

权利与制衡

——关于剥夺型公司治理结构下中小股东权益保护问题研究

剥夺型公司治理问题是指上市公司股权相对集中时，可能发生的控股股东及实际控制人对中小股东的利益剥夺问题。控股股东可以利用自身对上市公司较高的控制权从上市公司转移利润到自己手里，导致中小股东利益受损，主要表现为控股股东利用持股优势控制董事会及股东大会或者利用信息优势做出有利于自己的安排，例如，通过关联交易等方式进行利益输送，未充分信息披露进而欺骗投资者或者利用内幕消息套现等情形。由于我国资本市场的起源与发展历程具有特殊性，上市公司普遍存在“一股独大”的控制权集中的局面，在此股权结构下，控股股东利用优势地位谋取私利进而损害中小股东利益的问题十分明显，尤其表现在二级市场的虚假陈述、内幕交易案件频发，不仅严重侵害了他人利益，更对市场秩序造成恶劣影响。本文将通过对英国“金股”机制以及阿里巴巴合伙人制度为代表的美国上市公司双层股权结构的简要梳理，进而说明公司控股股东与管理层的“控制权集中”现象是公司适应市场竞争的必然结果，应当对此问题建立完善的外部制衡措施以保护中小投资者的利益。最后，借鉴美国“集团诉讼”的制度优势，针对证券纠纷呈现出“小额、多数”的特点，提出适应我国现实情况的中小投资者维权援助工作构

思。

一、金股机制的产生

金股机制起源于20世纪80年代初英国政府进行的国有企业改革。1979年，撒切尔夫人上台后推行“小政府、大社会”政策，把公共企业改革作为其新自由主义政策的核心。为防止政府对改革后的企业失去控制，英国政府在一些关系国家安全和重要行业中的企业中设立金股。撒切尔政府最早在大英石油公司章程中引进金股概念，规定政府作为金股持有人，拥有否决其它股东决议的权力。后来，随着经济自由化和市场化在全球范围内的迅速发展，金股制度在欧洲其他国家以及亚洲、拉丁美洲国家得到运用。

金股机制的产生是为了解决国企改革过程中，如何在保证国家安全及国民利益的前提下，吸引战略投资者或者说私有资本，实现政府退出决策层面进而逐步完善公司法人治理结构这一系列问题而进行的一项制度创新。其创新之处主要表现为：一是金股持有者的股东权益主要体现为否决权，而不是受益权或者其他表决权（如提名管理人员等），这样可以在最大限度内实现政府不干涉企业日常经营决策的效果；二是金股机制是政府与其他股东就公司经营中就特定事项（有关国家安全和国民经济利益方面的决策）而做出的特殊安排，具体内容通过公司章程予以约定，并无统一的法律规定和涵义；三是基于其“一票否决权”的实质，金股通常只有一股，不参与分红且不能转让（一经转让即变为普

通股)，故没有实际经济价值；四是金股存续期限有一定的时间限制。因此，金股机制既可以确保政府对企业的特定事项保留最终控制权，又可以最大限度放开对企业的限制。

通常意义下，持有公司股份的投资者享有的股东权利主要包括知情权、表决权及收益权。知情权是指公司股东可以通过查阅公司章程、股东大会会议记录、董事会会议决议、财务会计报告等方式了解公司业务和财务状况等信息的权利。表决权即投票权，公司股东对公司高级管理人员提名及任免、公司章程变更、对外投资以及并购等重大事项进行决策的权利。收益权则是公司股东享有的获得红利及剩余资产分配的权利。金股作为特殊股份，属于对股东权利的一种创新实践与理论突破。金股持有者享有的表决权并不是直接参与对特定事项的决策程序，而是一种“事后”否决权。这种“事后”是指在其他股东作出决议之后，换言之，金股机制将公司特定事项的决策程序分为前后两部分：其他股东做出投票表决和金股持有者进行否决。金股的出现将表决权一分为二，丰富了股权的内涵。但是，不可否认的是，金股机制的出现明显地突破了“同股同权”的理论框架，而金股持有者与其他股东相比的优势地位不言而喻。

二、阿里巴巴合伙人制度为代表的“双层股权结构”

阿里巴巴合伙人制度并非合伙企业法上的合伙人制度，而是一种特殊的公司治理结构。其特殊之处即在于阿里巴巴合伙人作为公司股东在提名董事人选事项上拥有比其他股东更大的权利，

