



德衡律师集团
DEHENG LAW GROUP

客户通讯 & 律师观点

证券与资本市场业务中心 > 风控投行业务团队 主办

2016年6月27日 | 第1号

风控投行业务团队理论研讨

【研讨要点】

由万科、华润董事会之争看资本市场中的“内部人控制”。

【研讨笔记】

6月17日下午，万科的董事会充满了火药味，表决增发股份引入深圳地铁重组预案。华润三席代表均对引入深圳地铁的预案投出反对票，现场一度争执起来。有着深圳国资委撑腰的“深圳地铁”想要入主万科可谓一路艰难险阻。尽管华润3位董事表示反对，但7位董事赞成，1位董事回避表决。万科宣称，最终董事会以超过2/3的票数通过此次预案。这预示着深圳地铁将晋升万科第一大股东，而华润地位急剧下降，沦为老三。

作为万科现任第一大股东，宝能系在6月23日深夜发布声明，称明确反对万科发行股份收购深圳地铁集团资产方案，在未来股东大会上将就此行使股东权利。

宝能在声明中称，自2015年作为万科第一大股东以来，一直保持着巨大耐心，真诚希望万科能够更好的发展。宝能称，万科公布的发行股份收购深圳地铁资产重组预案，将大幅摊薄现有股东权益和上市公司收益；万科董事会未能均衡代表股东利益，独立董事丧失独立性，万科监事会未能对董事会出现的种种问题尽到监督及纠正责任，万科已实质成为内部人控制企业，违背公司治理的基本要求，不利于公司长期发展和维护股东权益。

- **内部人控制(Insider Control)**是指现代企业中的所有权与经营权(控制权)相分离的前提下形成的，由于所有者与经营者利益的不一致，由此导致了经营者控制公司，即“内部人控制”的现象。筹资权、投资权、人事权等都掌握在公司的经营者手中即内部人手中，股东很难对其行为进行有效的监督。由于权利过分集中于“内部人”，因此在股东及其它利益将会受到不同程度的损害。
- 根据《中华人民共和国公司法》的规定，股东会是公司的权力机构，由公司所有人即全体股东组成，公司的重大决策都应当由股东会通过。在实践中，由于企业的外部成员如股东、债权人、主管部门等的监督不力，企业的内部成员如董事长、经理或工人即直接参与企业的战略决策以

及从事具体生产经营决策的各个主体掌握了企业的实际控制权。内部人通过对公司的控制，追求自身利益，损害外部人利益的现象。

- 为什么说万科是“内部人控制”呢？

一个公司如果陷入“内部人控制”，则经营管理者会自行其是，为保住自己的管理地位，不尊重资本多数决下的股东意志、股东利益！

我们来看一看万科管理层是如何不尊重股东意志的。

当去年12月宝能通过二级市场购买万科股票，成为第一大股东时，王石为首的管理层通过不同场合发表意见，以宝能信用太低、购款资金不合法，不利于万科发展等等为由反对宝能成为第一大股东。以长期停牌为手段增加宝能的财务负担，试图迫使宝能在财务负担的压力下知难而退，也给管理层寻找“白衣天使”来做第一大股东争取充分的时间，也防止宝能通过二级市场进一步增持，真是“一石三鸟”！

当管理层拉来深圳地铁作为白衣天使，拟定发行股份购买深圳地铁资产的预案，在与华润磋商时遭到华润反对，管理层提交董事会在6月17日强行表决，华润方面的三位董事投出反对票，将管理层与华润的分歧彻底公之于众，也害得诸位独立董事饱受市场质疑。

为了对抗宝能、为了寻找白衣天使，万科滥用停牌权，自2015年12月21日起停牌至今已逾6个月，使中小投资者不能自由交易，承担不能交易的市场风险，中小股东怨声载道。

这样，以王石为首的万科管理层既得罪了现第一大股东宝能，又得罪了原第一大股东华润，还得罪了广大中小股东，天底下有这样的管理层吗？这不是典型的“内部人控制”吗？

持续半年之久的万科事件不断证明，管理层试图选择谁当第一大股东，而不是第一大股东为首的股东们在选择谁当管理层。万科管理层这个“内部人控制”色彩浓厚的举动近乎疯狂，因为内部人控制一直是公司治理之痼疾，而管理层选择谁当第一大股东，甚至暗含有践踏市场经济基本规则的意味。

