

控股股东攫取私利下中小股东的行为选择

——“理性冷漠”还是“积极监督”？

郑秀田 许永斌*

摘要：面对控股股东攫取私有收益，中小股东往往表现出“理性冷漠”或者选择“用脚投票”卖出股票，而非积极监督。通过建立数理模型首先研究中小股东在约束控股股东自利行为上所起的作用；其次分析影响中小股东参与公司治理决策和监督控股股东意愿的因素，合理解释了现实中存在的中小股东对控股股东自利行为不采取积极监督的原因；最终提出政府相关部门应该从降低维权和监督成本等方面着手，努力营造激励中小股东维权和监督意愿的制度与法律环境的政策建议。

关键词：控股股东 私有收益 中小股东 理性冷漠 积极监督

一、引言

众多研究表明，控股股东与中小股东的利益冲突是包括我国在内的许多国家和地区的上市公司普遍存在的问题。在这类股权相当集中的上市公司中，由于控股股东具有优势地位，能够主导公司的战略、经营、管理等决策或对其产生重大影响，因此当控股股东与中小股东发生利益冲突时，控股股东容易出现道德风险问题，即在信息上也占据优势的控股股东通常会采取损害中小股东利益的行为，以达到自身利益而非公司利益的最大化。许永斌(2008)、潘红波和余明桂(2010)、罗琦和胡志强(2011)、唐建新等(2013)、罗琦和王寅(2012)等对控股股东采取的各类利益输送行为进行了分析，如指出控股股东可以通过自利性交易和股权稀释等手段达到攫取控制权私有收益的目的。中小股东利益能否得到有效保护，控股股东攫取控制权私有收益行为能否得到有效监督，将直接影响到证券市场的健康发展。很多文献，如沈艺峰等(2004)、栾天虹(2005)、陈炜等(2008)、唐跃军和左晶晶(2010)从完善公司治理结构和健全法律体系等方面对中小股东利益的保护问题进行了研究。中小股东是控股股东攫取私有收益的对象，是直接的受害者，但是面对利益受损，现实中的绝大多数中小股东往往表现出“理性冷漠”或者选择“用脚投票”。作为利益受损者，中小股东在维护自身权益的问题上不能仅仅被动地寄希望于上市公司在治理结构上的积极改善，控股股东在攫取私有收益行为上的主动克制，以及投资者法律保护体系的逐步完善，而应该对控股股东采取的不当行为有所作为，如积极参与上市公司治理决策，监督控股股东自利行为，以及在利益被侵害之后进行适当维权。现有对投资者参与上市公司治理的研究文献，如李向前(2002)、谢魁星和吴姚东(2002)、向中兴(2004)、封丽萍(2006)、王永海等(2007)、范海峰等(2009)、唐松莲和胡奕明(2011)、杨海燕等(2012)主要分析的是机构投资者对公司治理各个方面的影响，而关于中小股东参与公司治理决策和监督控股股东侵占其利益行为的研究并不多。中小股东在对控股股东自利行为的监督上能否起作用？影响中小股东参与公司治理决策和监督控股股东自利行为意愿的因素有哪些？合理回答这两个问题，一方面有助于增加对中小股东在利益被侵害时常常表现出“理性冷漠”态度或者选择“用脚投票”行为的理解，另一方面对认识、制定和实施适当的政策

* 郑秀田，浙江工商大学工商管理学院，邮政编码：310018，电子信箱：zxt1369@163.com；许永斌，浙江工商大学财务与会计学院，邮政编码：310018。

本文得到国家自然科学基金项目“创始家族对上市公司价值影响机理研究”(项目编号：71072137)、教育部人文社科规划基金项目“家族控制权配置选择对上市公司价值影响机理研究”(项目编号：11YJA630171)、浙江省自然科学基金项目“家族企业关系型控制权配置、内部代理冲突及治理效率研究”(项目编号：Y13G020028)的资助。感谢匿名审稿人的意见，文责自负。

