

控制性股东侵占行为及其负外部性研究^①

贾明¹, 张 2, 万迪²

(1. 西北工业大学管理学院, 西安 710072; 2. 西安交通大学管理学院, 西安 710049)

摘要: 如何保护投资者利益免受侵害和提高资本市场效率是在转型经济背景下中国公司治理、产权制度以及金融市场改革过程中亟待解决的关键问题之一。然而, 控制性股东主导的公司治理中, 相对于“控制性股东监督效应”而言, “控制性股东侵占效应”是占优均衡。控制权私人收益的排他性使得侵占行为同时具有很强的负外部性。解决问题的关键在于通过动态配置决策权来建立有效的制衡机制优化公司治理机制以实现利益相关者间的互惠相容。

关键词: 控制权私人收益; 负外部性; 声誉机制; 数据模拟

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2010)01-0070-08

0 引言

控制性股东与中小股东之间的利益冲突是目前公司治理暴露出的新问题同时也是研究的新热点^[1-3]。从金融契约的角度来看, 公司内部治理中, 中小股东与控制性股东主导的公司之间形成的权益契约由于缺乏有效保障契约履行的外部条件使得契约的执行力大大削弱。正如 Hart^[4]所指出的权益契约作为“软约束”并不能发挥制衡控制性股东侵占行为的作用。La Porta 等^[5], Claessens 等^[6], Faccio 等^[7]对世界范围内 50 多个国家和地区近万家上市公司的研究发现上市公司中普遍存在现金流量权和剩余控制权分离的状况, 并且刘苟佳, 孙霖和刘乃全^[8], 叶勇, 胡培和黄登仕^[9]以及 Kun Wang 和 Xing Xiao^[10]等人的研究表明在中国存在同样的状况。企业现金流量权和剩余控制权的分离, 使得控制性股东通过运用控制权来获得私人收益成为可能^[2, 11-12]。特别地, 在中国不健全的司法体制以及证券监管体系下, 由于公司治理结构中缺乏有效的权力制衡机制, 没有形成一套市场化的兼并、重组机制, 职业经理人声誉记录未能形成, 加上严重的信息不对

称和过低的违约成本, 使得在控制性股东主导的公司治理中, 控制性股东与中小股东之间的利益冲突更为突出^[12-13]。这些因素共同作用的结果是控制性股东运用所掌握的控制权来攫取控制权私人收益, 例如违规担保、挪用资金、粉饰报表等, 以最大化个人利益而造成对投资者(包括中小股东和债权人)利益的侵害并对公司的持续经营造成威胁^[14], 这一问题在中国尤为严重。

控制性股东侵占投资者利益的同时使得公司持续经营所面临的风险放大, 并且这种风险还会通过市场机制传导到其他市场主体上而放大金融系统风险。这一由于控制权私人收益的排他性所带来的负外部性影响也不容忽视^[15-16]。例如, 控制性股东通过配股“圈钱”的直接结果使得大批的证券公司被股市套牢而陷入经营困境, 2003 年前后的“券商危机”与此有直接关系。贾明, 张喆和万迪^[16]通过对控制权私人收益相关研究进行综述指出当前对控制权收益的研究均集中于研究控制权收益的实现形式、测量方法等问题上, 而未对控制权收益所带来的负外部性进行深入分析。

① 收稿日期: 2006-04-20; 修订日期: 2009-07-18。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70572039); 西安交通大学“985工程”二期资助项目(07200701)。

