

第二节 公司治理三大问题

本节主要知识点：

经理人对于股东的“内部人控制”问题

终极股东对于中小股东的“隧道挖掘”问题

企业与其他利益相关者之间的关系问题

考点1 经理人对于股东的“内部人控制”问题★★

按照委托代理理论，现代企业可以看作是一系列委托代理合约的结合，在这一合约中，所有者与经营者之间虽然具有委托代理关系，但是由于存在着目标利益的不一致与信息的不对称，企业的外部成员（如股东、债权人、主管部门等）无法实施有效的监督，从而使企业的内部成员（如厂长、经理或工人）能够直接参与企业的战略决策，并掌握了大部分企业的实际控制权。

在公司战略决策中追求自身利益，甚至内部各方面联手谋取各自的利益，从而架空所有者的有效控制，并以此来侵蚀作为外部人（股东）的合法权益，这就是所谓的“内部人控制”现象。

（一）“内部人控制”的成因

所有者和经营者利益一致目标相同，公司经营好坏和两者息息相关，但两者实际上并非相同的利益主体，所有者目标较为单一追求企业利益最大化；而代理人的目标更为多元化，既追求个人收入也追求权力、地位和在职消费等。

当两者之间发生利益冲突时，经营者往往会利用控制公司的特殊地位和拥有公司大量信息的有利条件，设法弱化所有者的约束，放弃甚至侵害所有者的权益以实现自身利益的最大化。公司治理机制的不完善为内部人控制提供了有利条件。

（二）“内部控制人”问题的主要表现

过高的在职消费，盲目过度投资；

信息披露不规范、不及时；

经营者的短期行为，过度耗用资产，工资、奖金等收入增长过快，侵占利润；

会计信息作假、财务作假；建设个人帝国。

信息披露不完整、不及时；敷衍偷懒不作为；财务杠杆过度保守；经营过于稳健、缺乏创新等。

国有资产流失、会计信息失真是我国国企改革过程中的

“内部人控制”的主要表现形式。

（三）治理“内部人控制”问题的基本对策

1. 首先，完善公司治理体系，加大监督力度。

2. 其次，强化监事会的监督职能，形成企业内部制衡体系。吸纳具有良好专业素质的外部人员担任独立董事，以此削弱监事会对董事会的依附，从而加强对企业经理人员的监督。监督机构独立运作，与日常经营相互制约、相互扶持。

3. 再次，加强内部审计工作，充分发挥内部审计的监督职能，完善企业内部约束机制。

4. 最后，完善和加强公司的外部监督体系，使利益相关者参与到公司的监管中，再结合经济、行政、法律等手段。

考点2 终极股东对于中小股东的“隧道挖掘”问题★★

（一）“隧道挖掘”问题的成因

当公司有大股东存在时，公司的主要代理问题将不再是管理人员与股东之间的冲突，而是控股股东与中小股东之间的利益冲突问题。需要从公司治理的制度设计层次上增加对这类弱势群体的保护，以防止“隧道挖掘”行为的出现。

“隧道挖掘”问题的成因就是，控制股东对于公司的控制权比例大于其对于公司的现金流权，权利和收益、责任不匹配。

（二）“隧道挖掘”问题的表现

可以分为以下两种类型：

1. 滥用公司资源（违背了其作为代理人的勤勉义务）

滥用公司资源是指并非以占有公司资源为目的，但也未按照公司整体目标为行动导向的行为。例如终极股东是某家族或国有企业的时候，终极股东做的一些决策可能更多从家族利益（如为了家族荣耀等目标采取过度保守的经营策略）或政府社会性功能的角度出发（如保障社会就业而导致国有企业的冗员），从而偏离了股

东财富最大化目标。

2. 占用公司资源（违背了其作为代理人的忠实义务）

占用公司资源是指终极股东通过各种方法将公司的利益输送至自身的行为，即“隧道挖掘”行为。

（1）**直接占用资源**。直接占用资源是指终极股东直接从公司将利益输送给自己。表现为直接借款、利用控制的企业借款、代垫费用、代偿债务、代发工资、利用公司为终极股东违规担保、虚假出资。

预付账款也是终极股东及其他关联方占用公司资金的途径之一。

终极股东占用公司**商标、品牌、专利**等无形资产以及抢占公司的商业机会等行为也属于直接的利益输送，即终极股东违规占用公司的资源，为其进行利益输送也属于直接的利益。

