在法律与融资上的差异,他们没有注意到一个国家的投资者法律保护本身是一个历史实践的发展过程,不同的投资者法律保护阶段,其投资者保护法律与融资行为存在显著的差异;为此,沈艺峰、许年行

---

<sup>②</sup> 这3个一级指标、17项二级指标分别是:(1)抗董事权指标(Anti-Director Rights Index)即股东法律保护指标有7项:即一股一票、通讯投票权、累积投票权、股东大会时无股票冻结、临时股东大会召集权、新股优先认购权、小股东保护机制(如衍生诉讼和异议股东股份回购请求权);(2)债权人法律保护指标有4项:自动停止、优先剩余资产追索权、重组批准权、重组经营权;(3)法律执行效率指标有6项:司法、法制、腐败、政府侵权风险、合同执行效率、会计标准。前两类一级指标的数据来源是各国公司法、破产法中涉及投资者和债权人保护的条款,第三类一级指标的数据来源是全球国家风险指引、商业国际集团、国际会计审计趋势、国际财务分析和研究中心等研究机构和国际组织的数据。

<sup>③</sup> 详见缪因知:“法律与证券市场关系研究的一项进路:LLSV理论及其批判”,载《北方法学》2010年第1期。

等从设定了与中小投资者法律保护有关的16项条款,<sup>④</sup>并据此实证检验了我国不同历史阶段中的中小投资者法律保护问题。结论表明,我国在中小投资者法律保护方面普遍较差,经历了一个从弱到强,逐步健全的历史实践过程。<sup>⑤</sup>但沈艺峰、许年行等的研究仅仅是纵比,没有横比,不能说明我国现在对投资者的保护水平与先进国家相比处于何种水平。

由于LLSV实证分析的49个国家和地区不包括中国大陆,为此,陈国进等以2006年实施的我国新公司法、证券法、破产法为数据来源,按照LLSV的赋值原则衡量了中国的法律环境处于何种水平。研究结论表明:中国的小股东法律保护水平只达到了中等新兴市场经济国家的水平。<sup>⑥</sup>但陈国进等人上述研究与LLSV的研究一样,存在指标过少的问题,并且,拿我国2006年的数据与别的国家和地区1998年之前的数据相比,存在“时差”问题。

客观衡量我国投资者保护立法的水平,对于指导我国下一步的证券立法工作具有重要意义。本文在借鉴以上研究方法的基础上,试图通过更加细化指标,更加新颖的数据,进一步展开对投资者保护立法的研究。

## 一、实证研究设计

为了更精确地反映我国投资者保护立法在世界各国处于何种水平,本文在指标设计上和样本上都力图弥补上述研究的不足,以期为我国下一步的证券立法工作提供理论依据。

<sup>④</sup> 即(1)股东权利,除了一股一票、“抗董事权”中的通信表决权、代理表决权、累积投票权、临时股东会召集权和股东起诉权外,还另外增加了重大事项(如分立、合并和解散等)的表决方式,共计7项条款。(2)其他制度与政策,主要包括信息披露制度、会计和审计制度、送配股政策、大股东和董事的诚信义务和忠实义务以及外部独立董事等9项条款。

<sup>⑤</sup> 沈艺峰、许年行、杨熠:“我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验”,载《经济研究》2004年第9期;陈炜、孔翔、许年行:“我国的法律制度能有效保护中小投资者利益吗?”,深圳证券交易所综合研究所,2005年8月26日,深证综研字第0113号。

<sup>⑥</sup> 陈国进、赵向琴、林辉:《法律制度与金融发展:中国经验与理论创新》,经济科学出版社2008年版,第37页。

### (一) 指标设计与赋分原则

应该说,法律上保护投资者的措施是很多的,如何选取这些指标不仅仅是一个技术问题,也是一个理念问题。例如,在新自由主义理念的指导下,美联储前主席格林斯潘曾说:“最好的投资者保护措施就是增长的经济和不断攀升的股市。”“政府干预往往会带来问题,而不能成为解决问题的手段。”<sup>①</sup>2005年,美国时任证监会主席考克斯说,美国证监会所有正在做的和应当做的,都要有助于形成和保持促进经济增长的环境;如果市场的问题没有自动爆发,就别去碰它。因此,根据新自由主义的理论,经济增长、资本形成是保护投资者的最好措施,那些放松管制、鼓励创新的措施也应该属于保护投资者的指标。但是,本文的研究假设是:在国家干预理论指导下的保护投资者的措施才属于保护投资者的指标,放松管制、放松监管等自由主义的措施不属于。

此外,保护投资者的措施可以分为间接保护和直接保护。对股东权利的法律规定,对董、监、高的限制等,公司治理等属于直接保护。而诸如放松管制、经济增长等措施,则属于间接保护。甚至可以说,整个公司法、证券法都是围绕着投资者保护而设计的,但我们不可能将所有国家的公司法、证券法的方方面面都做一个“比较研究”,而只能选取若干重要指标进行研究。因此,本研究在指标选取上,只取直接保护措施,而忽略间接保护措施。

本文的研究指标共有4项一级指标,37项二级指标,即(1)股东权利指标,下分10项二级指标;(2)公司治理指标,下分10项二级指标;(3)公共执行指标,下分8项二级指标;(4)私人执行或私人救济指标,下分9项二级指标。

股东权利指标和公司治理指标是投资者保护的法律基础,主要体现在各个国家和地区的公司法和公司治理准则、上市规则之中,因此,两者合计占了将近一半的指标。

证券监管机构的执法(公共执行)是投资保护的重要保障。在美国总统罗斯福签署1934年证券交易法时,帕克拉向罗斯福强调:“一部法律的好坏,关键取决于由谁来实施。”罗斯福也多次强调,除非证券

---

<sup>①</sup> 张路:《1934年美国证券交易法》,法律出版社2006年版,译序。

法中有牙齿(teeth in it),否则他不会满意,因此,美国成立了证券交易委员会(SEC),在“华尔街安排了一个警察”。<sup>⑧</sup> 哈佛大学法学院教授 Jackson 也认为,从世界范围来看,公共执行和私人执行至少是同等重要的。<sup>⑨</sup> 许成钢等学者甚至还认为,法律不完备,必须由执法者来弥补。<sup>⑩</sup> 因此,本文也选取了 8 项二级指标来衡量一个国家和地区对投资者的法律保护水平。

私人执行或私人救济是最后一道保障。美国最高法院在 40 年前曾指出:证券领域的私人执法行动是“美国证监会监管工作的必要补充”。<sup>⑪</sup> 日本学者田中英夫和竹内昭夫认为,私人对违反法律者提起诉讼,“从其机能上看,起到了临时代行行政机关履行责任的作用”。<sup>⑫</sup> “与单靠行政机关揭发违法行为和‘垄断’法律的实施体制相比,通过私人拓宽法实现的渠道更具有有效性和经济性”。<sup>⑬</sup> “在法律实施上如果让私人 与行政机关并行发挥其应有的作用,将会产生更好的效果,而且法律本身也是应当有这种期待。”<sup>⑭</sup> 以往,我们往往忽略民事诉讼对于证券市场的作用,片面地强调刑罚和行政执法。而美国的经验表明,私人执行或私人救济则是证券市场遏制不法行为的法宝,因此,本文在私人执行或私人救济方面选取了 9 项二级指标。