- 当公司股权十分分散时，每个出资人由于占有的股份很小，他们就必然不愿花大力气去关心、监督经理人员的行为，而希望别的股东花大力气去这样做，自己则坐享其成，这就是所谓“搭便车”心理。股东从监督经营者行为中得到的小收益和花费的高成本相比较，必然导致他们这种“搭便车”心理。广大股东都存在这种心理而对公司的经营状况不闻不问时，对经理人员的监督就会变得软弱无力。事实上，股市上广大中小投资者是没有兴趣也没有能力去过问所买股票的上市公司的内部经营状况的。他们的兴趣在于从股票价格波动的价差中获取收益。这样，出资人不能对经理人员的行为进行最终控制的局面就出现了，“内部人控制”问题也就产生了。然而，当股权变得相当集中时，大股东就会丧失由于股权分散而降低风险的好处，企业经营好坏的风险现在集中到了大股东身上了。于是，大股东就有动力也有能力去加强对经营者行为的监督，从而使内部人控制的问题得以防止。
- “内部人控制”除了会导致企业所有人丧失控制权之外，还会表现出以下几个问题：企业资产流失；过分的在职消费；信息披露不规范，而且不及时，报喜不报忧，随时进行会计程序的技术处理；短期行为；过度投资和耗用资产；工资、奖金等收入增长过快，侵占利润；转移国有资产；置小股东利益和声誉于不顾；大量拖欠债务，甚至严重亏损等。
- 解决对策

1、健全规范法人

建立符合现代市场经济要求的法人产权制度，健全规范法人治理结构。我国大中型企业应建立以公有制法人（即各种代表公众的机构）为主、自然人持股为辅，符合现代市场经济要求的法人产权制度。所谓代表公众的机构持股为主的股份制，是指“以养老基金、社会基金会、保险公司、信托投资公司、开发银行、各级国有资产经营机构持股，大学、科研单位、医院等非行政的公共事业机构持股以及企业交叉持股为主的股份制度”。企业内部应建立健全法人治理结构，依照《公司法》明确股东大会、董事会、监事会和经理层的职责，并规范运作。这是一组相互联结并规范公司法人中相应的所有者、支配者、管理者相互权利、责任、利益等的制度安排。在这种制度下，所有权转化为股权由股东持有，所有者作为持股者只能在市场上交易其所有权（股权），以此来选择、评价、约束公司行为，并转移风险，但不能凭股权来分割公司法人产权或直接支配公司行为；管理权作为经营管理的执行权由经理掌握；董事会作为公司的决策者拥有对整个公司资产组合的支配权。所谓公司法人产权实质上是一种受所有权委托的对他人资产的支配权，董事会代表公司法人成为出资者的代理者，由此相应地产生了所有权、法人产权、管理权的矛盾，因而也就要求相应的治理结构衔接并规范诸方面的利益关系。法人产权制度从公有制的实现形式上消除了政府行政直接干预企业的基础，也从结构上实现了产权多元化，有利于解决我国现行股份制企业产权结构单一的问题。

2、理顺产权关系

建立产权的企业性国有资产委托代理制。各级政府通过委托代理制将国有产权委托给国有投资控股公司，由国有投资控股公司再按照委托代理制，将国有资产交由企业进行运作。国有投资控股公司是作为企业性国有产权所有者代表，其主要功能是国有产权管理与资本经营。对于国有独资和国家垄断经营的企业，应通过建立现代企业制度，通过建立多元化的股东结构和非国有经济的介入，完善产权委托代理制，使企业真正获得法人财产权，为企业建立法人产权制度奠定基础。

3、强化内部机制

要进一步健全企业内部监督机构，提高监督效果。企业内各个监督机构要独立运作，相互制约，相互支持。企业的董事长、总经理不能兼任监督部门的负责人。

强化股东大会的职能。为确保股东能够行使参与公司的权利，《公司法》应当增赋少数股东的股东大会召集权，保护股东的建议权和质询权，还可考虑设立“股东代表诉讼制度”，给股东加强内部监控提供新的途径。