（2）**关联交易**。关联交易的利益输送又可以分为商品服务交易活动、资产租用和交易活动、费用分摊活动。

①商品服务交易活动。

终极股东经常以高于市场价格向公司销售商品和提供服务，以低于市场价格向公司购买商品和服务，利用明显的低价或高价来转移利润、进行利益输送。（例子：甲硅业公司给乙公司终极股东输送几亿美元）

②资产租用和交易活动。

租用和交易的资产有房屋、土地使用权、机器设备、商标和专利等无形资产。托管经营活动中的非市场交易，也属于这一类。（例子：甲公司用宝贵的资金去购买实际控制人的房产）

③**费用分摊活动**。上市公司和控股母公司常常要共同分担一系列费用，比如广告费用、离退员工费用、各类员工福利费用如医疗、住房、交通等费用，这些费用的分摊过程经常充满了随意性，且属于内部信息，控股的终极股东常常利用费用分摊活动从上市公司获取利益，进行“隧道挖掘”。另外，终极股东自己或者派人到公司担任董事、监事和高管等职位后，将相关的高额薪酬、奖金、在职消费等费用分摊到公司，这样终极股东就变相地从公司进行了利益输送。

（3）**掠夺性财务活动**。具体可以分为掠夺性融资、内幕交易、掠夺性资本运作等。

①**掠夺性融资**。公司通过**财务作假骗取融资资格、虚假包装以及过度融资的行为**，损害外部中小投资者利益。另外，公司向终极股东低价定向增发股票也属于掠夺性融资行为。（乐视）

②**内幕交易**。内幕交易是指内幕人员根据内幕消息买卖证券或者帮助他人。终极股东经常利用信息优势，利用所知悉、尚未公开的可能影响证券市场价格的重大信息来进行内幕交易，谋取不当利益。（徐翔内幕交易案例）

③**掠夺性资本运作**。掠夺性资本运作的标的物是公司的股权，终极股东经常利用公司进行资本运作，实现相关公司的股权交易，经常是公司高价收购终极股东持有的其他公司股权，造成公司的利益流向了终极股东。

（长征公司用 32 亿购买其终极股东控制的乙公司 3200 万资产）

【多选题】当前，在国内上市公司中，终极股东对中小股东的“隧道挖掘”问题有多种表现形式，其中包括（ ）。

- A. 过高的在职消费
- B. 产品购销的关联交易
- C. 以对大股东有利的形式转移定价
- D. 扩股发行稀释其他股东利益

答案：BCD

解析：隧道挖掘有许多种表现形式，例如，资产购销、产品购销的关联交易，以对大股东有利的形式转移定价，还可以利用金融手段直接实现利益侵占，如采用通过扩股发行稀释其他股东利益，冻结少数股权等其他旨在侵害小股东的各种财务交易行为。

（三）如何保护中小股东的权益

1. 累积投票制

即当股东应用累积投票制度行使表决权时，每一股份代表的表决权数不是一个，而是与待选人数相同，并且股东可以将与持股数目相对应的表决票数以任何集中组合方式投向所选择的对象。

法律规定：

“股东大会选举董事、监事，可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议，实行累积投票制。”

“单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在 30%及以上的上市公司，应当采用累积投票制。采用累积投票制的上市公司应当在公司章程中规定实施细则。”

2. 建立有效的股东民事赔偿制度

3. 建立表决权排除制度

指当某一股东与股东大会讨论的决议事项有特别的利害关系时，该股东或其代理人均不得就其持有的股份行使表决权的制度。

法律规定：

“公司向其他企业投资或者为他人提供担保，依照公司章程的规定，由董事会或者股东会、股东大会决议；公司章程对投资或者担保的总额及单项投资或者担保的数额有限额规定的，不得超过规定的限额。公司为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议。

前款规定的股东或者受前款规定的实际控制人支配的股东，不得参加前款规定事项的表决。该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过。

“上市公司董事与董事会会议决议事项所涉及的企业有关联关系的，不得对该项决议行使表决权，也不得代理其他董事行使表决权。该董事会会议由过半数的无关联关系董事出席即可举行，董事会会议所作决议须经无关联关系董事过半数通过。出席董事会的无关联关系董事人数不足三人的，应将该事项提交上市公司股东大会审议。”