措施以更好地保护中小股东利益,促进证券市场健康发展具有重要意义。虽然孔东民等(2013)、黎文靖和孔东民(2013)利用深交所股东网络投票数据进行的实证研究发现中小股东的情绪和“搭便车”心理,上市公司的信息透明度和股权结构都是影响中小股东参加投票积极性的因素,并且得出了上市公司信息透明度越低,中小股东参加公司投票的积极性越高等结论,但是仍有必要对其他影响中小股东行为的因素进行分析。本文的主要贡献在于从数理角度,一方面阐明了中小股东的监督对控股股东攫取私有收益行为具有约束作用的机理,另一方面通过分析中小股东参与公司治理决策和监督控股股东自利行为意愿的影响因素,解释了现实中当面对控股股东攫取私利时,中小股东表现出“理性冷漠”的原因,并提出应该从降低维权和监督成本等方面着手,激励中小股东积极维护自身利益的建议。本文接下来的内容安排如下:第二部分研究中小股东在对控股股东自利行为的监督上所起的作用;第三部分分析影响中小股东参与公司治理决策和监督控股股东意愿的因素;第四部分为总结。

二、中小股东监督对控制权私有收益的约束模型

在 La Porta 等(2002)的控股股东治理模型的基础上,本文通过建立存在中小股东监督情况下控制权私有收益攫取的约束因素模型,从数理角度展示了中小股东监督在约束控股股东自利行为上的作用与机理。

假定某一上市公司存在着控股股东,且控股股东拥有的现金流权比例为 α 。上市公司的项目投资额为 M ,项目的投资报酬率为 R ,当不考虑其他成本时,上市公司的利润为 RM 。在进行公司利润分配前,控股股东凭借在上市公司的优势地位,可以先将公司利润的 S 比例分配给自己,余下的利润再向全体股东进行股利分配。控股股东侵占上市公司利益是要消耗成本的,且成本函数的形式为 $C(K, I(K), S)$,表示控股股东将 S 比例的公司利润转移出去时需要消耗的成本占公司利润的比例。其中, K 在成本函数中代表上市公司所在地对投资者的法律保护程度, I 为中小股东的监督意愿。如果一个国家或地区对投资者的法律保护体系越健全,且执行的效率越高,则中小股东通过法律手段维护自身权益所花费的成本也越低,从而能提高对控股股东自利行为监督的意愿,因此中小股东的监督意愿 I 与法律保护程度 K 是有关联的,可以将 I 看成是 K 的函数,即 $I = I(K)$,且 $I_K > 0$ 。假定控股股东侵占公司利益的边际成本为正,即 $C_S > 0$,而且随着对公司利益侵占的增加,其边际成本也是上升的,即有 $C_{SS} > 0$ 。因此,在上述假定的情形下,控股股东追求的目标函数具有以下形式:

$$\alpha(1-S)RM + S \cdot RM - C(K, I(K), S)RM \quad (1)$$

式(1)显示控股股东的收益由两部分组成,一部分为侵占公司利润以后从公司剩余所得中分到的股利,由第一项表示;另一部分为控股股东的侵占净所得,由其余两项相减表示。

由于关于 S 的最优解与 RM 无关,因此式(1)的最大化可以变为:

$$U = \alpha(1-S) + S - C(K, I(K), S) \quad (2)$$

式(2)的一阶条件为:

$$U_S = -\alpha + 1 - C_S(K, I(K), S) = 0 \quad (3)$$

重写式(3)可得:

$$C_S(K, I(K), S) = 1 - \alpha \quad (4)$$

进一步将式(3)对 α 求导数,可得:

$$C_{SS}(K, I(K), S) \frac{dS}{d\alpha} = -1 \quad (5)$$

对式(5)移项得:

$$\frac{dS}{d\alpha} = -\frac{1}{C_{SS}(K, I(K), S)} < 0 \quad (6)$$

式(6)表明,在其他条件相同的情况下,控股股东拥有越高的现金流权,则对公司和中小股东利益的侵占越小。

在控股股东所拥有的现金流权比例 α 是一定的,并且存在中小股东对其自利行为进行监督的情形下,倘若该国或地区的投资者法律保护体系是不完善的,也不能有效率地执行,即 K 非常低,同时中小股东的监督意愿也低,那么控股股东就可以非常方便地攫取公司利润, C 趋近于零,反之亦然。假定 α 和 K 具有线性关系。当投资者利益受法律体系保护地越好时,控股股东侵占公司利益的难度越大,侵占成本也越高,即 $C_K > 0$;而且,法律体系对投资者利益保护越好也会导致侵占公司利益的边际成本越高,即 $C_{KS} > 0$ 。