以上 37 项二级指标,原则上一项一分,但考虑到有的指标特别重要,因此赋予了 2 分或者 3 分,它们分别是:集团诉讼退出制 2 分,证券

⑧ 张路:《1934 年美国证券交易法》,法律出版社 2006 年版,译序。

⑨ Howell E. Jackson & Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource - Based Evidence*, February 22, 2008. [http://140.247.200.140/programs/olin-center/corporate\\_governance/papers/2008fall-Speakers\\_4-15\\_Jackson.pdf](http://140.247.200.140/programs/olin-center/corporate_governance/papers/2008fall-Speakers_4-15_Jackson.pdf). 2010 年 10 月 1 日访问。

⑩ 许成钢:“法律、执法与金融监管——介绍‘法律的不完备性’理论”,载《经济社会体制比较》2001 年第 5 期。

⑪ 张子学:“美国证监会监管失败的教训与启示”,载张育军、徐明主编:载《证券法苑》(第 1 卷),法律出版社 2009 年版,第 128 页。

⑫ [日]田中英夫、竹内昭夫:《私人在法实现中的作用》,李薇译,法律出版社 2006 年版,第 87 页。

⑬ [日]田中英夫、竹内昭夫:《私人在法实现中的作用》,李薇译,法律出版社 2006 年版,第 166 页。

⑭ [日]田中英夫、竹内昭夫:《私人在法实现中的作用》,李薇译,法律出版社 2006 年版,第 167 页。

监管机构的独立性3分。集团诉讼退出制是遏制证券违法行为最为有效的手段,集团诉讼加入制或代表人诉讼等在实践中已经证明其实效远远低于集团诉讼退出制,因此多赋予1分。证券监管机构的独立性亦极为重要,证券监管机构不独立,很可能沦为任期制下政府短期政策的工具,偏离投资者保护的目标,不利于证券市场的长期、稳定发展,因此赋予3分。除了这两项特别重要的指标外,其余35项指标一律一项一分。这样,37项指标总计40分。

由于很多公司治理结构、经济金融体制国别差异较大,很多制度措施只有个别国家才有,因此,任何一个国家即使投资者保护的立法工作做得再好,也不可能得满分,当然也不意味着如果得分在24分(总分40分的60%)以下就不及格,本研究仅仅是提供了国家和地区之间投资者保护立法的横向比较的一个工具而已。

## (二) 样本选择与数据来源

本研究选择了与我国有密切联系的或对我国立法影响较大的11个国家和地区作为比较,加上我国大陆地区,共12个样本。即美国,英国,德国,法国,日本,澳大利亚,加拿大,新加坡,韩国,我国的台湾地区、香港地区和大陆地区。其中,6个样本为英美法系,6个样本为大陆法系。因此,本研究属于“小样本”的深度研究,克服了LLSV的由于样本太大,数据收集比较粗糙的不足。

本课题的数据来源将更加详细,它不仅包括各个国家或地区的公司法、破产法,也包括一切与证券市场投资者保护之间相关的法律(如美国包括:商业公司法(修正示范文本)、特拉华州普通公司法、联邦民事诉讼程序规则、私人证券诉讼改革法、全国证券市场促进法、集团诉讼公平法、证券投资者保护法、1933年证券法、1934年证券交易法;英国包括:2009年银行法、2006年公司法、2005年公司法改革白皮书、2000年金融服务与市场法;德国包括证券交易法(2006年修订)、投资人示范诉讼法、企业完整与撤销权现代化法、金融市场促进法、德国公司治理法典、透明与公示法、企业监督与透明化法、股份法、商法典、管理层薪酬披露法、有价证券取得与收购法等;法国包括民法典、商法典、商事公司法、有限责任公司法、新经济规制法、经济创新法和金融安全法),还包括证券交易所的上市规则、自律机构的公司治理准则(如纽

约证券交易所公司治理准则、公司治理原则—商业圆桌会议、萨班斯—奥克斯利法案、公司董事会指南—美国法律协会商业法分部)。这些法律和规则,才是对于一个国家的投资者保护来讲,真正起作用的规则。并且,这些法律和规则都是最新的。

以上数据来源应该说比 LLSV 的数据来源要广,也更为详尽。在此特别声明的是,由于国内对个别国家或地区(如加拿大)的相关立法和规则研究不多,因此,可能存在数据收集不全的问题,这可能因此而“低估”了这些国家或地区的“投资者立法保护指数”。但由于笔者对国内的相关立法和规则比较熟悉,因此,“低估”我国大陆地区的可能性尽管也有,但也不会太大。

## 二、实证统计

根据以上指标体系,统计出投资者保护立法指数如表 1 所示。根据表 1,美国排在第一位,日本第二,韩国第三,英国第四,德国第五和我国台湾地区第六,中国大陆排在了最后一位。

表 1 投资者保护立法指数

一级指标	二级指标	英美法系					大陆法系						
		美国	英国	加拿大	澳大利亚	新加坡	香港地区	德国	法国	日本	韩国	台湾地区	中国大陆
股东权利 (共计 10 分)	一股一票原则或同类股同权	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	委托投票权、通讯表决权或电子表决	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	累积投票权	▲								▲	▲	▲	▲
	举手表决权		▲				▲						
	分类表决权	▲	▲			▲	▲		▲	▲	▲	▲	▲
	临时股东大会召集权	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	股东大会提案权	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	质询权	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	会计文件、账簿查阅权	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	优先股	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	

续表

一级指标	二级指标	英美法系					大陆法系						
		美国	英国	加拿大	澳大利亚	新加坡	香港地区	德国	法国	日本	韩国	台湾地区	中国大陆
本项得分		9	9	7	7	8	9	7	8	9	9	9	8
本项平均		8.25											
公司治理(共10分)	独立董事制度	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲		▲	▲	▲	▲
	建立隶属于董事会的审计委员会制度	▲	▲			▲	▲	▲		▲		▲	▲
	审计委员会应全部由独立董事组成	▲	▲			▲		▲		▲			
	董事自我交易回避表决制度	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	股东关联交易回避表决制度							▲	▲	▲	▲	▲	▲
	董监高个人赔偿制度	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	董事的忠实、注意义务	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	幕后董事制度	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲			▲		
	高管薪酬的披露义务	▲	▲		▲	▲	▲	▲	▲				▲
	财报不实, 返还业绩报酬	▲											
本项得分		9	8	5	6	8	7	9	5	7	6	6	7
本项平均		6.92											
公共执行(共10分)	证券监管机构独立性(3分)	▲	▲						▲	▲			
	公共机构代表投资人进行诉讼	▲	▲		▲					▲	▲	▲	
	专门的金融行政法庭	▲	▲										
	证券监管机构的调查权/处罚权	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	检举奖励制	▲										▲	
	罚款归投资者保护基金(吐脏基金)	▲											
	对违反股份锁定的股东, 命令其重新买入										▲		
	对守法者的奖励										▲		
本项得分		8	3	1	2	1	1	1	4	4	4	3	1
本项平均		2.75											



续表

一级指标	二级指标	英美法系					大陆法系						
		美国	英国	加拿大	澳大利亚	新加坡	香港地区	德国	法国	日本	韩国	台湾地区	中国大陆
私人执行(共10分)	股东代表诉讼	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	证券不公平交易起诉无前置	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	
	诉讼费优惠									▲		▲	
	集团诉讼退出制 2 分,加入制或没有 0 分;替代方案 1 分	▲		▲	▲			▲				▲	▲
	律师胜诉酬金制	▲		▲	▲								
	须赔偿律师费或诉讼费用补偿制度	▲	▲				▲	▲		▲	▲		
	董事罢免请求权暨法院可罢免董事	▲						▲	▲	▲			
	异议股东回购请求权	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	检查员/商业专家/特别审计师选任请求权		▲	▲			▲	▲	▲	▲	▲	▲	
	本项得分		8	5	7	6	3	5	7	5	7	7	5
本项平均		5.58											
合计(最高 40 分)		34	25	20	21	20	22	24	22	27	26	23	18
合计平均		23.5											
总排名		1	4	10	9	10	7	5	7	2	3	6	12
平均分		23.67					23.33						