即在董事提名事项上享有“超级投票权”，以此确保合伙人可以对董事会决策有重大的影响力。简而言之，阿里巴巴上市后，依据公司章程，由合伙人来提名董事会中过半数的董事人选，而不是按照股份比例分配董事提名权，提名董事经获得股东大会过半数投票支持后，可当选为董事会成员。这些合伙人主要来自创始人团队及管理层，为保证他们利益与公司利益一致，每个合伙人必须持有一定比例的公司股份。因此，阿里巴巴合伙人对董事会具有控制力，其地位相当于“控股股东”。

从公司经营发展的角度上，阿里巴巴合伙人制度可以确保以合伙人为代表的管理层对公司的长久控制，减少资本市场短期波动影响，利于公司的战略发展和股东的长期利益。如果按照传统的“资本多数决”原则，阿里巴巴合伙人代表的创始人团队及管理层很可能随着公司不断融资“冲淡”其所持股份，在董事会中“势单力薄”进而丧失公司的控制权，这样对公司的持续经营理念和未来发展方向带来不确定影响。因此，合伙人制度可以被认为是创始人团队及管理层与软银、雅虎众股东基于上述考虑而就阿里巴巴上市问题所达成的一项合意。但这种赋予部分股东相较其他股东更大权利的安排也是迫使阿里巴巴最终选择到美国上市的主要原因。在最初寻求上市时，阿里巴巴首选的上市地是香港，而香港的证券监管部门正是出于对其特殊的股权结构的顾虑，认为这种合伙人制度违背了香港一贯坚持的“同股同权”原则，故将阿里巴巴拒之门外。但是，美国两大交易所——纽交所

和纳斯达克均对阿里巴巴合伙人制度表示认可并接受其上市需求，这与美国资本市场普遍承认“不同投票权股”或者“双层股权结构”不无关系。

“不同投票权股”，是指上市公司发行的股票突破“同股同权”的限制，每股可以被赋予超过一票的投票权，即“超级投票权”。广义的“不同投票权股”也可以是优先股，在分红及剩余财产分配方面具有优先权利，但一般情况下无表决权。在公司股权结构角度上而言，“不同投票权股”通常被称为“双层股权结构”。所谓双层股权结构是指将公司股票分为 A、B 两类。A 类股票（普通股）由一般股东持有，每股只有一个投票权。B 类股票通常由公司创始人和高级管理者持有，每股拥有十票甚至更多的投票权。除投票权外，A 类股票的其他权利不低于 B 类股票。而阿里巴巴合伙人制度与美国资本市场上的双层股权结构极其相似：为了保证创始人或管理层对公司的控制权不因公司发行股票融资而受到威胁，将股东的投票权与收益权分离，打破了“同股同权”的局限。

三、中小投资者保护的主要机制

“双层股权结构”的安排是通过人为设计一种特殊的股权结构进而扩大了以管理层为代表的非普通股持有者对公司的控制能力。由于美国上市公司普遍呈现出股权分散的局面，因而难以出现因股权集中导致严格意义上控股股东剥夺中小股东利益的问题，但是，在“双层股权结构”的背景下，管理层作为持股者

在客观上已经形成了“控股股东”的优势地位进而会加大实施损害中小股东的行为的可能性。因此，上述情况与我国 A 股市场普遍存在的“一股独大”导致的剥夺型公司治理问题极为相似。此外，从学理上分析，按照“公司契约理论”的主张，公司实质上是一系列契约关系的联结，当事人包括股东、管理人员、雇员以及债权人等。换言之，公司机制与通常的当事人之间的市场契约关系并无任何不同，公司只不过是一个高度专业化的替代市场而已。而契约作为当事人之间的意思表示，必然体现了各方的天然地位和议价能力。公司参与者之间的权利义务大多通过公司章程或协议等契约形式来明确，而控制股东和公司管理层在这种契约关系中居于优势地位，中小股东则居于弱势地位。控制股东和管理层为了谋取更多利益，很可能会利用自身优势地位实施损害中小股东利益的行为。如何保护中小股东，尤其是上市公司中的社会公众投资者的利益，成为了一个重要课题。从以美国为代表的成熟市场经济国家的经验来看，主要通过充分的信息披露机制与成熟的司法救济途径这两种法律机制来解决这一问题。

（一）信息披露机制

公平的契约应当是建立在意思表示自由的基础之上。正如法谚所言：“事实让你更自由”，只有尽可能了解到更多相关信息才可以更接近缔约者真实的意思表示。在信息对称的情况下，当事人通过平等协商达成合意通常可以实现契约公平。相反，在信息不对称的情况下，拥有信息优势一方在契约的谈判以及履行过程