对式(3)关于 K 求导数可得:

$$C_{KS}(K, I(K), S) + C_{SS}(K, I(K), S) \frac{dS}{dK} + C_{IS}(K, I(K), S) \frac{dI}{dK} = 0 \quad (7)$$

对式(7)移项可得:

$$\frac{dS}{dK} = - \frac{C_{KS}(K, I(K), S) + C_{IS}(K, I(K), S) I_K}{C_{SS}(K, I(K), S)} < 0 \quad (8)$$

式(8)表明,在其他条件相同情况下,投资者受相关的法律体系保护越好,那么公司和中小股东利益受控股股东侵占的就会越少,反之亦然。

现在具体分析中小股监督对控股股东攫取控制权私有收益行为的影响。当控股股东所拥有的现金流权比例 α 和投资者受法律保护程度 K 都一定的情形下,倘若中小股东对控股股东自利行为的监督意愿是非常强烈的,即 I 很大,那么控股股东必须付出高昂代价才可以侵占上市公司利润;反之,如果中小股东监督意愿很小,那么上市公司利润容易被控股股东轻易攫取。假定 α 和 I 具有线性关系,并且中小股东监督意愿越强烈,控股股东侵占成本越高,即 $C_I > 0$,且此时侵占的边际成本也越高,即 $C_{IS} > 0$ 。对式(3)关于 I 求导数可得:

$$C_{IS}(K, I(K), S) + C_{SS}(K, I(K), S) \frac{dS}{dI} = 0 \quad (9)$$

对式(9)移项可得:

$$\frac{dS}{dI} = - \frac{C_{IS}(K, I(K), S)}{C_{SS}(K, I(K), S)} < 0 \quad (10)$$

式(10)表明,在其他条件相同情况下,中小股东的监督意愿越强,控股股东对公司和中小股东利益的侵占越小,控股股东获取控制权私有收益行为受到的约束也越大,反之亦然。

事实上,控股股东对公司利益的侵占与公司绩效呈反向关系。中小股东的监督能制约控股股东对其利益的侵占,进而提高公司绩效和增加中小股东自身的收益。虽然从理论上能证明中小股东对控股股东私有收益行为的监督有利于其自身收益的增加,但是现实的情况是中小股东的监督意愿是很低的,主要表现为绝大多数中小股东很少参加股东大会,对公司日常经营活动也给予极少的关注,甚至当面临着控股股东侵害了他们的合法利益时,中小股东也偏向于放弃监督和维权,反而选择“用脚投票”的消极行为。是什么原因促使中小股东对控股股东侵占其利益的行为表现出如此的“理性冷漠”,而不是“积极监督”?这个问题可以用经济学中的“搭便车”理论进行简单解析。“搭便车”问题的产生可以视为,在存在众多股东的情况下,监督控股股东攫取私有收益的行为在一定程度上具有“公共产品”的性质。每个中小股东都不愿意自己行使监督权、承担监督成本,而是寄希望于其他股东对控股股东攫取私有收益的行为进行监督,并最终免费地享受因其他股东行使监督权所带来的好处。最终的结果是没有股东愿意承担监督成本而对控股股东的行为进行监督。

面对控股股东攫取控制权私有收益时,除了中小股东持有的“搭便车”心理外,还有哪些因素会影响中小股东的行为?这有待于我们进一步研究。鉴于我国法律体系对中小股东的保护程度不高,因此探讨中小股东参与公司治理决策和监督控股股东自利行为意愿的影响因素,显然意义颇大。经济学的一个重要研究领域是解释现实中存在的经济问题或现象。数理建模和推导是经济学中常用的分析方法。在分析经济主体行为决策时,在一定的假设条件下,通过构建数理模型有时可以较好地描述经济主体行为的特征与动因。因此本文也将尝试借助数理建模研究在控股股东攫取私利下中小股东的行为选择,以期解释中小股东之所以表现出“理性冷漠”的原因,同时分析激励中小股东积极维权需要哪些现实条件。

