

文章编号:1000-582X(2005)03-0150-05

# 美国上市公司股权结构分析与启示\*

邱龙广,刘星,李满升

(重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400030)

**摘要:**对美国上市公司股权结构进行了研究,认为美国上市公司的股权结构和行权方式等制度安排的成功经验对中国上市公司股权结构的完善有以下一些启示:让各类股份全流动,某种股份是自由市场来决定;彻底分散、转化竞争性领域的国有股,主要由机构投资者、战略投资者、自然人、职工、管理者、外国投资者持股;形成具有保护公平竞争功能的完善的法律、法规体系,使股权结构、公司治理、公司绩效与各类充分竞争的市场相互依赖、相互影响而良性互动。

**关键词:**上市公司;股权结构;公司治理结构;绩效

**中图分类号:**F406.7

**文献标识码:**A

## 1 股权结构的本质

由科斯开创的“企业的契约理论”(Coase,1937)的精髓可用3句话概括<sup>[1]</sup>:1)企业的契约性;2)契约的不完备性(或不完全性);3)以及由此导致的所有权的重要性(张维迎,1996)。现代企业理论认为企业是一系列契约的组合,是个人之间交易产权的一种方式,这种产权交易的结果形成了企业所有权。由于契约的不完备性,企业所有权指的是对企业的剩余索取权和剩余控制权。当剩余索取权与剩余控制权一一对应时,企业所有权配置最优,能实现企业价值最大化。企业全部的要素所有者分为两大类:人力资本的所有者和非人力资本(物质资本)的所有者。由于非人力资本与其所有者的可分离性意味着非人力资本具有抵押功能,可被其他人员作为“人质”,易受到“虐待”。所以,非人力资本所有者是天然的风险承担者,企业的所有权应配置给企业的非人力资本所有者。虽然企业的所有权是一种“状态依存”的所有权,但企业在正常的情况下,应配置给企业的股东。而股东所拥有的资本所有权叫股权。综观中、外上市公司,规模大,股东人数众多,不同的股东性质不同,投资动机不同,行为特征亦不同,故不同股东手中股权的性质亦不同,所占比例亦不同,所起作用亦不同。股权结构表现为一个股权的集合。从理论上讲,股权结构是企业剩余控制权

与剩余索取权的分布状况与匹配方式;从实际运作上看,股权结构是不同性质的股东持股比例及其相互关系。由于上市公司股东人数众多,通过全体股东直接决定公司每一项经营决策,造成股东间的协调成本高昂,为降低交易成本,采取委托-代理方式:全体股东组成股东大会,由股东大会通过投票选择股东代表组成董事会,董事会代表公司(全体股东)选择经理,由经理负责公司的日常经营管理。股东大会为公司的最高权力机关,董事会为公司的决策机关,经理层为公司的执行者。通过股东大会、董事会、经理层的责、权、利的科学界定,形成规范的公司治理结构。公司治理结构狭义地讲是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权利等方面的制度安排。广义地讲是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排,这些安排决定公司的目标,谁在什么状态下实施控制,如何控制,风险和收益如何在不同企业之间分配等这些问题。公司治理的目标是实现治理成本最小化,企业价值最大化。可见,股权结构是公司治理的基石,以股权结构为基础生成的公司治理结构及其有效运作是公司绩效的保证。

## 2 美国上市公司股权结构分析

### 2.1 美国上市公司股权结构概况

美国是最发达的资本主义国家,也是股份经济最

\* 收稿日期 2004-10-20

作者简介:邱龙广(1967-),男,重庆开县人,重庆大学硕士研究生,研究方向:公司理财。

发达的国家。其上市公司的股权结构经过长期的演进,到现在呈现出高度分散化的特征。上市公司的股票均直接或间接地掌握在公众手中。股票的主要持有者是个人和家庭、机构投资者(银行信托部、养老基金、人寿保险、互助基金、投资基金、大学基金、慈善团体等等)其他持股者较少。从历史上看,个人和家庭持股数量越来越多,而持股比例却不断下降,机构投资者持股比例不断上升(如表 1 所示)。