### 三、分项分析

#### (一) 股东权利

在股东权利这一项一级指标中,各个国家或地区差异不大,都在 7~9 分之间,平均分值为 8.25 分。我国旧公司法本来在股东权利方面就规定得比较全面,2005 年修订公司法时又引入了累积投票权,加之中国证监会在分类投票制等方面有关规章的发布,使得我国的股东权利指标得分 8 分,接近平均分值。

我国在举手表决权、优先股 2 项指标方面没有得分。举手表决权起

源于英国,后被我国香港地区所承继。根据英国公司法,除细则<sup>⑤</sup>另有规定外,只能采用举手方式表决进行。细则通常准予最初表决采用举手方式,特别是对于常规事项,每个股东不管持股多少,都只有一票。<sup>⑥</sup> 国务院证券委和国家体改委于1994年发布的、体现了保护香港中小股东利益的《到境外上市公司章程必备条款》第66条规定:“除非下列人员在举手表决以前或者以后,要求以投票方式表决,股东大会以举手方式进行表决:(一)会议主席;(二)至少两名有表决权的股东或者有表决权的股东的代理人;(三)单独或者合并计算持有在该会议上有表决权的股份百分之十以上(含百分之十)的一个或者若干股东(包括股东代理人)。除非有人提出以投票方式表决,会议主席根据举手表决的结果,宣布提议通过情况,并将此记载在会议记录中,作为最终的依据,无须证明该会议通过的决议中支持或者反对的票数或者其比例。以投票方式表决的要求可以由提出者撤回。”但体现了保护我国大陆地区中小股东利益的《上市公司章程指引》却没有关于股东举手表决权的规定。

关于优先股,新《公司法》第35条规定:“股东按照实缴的出资比例分取红利;公司新增资本时,股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是,全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。”第43条规定:“股东会会议由股东按照出资比例行使表决权;但是,公司章程另有规定的除外。”股东可以协商约定不按照出资比例分取红利,也可以约定不按照出资比例行使表决权,这就意味着可以创设优先股。《公司法》第132条规定“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类股份,另行作出规定”。但国务院至今仍未规定。优先股条款中常见的优先分红权(Dividends Preference)、认购优先权(Premption Rights)、优先购买权(Right of First Offer)可以在我国目前的公司法框架下,模拟实现。但是优先清算权(Liquidation Preference)却无法实现,因为《公司法》第187条强制性地规定了清算后

---

<sup>⑤</sup> 在英国,注册公司的宪章有两个文件:章程和细则。章程含有公司要从事活动的最重要的规定。细则含有调整公司内部管理事务的规范,如董事任命、董事会权力、股东的类别权以及公司会议的召开。欲与公司进行交易的外部人关心章程,股东和董事等“内部人”关心细则。

<sup>⑥</sup> [英]丹尼斯·吉南:《公司法》,朱羿锳等译,法律出版社2005年版,第350页。

剩余财产的分配次序,“有限责任公司按照股东的出资比例分配(剩余财产),股份有限公司按照股东持有的股份比例分配(剩余财产),”公司法没有“优先股东”与“普通股东”之分,没有留下“优先股东”优先于“普通股东”分配剩余财产的约定空间。发改委等十部委于2005年11月15日联合发布的《创业投资企业管理暂行办法》第15条规定:“经与被投资企业签订投资协议,创业投资企业可以以股权和优先股、可转换优先股等准股权方式对未上市企业进行投资。”但此规定只是部门规章,还没有上升到“国务院的规定”的层面,而且也没有关于优先股的具体规定。更为重要的是,如果不修改《公司法》第187条,优先清算权就无法实现。没有优先清算权的优先股,是跛脚的优先股。因此,我国大陆地区在这一项上得分为0分。

## (二) 公司治理

在公司治理这项一级指标中,各个国家或地区都在5~9分之间,平均分值为6.92分。我国得分7分,略高于平均分。这说明了我国在推动公司治理方面所取得的成绩。

目前,各个国家和地区的公司治理结构有趋同化的趋势,本样本中的所有的大陆法系国家和地区都引入了英美法系的独立董事制度。董事的忠实义务和注意义务,董事自我交易回避表决制度、董事、监事、高级管理人员的个人赔偿制度等,几乎得到了普及。不同之处在于细节:例如,在董事会下辖的审计委员会中,应全部由独立董事组成还是由1/2以上的独立董事组成,美国、英国、新加坡、德国、日本等国规定应全部由独立董事组成,而我国大陆则规定由1/2以上的独立董事,并由独立董事担任召集人。<sup>⑩</sup>因此,我国在此项上没有得分。

美国的公司治理最为严格,尤其是其2002年7月的萨班斯—奥克斯利法案规定了设立上市公司会计检查委员会,禁止审计人员向公司提供非审计服务,以及管理者在财务报告不实的情况下返还业绩报酬等。

---

<sup>⑩</sup> 中国证监会发布的《上市公司治理准则》(证监发[2002]1号)第52条规定:“上市公司董事会可以按照股东大会的有关决议,设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会。专门委员会成员全部由董事组成,其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任召集人,审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士。”

根据该法,若 SEC 因公司公布的定期报告有重大违规,命令公司提交财会重述,首席执行官或首席财务官在违规报告发表之后的 12 月内获得的一切业绩报酬(包括奖金、认股选择权等)和买卖股票的收益都必须返还公司。这是对首席执行官、首席财务官的惩罚措施,本来奖金与股票期权都对他们履行义务的激励措施。但如果他们在定期报告上有重大违规,自然不能因违法行为而获利。这项指标只有美国有得分,美国的确是一个敢于在制度上不断进行创新的国家。

幕后董事或影子董事(shadow director)制度,起源于英国,亦即对于不居于董事地位而对于公司具有实质影响力,或者与董事具有相同控制力及信息接受度之人,在某些情况下,得将之视为董事,而课以如同董事之责任。根据英国判例法,是否为影子董事取决于案件的具体情况,但下面就是几个相关因素:(1)银行账户有其签名,和参加与银行人员的会谈;(2)该人为公司订购有关货物或服务;(3)以董事身份签署合同或信函;(4)出席董事会会议;(5)掌握公司的详尽信息。<sup>⑩</sup> 香港法律要求在当地注册成立之公司向公司注册管理部门提交公司董事和股东的资料,然后,有关部门会把该等资料存档,并且公开该等资料,以供公众人士查阅。某些投资者或经营者为了达到隐藏身份之目的,于是委任他人出任董事和股东一职,这样一来,只有被委任人士的资料会出现在公司的法定文件上面及公开供公众人士查阅。这类受委任人士就叫做代理股东和代理董事,也叫做代任股东和代任董事。就代理董事而言,双方会签署代理协议书,而且说明代理董事须按照公司真正拥有者(即幕后董事)之指示行事,因此公司真正拥有者的利益从而得到保障。当然,为了保障代理董事的利益,公司真正拥有者(即幕后董事)需签署一份保证不会令代理董事受损的担保书。<sup>⑪</sup> 1998 年修改的韩国商法,为了防范控股股东等地位的滥用,在第 401 条引进了英国、德国等国的事实上董事制度。韩国商法上业务执行指示人也是幕后董事制度,它包括如下三种:(1)业务执行指示人,是指利用自身对公司的影响力向董事指示业务执行的人;(2)无权代行人,是指用董事的名义直接执行业务的人;