中，基于其所拥有的天然优势地位，很可能为攫取更多私利而做出损害处于劣势一方利益的行为，契约的公平自然难以保证。中小股东之所以在大股东和公司管理层面前沦为弱势地位，究其原因，主要源于两者之间在占有公司经营财务信息上的不对称。信息不对称问题亦是证券市场的核心问题。在与社会公众投资者方面，此问题通常表现为上市公司虚假陈述，如上市公司的控股股东和管理层对公司经营状况十分了解，为了达到筹资目的，它们会向证券的潜在购买者披露较多有利信息而隐瞒不利消息，进而损害投资者利益。而在与上市公司内部投资者方面，信息不对称往往表现为通过关联交易等方式向目标公司进行利益输送。如控股股东与管理层基于自己拥有的信息优势做出对自己有利的安排，中小股东由于掌握信息有限，难以洞察公司决策背后的“玄机”，因此导致利益受损。

当出现信息不对称时，信息优势方会阻止真实、有效的信息在市場上传递，以便利用信息优势谋取更多利益。而在另一些情况下，由于搜寻信息、识别信息真伪的成本过高，导致信息需求方很难获取真实、有效的信息。也就是说，市场机制自身无法解决信息不对称问题，必须依靠国家立法建立强制性的信息披露机制才能有效解决。任一公司公开发售证券时，应当向这些证券的潜在购买者充分披露相关财务资料及有关公司的其他重要资料，以便投资者能做出知情的投资决定。证券发行者具有披露真实信息的义务，这是诚信发行证券和公众对市场建立信心的源头。正

因为如此，虽然阿里巴巴合伙人制度不同于标准化即“同股同权”的公司治理结构，但由于其严格履行了信息披露义务，故能够在美国上市。阿里巴巴的招股说明书等一系列上市文件可以被视为由创始人团队、上市前的原始股东、上市时的股票认购者以及后来的购买者等四方就合伙人制度所达成的契约。阿里巴巴通过招股说明书详细披露了合伙人制度，投资者在决定是否购买阿里巴巴股票时，自然会考虑合伙人制度所可能产生的风险。而投资者一旦购买了阿里巴巴股票，即表明其认同阿里巴巴的公司治理结构并愿意承担相应的风险。这充分体现了成熟资本市场的“信息公开、买者自负”的游戏规则，在客观上起到了对投资者教育和行为导向的功能。

（二）司法救济机制

“无救济即无权利”。法律对公民权利规定得再完备、列举得再全面，如果在这些权利受到侵犯之后，公民无法获得有效的法律救济的话，那这些法律上的权利也只是一纸空文。在中小投资者保护方面，法律救济机制包括两个方面：一是对于侵害中小股东利益的行为，立法规定具体侵权行为的内容以及侵权行为人应承担何种形式法律责任；二是落实追索法律责任的途径，即受侵害的中小股东可以通过哪些途径来寻求救济，进而使侵害者最终承担起相应的法律责任。其中，民事诉讼是主要的司法救济途径之一。美国等成熟市场经济国家的民事救济机制十分发达，有强制公司分派股利诉讼、股东派生诉讼、股东直接诉讼、证券民

事侵权诉讼等诉讼类型。除上述传统诉讼方式外,最为重要的是,美国建立了集团诉讼制度,并被澳大利亚、加拿大、韩国等国借鉴。该诉讼方法适用于人数不确定的涉及众多投资者权益的证券民事侵权纠纷,如虚假陈述引发的群体性纠纷,具有保护广大中小投资者利益,威慑和惩戒违法行为,节约司法资源等多重功能。此外,在美国,当原告在股东派生诉讼中获胜给公司带来利益时,有权从公司获得包括律师费在内的合理费用的补偿。这些法律措施显著提高了中小股东为维护公司利益与自身利益而提起诉讼的积极性。

简而言之,集团诉讼是允许一人或数人代表其他具有共同利害关系的人提起诉讼,诉讼的判决对所有共同利害关系人有效。在集团诉讼中,代表人提起集团诉讼时无须明确集团的具体成员,也无须取得集团成员的明确授权,而只需向法官证明争议主体众多以至于不可能进行诉讼合并。在法官对集团诉讼进行确认后,原本互不联系的权利主体就构成一个新的利益集团,诉讼集团的圈定标准为“具有共同的法律问题或事实问题”。在集团诉讼被确认后,按照“默示诉权”理论,即允许潜在集团成员没有明确表示退出集团的,就表明其接受集团诉讼判决结果,这样使诉讼判决效力可以扩张至每一名潜在集团成员。其主要具有以下优势:一是代表人无须经其他被代表的人同意便可提起诉讼,通过“默认”的方式确认集团成员可以在最大程度上将涉及同一纠纷的主体集合在一起,理论上可以涵盖所有纠纷主体;二是适应