作者简介: 贾明(1981-), 男, 湖北黄冈人, 讲师。Email: jianming@stu.xjtu.edu.cn

本研究就控制性股东侵占行为及由此而引发的负外部性问题进行研究. 构建本研究的模型借鉴了 Comelli 和 Yosha^[17] 在研究阶段性融资中采用可转换债券的作用这一问题时对经理利润操作行为的建模思路, 以及 Chemmanur 和 Fulghieri^[18] 在研究承销商声誉问题中对承销商声誉的建模思路. 在此基础上基于信息不对称模型, 本研究独创性地将控制权私人收益及声誉机制有机融合, 并结合中国实践考虑控制性股东对公司业绩的信息操纵来构建数学模型, 并在此基础上进行数据模拟. 研究结果表明, 侵占程度与控制性股东持股比例、社会声誉水平、违约成本、约束机制的效力等因素相关. 同时研究还发现, 在现行的制度环境下更大金额的侵占是控制性股东的占优策略, 其结果是降低中小股东的期望收益, 并增大企业清算风险以及再融资活动中金融中介的参与成本. 盲目地减持国有股或者简单地退出某些行业并不能提高投资者收益, 只有通过动态配置控制权来优化公司治理结构以形成利益相关者间的互惠相容才是解决问题的关键^[19], 这其中法律体系的保障和声誉机制的建立是前提条件^[20].

1 模型设定

假设各参与方均为风险中性, 并且构建模型设定参与方之间的交互包括四个时期五个时间点, 详见图 1.

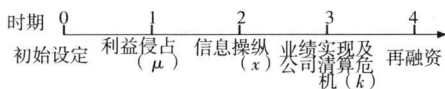


图 1 模型时间轴

Fig. 1 Model time line

1.1 模型基本设定

基于中国转型经济特征, 本模型以上市公司的实际运作模式为蓝本, 除了考虑上市公司从公司设立到公布业绩这一过程, 还将随后的再融资等控制性股东能够攫取控制权私人收益的活动一并研究. 在时期 0 设定上市公司的基本状况, 包括

控制性股东的现金流量权 (θ)、公司业绩 (π) 等; 由于信息不对称, 使得控制性股东 (D)^② 在时期 1 能够侵占中小股东 (S) 一定数量的利益 (μ), 并且通过在时期 2 对信息进行操纵来阻止外部审查. 但是, 如果中小股东发现控制性股东进行了侵占, 将会使控制性股东的声誉受损, 并且信息操纵不能改变公司业绩的分布函数^③[17], 在时期 3 公司的真实业绩按照设定的分布函数作为公开信息发布. 在公布业绩的同时, 公司将面临清算危机而使得控制性股东可能因此而丧失控制权. 为了考查再融资的“圈钱”论, 并对侵占行为的负外部性进行进一步研究, 在时期 4 公司将对外发布进行再融资信息, 随之将金融中介 (承销商) 作为利益相关者之一而引入, 这使本研究考察范围更广. 具体设定如下:

1) 公司业绩 (V). 由于公司业绩的不确定性使得上市公司 (f) 在时期 3 可能实现的收益有好 (G) 和不好 (B) 两种. 这里, 假设收益的分布函数为指数分布, 即

$$f(\pi_i) = \lambda_i e^{-\pi_i \lambda_i} \quad (i = G, B) \quad \pi_i \in [0 + \infty] \quad (1)$$

2) 利益侵占与信息操纵. 在时期 1 控制性股东的侵占行为将对公司业绩造成危害, 假定实现好业绩的概率随着侵占额度 (μ) 的增加而下降, 并且基于概率分布函数的特性知 $f(\mu)$ 应为凸函数. 假设 3^④

$$P(f = G) = \frac{1}{2} - d; \quad P(f = B) = \frac{1}{2} + d$$

$$(d = f(\mu) \in [0, \frac{1}{2}], \quad f'(\mu) > 0, \quad f''(\mu) < 0)$$

(2)

在时期 2 控制性股东有对外公布公司业绩的义务 (例如上市公司中期业绩公告). 由于控制性股东具有信息优势, 使得控制性股东可以通过支付信息操纵成本 (c) 来操纵信息以阻止外界审查 (用 e 表示对外公布的业绩情况), 假设

$$P(e = G | f = G) = 1;$$

$$P(e = G | f = B) = x \quad (x \in (0, 1]) \quad (3)$$

② 为了分析的方便, 用 D 代表控制性股东, 随后如不加说明, 使用的字母均用来代表相应的主体.

③ 相关更为详细的说明参见 [17].

④ 在随后的数据模拟中, 定义 $f(\mu) = \frac{e^\mu - 1}{2e^\mu + 1}$, $\mu \in [0 + \infty)$.

