

# 民营企业两权分离度、内部制衡机制与经营绩效关系

张欣哲<sup>1</sup> 周静<sup>2</sup> 罗春燕<sup>2</sup> 黄璜<sup>2</sup>

(1.厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005; 2.西南交通大学经济管理学院, 四川 成都 610031)

**摘要:** 以中国的投资者保护为研究出发点, 本文搜集沪深两市挂牌交易的由自然人创立并拥有的民营企业研究样本, 实证检验其两权分离程度、内部制衡机制与公司经营绩效之间的关系。研究发现, 在民营企业内部, 控制权和所有权的分离对公司的经营绩效产生了显著的负面影响, 两权分离程度越大, 对公司经营绩效的负面作用越大; 其次, 内部制衡机制与公司经营绩效显著正相关, 制衡机制越强, 抑制终极控股股东的侵占行为的效果越显著; 最后, 两权分离程度与内部制衡机制之间存在着交互作用, 在两权分离程度相同的情况下, 制衡机制的程度越强, 对于减少终极控股股东与中小投资者之间的委托代理成本, 改善公司经营绩效的效果越明显。

**关键词:** 所有权与控制权分离; 内部制衡机制; 代理成本; 公司治理

**Abstract:** To investigate investors' protection in China, we hand collect a sample of original private-owned listed companies that established, owned and operated by individuals. With this precious sample, we investigate the relationships among ownership-control rights divergence, outside block holders ownership and operating performance. The conclusion shows that there is a linear relationship between operating performance and ownership-control rights divergence: the greater the divergence, the poorer performance of a company. The outsider block holders' ownership count balance mechanism can significantly prevent ultimate controller from expropriate outside investors: the better ownership count balance mechanism, the less principle-agent costs, and the better operating performance. At last, there is an intersection between ownership count balance mechanism and the divergence of ownership and control rights of the ultimate controller. Given the same extent of divergence of ownership and control rights of the ultimate controller, the stronger ownership count balance mechanism can alleviate the principle-agent problem, decrease the ultimate controller's expropriation and improve the operating performance.

**Keywords:** divergence of ownership and control rights, system of interior balace, agency cost, corporate governance

**作者简介:** 张欣哲, 厦门大学管理学院博士生, 研究方向: 公司财务与公司治理。周静、罗春燕、黄璜, 西南交通大学经济管理学院硕士生, 研究方向: 公司财务与公司治理。

中图分类号: 276.6 文献标识码: A

## 引言

民营企业是我国公司中的特殊群体, 与民营企业相关的众多研究结论充满了互相矛盾的解释。在经营绩效评价方面, Sun和Tong(2003)<sup>[12]</sup>认为国有企业民营化改造后, 经营绩效显著提高, 而Fan等(2007)<sup>[5]</sup>认为由行政官员充任公司管理人员造成的人力资源错置, 使得公司经营绩效显著恶化。在控股结构方面, Fan等(2007)<sup>[5]</sup>认为

中国民营企业中存在的所有权管理权分离问题造成了终极控股股东侵占中小投资者权益事件的发生; 而白重恩等(2005)<sup>[13]</sup>认为上市公司两权分离现象并不严重, 背离一股一票原则的现象并不普遍, 尽管存在金字塔和交叉控股现象, 但由于绝大多数的上市公司通常只有一个终极控股股东, 而终极控股股东又持有公司的绝大多数股权, 成为公司的绝对所有者, 使得终极控股股东进行掏空的激励减少。

民营公司分类不统一是造成研究结果相互矛盾的重要原因。先前的研究大都由于数据收集条件限制,未能根据终极控股股东类型对民营公司进行细致的分类,从而导致研究结果的不一致。判断一个公司是否归属民营目前主要有两种分类方法:第一种根据控制权进行区分,笼统地把除各级国资委直接控制以外的公司称为民营公司;第二种则根据公司终极控股股东性质进行分类。第一种利用控制权进行分类的方法容易产生争议,公司控制权的归属外界人员无从知晓,武断的判定则可能造成研究成果的错置。近年来由于控股结构理论的发展,控制权分类法已逐渐被终极控股股东性质的分类方法取代,此种方法在理论分析中较为实用,同时在研究中得到一定的应用(Fan等,2007)<sup>[5]</sup>。本文结合已有控股结构理论,筛选出由自然人创立、经营并且控制权从未转移的民营上市公司,从公司治理内部制衡机制出发,研究在中国经济转型制度背景下,民营公司如何减少委托代理成本,改善公司治理,从而提高公司的经营绩效,为上述现象提供一个新的解释。