表 1 美国上市公司股权结构<sup>[2]</sup> %

年份	个人和家庭	机构投资者	非金融机构	政府	国外投资者
1990	50.2	30.4	14.1	—	5.4
1996	49.0	47.0	—	—	5.0

目前美国最重要的股东是机构投资者。早在 1987 年美国最大 1000 家公司中 50% 以上股份被机构投资者持有的公司占 44.9%,1989 年该比例上升到了 47.9%,到了 20 世纪末达三分之二左右。机构投资者在个别公司中持股水平更高了,远在 1989 年机构投资者在最大 50 家公司中的许多公司的持股比例在 60% 以上,如 Philip Morris 65%,Eli Lilly 69%,Digital Equipment 71% 等等<sup>[3]</sup>。机构投资者在上市公司中持股比例虽然很高,但并不影响美国股权结构的高度分散性。原因是机构投资者以群体形式虽然拥有一个上市公司的大量股份,但因受有关法律和制度的限制,该群体中每一个机构投资者持有该公司的股份比率较小。但美国的法律允许单个机构投资者同时投资持有多家上市公司的股票。这样作为一个利益群体,机构投资者对上市公司具有控制作用,但该公司的每一个机构投资者都不影响公司的控制力,所以美国上市公司股权结构集中度不高。这一点可从最大股东控制的投票权的分布中看出(如表 2 所示)。最大股东控制的投票权超过 50% 的仅占据 3.6%。

表 2 美国最大股东控制的投票权<sup>[4]</sup> %

投票权比例区间	0% ~ 9.9%	10% ~ 24.9%	25% ~ 49.9%	50% ~ 74.9%	75% ~ 100%
最大股东比例	66.0	17.4	13.0	2.1	1.5

通过分析发现,目前美国的上市公司股权结构呈现高度分散性特征。这种高度分散性的股权结构也不是一朝一夕形成的,而是上市公司长期适应美国政治、经济、法律、文化等变化的结果。笔者认为,有三方面主要原因促成了美国上市公司股权结构的多元化、分散化。第一,公司规模的不扩大和激烈竞争,导致投资主体多元化、风险分散化的需要。第二,美国社会保障制度的不断发展,造就了机构投资者。第三,也是十分重要的一点是美国严格的规制:比如要求上市公司

及时、准确、公开地披露信息,禁止内幕交易;公司内部人须定期向证券管理部门汇报其拥有和交易公司股票的情况,对制造虚假信息、欺诈等市场操作行为法律严加制裁,特别是美国将商业银行与投资银行的业务分开,禁止交叉、禁止商业银行持有非金融业的任何股票等等。这种规制使大股东很难从持有一个公司的大量股票中受益,理性的投资者就会分散投资。同时这种规制增加了市场透明度,保护了中小投资者的利益,鼓励了中小投资者进入资本市场,持有企业股票。

