

# “一股独大”的悖论及其解读

黄诗华

内容提要：近年来，上市公司的诸多治理问题通常被归因于股权结构中的国有股的“一股独大”，但在理论上却无法得到满意的解释，而相关的实证研究也没有一致的结论。本文认为“一股独大”只是引起公司治理问题的表面原因，透过“一股独大”可以发现国有股东的不完全行为，政府的目标冲突和职能混同才是产生问题的真正根源。

关键词：国有股 利益相关者 治理效率

## 一、引言：悖论的提出

近年来，上市公司一系列事件相继曝光，诸如，披露虚假信息；大股东挪用上市公司资金；投资决策频频失误；侵犯中小股东的利益等。上市公司的这一系列问题常常被归因于“一股独大”，但对此理论上无法得到满意的解释，而相关的实证研究，也没有得出一致的结论。

我们认为，“一股独大”实际上是一个似是而非的问题，其本身并非是产生公司治理问题的恶源。本文将阐述这一悖论，并深入剖析、予以解读。最后，根据企业的利益相关者理论提出改进治理的一种思路：抛弃董事会中“股东至上”主义，引入债权人、职工等公司利益相关者参与公司治理，提高公司治理效率。

## 二、解读之一：国有股东行为的不完全性

在现代公司中，根据拥有股权的多少分为大、小股东。一般来说，在主观上小股东没有积极性参与公司治理。在公司治理中，股东监督经营者主要是控制其机会主义，即防止经营者的行为偏离股东的目标和利益。但是，监督经营者实际上是一种“公共产品”，任何人都有“搭便车”的倾向。只要有一个股东进行监督，而由这种监督带来的利益（如业绩提高，股价上涨）全体股东都可以分享到。大股东和小股东由于股票份额不同，面临的风险也不一样，二者在股东集团内部是两个不同的利益群体。如果公司经营失败，小股东遭受的损失要低于大股东；小股东的股

票在市场上很容易转手，而大股东由于股票数量众多，大量抛售则会引起股价下跌，损失更大。因而，相对大股东而言，小股东更没有积极性监督经营者。

而我国行使国有股东职能的代表者并非真正意义上的股东，国有资产名义上属于全国人民，全国人民的代表是全国人大，全国人大立法规定国务院为国有资产所有者，而国务院要靠各级行政官员或其他受托人去代行国有股股东职能。但是，一方面他们没有剩余索取权，没有长期经营的动力，也享受不到公司业绩提升的好处，即所谓的“激励不足”；另一方面，他们比较倾向于谋求控制权权益。换句话说，他们短期行为的后果不用自己承担，却有可能从中得利。此外，从外部环境来看，我国关于证券方面的法制建设不足，执法不力，特别是还没有明确独立地制定证券民事诉讼规则，仅靠证券交易所的公开谴责和小额罚款，“惩罚”效果缺乏威慑力。这样，捞一把就走，实行“流窜匪帮策略”成了国有股东的理性选择。

由此我们可对“一股独大”的悖论做出初步解读：“一股独大”中的“股”属于国家所有，而国有股东的行为具有不完全性：他们没有积极性追求长远利益的动机，却热衷于利用控股地位攫取小股东、债权人等公司利益相关者的合法利益。这正是现阶段国有控股上市公司治理问题的症结所在。