强化董事会、监事会对公司的监督作用。在董事会中，没有一批强有力的称职和独立的董事，就不可能对经理形成真正有效的监督和制约，董事会与经理层之间的委托代理关系就有可能转化为缺乏约束力的“合谋”关系。为此，要引入外部董事、外部监事，以法律的形式规定独立董事的权利和责任；其次，要正确处理好董事会与股东会、监事会、经理层的关系，使之协调运转、有效制衡。

建立健全经营管理者考核制度。在考核内容上，应将企业的销售收入、利润总额、净资产利润率、人均利润率、劳动生产率等经济指标和国有资产的保值增值情况作为衡量企业经营管理者业绩的主要依据。要建立决策失误责任追究制度，坚决追究失误者的经济及法律责任，对有重大经济问题的企业领导人要严肃查处，触犯刑律的，要及时移送司法机关追究刑事责任。

4、优化股权结构

优化国有公司制企业的股权结构，这是利用好“内部人控制”的前提条件。在对国有大中型企业进行股份制改造过程中，改变国有股占据控股地位、甚至是惟一的大股东的格局，是一个必须解决好的问题。完成这一任务需要各种基金组织为主体的机构投资者，如养老金基金和保险公司等。它们虽然平时对公司治理不甚关心，不干预经营者的具体运作，主要追求股票的投资回报，但它比起散户来有能力也有激励去关心自己所投资的公司的经营状况，如有能力广泛收集信息并派人员参加股东大会等。尤其是所投资的公司出现问题时，机构投资者可以行动起来对其领导班子进行整顿。这被称作“机构投资者的觉醒”，从原先的“消极股东”转变为“积极股东”。这样，既保证了作为“内部人”的经营者应有的经营自主权，又为它构筑一道所有权约束网。

5、完善经营者激励约束机制

完善经营者激励、约束机制，这是利用好“内部人控制”的基础条件。从激励机制看，包括两个方面：一是股权激励。让经营者以其人力资本入股，给做出突出贡献的经营者奖励期股。这不但可以减少企业的直接成本，也能促进企业的长远发展。股权激励具有防御性的价值，可以在一定程度上防止企业经营者的短期经营行为，以及防范“内部人控制”等侵害股东利益的行为。

二是地位激励。这种激励出现的概念叫首席执行官，权力非常大。董事会的功能已经不是对企业重大决策拍板，仅只是选择、考评和决定首席执行官的薪酬。首席执行官不是企业的出资人，是人力资本。

6、引入独董制度

在国有上市公司治理结构中引入独立董事制度，是利用好“内部人控制”的重要条件。除了因其产生的方式所特有的独立性外（如独立董事产生程序上的独立性、人格的独立性、利益的独立性、行权的独立性等），还由于其监督功能的发挥具有天然的事前监督、内部监督以及与决策过程监督紧密结合的三大特点。值得一提的是，独立董事制度的建立及其作用的发挥，需要在深化改革、扩大开放过程中逐步推进，需要有相关方面的协调配合，其中特别要继续推进国有经济管理体制改革，此外，还要健全股东会、董事会和监事会的职责和功能，并明确各自的相关责任，这是独立董事发挥作用的前提。

如对本客户通讯有任何疑问，请联络下列任一作者或您通常联系的集团律师。

杨振伟
yangzhenwei@deheng.com
13884639526
上海

于皓宇
yuhaoyu@deheng.com
18853261000
青岛

您也可能对以下话题感兴趣：
[公司挂牌上市投融资事务；并购重组案例研讨.....](#)

本文是德衡律师集团向客户及其他友好各方提供的法律通讯。本文所载信息不应被诠释为律师意见。如果您需要关于上述事宜的进一步分析或说明，请联络您最通常联系的律师。欲获取此通讯，请通过 <http://www.deheng.com.cn/ywly/>，查找本团队专栏，订阅本通讯。我们将定期向您发送。