## 2.2 股东行权方式

追求绩效,谋求股东财富最大化,是一切上市公司的最核心的目标。美国上市公司股东对经理进行监督和激励以引致经理行为有利于公司绩效的增长、竞争力的提升。从监督角度看,股东可采用内部监督和外部监督两种方式来进行基于股权的对公司的监控权。其一是内部监督。指股东从公司内部通过建立有效的公司治理结构来监督公司的经营。具体来说,就是通过股东大会选举董事会(董事会中大部分董事为外部董事,约占董事会人数之四分之三。因此董事会基本上为股东代表所控制,代表着所有者的利益),再由董事会对经理进行监督。一旦经营者的行为偏离了股东的目标,股东便可通过程序罢免董事或经理。股东还实施激励来约束经营者。即公司除了给经营者高薪和奖金外,还允许经营者持股和拥有股票期权。在经营者的报酬结构中,股票期权占有的份额很大。这样就将经营者的利益和公司(股东)的利益捆绑在一起,经营者只有努力工作提升公司绩效,才能使自己的效用增加。否则经营者将处于不利地位:收益减少,自身价值贬损,被逐出经理市场等等。在美国上市公司的股东中个人大股东有能力和动力对经理进行内部监督。机构投资者在二战后至 20 世纪 80 年代末这一时期,虽然其持股比例不断上升,但持股额并不足够大,再加上美国有关法律限制其直接干涉公司的经营,机构投资者无兴趣采用内部监督的形式来影响经理的行为。而是凭借自身的优势(资金、信息、人力资源),被动投资,用脚投票,以获取最佳投资收益。但自 20 世纪 80 年代末开始,随着机构投资者持股比例的进一步提高,持股额的进一步增多,其持股的稳定性也大大增强,再加上严格限制机构投资者参与公司治理的制度环境渐趋宽松,大部分机构投资者均放弃了华尔街准则,对绩差公司不再简单地卖股以“逃离劣质公司”,而是积极参与改进公司治理。他们参与公司治理的做法通常由私下交谈和提出股东议案、行使代理投票权、对被投资公司监督、争夺代理权等。机构投资者积极“用手投票”参与公司治理的效果是显著的。例如:美国的

CalPERS 通过对其投资公司的积极参与,每年获得额外增加的 1.5 亿美元的回报。有研究表明,机构投资者达到控股并实现对公司行使治理权目的成功比例占 65%。这些机构投资者代表着特定的利益团体(自然人投资者),有追逐利润最大化的内在动力,同时其主要成员大多是投资、理财、法律等方面的专家。由机构投资者的代表入主董事会,对经理人的决策提出相应权威的建议,同时又可抑制经理人的“道德风险”,从而可在一定程度上实现公司治理的科学化和规范化。当前机构投资者是美国上市公司的一个重要股东,它直接参与上市公司的治理是美国上市公司治理的一大特色,也是美国股权结构、股东类型的一大特色。

其二,是外部监管。是指股东从公司外部通过有效的市场机制来监管公司的经营,迫使经营者为股东利益而努力工作。1)证券市场。股东通过股票市场出售股票,导致股票下跌来解聘经营者。2)经理市场。股东通过经理市场聘用优秀的经营者。3)控制权市场。如公司绩效差,股价大幅下滑,将有潜在的收购者收购目标公司股东抛售的股票,一旦达到控股额度,将完成对目标公司的收购,从而赶走走位的经营。4)产品市场。公司的产品或服务如果不能满足市场的需要,将直接导致公司业绩下降,影响股票价格下降,使经营者承受压力。由于美国上市公司股权结构十分分散,大股东持有上市公司股票比例并不高,众多的小股东用脚投票极易影响经营者。在外部监管中,公众股东起着重要作用。因此不管大股东或公众股东都可以方便地投票,以表达自己的意志,从而形成股东合力以控制公司。

### 2.3 股权结构的优势、劣势

形成于私有产权基础上的美国上市公司股权结构十分分散,它与其决定的公司治理机制一道融于制度环境之中,以适应竞争,谋求公司价值最大化,公司的绩效最终交给市场来评判。股价是公司价值的综合体现,是各方关注的焦点。股权结构分散,各个股东虽然持股比例不高,但他们归根到底是私产者,拥有明晰的股权,有自己的利益,当然看重公司的业绩,这会迫使经营者追求公司绩效的提升,再加上公司高级管理者也拥有股权,有经营好公司的激励。因此,经营者会不断的创新(管理创新、技术创新、制度创新),科学管理,推动公司股价步步上升。但在公司长期绩效与当期绩效之间,股东、经营者偏重当期绩效。因此经营者具有“短期化倾向”,缺乏长远眼光,有对资本投资、研究与开发不足的倾向;分散的股权结构意味着其流动性好,资本市场发达,有利于利益各方基于公司绩效迅速作出反应,提高了股东之间、股东与管理者之间以及

潜在利益相关者与现存的利益各方之间博弈的灵敏度,决策高效,资源配置效率高。但分散的股权结构意味着众多的小股东无能力和精力单个地直接影响或者控制董事会,会出现“弱势股东、强势管理层”,以及由此引起的内部人控制现象。