## 三、解读之二：政府的目标冲突和职能相混同

要进一步解读这“一股独大”的悖论，看来还是要从我国特有的政企关系入手。我国的国有控股上

市公司在上市之前,一般都经过了资产重组:即剥离劣质资产,将老企业集团中优质资产注入。冗员、债务和社会保障负担等是由老企业集团来承担的。20世纪90年代初期,国有企业虽然已明确了要建立现代企业制度,但是经营机制还未有明显转换,尽管此时市场环境宽松(处于卖方市场),也没能抓住机遇得到发展;进入20世纪90年代中后期,我国已逐渐转入买方市场,即使经营机制有所转换,但面临的是激烈的市场竞争,加上自身的历史遗留负担,以至于1997年出现全行业亏损。而政府财政早已无力拨款充实其资本金。另一方面由于高负债率,已不具备申请贷款的条件,银行贷款无门(银行也逐渐摆脱了地方政府的行政干预,不再屈服于地方压力而向国有企业任意发入贷款)。在这样的情形下,要维持生存或进一步发展,自然会利用控股地位,通过关联交易将上市公司的资源输送回母公司。而地方政府如果是从纯粹意义上的所有者角色出发,则会遏制此类事件的发生,因为珍惜自己的“声誉”会带来长期好处;但是老企业集团如果不能维持生存或进一步发展,必将危及到仍由老企业集团执行的社会政策性任务的完成。因此,地方政府首先想到的不是自己的国有资产所有者职能,而是社会公共者职能。而从社会公共管理者角色出发,地方政府自然希望老企业集团继续存在,担负起一系列社会政策性义务,对此类事件则采取“不知情或默许”的态度也是情理之中。职能混同令地方政府处于无奈且尴尬的位置,而这种职能的混同可以溯源到原有的政企关系体制。

从中央政府来看,设立资本市场的初衷之一是希望国有企业上市融资后能够彻底转换经营机制,提升自身的竞争力,依靠提高效率在市场竞争中生存和发展,并非靠侵犯小股东和债权人的利益来达此目的。因为国有股东通过关联交易掠夺小股东和债权人的财富,只是利益在不同主体之间的再分配,从一个国家整体上看,并没有增加社会财富。相反,所谓的“一股独大”公司治理问题导致上市公司资产质量下降,资本市场上的公信力下降,引起了投资者的恐慌。以国有股减持政策(为了充实社会保障基金而减持国有股的政策,从某种意义上说也是国家想实行股权多元化以解决“一股独大”带来的弊端)出台为导火索,沪、深两市从2001年7月起大幅下挫,直到2002年初政策面频出利好,精心呵护下才逐渐反弹上升转暖。在计划经济体制下,中央政府靠设置

行政部门直接管理国有企业,政企不分,被证明是低效率的。而在改革后建立的“政企分开”的新体制下,中央政府的国有资产管理职能逐渐弱化,相应由地方政府所承接。可以说,虽然中央政府注重于从宏观上提高国有企业的竞争力,但国有企业实际上是由地方政府(或国家级行业集团公司)所控制,地方政府由于双重职能的混同,相对中央政府而言,国有企业的效率在地方政府的目标函数中居于次要地位。而收回控制权,重返旧体制,又与提高效率的意图相违背。面对不同行政级别在国有企业的效率目标上的冲突,中央政府处于进退两难境地。

综上所述可知:由于中央政府与地方政府在国有企业效率目标上的冲突,地方政府双重职能的混同,政府难以遏制国有股东利用“一股独大”的控股地位对公司利益相关者的掠夺行为。这正是现阶段国有控股上市公司治理问题的深层次体制原因。

#### 四、重构董事会与对国有控股上市公司的治理

对于如何解决“一股独大”的问题,我国经济学界主流的观点有两条:一是遵循股权多元化的思路,力主减持国有股;二是在上市公司中引入独立董事。

在减持国有股方面,首先,国家现在的减持意图是为了充实社会保障基金。相对于规模庞大的国有股而言,社保基金的缺口毕竟有限,那么,这样减持在总体上还不足以改变国有股“一股独大”的地位。其次,在现在的制度框架下,如果国家要保证国有经济的控制力和竞争力,大规模的减持不太可能,因为无论是控制力还是竞争力都是既要有质上的要求,也要有量上的要求;而量上的要求体现在宏观上,则国有股至少要占相对控股的地位,在微观上很可能还会占绝对控股地位。再次,减持国有股在实际操作中也遇到困难,国有股减持的定价问题上意见众多,既反应了政府的两难境地,同时也表明了公众投资者对国有股的承接能力远没有想象中那么强。因此,国有股占控股地位的情形在短期内难以改变。最后,假设大幅减持国有股能够在现阶段实现,多元化的股权结构并不具有稳定的特征,股权的自由流通很容易导致股权的分散化,那么接下来我们面临的将是内部人控制问题。为了有效监督内部人,我们是否要期盼大股东的出现呢?