式 (3) 表明, 控制性股东更加倾向于对外宣传公司业绩良好, 其中 x 表示控制性股东的信息操纵程度, 如果 x 越大, 那么信息操纵程度越严重.

3) 控制性股东声誉损失. 定义控制性股东声誉在时期 0 社会 (包括中小股东等) 认为控制性股东不会进行侵占 (U) 的概率 (α_0 , ($\alpha_0 \in [0.5, 1]$)^⑤). 如果 α_0 越大, 表示控制性股东的声誉越好, 且假设时期 0 社会认为控制性股东不会进行侵占的概率更大. 然而, 控制性股东的侵占行为可能在时期 3 为社会所发现, 基于贝叶斯法则的信念提升的结果是降低其声誉水平^[15, 18]. 声誉水平降低的直接结果是减少控制性股东的社会资本^⑥并加大再融资成功的难度. 显然, 在时期 3 时, 控制性股东的声誉是状态依存的, 并且定义

$$\alpha_1^G = P(D = U | e = G, f = G);$$

$$\alpha_1^B = P(D = U | e = G, f = B) \quad (4)$$

式 (4) 中, α_1^G 表示在时期 3 时公司业绩为好时控制性股东的声誉水平, α_1^B 表示在时期 3 公司业绩为不好时控制性股东的声誉水平.

4) 再融资与金融中介. 如果上市公司成功通过时期 3 的清算危机, 那么在时期 4 发布再融资信息. 通过再融资, 控制性股东可以获得私人收益 (g), 而此收益是否能实现取决于是否有作为金融中介的证券公司 (U) 参与 (A). 假定

$$P(U = A | f = G) = 1;$$

$$P(U = A | f = B) = r, \quad (r \in (0, 1]) \quad (5)$$

式 (5) 中, r 表示在时期 3 公司业绩为不好时证券公司参与项目的概率, 如果 r 越大, 表示证券公司对上市公司的评价标准越低^⑦.

1.2 侵占行为作为占优策略的条件

如果控制性股东侵占中小股东所带来的期望收益大于不侵占的期望收益, 那么控制性股东采取侵占行为将是占优策略. 基于以上基本设定, 用 $E(D = \bar{U})$ 表示控制性股东采取侵占策略下的期望收益, 则有

$$E(D = \bar{U}) = \theta \{ P(f = G) [V(F = G) - \mu] + P(f = B) [V(F = B) - \mu] \} + \mu - c + [\alpha_1^G P(f = G | e = G) + \alpha_1^B P(f = B | e = G) - \alpha_0] + gP(U = A)$$

其中 $V(F) = \int_s (\pi_i - s) \lambda_i e^{-\pi_i \lambda_i} d(\pi_i) = \frac{e^{-\lambda_i s}}{\lambda_i}$ ($i = G$ 或 B), s 表示公司偿还的负债额. 这里, 引入声誉作为控制性股东的社会资本纳入到期望效用函数中, 并通过式 (4) 结合贝叶斯法则计算得到

$$\alpha_1^G = \frac{\alpha_0(1 - 2d + x + 2xd)}{1 - 2d + \alpha_0 x + 2\alpha_0 dx}, \quad \alpha_1^B = 0$$

将公司价值函数和声誉水平函数代入, 计算得到^⑧

$$E(D = \bar{U}) = -c + g \left(\frac{1}{2} - d + \frac{r}{2} + dr \right) + (1 - \theta) \mu - \alpha_0 + \frac{(1 - 2d + x + 2dx)(1 - \alpha_0) \alpha_0 + (1 - 2d) \alpha_0^2}{1 - 2d + x \alpha_0 + 2dx \alpha_0} + \theta \left[d \left(\frac{e^{-s \lambda_1}}{\lambda_1} + \frac{e^{-s \lambda_2}}{\lambda_2} \right) + \frac{1}{2} \left(\frac{e^{-s \lambda_1}}{\lambda_1} + \frac{e^{-s \lambda_2}}{\lambda_2} \right) \right] \quad (6)$$

实际上, 本研究更加关心的是控制性股东采取侵占行为所能够带来的期望效用的增加值, 即 $\Delta E = E(D = \bar{U}) - E(D = U)$. ΔE 包括侵占行为本身所带来的货币化收益的改变 ($\Delta \bar{U}$) 和由于侵占行为所导致的声誉损失即社会资本的降低 (ΔR). 如果 $\Delta E > 0$ 那么控制性股东选择侵占将是占优策略, 而这取决于 $\Delta \bar{U}$ 和 ΔR 的大小关系.