从总体上看,美国的股权结构及建立在其上的治理机制是与美国的制度相匹配的。可用图 1 表示。

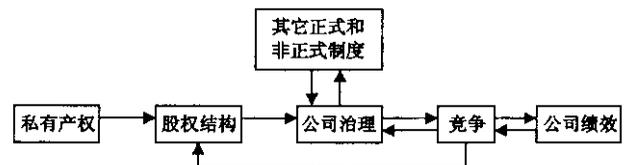


图 1 美国上市公司股权结构、公司治理与美国的制度相匹配

美国制度安排使美国经济奉行自由市场经济和个人本位主义,强调“看不见的手”的作用,而且其通过一系列的法律、法规规制资本和财富集中,实现政治平等与经济民主等。这种政治、经济、历史、文化传统,使得美国政府较少直接干预企业,私人投资踊跃,证券市场十分发达,其公司制度一开始就根置于传统的自由资本主义土壤中,其公司治理机制是基于公司产权理念(个人主义、私人产权、自由市场)基础上形成的。公司治理机制的运作强调通过市场控制、监督、激励、约束经营者,强调通过市场优化配置资源,促使资本市场快速流动,减少投资风险,保护投资者的利益。由此,公司的股权结构与运作也呈现出鲜明市场本位、权利本位特色<sup>[5]</sup>。近年来,有些人以美国华尔街一些上市公司发生的丑闻为据,认为美国的股权结构有致命的缺陷,建立在股权结构基础之上的公司治理失败。笔者认为,这种认识有失偏颇。试看当今有谁可与美国 10 万亿美元经济实力相抗衡?而美国的上市公司对美国的经济发展做出了突出的贡献。美国的股权结构及其股东监控机制适应市场竞争,有强大的生命力。华尔街上市公司丑闻的发现直至解决恰恰证明美国的一套公司治理制度安排有强大的纠错功能。只要对比地想一下中国的一些上市公司虽然连续几年 ST 或 PT 了,但仍然在股市上活得好好的就可以明白这一点了。

### 3 中国上市公司股权结构现状

中国的上市公司绝大多数是由原来国有企业改制而来,按投资主体分,形成国有股、法人股、公众股和外资股等。国有股和法人股不能上市流通、转让,并且处于绝对的控股地位。截止 2002 年 12 月 31 日,中国上市公司股权结构中国有股和法人股占 64.42%,流通

股份占 34.67%。中国 84% 的上市公司目前仍然直接或间接地被政府最终控制着<sup>6)</sup>(刘芍佳, 2003)。这种高度集中型股权结构导致公司治理结构缺失和治理效率低下。

### 3.1 公司内部治理结构很不健全

1) 股东大会形同虚设, 根本难以发挥对董事会的约束作用。因国有股占绝对控股地位, 且“所有者缺位”, 股东大会中的控股股东只不过是代表国有股的政府选派的代表, 并不是真正的股东, 他不会像关心自己的财产那样关心公司; 又董事会中 70% 以上的董事也是政府的代表, 这样董事会做出的决策, 股东大会是不会拒绝的。实际上, 董事会成为了一个凌驾于股东大会之上的权力机构。

2) 董事会缺乏对经理人员的有效约束, 内部人控制严重。中国上市公司董事会中, 内部董事占三分之二以上, 甚至有的上市公司的董事会全部由内部董事构成, 董事长、总理由一人担任, 董事会不能有效地监督经理人。

3) 监事会有名无实, 没有充分发挥监督作用。绝大部分的监事来自于公司内部, 又是董事长、总经理的下级, 他们难以发挥监督作用。

4) 政府凭借国有股股东的身份, 左右了公司的股东大会、董事会、高级经理, 使得公司的经营目标成为经济目标与政治目标的混合体。国有股股东对公司的控制表现在产权上趋于超弱控制, 在行政上则趋于超强控制。经理人员与政府的博弈结果是一部分经理人员利用政府产权上的超弱控制形成对企业的内部人控制, 同时又利用行政上的超强控制转嫁经营风险, 将经济性亏损推诿为体制性因素。再则经理的报酬偏低, 无股票期权, 难以激励他们为公司和股东的利益而工作。他们利用公司治理结构的缺陷, 凭借控制权, 谋取个人效用最大化。