<sup>⑩</sup> [英]丹尼斯·吉南:《公司法》,朱羿锟等译,法律出版社 2005 年版,第 357 页。

<sup>⑪</sup> 陈俐茹:“解析分立程序中公司高管的责任”,载《比较法研究》2006 年第 3 期。

(3) 表见董事,是指不是董事,但是使用名誉会长、会长、总经理、副经理、专务,其他被认为具有业务执行权限的名称而执行公司业务的人。<sup>②</sup>这种董事义务的扩张或类推适用也是防范控股股东滥用权利,保护股东利益的行之有效的法律制度。我国在此项上也没有得分。

### (三) 公共执行

在公共执行这项一级指标中,各个国家或地区差异较大,分值在1~8分之间,平均分值为2.75分。我国仅得1分,处于非常低的水平。

公共执行中最重要的是监管机构的独立性。证券监管机构独立于政府,能确保其政策的连续性、稳定性、独立性,不受政府的短期政策目标所左右,有利于股市的长期健康发展。最早创立监管机构独立性的国家是精于国家机构制度设计的美国。美国 SEC 隶属于国会,属于立法、行政、司法之外的“第四部门”。在 SEC 建立之初,1934 年《证券交易法》第 4 条就明确规定:“本法特此授权成立美国证券交易委员会。证券交易委员会由 5 名委员组成,委员由总统提名并报参议院同意。其中代表同一政党的委员不得超过 3 人,在任命委员时,应尽可能在人数上轮流任命不同政党的成员。……证券交易委员会委员任期 5 年,在任命并批准继任者之前可以续任,但该续任不得超过该固定任期届满时间,而且(1)在前任任期未届满时任命补缺的委员,应完成原前任所剩任期;(2)在本法颁布之日(即 1934 年 6 月 6 日)后首届委员的任期由总统在提名时指定,其中一名的任期为本法颁布之日(即 1934 年 6 月 6 日)后 1 年,一名为该日后 2 年,一名为该日后 3 年,一名为该日后 4 年,最后一名为该日后 5 年。”这样,通过任期交错及任期长于总统 1 年,减弱了政府(总统)对 SEC 的影响力,确保了 SEC 一定程度上的独立性。日本学习了美国。根据《金融再生委员会设置法》,日本“证券交易等监督委员会”由委员长和两名委员组成,委员长及委员,得到两议院的同意后,由首相任命。委员长或委员任期届满,或出现缺员时,若因国会休会或众议院被解散,无法取得两议院的同意时,首相可不受上述约束,直接任命委员长或委员。在此情况下,任命后,在最初的国会上,必须得到两议院

---

<sup>②</sup> 丁珍燮:“中韩股份有限公司董事的义务、责任与监督机制之比较”,载《法学杂志》2006 年第 6 期。

的事后承认。不能取得两议院的事后承认时,首相必须立即罢免该委员长或委员。法律规定,委员长及委员的身份受到法律保障,除法定情形外,委员长及委员在任期间非经本人同意,不得罢免。因此,日本的证券监管机构亦具有一定的独立性,因此得分为2分。英国金融服务局(FSA)的独立性不够。其最高权力机构是董事局,设主席1名,副主席1名,董事11名。主席由财政部长任命,主席和执行董事等从社会上选任,并非政府公务人员。金融服务与市场法要求董事局的大多数成员为非执行性成员(Non-executive Members),即这些成员不能同时担任FSA内部职能部门的职务。尽管有学者认为,该项要求的主要目的在于,不仅是确保董事局成员能够超然于日常事务之外,而且能够对职能部门行使独立、有效的监督职责。<sup>②</sup>但笔者认为其在人事上没有独立权,因此不得分。法国证券监管机构的独立性比美国还要强。1967年,法国证券交易委员会(COB)成立,其是以美国SEC为模型进行架构的。2003年,法国出台了《金融安全法》,将COB并入了新设立的金融市场管理局(AMF),AMF承继了COB的独立性,同时又具有独立的财政。AMF主要由2个地位平等且各自互相独立的机构组成:理事会和处罚委员会,两者各司其职。理事会由16个成员组成:1名主席,任期5年,不可连任;1名最高行政法院大法官,由最高行政法院副院长任命;1名最高法院法官,由最高法院第一院长任命;1名审计法院法官,由审计法院第一院长任命;法兰西银行代表1名,由法兰西银行行长任命;国家审计委员会主席;3名在金融、法律、公开集资及金融工具投资领域极富经验的专业人士,分别由参议院议长、国民议会议长以及经济与社会委员会主席任命;6名在金融、法律、公开集资及金融工具投资领域极富经验的专业人士,由经济财政部部长任命;职工股东代表,由经济财政部部长在征询过工会和代表协会的意见后任命。AMF中的政府特派员由经济财政部部长任命,其可列席AMF中所有的机构,但无表决权,在法令和最高行政法院有明确授权的情况下,其可以要求进行第二次审议,但涉及处罚决定的审议除外。处罚委员会由12个成员组成:2名最高行政法院大法

---

<sup>②</sup> 项剑、周平:“英国金融监管执法处罚体制述评”,载张育军、徐明主编:载《证券法苑》(第1卷),法律出版社2009年版,第328页。

官,由最高行政法院副院长任命;2名最高法院法官,由最高法院第一院长任命;6名在金融、法律、公开集资及金融工具投资领域极富经验的专业人士,由经济财政部部长任命;2名职工代表,来自于投资服务公司、集团投资机构管理公司、市场化企业、清算所、交货付款制度管理者等部门,由经济财政部部长在征询工会代表机构意见后任命。处罚委员会成员任期5年,可连任一次,主席由委员会成员在最高行政法院大法官和最高法院法官中投票选择。<sup>②</sup>因此,法国也得3分。反观我国,股市一度沦为国有企业的融资平台,股市成为“政策市”,这些现象说明了我国加强中国证监会独立性的必要性。

公共机构如能代表投资者起诉不法行为者,则无疑是在提供一项具有非常强的正外部性的公共物品。为此,美国1934年《证券交易法》第21条(d)(5)规定:“证券交易委员会在其依据证券法规定提起或发起的任何诉讼或程序中,证券交易委员会可寻求对投资者利益适当或必要的任何衡平救济,且联邦法院也可授予该等救济。在英国,根据金融服务与市场法第97条、第382条、第383条,英国金融服务局可以代表消费者向法院起诉要求违法违规者赔偿,甚至可以执行刑事检察官的部分职能,要求法院追究违法违规者的刑事责任,以及无需法院的诉讼程序,金融服务局即可命令被批准的公司给予赔偿。在澳大利亚,澳大利亚证券和投资者委员会(ASIC)可介入民事诉讼程序,代表受害人申请因他人不遵守与市场操纵、虚假陈述、内幕交易等有关的条款而遭受到的受害补偿申请。在韩国,1994年设立的投资人保护组织PSPD(People's solidarity for participatory democracy)即有权代表少数股东提起行政诉讼与公益诉讼。日本的Shareholder Ombudsman,通过会员费和其他渠道积累资金,代理中小股东发起集体诉讼,并代为支付诉讼费用。在我国台湾地区,证券投资及期货交易人保护机构可代表受害人对证券违法者提起集团诉讼。但在我国大陆地区,中小股东只能各自为战,自力救济了。

专门的金融法庭(院)对于保证公共执行的合法性和效果也非常重要,因为其可以提供非常专业化和及时的救济程序。“在发达国家里,法

---

<sup>②</sup> 柴瑞娟:“法国金融市场监管体制的历史流变及现状研究”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第1卷),法律出版社2010年版,第211页。