侵占行为所带来的货币收益变化为

$$\Delta \bar{U} = \theta \{ P(f = G) [V(F = G) - \mu] + P(f = B) [V(F = B) - \mu] \} + \mu + gP(U = A) - c - \frac{\theta}{2} (V(F = G) + V(F = B)) \quad (7)$$

声誉的损失为

$$\Delta R = \alpha_1^G P(f = G | e = G) + \alpha_1^B P(f = B | e = G) - \alpha_0 \quad (8)$$

定理 1 如果控制性股东侵占所带来的货币收

⑤ 设定 α_0 大于 0.5 是假设控制性股东在模型初始设定时具有较高的声誉水平, 实际上放松 α_0 的范围不影响本研究的结论.

⑥ 有关声誉与社会资本的关系参考 Becker(1998) 在《Accounting for tastes》一书中的论述.

⑦ 评价标准体现承销商的声誉、上市公司价值发现能力等.

⑧ 计算过程以及随后的数据模拟均借助于专用数学计算软件 Mathematica 4 实现.

益的增量大于由于声誉降低而带来的社会资本减量, 那么控制性股东采取侵占行为将是占优均衡。

定理 1 的成立是显而易见的, 并且说明声誉机制 (体现为社会资本, 参见^[21]) 是约束控制性股东侵占行为不可或缺的重要机制。同时, 各种降低 $\Delta \bar{U}$ 水平的途径, 例如提高控制性股东信息操纵的成本 (c), 都将是值得研究的约束途径。

2 控制性股东侵占及其负外部性

进一步地, 结合式 (6), 通过数学推导和数据模拟的方式来研究控制性股东期望收益与侵占程度之间的关系以及侵占行为的负外部性影响。

2.1 期望收益与控制性股东侵占程度

控制性股东侵占的直接目的是提高个人的期望收益。定理 2 给出控制性股东期望收益与侵占程度的关系:

定理 2 控制性股东的期望收益与侵占程度呈 U 型关系, 相对较小程度的侵占而言, 更大程度的侵占更为可能发生。

证明 将式 (7) 对 μ 求二阶偏导得到

$$\{e^{-s(\lambda_1+\lambda_2)}[\lambda_1\theta e^{s\lambda_1} - \lambda_2\theta e^{s\lambda_2} - g\lambda_1\lambda_2 e^{s(\lambda_1+\lambda_2)} + gr\lambda_1\lambda_2 e^{s(\lambda_1+\lambda_2)}]f''(\mu)\}/\lambda_1\lambda_2 > 0$$

$$\text{式 (8) 对 } \mu \text{ 求一阶偏导得到 } -\frac{4\kappa\alpha_0^2 f'(\mu)}{[1 - \mathcal{F}(\mu) + x\alpha_0 + 2xf(\mu)\alpha_0]^2} < 0$$

结合定理 1 在声誉机制未能发挥有效约束作用的情况下, 那么提高侵占程度给控制性股东带来的收益增量必然能够补偿由此而带来的声誉损失进而提高期望收益。证毕。

对参数做如下设定^⑨

$$\alpha_0 = 0.8 \quad x = 0.3 \quad \lambda_1 = \frac{1}{20} \quad \lambda_2 = \frac{1}{10} \quad s = 3$$

$$c = 2 \quad \theta = 0.6 \quad r = 0.2 \quad g = 5.$$

通过 Mathematica 4 进行数据模拟得到如下图像:

在给定参数情况下, 图 2 反映的 U 型关系与定理 2 一致。同时也说明, 虽然较小程度的侵占对于控制性股东而言有利可图, 但是基于个人效用最大化的原则, 更大程度的侵占将是占优策略。如

何约束控制性股东的侵占行为成为问题的关键, 而当前的股权改革能否解决这一问题?