三、中小股东监督意愿的影响因素模型构建及分析

本文构建的中小股东监督控股股东私有收益行为影响因素的数理模型是在一定假设条件下,参考和拓展了已有文献给出的决策模型。Becker 和 Stigler(1974)为分析法律执法人员选择严格执法或是渎职这两种行为及相应的动因,构建了执法人员的效用决策模型。李善民等(2005)通过借鉴和拓展 Becker 和 Stigler(1974)的效用决策模型,将之应用于分析职业经理人努力工作与否的决策行为。李善民和王彩萍(2009)在进一步拓展该效用决策模型的基础上研究了机构投资者参与治理决策积极与否的行为及其相应的影响因素,并结合我国机构投资者参与影响上市公司治理的实践,探讨了模型的应用价值。由于本部分内容旨在研究控股股东攫取私有收益下中小股东监督行为的积极与否,与执法人员执法的积极与否,或者是经理人努力工作与否等问题在性质上都存在一定的相似性,因此本文也在 Becker 和 Stigler(1974)的效用决策模型大框架下构建模型。中小股东和机构投资者是证券市场上的两大主要参与主体,两者买卖证券的行为具有一定

的异同。由于中小股东和机构投资者在掌控资金规模、收集和分析信息能力等方面存在着一定的差异,这导致了两者也会表现出不同的行为特点。如向中兴(2004)从持股比例、公司价值以及监督成本等角度分析了机构投资者与散户的行为,指出机构投资者在参与公司治理上比散户更为积极的重要原因是前者的持股比例更高。然而中小股东和机构投资者都是以盈利为目标,常常使用基本面分析等方法研究证券买卖,因此两者的行为特点也具有一定的相似性。有鉴于此,本部分的数理模型在中小股东行为影响因素的选择和模型构造上也参考了李善民和王彩萍(2009)的研究成果。^①

(一)模型的构建

为了简化分析起见,假定作为理性经济人的中小股东会根据自身的效用大小来决定他们是否会参与其持股的上市公司的治理决策。上文的分析结果已经表明中小股东的积极监督能约束控股股东自利行为,从而有利于改善公司治理结构和提高公司治理水平。由于公司治理水平与企业价值之间具有的高度正相关性已经被广泛认同,因此可以假定当中小股东决定对控股股东进行监督时,公司治理水平将有所提高,并将导致公司价值增加,结果是中小股东预期将长期持有该公司股票;相反,如果中小股东放弃对控股股东的监督,则容易产生控股股东的自利行为,从而有损公司价值,预期其将选择“用脚投票”,卖出股票。

假设中小股东对上市公司的持股比例为 S , $0 < S < 1$ 。在不存在中小股东监督时,上市公司治理结构完善的概率为 α , $0 < \alpha < 1$ 。当上市公司治理结构完善时,公司价值增值为 E , $E > 0$;而当治理结构不完善时,由于缺乏监督,因此公司价值增值为 0。如果中小股东对控股股东的自利行为实行监督,则一方面上市公司治理结构完善的概率能提高到 β , $0 < \alpha < \beta < 1$;另一方面由于存在着中小股东的监督即使公司治理结构仍不够完善,但公司价值也能够提高 $f(c)E$, 其中 $f(c)$ 为中小股东的监督效果函数, c 为监督成本, $c > 0$, $0 < f(c) < 1$, $f' \geq 0$, $f''(c) \leq 0$, $f(c)$ 随 c 单调递增,但单调递增的边际效应递减,并令 $f(c) = 1 - e^{-\lambda c}$ 。此外,假设一旦中小股东选择“用脚投票”而卖出上市公司股票,那么他将遭遇由于抛售行为引起的公司股票价格下跌所带来的损失 B , $B > 0$;中小股东在卖出公司股票后,重新寻找适合的投资渠道,需要投入的成本为 K , $K > 0$ 。

因此,当中小股东放弃参与公司治理决策和无意愿对控股股东进行监督时,一旦发现上市公司治理结构不完善,公司价值增值为 0,中小股东将选择“用脚投票”卖出股票,则其预期效用函数为:

$$U = \alpha ES + (1 - \alpha)(0 \times S - B - K) = \alpha ES - (1 - \alpha)(B + K) \quad (11)$$