院——尤其是专门法庭——则越来越成为政府监管的替代手段。”<sup>②③</sup>美国 SEC 根据联邦行政程序法建立行政法官办公室 (the Office of Administrative Law Judges)。SEC 一旦决定以审理方式指控案件,SEC 有权或通过行政法官主持的行政审裁程序,对当事人施予行政制裁。20 世纪 90 年代以来,随着 SEC 自身执法手段的丰富,具有审理周期短、配备专业审理法官,又能提升 SEC 执法地位的行政审裁程序占了上风,成为适用最多的追诉机制。<sup>②④</sup> SEC 行政法官以及行政处理程序以其专业、高效的突出优点备受青睐。<sup>②⑤</sup> 在英国,为了制衡和规范 FSA 的权力,英国根据 2000 年金融服务和市场法成立了专门的“金融服务和市场法庭”(the Financial Services and Markets Tribunal, FSMT)。当法庭审理案件时,它不仅审查监管行为的合法性,也审查其合理性,以及 FSA 的监管行为是否存在主观武断、任意多变、滥用自由裁量权等问题。<sup>②⑥</sup> 法庭可以作出的判决类型有:(1)支持 FSA 的决定;(2)判令 FSA 不能采取一定的行动;(3)判令 FSA 在一定的时限内,作出不同的行动。法庭还可以对 FSA 提出关于监管法律实体与程序方面的建议。与美国证监会的行政法官类似,金融服务和市场法庭实际上是一个行政审判庭。它只处理被监管者与 FSA 之间的纠纷,且 FSA 永远是被告,被监管者是原告;金融服务和市场法庭也无权作出一方赔偿另一方损失的判决。但毫无疑问,这有利于促进 FSA 依法监管。我国台湾地区“证券交易法”第 181-1 条则规定,法院为审理违反本法之犯罪案件,得设立专业法庭或指定专人办理。我国大陆地区目前还没有类似于英、美的金融行政法庭,尽管上海等地成立了金融审判庭,但在全国范围内是否可以成立专门的金融法庭,法律没有规定。

---

<sup>②③</sup> [美]安德烈·施莱弗:“理解监管”,载吴敬琏主编:《比较》(第 16 辑),中信出版社 2005 年版,第 116 页。

<sup>②④</sup> James D. Cox & Randall S. Thomas with the Assistance of Dana Kiku, SEC Enforcement Heuristics: an Empirical Inquiry, Duke L. J., Nov., 2003. 转引洪艳蓉:“美国证券交易委员会行政执法机制研究:‘独立’、‘高效’与‘负责’”,载《比较法研究》2009 年第 1 期。

<sup>②⑤</sup> 郭雳:“美国证券执法中的行政法官制度”,载《行政法学研究》2008 年第 4 期。

<sup>②⑥</sup> 项剑、周平:“英国金融监管执法处罚体制述评”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第 1 卷),法律出版社 2009 年版,第 338 页。



实行检举奖励制也有助于公共执法。美国 1934 年证券交易法第 21A 条(e)规定：“不论本条(d)(1)款<sup>②</sup>如何规定，从本条项下由证券交易委员会或司法部长收回的罚款中，应将证券交易委员会认为适当的、不超过 10% 的款项付给导致有关处罚的信息提供人。根据本款做出的任何决定，本款是否支付、对谁支付以及支付多少等，均应完全由证券交易委员会酌情决定；但不得对任何有关监管机构、司法部或自律组织的会员、高管人员或员工进行上述支付。上述任何决定为终局决定，不受司法审查。”我国台湾地区“证券交易法”第 178 条规定，检举违反第 25 条之一案件因而查获者，应予奖励，其办法由主管机构定之。但在我国大陆地区的证券法等法律中，对此没有规定。

美国还创立了“吐赃基金”制度。一般来讲，一切罚没收入都应该上缴财政，但 2002 年萨班斯—奥克斯利法案第 308 条(a)却规定：“在 SEC 依照证券法第 3(a)(47) 条提起的任何行政或其他法律诉讼中，若 SEC 获得的判令要求违反该等法律或其项下规则或条例的任何人交出违法所得，或该等人士在任何该等诉讼的和解中同意交出该违法所得，且 SEC 也根据该法从该等人士获得了民事罚款，则经 SEC 提议或酌情决定，可以将该民事罚款的金额加入为补偿该违法受害人而设立的罚没非法所得基金并作为其组成部分。”也就是说，根据萨班斯—奥克斯利法案，对于证券违法行为，其罚没收入不再上缴财政，而是归入了“吐赃基金”。我们知道，证券违法行为具有“财产性”和“对称性”：证券违法者都是为了获取财产利益；只要有人因违法行为而获利，必定有人因违法行为而受到相应的损失。此时，如果罚没收入再上缴财政，那么，已经受

---

<sup>②</sup> 1934 年证券交易法第 21A 条(d)(1)款规定：“罚款上缴国库。本条项下的罚款应[出本条(e)款外]上缴美国国库，但 2002 年萨班斯—奥克斯利法案第 308 条另有规定的除外。”

到损害的投资者必定得不到补偿,证券市场势必也会因此而萎缩。<sup>②</sup>在我国就是这样,一切罚款上缴财政,违法行为人的所得并没有直接补偿给投资者。此外,财政每年还从股市拿走大量的税收,其数额远远多于财政对于证监会的拨款。<sup>③</sup>当越来越多的资金流出股市的时候,这就意味着这是一个下跌的股市、投资者难以赚钱的股市。<sup>④</sup>

韩国还创新了对违反股份锁定的股东,命令其重新买入的制度,以及对有功人员的奖励制度。韩国《KOSDAQ 市场上市规定》第 24 条规定,对于违反股份锁定要求的,交易所可以要求该法人或者最大股东采取重新买入等措施。但我国对于违规减持却束手无策。<sup>⑤</sup>韩国《上市公司信息披露规则》第 82 条规定,为提高公司治理结构的透明度和鼓励诚信披露,交易所对作出贡献的上市公司及其独立董事等该公司的高级管理人员进行表彰、奖赏。但我国的证监会和交易所却很少表扬遵纪守法

---

<sup>②</sup> 不但美国证券法上有“吐脏基金”制度,美国消费者保护法上也有。根据纽约市 1969 年制定的《消费者保护条例》,当商人等被认为多次、连续违反了本条例或基于本条例的规则时,本市的消费者问题局长可以以违法者为对象起诉,请求法院命令该违法者将因违法行为所得的一切金钱、财产、销售额上缴法院,法院将此金钱设立特别会计账户,作为一笔基金,可根据与违法者进行了交易的消费者所提起的申诉,支付实际损失额及请求返还时所需的费用。如果请求额超出了基金额,将按比例支付。参见[日]田中英夫、竹内昭夫:《私人在法实现中的作用》,李薇译,法律出版社 2006 年版,第 110 页。

<sup>③</sup> 中国证监会 2010 年收支预算总表显示,财政拨款仅 7 亿多元。但 2009 年,中国证监会仅对“股票黑嘴”汪建中一笔罚款就有 2.5 亿元。证券交易印花税收入即使是在市场低迷的 2009 年仍然高达 514 亿元。

<sup>④</sup> 中外股市存在三大定理,即“会有越来越多的公司上市”、“会有越来越多的资金入市”和“牛市总比熊市长”。这给我们的启迪是:第一,使越来越多的公司上市以扩大供给;第二,使越来越多的资金入市以扩大需求。(参见邢会强:“外国企业来我国上市的必要性及其法律准备”,载《中央财经大学学报》2007 年第 12 期。)但我国股市目前的状况是,只有越来越多的公司上市卖股票,却没有越来越多的资金入市买股票,再加上税收和手续费等中间费用的损失,造成了股指的萎靡不振。