## 理论分析与研究假设

我国存在着国有改制而来的和自然人创立拥有、公司控制权从未发生过转移的两类民营公司(下文分别简称为“改制民营”与“自然人民营”),不同性质的公司对应着不同的经营环境、不同性质的委托代理问题,把改制民营和自然人民营混为一谈,将会产生错误的研究结论。下面我们结合中国制度背景对不同类型民营公司的委托代理问题和制衡机制依次进行分析。

### 一、公司治理主要矛盾

不同的历史发展路径使得中国产生了改制民营与自然人民营两类终极控股股东类型不同的民营公司。以改制民营为例,尽管名义上脱离了原有的体制,但Fan等(2007)<sup>[5]</sup>发现,在这些公司或多或少存在着由前政府官僚出任高管的情况,与原有的治理体制保持着密切联系,继承了原国有体制的行政干预。沈芝峰等(2009)<sup>[14]</sup>的一项研究显示,目前仅有不到18%的上市公司董事会成员经过股东大会选举。在治理实践中,改制民营公司的管理人员更可能接受组织委派。这种委派机制使得公司在管理行为上继承了上级行政机构的治理习惯,缺乏商业

管理经验的行政人员被委派到上市公司担任高管,使得公司在商业竞争环境中处于劣势;同时在经营过程中改制民营公司可能受到行政干预,牺牲经济利益而执行上级行政机构社会治理的意图。

改制民营与国有控股公司有着相同的治理问题,即“内部人控制”。在改制民营公司内部,由于内部人控制,从而形成了以下委托代理问题:一是激励不相容问题。由于委派制下的董事薪酬由上级管理机关安排,无论经营好坏,其薪酬水平已预先设定。公司经营绩效波动与自身薪酬相关甚小,管理人员与投资者的利益不一致,产生了激励不相容问题。二是代理链条过长,控制监督松散。由于改制民营公司继承了国有管理体制,公司控制链条偏长,高管权力过大缺乏制约,形成严重的内部人控制问题。

自然人民营公司在经营管理上具有高度集权的特点,自然人民营公司在组织结构上有着高度集权的特点——所有权、控制权和经营管理的统一。自然人民营公司的终极控股股东,通过一系列类似于金字塔式的控制结构,在公司内部形成强大控制力,推举自己出任公司的董事长或总经理,或两权合一。金字塔式的控股结构,使得终极控股股东的所有权和控制权之间形成或多或少的偏离,而任何脱离一股一票原则的控股形式,都会使终极控股股东产生侵占中小投资者权益的经济激励,形成了自然人民营公司治理过程中的委托代理成本。

根据Claessens等(2000)<sup>[10]</sup>的观点,终极控股股东的所有权与控制权之间的差异越大,终极控股股东越有激励去进行利益侵占行为,如隧道行为、机会主义行为、逆向选择等,而这些行为无一例外将会对公司的经营绩效产生负面影响。基于此,提出研究假设1:

H1:所有权与控制权的分离度与公司财务表现负相关,分离度越大,对经营绩效的负面影响越大。

### 二、内部制衡机制

公司治理的意义在于保证投资者的回报,其中,制衡机制能否发挥作用至关重要。一般来说制衡机制主要包含以下三个方面:

第一,来源于制度。制度决定了一个国家或地区经济发展的长期绩效。制度包含着诸多因素,其中最重要的便是关于投资者保护的法律。作为新兴加转型的经济体,

中国在投资者法律保护的覆盖面和实践水平两方面存在着重大缺陷。世行调查表明中国法律保护水平在世界排名属中下游水平(Kaufman和Matruzzi, 2003)<sup>[8]</sup>, Claessens和Fan(2002)<sup>[1]</sup>的研究认为中国的投资者法律保护水平更加惨不忍睹。其次, 法律实践也制约投资者法律保护作用的发挥。中国资本市场的司法实践仍处于起步阶段。即使相关法律有着明文规定, 法律所提供的保护仍可能仅仅停留在纸面上而未能落实, 法律实践水平有待于进一步提高。在信息披露的法定义务方面, 上市公司的信息披露机制不完善, 缺乏严格完备的信息披露机制, 信息披露范围和公司经营透明度需要进一步加强(Doidge等, 2007)<sup>[3]</sup>。