当中小股东决定承担监督成本,参与上市公司治理决策,行使对控股股东自利行为的监督权时,公司价值将有所提高,则其预期效用函数为:

$$U' = \beta(ES - c) + (1 - \beta)[f(c)ES - c] \quad (12)$$

二者之间的差异为:

$$\Delta H = (\beta - \alpha)ES + (1 - \beta)[f(c)ES - c] + (1 - \alpha)(B + K) \quad (13)$$

式(13)中, ΔH 代表当中小股东通过承担监督成本,参与公司治理决策和监督控股股东行为所带来的总体效用的增加值。效用增加值 ΔH 越大,则越能提高中小股东参与上市公司治理决策和监督控股股东自利行为的意愿与积极性;反之,效用增加值 ΔH 越小,则中小股东参与上市公司治理决策和监督控股股东自利行为的意愿和积极性越低。

由式(13)可以看出,中小股东对上市公司的持股比例 S 、中小股东行使监督权需承担的监督成本 c 、在治理结构完善时的预期上市公司价值增值 E 、不存在中小股东监督时的公司治理完善概率 α 、存在中小股东监督时的公司治理完善概率 β 、中小股东抛售公司股票时遭遇价格下降的损失 K 、为重新寻找适合的投资渠道所需要投入的成本 K 等都是影响中小股东参与公司治理决策和监督控股股东自利行为愿意的因素。

(二)模型的分析

为分析各因素在中小股东参与公司治理决策和监督控股股东自利行为中的作用,需对式(13)中的各变量求偏导数。

$$\frac{\partial \Delta H}{\partial S} > 0 \quad (14)$$

式(14)表明,中小股东对上市公司持股比例与监督意愿之间呈现正相关关系。股东对上市公司越高的持股比例将增强其参与公司治理决策和监督控股股东行为的意愿,结果是控股股东对上市公司利益的侵占行为将有所限制。现实的情况是,中小股东之所以为中小股东,是因为他们对上市公司的持股比例是非常低

^①本文构建的模型与李善民和王彩萍(2009)的决策模型仍然存在一定的不同之处,如他们假定存在机构投资者监督与不存在机构投资者监督时上市公司治理结构完善的概率是一样的,但为了更贴近现实,本文假定存在外部力量监督时上市公司治理结构完善的概率高于不存在外部力量监督时的概率。

的,甚至有些可以忽略不计。由于中小股东的持股比例太低,因此面对控股股东侵占其利益的行为时,大多数中小股东对此表现出的“理性冷漠”也就不难理解。

$$\frac{\partial \Delta H}{\partial c} < 0 \quad (15)$$

式(15)表明,中小股东对控股股东自利行为的监督意愿会随着监督成本的增大而降低。当中小股东考虑到收集信息、付出行动等将承担巨大成本时,采取积极监督往往是非理性的。孔东民等(2012)的研究显示,我国两大证券交易所推出的网络投票制度具有操作简捷的特征,能极大地降低中小股东参与公司治理决策的成本。在股权分置改革的过程中,在实行网络投票制度之后中小股民参与投票的比例有了很大的提高,平均投票参与率为13.2%,大大高出该网络投票制度实施前仅有1%的低水平。这表明降低监督等成本的确可以提高中小股东参与公司治理决策和监督控股股东行为的意愿。

$$\frac{\partial \Delta H}{\partial E} > 0 \quad (16)$$

式(16)表明,中小股东对控股股东自利行为的监督意愿与上市公司预期的价值增值呈正相关。然而国内的证券市场上通过监督使得上市公司价值大幅增值的情况少有发生,加上监督成本的巨大,因此中小股东监督维权意识难免薄弱,出现“理性冷漠”态度是合理的。

$$\frac{\partial \Delta H}{\partial \alpha} < 0 \quad (17)$$

式(17)表明,如果中小股东认为自己不去监督的情况下,公司治理结构完善的概率也会很大,那么其参与公司治理决策的积极性和对控股股东自利行为的监督意愿将会降低。最典型的情况就是,当存在众多股东时,如果某个中小股东认为即使自己不去监督,公司治理结构完善的概率也会因其他股东积极地对控股股东自利行为进行监督而有所提高,那么该中小股东就会具备强烈的“搭便车”意愿,最终的结果是其参与公司治理决策的积极性和对控股股东自利行为监督的意愿都不会很高。