4. 完善小股东的代理投票权

股东可以委托代理人出席股东大会会议，代理人应当向公司提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权。

5. 建立股东退出机制

当公司被终极股东控制时，为了降低中小股东的投资风险，降低其受终极股东剥夺的程度，当作为少数派的外部中小股东无法实现其诉求时，退出就成为中小股东降低风险的最后退路。存在以下两种方式：

(1) **转股**。转股是指股东将股份转让给他人从而退出公司，也称为“**用脚投票**”。

(2) **退股**。退股是指在特定条件下股东要求公司以公平合理价格回购其股份从而退出公司，这种机制来源于异议股东股份回购请求权制度。

法律规定：

“有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权，应当经其他股东过半数同意。股东应就其股权转让事项书面通知其他股东征求同意，其他股东自接到书面通知之日起满三十日未答复的，视为同意转让。

其他股东半数以上不同意转让的，不同意的股东应当购买该转让的股权；不购买的，视为同意转让。经股东同意转让的股权，在同等条件下，其他股东有优先购买权。两个以上股东主张行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转时各自的出资比例行使优先购买权。公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。

“有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：①公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的；②公司合并、分立、转让主要财产的；③公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会会议通过决议修改章程使公司存续的”。

【单选题】佳宝公司是一家上市公司，最近连续两年亏损，经营陷入困境。经审计发现，佳宝公司的重大决策权一直被控股股东控制，控股股东把佳宝公司当作“提款机”，占用佳宝公司的资金累计高达 10 亿元。佳宝公司存在的公司治理问题属于（ ）。

- A. 代理型公司治理问题
- B. “内部人控制”问题
- C. 剥夺型公司治理问题
- D. 企业与其他利益相关者之间的关系问题

答案：C

解析：“控股股东把佳宝公司当作‘提款机’，占用佳宝公司的资金累计高达 10 亿元”体现的是终极股东对于中小股东的“隧道挖掘”问题，属于剥夺型公司治理问题，选项 C 正确。

【单选题】甲公司在 2017 年完成发行上市后的首次定增，以每股 1 元的价格向两名控股股东发行 5000 万股。当时该公司股价为每股 5 元。甲公司披露的 2017 年报显示，当年有净利润 1.2 亿元，市盈率为 2.8 倍。从终极股东对于中小股东的“隧道挖掘”问题角度看，甲公司的上述作法属于掠夺性财务活动中的（ ）。

- A. 内幕交易
- B. 掠夺性融资
- C. 直接占用资源
- D. 超额股利

答案：B

解析：甲公司向控股股东低价定向增发股票的行为属于掠夺性融资行为，选项 B 正确。

【单选题】张裕集团作为上市公司张裕 A 的大股东，涉嫌通过注册商标，以合法外衣侵占上市公司资产，并在长达八年的时间中，对上级监管部门的整改要求消极怠工，损害中小股东利益，这体现了三大公司治理问题中的（ ）。

- A. “内部人控制”问题
- B. “隧道挖掘”问题
- C. 企业与其他利益相关者之间的关系问题
- D. 外部治理

答案：B

解析：终极股东占用公司商标、品牌、专利等无形资产以及抢占公司的商业机会等行为属于直接的利益输送。本题中，张裕集团作为张裕 A 的大股东涉嫌通过注册商标侵占公司资产并对整改要求消极怠工，损害中小股东的利益，属于“隧道挖掘”问题，选项 B 正确。

【简答题】太阳公司是 G 省一家于 2013 年发行股票并上市的公司，主营水泥及水泥制品的生产和销售。2018 年 5 月，某财经媒体深度报道了太阳公司存在的多种经营违规行为。该报道在微博等网络平台上成为热门话题后，G 省证监局迅速反应，立案调查。

根据证监局的调查结果，太阳公司经营违规行为主要有以下几点：

（1）2016 年 9 月，太阳公司与银行签署一笔担保合同，为大股东星科集团 5000 万元的贷款提供担保，承担连带保证责任。

2016 年 11 月，星科集团向龙辉公司借款 2 亿元，太阳公司为该笔借款提供担保，到期后星科集团没有偿还借款，龙辉公司向法院提起诉讼，法院做出判决，太阳公司作为该笔借款担保方，须和星科集团共同偿还债务本金和利息。这两笔担保均没有在 2016 年年报中进行信息披露。