第二, 来源于市场的竞争机制。市场经济下的竞争机制发挥着至关重要的作用。如果终极控股股东侵占中小投资者利益, 中小投资者将会用脚投票, 公司股价下跌, 在良好的市场机制作用下, 产品市场竞争以及公司之间的兼并重组都随之而来, 约束终极控股股东侵占中小投资者权益的行为。而先前的大量研究证明, 中国的市场竞争机制仍不健全, 尚不能够发挥优胜劣汰的作用。

第三, 来源于公司内部治理机制。传统的公司治理机制强调公司内部各个角色的相互制衡, 公司高管受董事会委派, 接受董事会的评价与监督; 董事会的运作效率与工作绩效评价受到全体股东组成的股东大会制衡。

在英美式的公司治理实践环境下, 制衡机制主要依靠良好的法制环境和激烈的市场竞争来降低委托代理成本, 在公司内部依靠独立董事或独立董事占多数的董事会来减少可能对公司价值产生负面影响的行为。目前大量研究成果大都从法律制度(La Porta等, 1998, 2000)<sup>[9][11]</sup>、活跃的市场机制以及债权人的监督等外部治理机制作为研究切入点, 分析其对抑制终极控股股东侵害中小投资者权益的作用机制。

然而结合中国公司治理环境, 公司治理质量的最重要决定因素应是来源于公司的内部治理。内部治理机制发挥有着较强的及时性, 可以即时针对终极控股股东的侵害行为发出停止警示, 相比法律保护等事后惩罚机制具有实时性, 可以更好地保护中小投资者的权益。在法律制度层面, 大多数学者认为包括中国在内的新兴经济体, 法律制度所能发挥的作用有限; 而在市场机制方面, 由于中国目前经济转型尚未完成, 市场机制发育不

足, 使得其在中国难以发挥降低委托代理成本的作用。在代理权争夺中, 由于中国资本市场的股权集中现象严重, 通过市场进行兼并收购等代理权争夺的可能性大大降低, 取代不合格的代理人成为小概率事件。

当法律与市场层面的制衡机制受到限制时, Gompers, Ishii和Metrick(2003)<sup>[7]</sup>(以下简称GIM)提出公司内部平衡的民主制衡机制可以缓解终极控股股东和中小股东之间的委托代理问题。公司内部平衡的民主制衡机制可以降低委托代理成本, 改善公司经营绩效, 提高股东价值。制衡机制越强的公司, 分析人员对其股票的估价越高; 制衡机制较强的公司价值普遍高于民主机制制衡较差的公司, 而独裁型的公司治理对公司价值危害最大。GIM提出改善公司治理需要通过对公司终极控股股东的权力进行限制。投资人、经理层、员工、供货商等利益相关者之间民主的制衡机制, 有助于公司治理效率的改善和经营绩效的提高。综上所述, 提出假设2:

H2: 公司内部的制衡能力与公司经营绩效正相关, 内部制衡机制越强, 公司的经营绩效越好。

公司的控制结构之所以会呈现为金字塔形状, 即是由于终极控股股东试图通过所有权和控制权之间的分离攫取个人私利的动机存在, 当公司治理的制衡机制越差时, 终极控股股东越有可能通过这些手段, 牺牲其他投资者的利益去获取个人私利(La Porta等, 1999; Claessen等, 2000; Faccio等, 2002)<sup>[10][2][4]</sup>。所有权与控制权的分离度越高, 获取控制权私利、侵占其他中小股东的经济激励越大; 而公司内部制衡机制越差, 约束终极控股股东的的能力越差, 使得中小股东的权利保护更加脆弱。为了检验所有权和控制权之间的分离度与公司治理的制衡机制之间是否存在交互效应, 提出假设3:

H3: 在所有权和控制权的分离度相同情况下, 良好的内部制衡机制可以显著降低两权分离带来的委托代理成本, 从而改善公司经营绩效。

## 变量定义与数据

### 一、研究变量的定义

1. 因变量。本研究的因变量是公司的经营绩效, 用会计类指标ROA和ROE来评价。由于市场价值类指标如Tobin's Q是以市场价值来评价公司的经营绩效, 需要计