市场经济主体流动性强、商业行为重复性大的特点，尤其是证券民事侵权纠纷往往涉及“小额、多数”的社会公众投资者，有效地克服了在同一管辖法院的重复诉讼，突破时间上的限制，避免相同纠纷产生不同诉讼进而导致耗费司法资源以及相异的判决结果；三是对当事人而言，无须权利登记、胜诉判决自动执行等措施减少了其经济负担，较之其他群体诉讼制度，集团诉讼对当事人更为经济、高效。相应地，集团诉讼也存在以下问题：一是在理论上，集团诉讼中代表人代表权来源以及判决效力的扩张为人诟病，因为严格按照传统的“法律正当程序”理论，在诉讼争议中，如果某一当事人没有参加诉讼，同时也没有向他人授权代为诉讼，则法院的判决结果不应当对此当事人有任何约束力；二是在实践中，以美国为典型，结合其律师风险代理、惩罚性赔偿的制度，集团诉讼可能会导致滥诉和恶意诉讼、庭外和解的公正性缺乏严格监督从而损害集团成员利益等问题。

四、针对我国现状的中小投资者维权援助

由于我国上市公司普遍存在控制权高度集中的现象，控股股东利用优势地位侵害中小股东利益的行为并不鲜见。这一问题的形成不仅仅是因为我国资本市场存在“一股独大”的历史因素，也是公司自治框架下不可避免的结果。基于对英国国企改革过程中的“金股”机制以及以“阿里巴巴合伙人”为代表的美国上市公司双层股权结构的简要分析，公司作为典型的市场主体在不同时期和不同环境下为了适应市场竞争都会呈现出“控制权集中”

的形态。因此，出于劣势地位的中小投资者利益保护问题一直是上市公司治理的难题之一。而信息披露和司法救济作为上市公司控股股东及管理层“控制权滥用”的制衡措施，在中小投资者利益保护方面发挥了极其重要作用。

上市公司作为公众公司，涉及了成千上万的投资者利益，影响广泛。一旦出现纠纷，往往呈现出“小额、多数”的形态，其中以虚假陈述案件最为典型。集团诉讼针对“小额多数”纠纷具有独特作用，通过集合的、模糊的救济形式，可以达到惩治违法、让违法者吐出不法所得并不敢再犯的目的，并且针对侵权双方都具有行为导向的功能。然而，基于我国目前的法律制度与司法环境，现阶段集团诉讼难以建立。面对日益严重的证券纠纷案件，我国现有民事诉讼制度存在以下不足：一是诉讼形式不利于群体当事人主张权利，按照我国《民事诉讼法》的规定，此类案件的诉讼形式应当是代表人诉讼；二是巨大诉讼风险的压力，当事人承担过多的诉讼费、律师费和公证费等费用；三是当事人的举证负担也可能导致其怠于行权。此外，在实践中，针对上市公司虚假陈述案件的审理和判决也存在困难，问题主要集中在确定每一个投资者具体的受损金额。由于证券交易存在很强的复杂性、专业性，投资者往往无法计算出自己在上市公司虚假陈述案件中损失的实际金额。而且，作为审理上市公司虚假陈述民事赔偿案件的法官，在确定投资者受损金额方面也是“捉襟见肘”。尽管最高法院司法解释规定了计算投资者实际损失的原则，但在数量庞

大的受损投资者交易数据面前，由于缺乏专业人员和技术的协助，法官也难以确定每一个投资者的实际损失金额。

在集团诉讼制度尚未建立的情况下，针对上述不足，尽可能对中小投资者通过司法途径维护自身权益提供必要的维权援助成为当务之急。以上市公司虚假陈述案件为例，借鉴万福生科、海联讯投资者利益补偿专项基金的经验，投保基金公司可以通过专业力量和专用软件准确地测算出投资者具体的受损金额。然后，请证券业协会出面协调证券公司告知各自的客户利益受损情况，投资者可以提起诉讼。这样可以在最大程度上使更多的社会公众投资者参与到诉讼维权中，达到与集团诉讼形式相似的客观效果。同时，投保基金公司还可以向受理上市公司虚假陈述民事赔偿案件的法院提供投资者实际损失金额的测算数据，将这一技术成果广泛地应用到审判实践中，为法院审理上市公司虚假陈述民事赔偿案件提供相应的支持。

未来，如果《证券法》等法律法规能够做出相应的修改，赋予投保基金公司更多有关中小投资者诉讼维权援助的职责，投保基金公司还可以发挥更大的作用。

（中国证券投资者保护基金公司法律事务部 张航）

2016年6月15日

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。