### 3.2 公司外部治理机制不能有效地发挥作用

1) 公众股虽然可以自由流通, 但因持股比例低, 即使全部被收购, 也不能动摇国有股股东的控制地位。公众股股东不但“用手投票”难以发挥其监督作用, 而且“用脚投票”机制也失灵, 对在位经理影响也不大; 特别是法律规定国有股和法人股不能在股市自由转让, 国有股股东和法人股股东得不到因公司绩效好而带来的股价上升的好处, 却要承担因公司绩效不好而带来的风险。完全不利于国有股股东和法人股股东在资本市场上主动地进行资本的战略营运, 使得国有股和法人股成为千年不化的“化石股”。

2) 中国的经理市场发挥作用有限。因大部分上市公司的高级经理由政府任命, 并不通过经理市场的充分竞争被选聘, 所以在位的经理并不太在意经理市场的情况, 却十分在意政府的“脸色”。

3) 产品市场、劳动力市场等市场的变化对经理的约束力也有限。所以, 中国上市公司这种扭曲的股权结构以及建立在此基础上的公司内、外治理机制的相互脱节, 要求人们必须继续改革, 完善股权结构。

## 4 美国上市公司的股权结构的启示

通过前面的分析, 发现美国上市公司股权结构十分分散, 流动性高, 适应市场竞争。正是激烈的市场竞争及保护公平竞争的制度安排促成了高度分散的股权结构。改革中国的股权结构应有利于竞争, 同时应形成高度竞争性的制度安排体系(如图 2 所示)。为此提出以下措施: 1) 从法律上取消国有股、法人股不能自由转让的限制, 让各类股份全流动, 某种股份是合由市场来决定。2) 改变国有股“一股独大”的局面, 让其彻底分散(当然仅限于竞争性领域)。将一部分国有股公开出售给各类非国有股股东, 将另一部分国有股份分散给非竞争性领域的数家国有公司, 该家国有公司(企业)持有某一家上市公司国有股份比例低于 5%。3) 法人股分公法人股和机构法人股。公司法人股产权模糊比例不宜过高(因实证表明公司绩效与法人股正相关)目前可接近 20%, 以后应逐步降低其比例; 应大力发展机构投资者数量, 并引入国外投资者。但机构投资者持有一家上市公司的股份不宜高于 5%。禁止法人相互持股。4) 新上市公司应公开向社会发售股票, 股票主要由公众和机构投资者持有。5) 鼓励职工、管理者持股。实行委托投票、累计投票、网上投票的制度, 保护中、小股东的利益。6) 大力培育充分竞争的资本市场、经理市场、产品市场、劳动力市场等, 使各类市场相互影响、相互依赖。7) 政府应采取行动, 大范围、多层面, 广泛持久地宣传, 让公平竞争的理念深入人心, 并与优秀的中华民族文化相融合。完善中国一整套法律、法规体系, 使其具有保护公平竞争的功能。

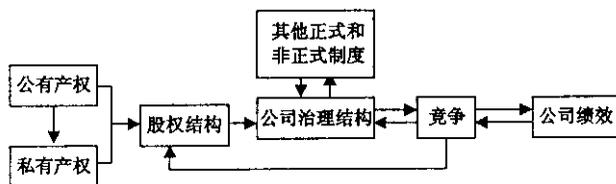


图 2 中国上市公司股权结构、公司治理应与中国充分竞争的制度安排相匹配

股权结构是现代企业产权结构的主要表现。中国未来股权结构应属于市场治理结构,由市场调配企业。市场经济对产权诸项要求中有决定意义的是产权分散,产权分散意味着内部权力关系较平衡,产权分散可使市场经济对产权明确化、人格化、民主化、市场化,是优化资源配置,提高经济效益的先决条件,是社会主义市场经济的必然要求。