不可否认,独立董事在英美等国公司治理中起

过重要的作用。然而,安然公司破产事件表明独立董事并非万能。安然公司董事会共有17名董事,有15位是独立董事,其任职前背景包括大学教授、政界名流、大公司总裁等等。但即使是这些社会精英也未能把好监督关。在我国,建立独立董事制度已成了证监会的强制性要求,但目前有关独立董事的各项具体制度的法律规定大部分还是空白。在法制相对完善的美国况且出现了安然事件,难怪各界对我国独立董事的作用存在疑问。因此,引入独立董事未必会有立竿见影的效果。

董事会作为公司的决策机构,负责公司法人资产的运营,并相应体现公司的意志。在“一股独大”的情况下,控股股东掌控着整个董事会,轻而易举地操纵关联交易,董事会的意志实际上是控股股东的意志。由此可知,解决“一股独大”带来的公司治理问题可以从重构董事会入手。依照利益相关者理论,企业的所有权应当由出资者、债权人、职工、供应商、用户等利益相关者共同分享。那么,我们把公司治理拓展到企业的利益相关者,遵循“共同治理”的思路引入债权人董事和职工董事。在不改变上市公司股权结构的条件下,多元化的董事会可以遏制控股股东的败德行为,提高公司治理效率。

银行作为企业的主要债权人,参与公司治理不仅是必要的,而且是可行的,主要理由如下:(1)银行和企业的利益是相兼容的,大股东操纵的关联交易损害小股东的利益,同时也就意味着企业对债务的还本付息能力下降,从而威胁到甚至直接损害了银行的利益。所以,银行参与公司治理,有动力去遏制此类事件的发生,维护自身利益的同时也维护了其他利益相关者的利益。(2)银行具有监督优势,如拥有众多的分支机构、广泛的社会网络和较高素质的人员,由此可以掌握比较充分的信息,有能力履行董事职责。银行参与治理,还可类似于独立董事一样促进公司决策的科学化和专业化。(3)银行代表进入董事会,银企之间的信息沟通更加直接。银行对贷款的使用可以进行全程监督,有效地防止了贷款使用上的道德风险,促使企业稳健经营,同时企业也容易得到银行的支持。

职工参与公司治理是企业发展的—种趋势,认可职工利益和职工权利已成为社会共识。在德国,“职工参与决策”是公司治理的一大特色,而且也取得很好的效果。从我国就业现状来看,一方面,国有

经济的战略重组和产业结构的调整,职工下岗再就业的压力普遍增大;另一方面,我国人口众多,劳动力几乎是处于无限供给状态。从某种意义上说,现阶段职工利益与公司利益是完全相关的,职工有足够的动力参与公司治理以维护公司和自身的利益。同时,职工属于内部人,对公司的经营情况较为熟悉,有能力参与治理。职工董事可通过董事会表达对公司经营的意见,有助于公司的经营决策;同时,董事会的各项决策有了职工董事的传达沟通,更容易获得广大职工理解和支持。

最后,为了保证债权人、职工有效地参与公司治理,还要为他们提供制度上的保障。在具体制度的设计方面,比如以什么样的方式进入公司治理,通过什么样的途径发挥作用等,除了借鉴国际上的成功经验,大部分还要靠大家结合国情进行深入探讨。

#### 参考文献:

1. 谢德仁:《企业剩余索取权:分享安排与剩余计量》,上海三联书店,上海人民出版社2001年版。
2. 道格拉斯·C. 诺思:《经济史中的结构与变迁》,上海三联书店,上海人民出版社1994年版。
3. 杨瑞龙、周业安:《企业的利益相关者理论及其应用》,经济科学出版社2000年版。
4. 朱武祥:《一股独大与股权多元化》,《上市公司》2001年第10期。
5. 葛家澍、黄世忠:《安然事件的反思—对安然公司会计审计问题的剖析》,《会计研究》2002年第2期。
6. 施建辉、刘逖、施东晖:《公司治理:中国的经验》,载屠光绍、朱从玖主编:《公司治理:国际经验与中国实践》,人民出版社2001年版。

作者单位:厦门大学经济学系 361005

[责任编辑:胡国良]