$$\frac{\partial \Delta H}{\partial \beta} > 0 \quad (18)$$

式(18)表明,存在监督时公司治理结构完善的概率与中小股东参与公司治理决策的积极性和对控股股东自利行为的监督意愿都呈正相关。因为如果中小股东花费很大成本,去参与公司治理决策,监督控股股东自利行为,但是公司治理结构仍然很难改善,控股股东自利行为仍旧容易发生,那么中小股东参与公司治理决策的积极性和对控股股东监督意愿都会变小。在国内,中小股东,甚至是机构投资者即使进行了监督,但对公司治理结构的改善不起作用的案例有很多,这难免会打击中小股东监督控股股东的积极性。

$$\frac{\partial \Delta H}{\partial B} > 0 \quad (19)$$

式(19)表明,当上市公司治理结构不完善,控股股东自利行为猖獗时,股东决定“用脚投票”,抛售公司股票导致股票价格下跌带来的损失与其参与公司治理决策的积极性和对控股股东监督的意愿都呈正相关。在证券市场上,大量股票的抛售往往导致股价暴跌。这种过高的“退出成本”将为持股比例高的股东对控股股东的监督提供了激励。然而中小股东,特别是小股东由于所持有的股票数量有限,他们的抛售行为一般情况下不会引起公司股票的暴跌,因此对控股股东的监督意愿显然不会非常强烈。

$$\frac{\partial \Delta H}{\partial K} > 0 \quad (20)$$

式(20)表明,中小股东选择“用脚投票”卖出上市公司股票之后,如果重新搜寻适合投资渠道的成本越大,那么其当前参与公司治理决策的积极性和监督控股股东自利行为的意愿都会越高。很多理论研究都表明中小股东普遍存在“过度自信”的心理特征,而进行频繁交易。中小股东往往认为在卖出股票后,重新找到适合投资渠道的成本不大,那么其当前参与公司治理决策和监督控股股东自利行为的意愿自然不会很高。

四、总结

中小股东利益能得到有效保护是我国证券市场健康发展的重要前提。很多文献如许永斌(2009)、潘红波和余明桂(2010)、罗琦和王寅(2011)等指出我国上市公司普遍具有控股股东,并且控股股东具有攫取控制权私有收益的动机。面对控股股东攫取私有收益从而侵害自身利益的行为时,中小股东往往表现出“理性冷漠”或者选择“用脚投票”,而不是“积极监督”。本文通过建立考虑到中小股东监督的控制权私有收益攫取的约束模型,分析了影响控股股东自利行为的因素,研究结果表明中小股东的监督能制约控股股东对其

利益的侵占,进而提高公司绩效,最终增加中小股东自身收益。构建的中小股东监督意愿的影响因素模型结果显示在面对控股股东攫取私有收益下,中小股东的行为选择会受到中小股东对上市公司的持股比例、中小股东行使监督权需承担的监督成本、不存在中小股东监督时的上市公司治理结构完善概率、存在中小股东监督时的公司治理结构完善概率、中小股东抛售公司股票时遭遇价格下降的损失、为重新寻找适合的投资渠道所需要投入的成本等众多因素的影响。通过对这些因素的进一步分析,本文合理解释了在现实中当面对利益被侵害时,中小股东往往表现出“理性冷漠”或者无奈选择“用脚投票”的原因。鉴于中小股东的维权与监督能够约束控股股东攫取私有收益的行为,有利于我国证券市场健康发展,因此政府相关部门可以考虑从降低维权和监督成本等方面着手,努力营造激励中小股东维权和提高其监督意愿的制度与法律环境。

参考文献:

1. 陈炜、孔翔、许年行,2008:《我国中小投资者法律保护与控制权私利关系实证检验》,《中国工业经济》第1期。
2. 范海峰、胡玉明、石水平,2009:《机构投资者异质性、公司治理与公司价值——来自中国证券市场的实证证据》,《证券市场导报》第10期。
3. 封丽萍,2006:《机构投资者的积极股东行为分析——从希尔斯百货董事会之争看机构投资者的作用》,《商业经济与管理》第4期。
4. 孔东民、刘莎莎、黎文靖、邢精平,2013:《冷漠是理性的吗? 中小股东参与、公司治理与投资者保护》,《经济学(季刊)》第1期。
5. 黎文靖、孔东民,2013:《信息透明度、公司治理与中小股东参与》,《会计研究》第1期。
6. 李善民、王彩萍,2009:《机构投资者参与公司治理决策的模型分析》,《管理学报》第6期。
7. 李善民、王彩萍、朱滔、李珩,2005:《现代企业引进职业经理人的损失分析:代理成本的观点》,《管理工程学报》第2期。
8. 李向前,2002:《机构投资者、公司治理与资本市场稳定研究》,《南开经济研究》第4期。
9. 栾天虹,2005:《现代企业制度中的外部股东监督的有效性——一个从投资者法律保护角度的分析》,《学术月刊》第9期。
10. 罗琦、胡志强,2011:《控股股东道德风险与公司现金策略》,《经济研究》,第2期。
11. 罗琦、王寅,2012:《投资者保护与控股股东资产偏好》,《会计研究》第2期。
12. 潘红波、余明桂,2010:《政治关系、控股股东利益输送与民营企业绩效》,《南开管理评论》第2期。
13. 沈艺峰、许年行、杨熠,2004:《我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验》,《经济研究》第9期。
14. 唐建新、李永华、卢剑龙,2013:《股权结构、董事会特征与大股东掏空——来自民营上市公司的经验证据》,《经济评论》第1期。
15. 唐松莲、胡奕明,2011:《机构投资者关注上市公司的信息透明度吗? ——基于不同类型机构投资者选股能力视角》,《管理评论》第12期。
16. 唐跃军、左晶晶,2010:《政策性扰动、大股东制衡与董事会独立性》,《财经研究》第5期。
17. 王永海、王铁林、李青原,2007:《机构投资者参与公司治理积极性的分析》,《南开管理评论》第1期。
18. 向中兴,2004:《机构投资者与散户在公司治理中的博弈分析》,《商业研究》第16期。
19. 谢魁星、吴姚东,2002:《论中国公司治理改革与机构投资者的发展》,《经济评论》第5期。
20. 许永斌,2008:《中国上市公司控制权私有收益问题研究》,经济科学出版社,第64-65页。
21. 杨海燕、韦德洪、孙健,2012:《机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗? ——兼论不同类型机构投资者的差异》,《会计研究》第9期。
22. Becker, G. S., and G. J. Stigler. 1974. "Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers." *The Journal of Legal Studies*, 3(1): 1-18.
23. La Porta, L. F., A. Shleifer, and R. Vishny. 2002. "Investor Protection and Corporate Valuation." *Journal of Finance*, 57(3): 1147-1170.

Behavioral Choices of Minority Shareholders under Controlling Shareholders' Private Benefits: "Rational Silence" or "Active Supervision"?

Zheng Xiutian¹ and Xu Yongbin²

(1: Business Administration School, Zhejiang Gongshang University;

2: Finance and Accounting College, Zhejiang Gongshang University)

Abstract: When controlling stockholders seize their private benefits, minority shareholders tend to be rational apathy or voting with their feet, that is, to sell their stocks, but not conduct active supervision. The paper constructs mathematical models to investigate the role that minority shareholders played on restricting controlling shareholders' self-serving action, and then analyzes the factors affecting minority shareholders' participation both in corporate governance and monitoring controlling shareholders. At last, the paper interprets the reason why minority shareholders do not conduct supervision actively on controlling shareholders' self-serving action. Relevant government authorities should take efforts to reduce the cost in safeguard their rights and interests for minority shareholders, and create a institutional and legal environment which encourages minority shareholders to protect their rights and supervise controlling stockholders' self-serving action.

Key Words: Controlling Shareholders; Private Benefit; Minority Shareholders; Rational Silence; Active Supervision

JEL Classification: C02, G34

(责任编辑:陈永清)