形成多元化、分散化的股权结构必将除去政府套在市场经济运作各个环节上的锁链,解放经济。由多元化、分散化股权结构决定的蕴含充分竞争理念的公司内、外治理机制必能良性互动,有利于各类股东方便、快捷、高效地监督约束公司经营者,增加公司业绩,提升公司竞争力。

#### 参考文献:

- [1] 张维迎. 所有制、治理结构及委托-代理关系[J]. 经济研究, 1996(9): 3-15.
- [2] 梁能. 公司治理结构: 中国的实践与美国的经验[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2000.
- [3] 何自力. 论美国法人资本所有制的崛起及其历史地位[J]. 南开学报, 1997(2): 14-20.
- [4] DIETL H. Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany and the United States[J]. Routedledge, 1998, (6): 121-124.
- [5] 张义忠. 对美国公司治理中的股权分散与流动的辩证思考[J]. 经济问题, 2003(1): 55-57.
- [6] 刘芄佳. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究, 2003(4): 51-61.

## Analysis on the Ownership Structures of American Listed Companies and Its Enlightenments

QIU Long-guang, LIU Xing, LI Man-sheng

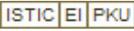
(College of Economics & Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

**Abstract:** The authors investigate the ownership structures about American stock corporations and think that the successful experiences based on institutional arrangements for the ownership structures of American listed companies and the way to carry out ownership authorities will give some following enlightenments for Chinese stock companies to perfect their ownership structures: Let all kinds of equity ownerships tradable completely, some ownership diffused or concentrated should be determined by market. To decentralize and transform the state-owned ownership through in the competitive industries, and the ownerships should be mainly holded among legal investors, strategic investors, individuals, employees, managers, foreign investors. The following results are realized to develop perfect law and regulate systems with the function enhancing fair competition and make ownership structure, corporate governance mechanism, all markets, corporate performance interact profitably.

**Key words:** publicly listed companies; ownership structure; corporate governance; firm performance

(编辑 刘道芬)

# 美国上市公司股权结构分析与启示

作者: [邱龙广](#), [刘星](#), [李满升](#), [QIU Long-guang](#), [LIU Xing](#), [LI Man-sheng](#)  
作者单位: [重庆大学, 经济与工商管理学院, 重庆, 400030](#)  
刊名: [重庆大学学报 \(自然科学版\)](#)   
英文刊名: [JOURNAL OF CHONGQING UNIVERSITY \(NATURAL SCIENCE EDITION\)](#)  
年, 卷(期): 2005, 28 (3)  
被引用次数: 2次

## 参考文献(6条)

1. [刘芄佳](#) [终极产权论、股权结构及公司绩效](#)[期刊论文]-[经济研究](#) 2003(04)
2. [张义忠](#) [对美国公司治理中的股权分散与流动的辩证思考](#)[期刊论文]-[经济问题](#) 2003(01)
3. [DIETLH](#) [CapitalMarketsandCorporateGovernanceinJapan, GermanyandtheUnitedStates](#) 1998(06)
4. [何自力](#) [论美国法人资本所有制的崛起及其历史地位](#) 1997(02)
5. [梁能](#) [公司治理结构:中国的实践与美国的经验](#) 2000
6. [张维迎](#) [所有制、治理结构及委托-代理关系](#) 1996(09)

## 引证文献(2条)

1. [王奇波](#), [曹洪](#) [股权制衡与机构投资者参与的公司治理效应](#)[期刊论文]-[财贸研究](#) 2006(3)
2. [姜昊清](#), [董迎迎](#) [股权结构与公司绩效的实证分析](#)[期刊论文]-[重庆工商大学学报 \(西部论坛\)](#) 2006(2)

本文链接: [http://d.g.wanfangdata.com.cn/Periodical\\_cqdxxb200503039.aspx](http://d.g.wanfangdata.com.cn/Periodical_cqdxxb200503039.aspx)