<sup>⑤</sup> 根据上海证券交易所《上市公司董事、监事、高级管理人员、股东股份交易行为规范问答》,对于董事、监事、高级管理人员和持有公司 5% 以上股份的股东违规股份交易行为,上海证券交易所可根据其《上市规则》第 17.2 至 17.6 条、《上海证券交易所交易规则》第 6.5 条以及《上海证券交易所证券异常交易实时监控指引》等相关规定,对上述监管对象采取相应监管措施或给予通报批评、公开谴责、公开认定其三年以上不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员、限制账户交易等纪律处分。因此,在一些股东违规减持套现巨额资金的案例中,上海证券交易所所能采取的最为严厉的措施就是“限制账户交易”,但此时,违规者已经获取了巨额的利益。

者,消极的限制或禁止等手段运用得多,积极的鼓励或促进等手段运用得太少。

#### (四)私人执行

根据古典经济学的原理和前提假设,个人才是其利益最大化的计算者和保护者。因此,必须赋予投资者以诉权,并保障其顺利行使。这才是投资者保护的根所在。

在该项一级指标中,样本中各个国家或地区的得分在2~8分之间,差异较大,平均分为5.58分。我国大陆地区仅得2分,处于非常低的水平。这反映了我国在保障投资者的诉权方面的不力。

目前,样本中各个国家或地区在股东代表诉讼、异议股东回购请求权等方面,其立法中都有规定。其差异在于,我国对于投资者的诉讼,规定了行政处罚或刑事处理“前置程序”,而其他国家和地区没有。这正像一些律师分析的:广大投资者本来可以收回大量损失,现在却要等一纸行政处罚决定书生效后方可起诉,而那时,被告早就一文不值了。<sup>②</sup>

我国尽管通过修订公司法引入了股东代表诉讼制度,但相关规定则只有一条,即第152条,规定过于简单。而在此前,王保树等曾在其修改草案建议稿中专辟一节,在第168-172条比较详细地规定了股东代表诉讼的提起资格、前置条件、诉讼担保、结果、费用分担等事项,<sup>③</sup>但最后通过的公司法却力求简约,惜墨如金,对于很多保障、鼓励和促进措施不予规定。但在其他国家和地区,其保障、鼓励和促进措施却非常详细,非常注重立法的实效问题。例如,1993年,日本商法典将股东代表诉讼的标的作为非财产处理,诉讼费统一规定为8200日元。我国台湾地区有裁判费减免之规定。根据“证券投资人及期货交易人保护法”第35条的规定,证券投资人及期货交易人保护机构依第28条规定提起诉讼或上诉,其标的金额或价额超过1亿新台币的部分,得免缴裁判费。换言之,证券投资人及期货交易人保护机构之集团诉讼的每一案件裁判费上限,第一审将不超过新台币100万元。台湾学者认为,“这种优惠措施,将大

<sup>②</sup> 参见严义明:“我国投资者保护和现状”,载朱从玖主编:《投资者保护——国际经验与中国实践》,复旦大学出版社2002年版,第75页。

<sup>③</sup> 王保树主编:《中国公司法修改草案建议稿》,社会科学文献出版社2004年版,第217页。

大提高保护机构提起集团诉讼之诱因,诚为良制。”<sup>⑭</sup>在我国大陆证券市场上,一些控股股东或公司高管动辄侵占上市公司数亿元甚至数十亿元的财产。但依《诉讼费用交纳办法》,<sup>⑮</sup>该类案件是需要预缴案件受理费的,这对很多中小股东来说简直是一个天文数字。在中期公司一案中,小股东为了维护公司的利益而起诉,预缴的案件受理费高达 83 万元。幸亏两位原告财力雄厚,及时足额缴纳了案件受理费。鉴于此,有学者曾建议,我国应借鉴日本的立法经验,股东代表诉讼的案件受理费不宜以请求金额为准予以计算,而应类推按照非财产案件处理,即每件代表诉讼的案件受理费为 10 元至 50 元。<sup>⑯</sup>

此外,很多国家和地区还有代表诉讼费补偿制度。英国上诉法院在 1975 年的 *Wallersteiner v. Morir (No. 2)* 一案中创立了帮助少数股东负担派生诉讼费用的新的程序规则,上诉法院授予提起派生诉讼的少数股东有权就他在诉讼中的花费获得补偿令。<sup>⑰</sup> 美国示范公司法和法院的判决确认了诉讼费用补偿制度。根据这一制度,只要诉讼结果给公司带来实质性的财产利益或避免了公司可能遭受的损失,原告股东就派生诉讼所支出的包括律师费在内的合理费用可以请求公司给予补偿。<sup>⑱</sup> 而美国 1934 年证券交易法第 21D 条(a)(6)则规定:“法院判决原告集团律师的律师费和开支总额不得超过实际支付该集团的任何赔偿金和裁定利息总额的合理比例。”按照德国股份法第 148 条,原告股东对公司享有费用偿还请求权。即虽然原告股东会在诉讼过程中预先支出一定的费用,但是他有权要求公司对其支出的费用进行偿还,包括诉讼费用和诉讼许可程序费用。从德国股份法对股东派生诉讼涉及的费用分担的规定可以看出,通常情况下,股东需要承担的只是诉讼许可申请被驳回而产生的费用承担风险,而在诉讼许可申请被批准以后,则完全由公司

<sup>⑭</sup> 刘连煜:《新证券交易法实例研习》,元照出版有限公司 2007 年版,第 420 页。

<sup>⑮</sup> 本办法自 2007 年 4 月 1 日起施行。

<sup>⑯</sup> 参见刘俊海:《现代公司法》,法律出版社 2008 年版,第 280 页。

<sup>⑰</sup> 樊云慧:《英国少数股东权诉讼救济制度研究》,中国法制出版社 2005 年版,第 87 页。

<sup>⑱</sup> 金剑锋:“股东派生诉讼制度研究”,载王保树主编:《实践中的公司法》,社会科学文献出版社 2008 年版,第 424 页。

最终来承担败诉所产生的一切费用,除非股东是基于故意或者有重大过失的虚假陈述而获得诉讼许可。<sup>③</sup>日本《商法》第268条之二第2款规定,原告股东胜诉时,有权请求公司归还其支出的与派生诉讼有关的费用。韩国《商法》第405条规定,依法提起股东代表诉讼的股东提起的诉讼胜诉时,该股东可以请求公司支付诉讼费用及因诉讼而支出的费用中相当的金额。在此情形下,支付诉讼费用的公司,对董事或者监事具有求偿权。

当然,律师胜诉酬金制优于诉讼费用补偿制度。<sup>④</sup>这是美国集团诉讼发达的法宝所在,是美国制度设计者的精巧之处,他们利用律师对利润的追逐,来促进国家法律的贯彻,进而促进公益的实现。律师在胜诉后提取的比例一般为30%左右,而法院对被告判处的赔偿金数量惊人。此外,集体诉讼在确定原告资格时实行“退出制”:在提起集体诉讼时,所有可能受到拘束的人都应以适当的方式进行通知,有选择不进入诉讼的权利。韩国也以美国为蓝本,于2003年通过了《证券集团诉讼法》,引入了“退出制”,并自2005年分步实施。<sup>⑤</sup>我国试图在民事诉讼法“代表人诉讼”制度的基础上建立我国的共同诉讼制度,但中国截至目前唯一的一例从起诉到执行,走完全部诉讼程序的证券民事赔偿案“大庆联谊案”的实践表明,这一尝试并不成功。其原因就在于美国集团诉讼的三大秘诀我国一个也没有:一是胜诉酬金为我国立法所不容;<sup>⑥</sup>二是法院判决的赔偿金数额太少,不足以弥补律师的诉讼成本;三是我国代表人诉讼在确定原告资格时实行“加入制”,受损股东必须先委托律师,律师方有权代理其起诉,原告方不能以集团的最高人数来计算赔偿金。“规划未来的公司、证券民事诉讼机制时,关键在于设计适宜的激励机制,以克服可能出现的原告动力不足的问题。”<sup>⑦</sup>为此,我国应修改民事诉讼