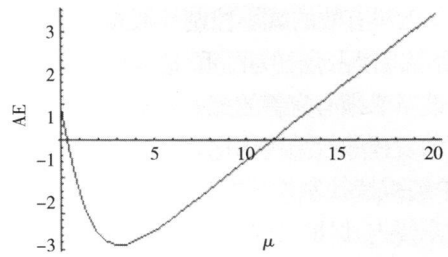


图 2 控制性股东期望收益与侵占程度的关系

Fig. 2 Relationship between controlling shareholder's predicted value and tunneling level

2.2 控制性股东侵占程度与现金流量权

现金流量权是控制性股东获得公司实际控制权的基础。减少控制性股东的持股比例以优化股权结构, 改变“一股独大”的局面形成相对制衡的股权结构是当前中国企业改革的核心问题之一。但是, 简单地减低控制性股东的持股比例不仅不能有效约束控制性股东的侵占行为, 反而会使得侵占更加严重。

定理 3 在缺乏完善的监管机制下, 减少控制性股东的现金流量权不能有效约束控制性股东的侵占行为。

延续前面的参数设定:

$$\alpha_0 = 0.8 \quad x = 0.3 \quad \lambda_1 = \frac{1}{20} \quad \lambda_2 = \frac{1}{10} \quad s = 3$$

$$c = 2 \quad r = 0.2 \quad g = 5$$

通过 Mathematica 4 数据模拟得到如下 3D 图像:

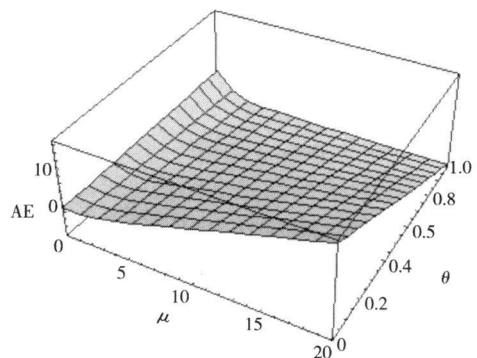


图 3 控制性股东期望收益与侵占程度、现金流量权的关系

Fig. 3 Relationship between controlling shareholder's predicted value and tunneling level and cash flow rights

⑨ 参数值的设定充分考虑了数据的合理性, 改变个别参数的数值不影响分析结论。

图 3 为数据模拟的结果, 并且最大值点在右下方的顶点处取得. 这表明减少控制性股东的现金流量权 (θ) 无法有效的减小控制性股东侵占的期望收益, 反而使得侵占会更为严重. 这表明当前正在进行的国企改革必须有完善的配套监管机制共同推进才能有效的发挥股权结构优化后对控制性股东的监管效力, 单纯减持控制性股东股份并不能达到防范控制性股东侵占, 保护投资者利益的目的^⑩.

2.3 控制性股东侵占的负外部性

经济学中的“外部性”是指一个经济主体的活动对其他相关者福利的外在影响; 如果给其他相关者带来的是福利损失(成本), 可称之为“负外部性”. 控制性股东的侵占行为侵害投资者的利益, 并且提高公司的持续经营中所面临的风险, 同时在再融资过程中加大金融中介的承销成本. 这种负外部性的影响不仅仅是利益侵占, 更为严重的后果是放大金融体系的系统性风险并且强化了利益相关者间的不信任.

定理 4 控制性股东侵占引发很强的负外部性而危害其他利益相关者的利益.