算重置成本与账面成本之比值，但是目前国内缺乏活跃的设备评估市场，难以获得重置成本的实际值；另外中国资本市场本身处于弱势有效阶段，公司的市场价值并不能在资本市场上充分准确地反映出来；同时高换手率影响了公司的价值发现，从而使得Tobin's Q使用存在着局限，所以本文选择ROA和ROE作为公司经营绩效的评价指标。

2. 解释变量与控制变量。本研究的解释变量包含内部制衡机制、两权分离度以及二者的交互项。关于控制权和所有权分离度的度量，我们采用国际主流文献通用的指标，用投票权作为控制权的代理变量，用现金流量权作为所有权的代理变量，并对其作了相应的多种变换，分别是投票权与现金流量权之商VDC，投票权与现金流量权之差除以投票权的商VMCDV两个变量，用来度量两权分离的程度。

关于内部制衡机制的代理变量，我们用除终极控股股东之外的前十大股东投票权与终极控股股东投票权之差度量公司内部制衡方式。同时，我们分别使用两权分离度的两种方式与股权制衡的代理变量做相应的交乘项，用来考察其之间是否存在交互效应。相关变量的定义见表1。

二、数据筛选与描述性统计

截至目前，中国近2000家上市公司中约有500家由非国有经济部门作为终极控股股东经营管理，而这些非

国有公司大多数是转制形成的。为了控制由于分类模糊所造成的结果错置，我们选择非国有上市公司中由自然人创立和拥有的、未经MBO、借壳和股份化改造的民营企业作为研究对象。这些公司较少可能受到政府行政干预，具有较强自主性，能够根据市场环境自主决策、独立经营，是我们研究在市场经济下公司财务问题和财务行为特征较好的研究对象。

财务数据来源于国泰安数据库。由于国内上市公司自2004年才开始大规模披露公司终极控股股东信息，所以，在2004年之前上市的公司，主要根据招股说明书和年报，并查阅胡润财富榜、新浪等门户网站财经版来补充资料，对照查阅其历史沿革与终极控股股东；而对2004年之后上市的公司，主要根据招股说明书和年报互相补充，确定终极控股股东的相关资料；剔除金融类上市公司、终极控股股东资料不全的公司、通过MBO和借壳上市的民营企业以及ST、PT公司，筛选出所需要的研究样本。

从行业分布来看，民营企业集中在制造业和信息行业，分别占比80%与10%。这可能是由于行业控制政策所致。国务院为了改善民营企业的经营环境，先后两次出台“非公36条”，鼓励民营经济向相关垄断领域发展。但从目前来看，没有明显效果。

VDC和VMCDV的描述性统计结果显示，目前自然人民营上市公司的两权分离度差别不大，其中位数或平均值分别在1或0的附近少许向上浮动。此外，制衡机制变量的中位数和均值均超过了0.5，与国有上市公司普遍存在着一种独大的局面形成了鲜明的对照。

实证模型与结果分析

一、模型设置

根据前文中所做的理论分析，我们构建如下模型，用来考察前文提出的相关假设：

$$Model 1: ROA = \alpha_0 + \beta_1 VDC / VMCDV + \Psi T + \epsilon$$

$$Model 2: ROA = \alpha_0 + \beta_1 VDC / VMCDV + \gamma Balance + \Psi T + \epsilon$$

$$Model 3: ROA = \alpha_0 + \beta_1 VDC / VMCDV + \delta_j Interitem_i + \Psi T + \epsilon$$

$$Model 4: ROE = \alpha_0 + \beta_1 VDC / VMCDV + \Psi T + \epsilon$$

$$Model 5: ROE = \alpha_0 + \beta_1 VDC / VMCDV + \gamma Balance + \Psi T + \epsilon$$

$$Model 6: ROE = \alpha_0 + \beta_1 VDC / VMCDV + \delta_j Interitem_i + \Psi T + \epsilon$$