<sup>③</sup> 胡晓静:“德国股东派生诉讼制度评析”,载《当代法学》2007年第2期。

<sup>④</sup> 黄辉:“中国股东派生诉讼:理论分析与实践前景”,载王保树主编:《实践中的公司法》,社会科学文献出版社2008年版,第474页。

<sup>⑤</sup> Dae Hwan Chung, Introduction to South Korea's New Securities-related Class Action, 30 J. Corp. L. 165.

<sup>⑥</sup> 我国2006年的《律师服务收费管理办法》第12条规定:“禁止刑事诉讼案件、行政诉案件、国家赔偿案件以及群体性诉讼案件实行风险代理收费。”

<sup>⑦</sup> 汤欣:“私人诉讼与证券执法”,载《清华法学》2007年第3期。

法,引入集团诉讼退出制,允许法院判处被告支付巨额的赔偿金,修改《律师服务收费管理办法》,允许在证券集团诉讼中实行风险代理制。总之,集团诉讼及其退出制被称为“美国的法律天才们最具特色的成就”,它针对股东诉讼中每个个体所受损害数额小而受到同样损害的个体人数众多、个体势力单薄而群体又相当分散的特征,利用利益驱动机制,解决了股东的诉讼难问题,它使集团诉讼制度成为弱者对抗现代庞大组织不法行为的利器,是代表正义的“闪光的利剑”,是“防治各类现代社会病的灵丹妙药”,<sup>④</sup>非常值得我们学习、借鉴。当然,德国不愿意追随美国,而是通过制定《资本市场投资者示范性诉讼法》<sup>⑤</sup>创立了“示范性诉讼”。

关于由司法程序罢免董事,美国《商业公司法》第 8.09 条规定:“公司主营办事处所在的县法院,在公司或其持有任何类别流通股份至少 10% 的股东所提取的诉讼中,可罢免董事,如果法院认为:(1) 董事参与了欺诈或不诚实行为,或在处理公司事务时严重地滥用其权利或任意处事;及(2) 罢免该董事符合公司的最佳利益。罢免董事之法院,可下令禁止该董事在法院所规定的期限内重新当选董事。”我国《公司法》第 153 条规定:“董事、高级管理人员违反法律、行政法规或者公司章程的规定,损害股东利益的,股东可以向人民法院提起诉讼。”但对法院是否可以罢免董事语焉不详。

此外,选任检查员制度及法院决定股东大会的召集也是私人救济的手段之一。日本《公司法》第 306 条和第 307 条规定了由法院选任检查员及法院决定股东大会的召集。持有股份有限公司或有全体股东表决权的 1% 以上表决权的股东,可请求法院选任检查员,调查有关股东大会的召集程序及表决办法。检查员进行必要的调查向法院报告并提供记载或记录该调查结果的书面资料或数据电文记录。在有检查员的报告的情形下,法院认为有必要,须命令董事采取下列全部或部分措施:(1) 在一定期间内召集股东大会;(2) 向股东通知上述调查结果。第

---

<sup>④</sup> 杜要忠:“美国集团诉讼基础程序规则研究报告”,深圳证券交易所综合研究所,2002 年 8 月 14 日,深证综研字第 0061 号。

<sup>⑤</sup> 该法 2005 年 7 月 8 日由国会通过,于 2005 年 11 月 1 日生效。

358、359 条也做了由法院选任检查员及法院决定召集股东大会的规定。受日本影响较深的韩国《商法》第 367 条规定：“股东大会为调查董事或监事提出的报告书，可以选任检查人。”法国有商业专家制度。从 1966 年《商事公司法》开始，股东在法定来源提供的信息不充分的情况下，可以使用管理鉴定书 (expertise de gestion) 作为补充性手段获得足够的信息。由股东或股东团体提起的鉴定请求，首先必须事先以书面形式向公司管理者提出问题。只有在穷尽了前述途径之后才可以提起管理鉴定书程序。在管理层实施被认为可疑的经营管理行为时，在经过对辩程序后由法院裁定指定一个专业人士 (商业专家) 就某一商业操作搜集商业决策信息，出具专家意见。有权提起管理鉴定书程序者包括：符合法定条件的上市公司股东组成的社团、一个或几个拥有代表公司资本至少 5% 份额的股东。<sup>④</sup> 聘用商业专家有助于发现其中的自我交易行为。这一手段对于少数股东而言十分易行，因为法官会要求公司支付专家费用。<sup>⑤</sup> 同时，法国《商法》规定，持有占公司资本总额 5% 以上股份股东可请求司法机关指定一个委托人负责召集股东大会。在德国，上市公司持股比例达到 1% 或所持股份面值达 10 万欧元的股东，可以请求法院指定一名特别审计师，搜集证据，对未来可能针对董事提起的诉讼提供支持。德国《股份法》第 7 节则详细规定了特别检查员的任命及其职权。在英国，持有 10% 股份的小股东可以请求贸易与工业部，根据所提供的证据，命令调查公司事务，或迫使公司调查股份的所有权。<sup>⑥</sup> 根据香港地区公司条例 142 条第 1 款，符合下列条件的股东可向财政司申请调查公司财务：(甲) 若公司有股份划分，不少于 100 名成员，而该等成员总共持有不少于公司所发行股份的 1/10；(乙) 若公司没有股份划分，公司成员名册上总人数不少于 1/10 的成员。韩国《商法典》第 367 条规定：“股东大会为了调查董事会提出的文件或报告和监察人的报告，可以选任检查

<sup>④</sup> 长孙子筱 (孙涛)、[法]安娜·阿波乃尔：《法国公司法更新》，2003 年北大法律文献网，参见网页 <http://vip.chinalawinfo.com/Newlaw2002/SLC/SLC.asp?Db=art&Gid=335568637>，2010 年 10 月 1 日访问。

<sup>⑤</sup> 张卫东：“欧洲市场关联交易监管研究”，载张育军、徐明主编：《证券法苑》(第 1 卷)，法律出版社 2009 年版，第 279 ~ 280 页。

<sup>⑥</sup> [英]丹尼斯·吉南：《公司法》，朱羿锟等译，法律出版社 2005 年版，第 245 页。

人。”我国台湾地区“公司法”第184条规定：“股东会得查核董事会造具之表册、监察人之报告，并决议盈余分派及或亏损拨补。执行前项核查时，股东会得选任检查人。……”2005年中国公司法修改时，王保树等曾在其修改草案建议稿中第95条规定“股东大会为调查董事、监事提交的文件或报告，可特别选任检查人。”<sup>④</sup>但并未最后实现。因此，我国在此项上也没有得分。