1) 控制性股东侵占下的投资者期望收益. 基于前文的模型设定, 得到中小股东在控制性股东侵占下的实际期望收益为^⑪

$$E(S) = (1 - \theta) [P(D = U) [P(f = G | e = G)V(F = G) + P(f = B | e = G)V(F = B)] + P(D = \bar{U}) [P(f = G | e = G)(V(F = G) - \mu) + P(f = B | e = G)(V(F = B) - \mu)]]$$

同样的, 对参数做如下设定

$$\alpha_0 = 0.8 \quad x = 0.3 \quad \lambda_1 = \frac{1}{20} \quad \lambda_2 = \frac{1}{10} \quad s = 3 \quad \theta = 0.6 \quad r = 0.2 \quad g = 5$$

通过数据模拟得到如下图像

图 4 直观的说明随着控制性股东侵占程度的提高, 中小股东的实际期望收益在降低. 横轴与纵轴的交点表示如果控制性股东不侵占时中小股东

所能获得的理论上的基准收益 (4.92). 结合定理 2 知道, 控制性股东更大规模的侵占将导致中小股东的实际期望收益低于基准收益.

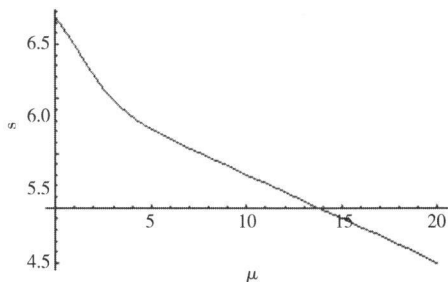


图 4 控制性股东侵占与中小股东利益损失
Fig 4 Relationship between tunneling and loss of middle small shareholders

2) 控制性股东侵占与企业清算风险. 在时期 3 企业将面临清算危机. 假设企业由于关联交易必须在时期 3 偿还一笔额外负债 (K), 那么在控制性股东侵占下, 企业将会被清算的概率 (W) 为

$$W = \left(\frac{1}{2} - d\right) \int_0^K f(\pi_C) d(\pi_C) + \left(\frac{1}{2} + d\right) \int_0^K f(\pi_B) d(\pi_B)$$

易证 W 是 μ 的增函数. 延续前文的参数设定并假设在时期 3 公司要偿还一笔数额为 8 的额外负债, 即

$$\alpha_0 = 0.8 \quad \lambda_1 = \frac{1}{20} \quad \lambda_2 = \frac{1}{10} \quad s = 3 \quad \theta = 0.6 \quad r = 0.2 \quad g = 5 \quad K = 8$$

通过数据模拟得到如下图像

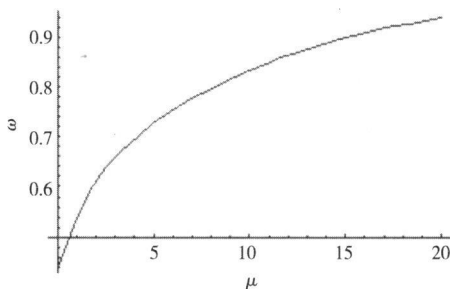


图 5 控制性股东侵占与企业清算风险
Fig 5 Relationship between tunneling and liquidity risk

⑩ 参见 sina 网披露的《西昌电力 10 亿担保黑洞调查 相对控股可只手遮天》的调查, 这是控制性股东相对控股的情况下发生的严重利益侵占的典型案列.

⑪ 这是基于控制性股东所掌握的信息计算得到的中小股东实际期望收益, 区别于中小股东基于控制性股东提供的信息下判断的期望收益 $E(S1) = (1 - \theta) [P(e = G)V(F = G) + P(e = B)V(F = B)]$, 实际上容易证明 $E(S1) > E(S)$, 即信息操纵掩盖了中小股东被侵占的利益损失.