（2）太阳公司从甲公司购进熟料等重要原材料，双方签订了长期供应合同，价格比市场价高 40%。太阳公司还从乙公司以租赁的方式引入一台机器设备，租赁费用每年 5000 万元，同样的设备市场租赁价格为 4000 万元。经查，甲公司和乙公司均为星科集团全资控制的子公司。

（3）太阳公司在 2017 年年底向星科集团以每股 6 元价格定向增发 1 亿股，当时太阳公司股价为每股 12 元，相当于 5 折进行定向增发。

（4）太阳公司发布公告，拟购买丙公司 100% 股权。由于丙公司拥有物联网概念，太阳公司发布公告后 10 个交易日内，股价大涨 70%。发布公告前几天，星科集团实际控制人刘某买入太阳公司股票 100 万股，在公告发布后卖出，获利 600 万元。经查，刘某买卖股票的时间都属于证监会认定的敏感期。

（5）2017 年 5 月，太阳公司收购了大股东星科集团持有的丁公司的全部股权，收购价格为 20 亿元，而丁公司账目净资产为 5000 万元，盈利能力较差，业内专家质疑是超溢价收购。

（6）2016 年太阳公司 1.4 亿元的销售费用未及时入账，造成 2016 年年度报告虚假记载。此外，与星科集团多笔资金往来事项并未披露和记账，导致太阳公司在 2016 年和 2017 年年报中存在信息不实、虚假记载的情况。而太阳公司上述年报经过注册会计师审计后，审计师都出具了标准无保留的审计意见。

证监局根据以上调查结果，依法对太阳公司及其大股东星科集团进行了行政处罚。

要求：

依据“三大公司治理问题”，简要分析太阳公司存在的终极股东“隧道挖掘”的利益输送行为的主要表现。

答案：太阳公司存在的终极股东“隧道挖掘”的利益输送行为的主要表现如下：

①直接占用资源。“2016年9月，太阳公司与银行签署一笔担保合同，为大股东星科集团5000万元的贷款提供担保，承担连带保证责任。2016年11月，星科集团向龙辉公司借款2亿元，太阳公司为该笔借款提供担保，到期后星科集团没有偿还借款，龙辉公司向法院提起诉讼，法院做出判决，太阳公司作为该笔借款担保方，须和星科集团共同偿还债务本金和利息”。

②通过关联交易进行利益输送。“太阳公司从甲公司购进熟料等重要原材料，双方签订了长期供应合同，价格比市场价高40%。太阳公司还从乙公司以租赁的方式引入一台机器设备，租赁费用每年5000万元，同样的设备市场租赁价格为4000万元。经查，甲公司和乙公司均为星科集团全资控制的子公司”。

③掠夺性财务活动。

A. 掠夺性融资。“太阳公司在2017年年底向星科集团以每股6元价格定向增发1亿股，当时太阳公司股价为每股12元，相当于5折进行定向增发”。

B. 内幕交易。“太阳公司发布公告，拟购买丙公司100%股权。由于丙公司拥有物联网概念，太阳公司发布公告后10个交易日内，股价大涨70%。发布公告前几天，星科集团实际控制人刘某买入太阳公司股票100万股，在公告发布后卖出，获利600万元。经查，刘某买卖股票的时间都属于证监会认定的敏感期”。

C. 掠夺性资本运作。“2017年5月，太阳公司收购了大股东星科集团持有的丁公司的全部股权，收购价格为20亿元，而丁公司账目净资产为5000万元，盈利能力较差，业内专家质疑是超溢价收购”。

在利益相关者对企业经营和公司治理的影响越来越明显的背景下，企业经营必须重视将利益相关者融入企业的治理模式中，让外部与企业利益相关的主体共同参与公司治理。

与此同时，也有学者提出了让所有利益相关者直接参与公司治理事务的弊端。所有利益相关者共同参与公司治理会产生权责不清的问题，从而降低公司运作效率，企业容易陷入“泛利益相关者治理”的困境。

所以应当对利益相关者进行选择，应当依据潜在利益相关者对公司稀缺资源的贡献程度、利益相关者因公司破产或关系终结而承担的风险损失的大小、优先利益相关者的利益诉求、利益相关者在组织里的权力大小来安排公司治理。

本节小结时刻