#### 四、总体分析与结论

##### (一)并非所有英美法系的国家和地区的投资者保护一定优于大陆法系

根据本指标体系，英美法系的平均分为23.67分，大陆法系的平均分为23.33分，英美法系略高于大陆法系。但并非所有的英美法系国家或地区都高于大陆法系的英美法系国家或地区。例如，日本、韩国、德国和我国台湾地区的分值就要高于澳大利亚、加拿大、新加坡和我国香港地区。因此，笔者不赞同LLSV所谓的“英美法系对投资者的法律保护优于大陆法系”的观点。在国外，也有学者选用了比LLSV时间跨度更大、更多的数据，通过数据分析他们得出：股东保护与股市发展并没有相关性，而其普通法和大陆法的发展轨迹也有很大的区别；大陆法系对股市发展的影响恰好与传统的假设相悖；普通法系在股东保护方面领先，但大陆法系国家正在迎头赶上，总体差异正在减少。<sup>⑤</sup>我国有学者指出：普通法国家本身存在深刻差异。<sup>⑥</sup>英国和美国在司法体制有着较大的不同，如美国的法院被评为几乎是最为“司法大胆”(judicial daring)

---

<sup>④</sup> 王保树主编：《中国公司法修改草案建议稿》，社会科学文献出版社2004年版，第217页。

<sup>⑤</sup> [英]约翰·阿穆尔、[英]西蒙·迪金、[印]普拉比尔吉特·萨卡尔、[英]马蒂亚斯·西姆斯、[英]阿吉特·辛格：“股东保护与股市发展：对法律起源假设的实证研究”，载吴敬琏主编：《比较》(第42辑)，中信出版社2009年版，第96页。

<sup>⑥</sup> 缪因知：“法律与证券市场关系研究的一项进路：LLSV理论及其批判”，载《北方法学》2010年第1期。



的,而英国的法院则几乎是最不大胆的。<sup>②</sup>例如,英国法不支持集团诉讼,不允许原告律师对胜诉金额按比例提成,这些都和美国不同。

事实上,直接融资的发达是多重因素造成的结果,和历史传统、经济体制、社会文化等皆有关联,法律仅是其中因素之一。英美法系固然因其判例法不断“推陈出新”,根据社会经济形势的变化不断发展以适应现实的需要之优势,但如果大陆法系的国家和地区能及时地进行立法或修改法律,不断引入新的保护投资者的制度,亦能与时俱进,适应现实需要。事实上,英美法系的很多保护投资者的制度都是通过“制定法”而实现的,例如美国的1933年《证券法》、1934年《证券交易法》、1970年《证券投资者保护法》、1995年《集团诉讼公平法》、2002年《萨班斯—奥克斯利法案》等,英国2000年《金融服务与市场法》、2006年《公司法》、2009年《银行法》、FSA《监管手册》等。相反,无论是英美法系还是大陆法系,如果不能及时进行立法,或者仅仅通过制定一些效力层次比较低、科学性不高、几乎没有什么法律约束力的“监管规则”来勉强维持运行的话,则证券市场的不规范、投资者权利保护不到位,是不难想象的。因此,我国在证券市场投资者保护立法上,尽管无须效仿英美法系的判例法模式,但其与时俱进,不断根据形势的变化进行立法或修改法律的做法确实非常值得我国借鉴。

## (二) 我国的差距及下一步立法的重心

根据表1,我国总的得分仅为18分,排在倒数第一名。而通过分项分析可知,我国在股东权利和公司治理方面与其他国家差距不大,差距主要体现在公共执行和私人救济方面。这在一个方面反映了我国立法存在重视权利的宣示,而忽视权利落实的问题。

法律是需要执行和落实的,否则就是虚设。通过公共执行来实现法律,以及通过私人执行(私人救济)来实现法律,是“书面上的法”走向“实践中的法”的两条腿。这两条腿缺一不可,否则就是“跛足”的法律。这两条腿都必须足够强壮,否则“书面上的法”有时也难以走到实践中去。而通过分项分析可知,我国在公共执行和私人救济方面的得分过

<sup>②</sup> Robert Cooter and Tom Ginsburg, *Comparative Judicial Discretion: An Empirical Test of Economic Models*, 16 Int'l Rev. L. & Econ. 295 (1996).

少,20分中才合计得分3分,“这两条腿严重缺钙”。

这是一个方面,另一方面,尽管“中国特色社会主义法律体系已经基本形成”,<sup>⑤3</sup>但该体系中作为主干的许多法律还比较粗糙,不够精细,甚至充斥着大量的授权性规范、模糊性规范。例如,优先股的问题、累积投票权的问题。具有极强的对比意义的是,2005年我国公司法的修改,与日本公司法的制定几乎同步。此次我国公司法中新引进的制度,绝大部分均可在日本法中找到影子。而论详尽周延程度,则我国公司法远逊于日本公司法,这单从条文数量和字数中即可见一斑:我国公司法寥寥13章219条共计2万多字,而日本公司法则有8编34章979条,译成中文则约30万字。<sup>⑤4</sup>如此简约的立法风格,在我国法制建设的初期是必要的,它有利于法律的宣传、普及。但随着我国法制的发展,其不周延的弊端也会逐渐显露。尽管我们可以通过司法解释或国务院的规定或有关部门的规章等予以弥补。但一旦这些弥补措施不出台,则法律势必会被架空。而我国的实践已经证明,由于相关的弥补措施没有及时出台,我国的法律经常被束之高阁。<sup>⑤5</sup>

总之,通过以上投资者立法保护指数的对比分析可知,我国法律目前还存在两方面的问题:一方面许多法律还比较粗糙,不够精细,甚至充斥着大量的授权性规范、模糊性规范;另一方面对于公共执行和私人执行考虑不周,使“书面上的法”走到实践中去的“两条腿”“严重缺钙”。而这两方面的问题实质上是交织在一起的。我国法律存在的比较粗糙、不够精细、不周延的弊端,同时也是缺少法律实施保障、使公共执行和私人执行“两条腿严重缺钙”的弊端。对于后一类弊端,也是必须通过国

---

<sup>⑤3</sup> 全国人大委员长吴邦国、全国人大常委会法工委副主任信春鹰等多次在官方场合表示:以宪法为核心,以法律为主干,包括行政法规、地方性法规等规范性文件在内,由七个法律部门、三个层次法律规范构成的中国特色社会主义法律体系已经基本形成。

<sup>⑤4</sup> 参见吴建斌、刘惠明、李涛译:《日本公司法典》,中国法制出版社2006年版,代序,第1页。该中文译本30.7万字,减去序言,约有30万字。

<sup>⑤5</sup> 例如,自2007年6月1日起施行的新《合伙企业法》第108条规定:“外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业的管理办法由国务院规定。”但直到2009年12月,国务院才发布了《外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法》,该办法自2010年3月1日起施行。2010年3月1日,我国第一家外商投资合伙企业——昆山太阳城园艺中心落户昆山。换言之,自2007年6月1日至2010年3月1日这两年零9个月的时间里,《合伙企业法》第108条因没有国务院的规定而无法落实,被架空。

家权力机关更细致的立法才能弥补的。例如,证券监管机构的独立性问题、集团诉讼及其退出制、公共机构代表投资人进行诉讼的问题、对证券市场不公平交易行为的罚款归投资者保护基金的问题、检举奖励制的问题、由司法程序罢免董事的问题、选任检查员制度及法院决定股东大会的召集问题,等等,都是必须通过制定或修改法律(狭义)才能实现的。国务院行政法规和有关部门的规章、司法解释在这些方面已经没有了发言权。

为此,不难推知,我国下一步立法工作的重心应该是:通过进一步加强立法,健全法律的公共执行和私人执行机制,使法律的规定更趋精密、细致、严谨,为当事人提供具体而明确的、具有可操作性的规范性指引,以使“书面上的法”真正走到实践中去,落实在有关当事人的行动中。