其中，是控制变量的系数向量，则是控制变量

表1 变量定义表

变量类型	变量符号	定义
因变量	ROA	公司年度利润/年度总资产
	ROE	公司年度利润/股东权益
控制变量	Market HHI	按照计算某个行业的竞争性，根据各个公司的营业收入，计算该公司在该行业的市场份额，进而根据市场份额计算产品市场竞争程度。 $HHI = \sum_{i=1}^{N_i} S_{it}^2$ $S_{it}$ 是年度t时刻，某个行业的特定公司的市场份额
	Lnasset	公司资产规模的自然对数
	Leverage	公司负债与资产之比
	VDC	合并计算与终极控股股东属于同一家族抑或是存在姻亲关系的关联股东的控股权和现金流量权，用投票权与现金流量权的商来度量所有权和控制权的分离度
检验变量	VMCDV	合并计算与终极控股股东属于同一家族抑或是存在姻亲关系的关联股东的控股权和现金流量权，用投票权与现金流量权之差与投票权的商来度量所有权和控制权的分离度
	Balance	除终极控股股东之外的公司前十大控股股东的股权之和
	Interitem <sub>i</sub>	i = 1, VDC与Balance的交互项
		i = 2, VMCDV与Balance的交互项

矩阵。

Model 1以ROA为因变量,考察两权分离而对公司所产生的负面影响,用来验证本文的假设1;而Model 2用来考察本文假设2制衡机制是否能发挥作用,能否改善公司经营绩效;Model 3用来检验两权分离与制衡效应之间是否存在交互作用——即在相同的两权分离程度下制衡机制强的公司是否可以抑制终极控股股东的侵占行为,减少公司的委托代理成本,从而改善公司的经营绩效,用来考察本文假设3。Model 4-6与Model 1-3类似,只是因变量变为ROE。

## 二、实证结果分析

表2和表3分别以ROA和ROE为因变量,代入相应模型进行计算。 、 、 列的回归结果是以VDC作为两权分离的代理变量,与相应的制衡作用、以及两者交互作用的回归结果; 、 、 的回归结果是以VMCDV作为两权分离的代理变量,与相应的制衡作用、以及两者交互作用的回归结果。

表2与表3中所有模型都通过了F检验,在99%的置信水平下显著,说明模型的拟合度较好。此外所有模型中变量的VIF统计值都小于1.5,表明模型中各个变量之间不存在共线性问题,同时相关数据也通过了Breusch-Pagan异方差检验。我们选取了年度、资产规模、财务杠杆以及市场竞争程度等控制变量。由于市场竞争程度可以定量衡量相关行业的效应,理论上市场的竞争度是反映行业性质的变量(白重恩等,2005)<sup>[13]</sup>,较传统的行业哑变量更为精确,所以在回归中,我们选择市场竞争度的代理变量HHI。

从表2与表3的回归结果,我们可以看到两权分离对公司的经营绩效产生了负面影响;相关的两权分离影响结果也验证了Fan等(2007)<sup>[5]</sup>的观察,与Claessens等(2000)<sup>[2]</sup>、Faccio等(2002)<sup>[4]</sup>的研究结果类似,从而验证了假设1。Gomes(2000)<sup>[6]</sup>认为在集权治理的模式下,强而有力的集权治理模式可能对终极控股股东侵占中小股东利益产生了调和作用。尽管公司终极控股股东具有强而有力的控制权,但由于缺乏充分的市场竞争,Gomes(2000)<sup>[6]</sup>所预测的利益协同现象并未发生。通过表2与表3中两权分离代理变量的回归结果可以看出,集权控制模式下两权分离对公司经营绩效仍然产生了显著