图 5 进一步说明, 控制性股东侵占额越大, 那么公司面临的清算风险越高, 这表示侵占行为给公司持续经营所带来的负面影响越大。

3) 控制性股东侵占与金融中介 (U) 参与成本. 假设投资者基于上市公司的声誉来判断是否参与上市公司再融资计划. 结合本模型, 假设在时期 4 U 的参与成本与上市公司在时期 4 的声誉 (或控制性股东的声誉) 相关, 即有

$$C(U) = P(f = G)C(\alpha_1^G) + P(f = B)C(\alpha_1^B)$$

$$\text{假设 } C(\alpha_1^i) = \frac{1}{\alpha_0} - \frac{1}{\alpha_1^i} \quad (i = G \text{ 或 } B). \text{ 并对参数}$$

做如下设定

$$\alpha_0 = 0.8 \quad \lambda_1 = \frac{1}{20} \quad \lambda_2 = \frac{1}{10} \quad s = 3 \quad \theta = 0.6$$

$$r = 0.2 \quad g = 5 \quad x = 0.2 \quad \text{通过数据模拟得到如下图像.}$$

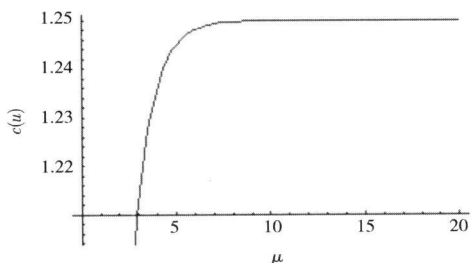


图 6 控制性股东侵占与金融中介参与成本

Fig. 6 Relationship between tunneling and costs of underwriter

图 6 反映的是控制性股东侵占与金融中介参与成本的关系. 由于控制性股东侵占使得在时期 4 经过信念提升过程后其声誉降低, 从而加大金融中介参与成本. 这也表明, 如果券商由于参与成本过大而选择不参与, 那么则给市场传递控制性股东声誉不好的信息. 金融中介的决策发挥了作为上市公司“声誉揭示”的作用^[21].

2.4 约束机制

图 4、5 和 6 也说明约束机制的正常运行能够

有效防范控制性股东侵占. 例如, 加强法律对投资者的权益保护, 如果投资者的收益低于目标收益 (例如 4.92) 就可以在时期 3 引入审查机制以保护个人利益; 同时发挥金融机构, 例如银行, 对上市公司的风险监控以形成“债务契约”对控制性股东的硬约束; 另外, 提高声誉作为社会资本的重要性, 加强证券公司的风险意识, 以有效控制上市公司通过再融资来“圈钱”. 当然, 这方面的研究可以在本模型的基础上进一步深入.

3 结 论

本文对控制性股东侵占的动机、产生的原因以及负外部性所带来的危害进行分析, 并提出四条定理. 在给定条件下, 更大程度的侵占是控制性股东的占优策略, 而简单地改变股权结构并不能有效约束控制性股东的侵占行为, 反而使得利益侵占更为严重. 并且, 侵占行为的负外部性对投资者的利益、企业的持续经营和金融中介造成严重影响. 本文除了强调司法体系和监管机制在约束控制性股东行为保护投资者利益方面的重要性, 还强调社会声誉的建立和利益主体间的相互制衡机制的建立也同样重要. 而利益主体间的相互制衡机制实际上就是通过动态配置企业的控制权以改变当前控制性股东主导的公司治理的局面, 发挥债务契约的清算约束、股权契约的干预约束和金融中介的参与约束, 也就是发挥债权人的“硬约束”、股东的“软约束”和金融中介的“声誉揭示”作用, 通过相机治理机制的建立来有效规范控制性股东的行为.

当然, 随后的研究可就如何有效地动态配置企业的控制权以及如何发挥各种约束机制的效力进行深入研究.

参 考 文 献:

- [1] La Porta R, Lopez de Silanes, Shleifer A. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 3-27.
- [2] La Porta R, Lopez de Silanes, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. Journal of Finance, 2002, 57: 1147-1170.