的负面影响。

在考察制衡与经营绩效之间的关系,为了避免遗漏变量的问题,我们将两权分离度与制衡作用的代理变量同时放入模型进行回归分析,在表2和表3中 、 两列

表2 两权分离度,制衡机制与公司经营绩效

	ROA					
VDC	-0.001 (-2.08) <sup>b</sup>		-0.01 (-1.96) <sup>b</sup>		-0.004 (-4.47) <sup>c</sup>	
VMCDV		-0.02 (-2.40) <sup>c</sup>		-0.01 (-2.22) <sup>b</sup>		-0.004 (-3.39) <sup>c</sup>
Balance			0.02 (4.46) <sup>c</sup>	0.02 (4.46) <sup>c</sup>		
Interitem <sub>1</sub>					0.01 (4.76) <sup>c</sup>	
Interitem <sub>2</sub>						0.008 (2.50) <sup>c</sup>
Lnasset	0.01 (7.58) <sup>c</sup>	0.01 (7.55) <sup>c</sup>	0.01 (7.47) <sup>c</sup>	0.01 (7.41) <sup>c</sup>	0.01 (7.65) <sup>c</sup>	0.01 (7.72) <sup>c</sup>
Leverage	-0.13 (-17.93) <sup>c</sup>	-0.13 (-17.68) <sup>c</sup>	-0.13 (-17.86) <sup>c</sup>	-0.13 (-17.58) <sup>c</sup>	-0.13 (-17.94) <sup>c</sup>	-0.13 (-17.72) <sup>c</sup>
HHI	0.01 (0.85)	0.01 (0.68)	0.01 (0.74)	0.01 (0.58)	0.01 (0.82)	0.01 (0.54)
常数项	-0.10 (-3.76) <sup>c</sup>	-0.10 (-3.85) <sup>c</sup>	-0.12 (-3.79) <sup>c</sup>	-0.10 (-3.85) <sup>c</sup>	-0.10 (-3.77) <sup>c</sup>	-0.11 (-4.02) <sup>c</sup>
Year	YES					
Sample Size	889	879	889	879	889	879
Adj. R <sup>2</sup>	0.26	0.27	0.29	0.29	0.29	0.28
F Value	38.18 <sup>c</sup>	37.28 <sup>c</sup>	37.09 <sup>c</sup>	36.27 <sup>c</sup>	37.74 <sup>c</sup>	34.38 <sup>c</sup>

注:估计系数下的括号内显示为系数t检验值。a、b、c分别代表在90%、95%与99%的置信水平下显著。

表3 两权分离度,制衡机制与公司经营绩效

	ROE					
VDC	-0.002 (-2.00) <sup>b</sup>		-0.002 (-1.86) <sup>b</sup>		-0.004 (-4.47) <sup>c</sup>	
VMCDV		-0.004 (-2.40) <sup>c</sup>		-0.0003 (-2.05) <sup>b</sup>		-0.007 (-3.35) <sup>c</sup>
Balance			0.04 (5.41) <sup>c</sup>	0.04 (5.39) <sup>c</sup>		
Interitem <sub>1</sub>					0.01 (4.76) <sup>c</sup>	
Interitem <sub>2</sub>						0.01 (2.62) <sup>c</sup>
Lnasset	0.01 (7.79) <sup>c</sup>	0.01 (7.60) <sup>c</sup>	0.01 (7.68) <sup>c</sup>	0.01 (7.46) <sup>c</sup>	0.01 (7.88) <sup>c</sup>	0.01 (7.78) <sup>c</sup>
Leverage	-0.07 (-5.84) <sup>c</sup>	-0.07 (-5.71) <sup>c</sup>	-0.07 (-5.63) <sup>c</sup>	-0.07 (-5.47) <sup>c</sup>	-0.07 (-5.70) <sup>c</sup>	-0.07 (-5.71) <sup>c</sup>
HHI	0.04 (2.10) <sup>b</sup>	0.02 (1.91) <sup>b</sup>	0.04 (1.99) <sup>b</sup>	0.03 (1.81) <sup>a</sup>	0.04 (2.09) <sup>b</sup>	0.03 (1.76) <sup>a</sup>
常数项	-0.24 (-5.32) <sup>c</sup>	-0.24 (-5.23) <sup>c</sup>	-0.24 (-5.38) <sup>c</sup>	-0.24 (-5.26) <sup>c</sup>	-0.24 (-5.36) <sup>c</sup>	-0.25 (-5.41) <sup>c</sup>
Year	YES					
Sample Size	889	879	889	879	889	879
Adj. R <sup>2</sup>	0.07	0.07	0.11	0.09	0.10	0.08
F Value	8.64 <sup>c</sup>	8.22 <sup>c</sup>	10.95 <sup>c</sup>	10.55 <sup>c</sup>	10.94 <sup>c</sup>	8.14 <sup>c</sup>

注:估计系数下的括号内显示为系数t检验值。a、b、c分别代表在90%、95%与99%的置信水平下显著。

对应的回归结果可以看到，股权制衡的代理变量的回归系数在所有的模型中都在99%的置信水平下显著为正，说明制衡机制发挥了积极的作用，公司内部制衡力量越大，公司经营绩效表现越好，研究假设2得到验证。

股权制衡机制可以显著降低两权分离带来的负面效应。公司内部股权制衡机制越强，抑制两权分离的负面影响效果越明显；换句话说，即使上市公司股权结构中有金字塔控股形式的存在，但如果公司有着良好的内部制衡机制，可以显著减少甚至消除两权分离带来的负面影响。