- [3] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 11(2): 753- 784.
- [4] Hart O. Financial contracting[J]. *Journal of Economic Literature*, 2001, xxxix: 1079- 1100.
- [5] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, LIV: 471- 517.
- [6] Claessens S, Djankov S, Fan J *et al*. The separation of ownership and control in east Asian corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 81- 112.
- [7] Faccio M, Lang L H. The ultimate ownership of western European corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65: 365- 395.
- [8] 刘苟佳, 孙 霏, 刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. *经济研究*, 2003, (4): 51- 62.
Liu Shaojia, Sun Pei, Liu Naiquan. The ultimate ownership and its shareholding structures: Does it matter for corporate performance? [J]. *Economic Research Journal*, 2003, (4): 51- 62. (in Chinese)
- [9] 叶 勇, 胡 培, 黄登仕. 中国上市公司终极控制权及其与东亚、西欧上市公司的比较分析[J]. *南开管理评论*, 2005, 8(3): 25- 31.
Ye Yong, Hu Pei, Huang Dengshi. Ultimate controlling right of Chinese listed companies and comparative analyses among listed companies of China, Eastern Asian and Western Europe[J]. *Nankai Business Review*, 2005, 8(3): 25- 31. (in Chinese)
- [10] Wang K, Xiao X. Ultimate Controlling Structures and Firm Valuation: Evidence from the Chinese Listed Companies[R]. Working Paper, School of Economics and Management, Beijing Tsinghua University, 2006.
- [11] 叶 勇, 刘 波, 黄 雷. 终极控制权、现金流量权与企业价值——基于隐性终极控制权论的中国上市公司治理实证研究[J]. *管理科学学报*, 2007, 10(2): 66- 79.
Ye Yong, Liu Bo, Huang Lei. Ultimate control rights, cash flow rights and firm value—Empirical research of Chinese publicly listed companies based on recessive ultimate control rights[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2007, 10(2): 66- 79. (in Chinese)
- [12] 唐宗明, 蒋 位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. *经济研究*, 2002, (4): 44- 50.
Tang Zhongming, Jiang Wei. A study on the expropriation degree of large shareholders of China's listed companies[J]. *Economic Research Journal*, 2002, (4): 44- 50. (in Chinese)
- [13] 费方域. 控制内部人控制[J]. *经济研究*, 1996, (6): 32- 40.
Fei Fangyu. Control insider's control[J]. *Economic Research Journal*, 1996, (6): 32- 40. (in Chinese)
- [14] Leuz C, Nanda D, Wysocki P. Earnings management and investor protection: An international comparison[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, (69): 505- 527.
- [15] Alexander D, Lutz G. Private benefits of control: An international comparison[J]. *Journal of Finance*, 2004, LIX (2): 537- 600.
- [16] 贾 明, 张 喆, 万迪昉. 控制权私人收益相关研究综述[J]. *会计研究*, 2007, (6): 87- 94.
Jia Ming, Zhang Zhe, Wan Difang. A survey of private benefits of control[J]. *Journal of Accounting*, 2007, (6): 87- 94. (in Chinese)
- [17] Comelli F. Stage financing and the role of convertible securities[J]. *Review of Economic Studies*, 2003, (70): 1- 32.
- [18] Chennamur T, Fulghieri P. Investment bank reputation, information production and financial intermediation[J]. *Journal of Finance*, 1994, XLIX(1): 47- 79.
- [19] Fehr E. A theory of fairness, competition, and cooperation[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1999, 117 (3): 816- 868.
- [20] La Porta E A. Law and finance[J]. *Journal of Political Economics*, 1998, 1113- 1155.
- [21] Becker G. Accounting for Tastes[M]. Harvard: Harvard University Press, 1998.
- [22] Booth J R, Smith R L. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15: 261- 281.

Study on expropriation behavior and negative externality of controlling shareholders

*JIA Ming*¹, *ZHANG Zhe*², *WAN Difang*²

1 School of Management, Northwestern Polytechnical University, Xi'an 710072, China

2 School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China

Abstracts During the reforming processes of corporate governance, property rights mechanism and financial markets, how to protect the interests of investors and improve the efficiency of capital markets in China is one of the key issues that must be resolved. However, compared with “controlling shareholders’ monitoring effect”, the “controlling shareholders’ expropriation effect” is dominated in the firms controlled by controlling shareholders. The exclusivity of private benefits of control rights makes the expropriation generating great negative externality. The key point to solve this problem is through dynamic allocation of control rights to build up a balanced corporate governance mechanism in order to achieve reciprocity-compatibility between shareholders.

Key words private benefits of control; negative externality; reputation mechanism; data simulation