最后，我们对两权分离与制衡机制之间是否存在交互作用进行考察。从表2和表3中、两列可以看到，模型交互作用的代理变量回归系数一致显示为正，且在99%的置信水平下显著，表明两权分离与制衡作用之间的交互作用能够显著减少两权分离带来的负面影响，验证了研究假设3。上述结果表明，在两权分离程度相同的情况下，公司内部制衡作用越强，对公司经营绩效的改善作用越大。

从回归结果中可以看出，公司内部制衡机制在公司治理中发挥着显著的正面影响，可以改善由于金字塔等具有杠杆效应的控股结构对公司经营绩效带来的负面影响。在目前中国的公司治理环境下，外部治理机制——财务信息透明度低、法律保护不完善、代理权争夺难以发挥作用的情况下，加强公司的内部制衡机制，从内部来改善公司治理质量，是提高公司经营绩效、改善投资者保护的有效手段。

## 结论

本文选择以沪深两市挂牌的由自然人所创立和拥有的民营公司为研究样本，考察其内部制衡机制、所有权和控制权分离度与经营绩效之间的关系。实证研究发现，在自然人所创立和拥有的民营上市公司里，由于两权分离而产生的委托代理成本对公司经营绩效产生了显著的负面影响，两权分离程度越大，负面影响明显；同时内部制衡机制可以显著减少由于两权分离带来的负面影响，内部股权制衡机制越强，减少终极控股股东和中小投资者之间的委托代理成本作用越明显，对公司经营绩效的正面影响越强；最后，我们发现两权分离和内部制衡机制存在着显著的交互作用，在两权分离程度相同的情况下，公司内部制衡机制越强，对减少终极控股股东侵占中小投资者的效果越显著。中国上市公司治理质量不高，如何改善公司治理质量，加强投资者保护，一直是困扰市场和监管机构的首要问题。内部制衡机制所体现的治理机制是完善公司治理制度的一个有效手段，通过加强公司内部制衡机制，制衡终极控股股东的侵占行为，减少两权分离所带来的委托代理成本，是改善公司治理质量和提高公司经营绩效的一个有效方法。

[基金项目：国家自然科学基金项目“终极所有权结构，制度环境与权益资本成本”（批准号71002062）；教育部新世纪优秀人才支持计划“终极所有权结构，制度环境和融资结构选择”（批准号NCET-10-0666）；教育部人文社会科学研究课题“终极控制股东、法律环境与债务期限结构选择”（批准号09XJC630013）；教育部高等学校博士学科点专项科研基金课题“公司治理和债务期限结构选择研究”（批准号200806131003）]

## 参考文献：

- [1]Claessens, S., Fan, P. H.. Corporate Governance in Asia: A Survey. [J]. International Review of Finance, 2002(3): 71 - 103.
- [2]Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. P.. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. [J]. Journal of Financial Economics, 2000(58): 81 - 112.
- [3]Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M.. Why do Countries Matter So Much for Corporate Governance? [J]. Journal of Financial Economics, 2007(86): 1 - 39.
- [4]Faccio, M., Lang, L. H. P.. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. [J]. Journal of Financial Economics, 2002(65): 365 - 395.
- [5]Fan, J. P., Wong H., Zhang T. J.. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms. [J]. Journal of Financial Economics, 2007(84): 330 - 357.
- [6]Gomes, A.. Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects. [J]. Journal of Finance, 2002(55): 615 - 646.
- [7]Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A.. Corporate Governance and Equity Prices. [J]. Quarterly Journal of Economics, 2003(118): 107 - 155.
- [8]Kaufmann, D., Mastruzzi, M.. Governance Matters III: Governance Indicator for 1996 - 2002. [R]. Working Paper, World Bank, 2003.
- [9]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.. Law and Finance. [J]. Journal of Political Economy, 1998(106): 1113 - 1155.
- [10]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.. Corporate Ownership Around the World. [J]. Journal of Finance, 1999(54): 471 - 517.
- [11]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.. Investor Protection and Corporate Valuation. [J]. Journal of Finance, 2000(57): 1147 - 1170.
- [12]Sun, Q., Tong, W. H. S.. China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success. [J]. Journal of Financial Economics, 2003(70): 183 - 222.
- [13]白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005, (2): 81 - 91.
- [14]沈艺峰, 肖珉, 林涛. 投资者保护与上市公司资本结构[J]. 经济研究, 2009, (5): 131 - 142.