

# 合理控制权私有收益与超额控制权私有收益<sup>①</sup>

——基于中小股东视角的解释

冉戎<sup>1,2</sup>, 刘星<sup>1</sup>

(1 重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030 2 重庆三峡学院, 重庆 404000)

**摘要:** 引入小股东容忍水平, 从小股东角度对大股东控制权私有收益进行划分, 将控制权私有收益区分为合理控制权私有收益与超额控制权私有收益, 对大股东侵害和控制权私有收益理论做出相应的调整, 探讨了适度控制权私有收益的合理性, 并结合模型对该思想进行验证. 研究表明, 一定的条件下, 大股东会选择一个小能使小股东保持沉默的水平来获取合理控制权私有收益, 保持控制权私有收益的可持续性. 合理控制权私有收益对大股东经营与管理公司具有正向激励作用, 而超额控制权私有收益具有侵害性质, 会使得大、小股东收益受损, 同时公司价值下降.

**关键词:** 控制权收益; 合理控制权私有收益; 超额控制权私有收益; 小股东容忍水平

**中图分类号:** F270 F276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2010)06-0073-11

## 0 引言

从世界范围内来看, 公司所有权的集中治理结构即便是在资本市场及其发达的美国都非常普遍, 集中的所有权和具有优势的控制性所有权似乎成为既定规则<sup>[1]</sup>. 当控股股东几乎控制了公司的全部控制权时, 他们更倾向于获取企业的控制性资源, 从而形成不为小股东所共享的控制权私有收益. Grossman 和 Hart<sup>[2]</sup> 首先提出了控制权收益的概念, 他们指出, 控制权私有收益指控制性股东通过对控制权的行使而占有的全部价值之和, 包括自我交易、对公司机会的利用、通过内幕交易所获得的全部收益、过度报酬和在职消费等. 20 世纪 90 年代以来, 随着大股东控制权价值问题研究逐步深入, 控制权收益形成和分配中的公司财务决策越来越成为现代财务管理的研究焦点, 而引入控制权私有收益的概念能够使问题的分析更加深化<sup>[3]</sup>.

大股东控制权私有收益现象已经得到了学术

界的广泛共识. 在大股东控制下, 公司的实际决策权被大股东掌握. 大股东为了追求自身利益而侵占小股东利益 (在一个更加宽泛的意义上, 内部人对外部人的利益侵占问题), 便凸现出来并且日益严重. 大股东对控制权私有收益的追求使得投资者的利益无法得到有效保护. 在股权集中的情况下, 企业的主要代理问题不再是股东与管理者的冲突, 而是大股东与小股东之间的利益冲突, 尤其是当资本市场缺乏对小股东有效的保护机制而不能约束大股东行为时, 存在于大股东与小股东之间的代理问题就更为严重<sup>[4]</sup>. 由于在使用控制权私有收益概念时缺乏明确的界定, 已有研究对控制权私有收益的定义上存在分歧, 使得问题变得混乱<sup>[3, 5]</sup>. 大多数研究都认为在大股东攫取控制权收益时, 小股东是彻底的受害者, 他的利益会受到侵占<sup>[2, 4, 6-8]</sup>. 但将控制权收益定性为大股东对小股东利益的侵害, 却导致了一系列无法解释的理论和现实问题<sup>[9-10]</sup>, 称为控制权悖论<sup>②</sup>.

① 收稿日期: 2008-02-04; 修订日期: 2010-04-13.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目 (70772100 70902030); 教育部博士点学科专项基金 (20060611025).

作者简介: 冉戎 (1978-), 男, 重庆万州人, 博士. Email: ranrong@163.com

② 控制权悖论主要包括: 1 控制权收益与小股东法律保护悖论; 2 控制权收益与其可持续性实现的悖论; 3 控制权收益与市场均衡的悖论等. 关于控制权悖论详细分析请参见文献 [9, 10].

由于控制权悖论出现,是否意味着现有研究扭曲了大股东侵害的实质,同时控制权私有收益本身的认识也存在值得商榷之处。

首先,有研究认为,股权集中下公司收益增量实际上可以认为是控制权介入公司治理的作用结果,但小股东对公司收益增量没有任何边际贡献,其索取权应归属于控制性股东,作为其控制权成本的补偿,小股东不能从中获益<sup>[9]</sup>。那么,小股东真的不能从公司收益增量中获益么?首先,从广义上讲,控制权收益包含两部分内涵:一部分是以其他股东的利益为代价并由大股东独享的控制权私有收益,另一部分是大股东通过提高公司收益和市场价值给所有股东带来的控制权共享收益。Holdemess<sup>[11]</sup>指出大股东在获取私利时会减少小股东所得,但同时又有助于小股东利益,私利也会产生公利。

其次,控制权私有收益的存在已经是社会的共同知识,而且小股东并没有理由惧怕大股东<sup>[11]</sup>。如果私人收益被观测,非控制性股东将会阻止控制性股东对其的剥夺<sup>[7]</sup>。但在现实中,多数中小股东却并没有举起“武器”来阻止大股东对其的侵害,而是有“选择性”地对大股东获取控制权私有收益保持沉默,中小股东似乎对私利行为有一定容忍度。小股东为什么要对大股东一定程度的侵害表现出沉默呢?除法律因素和控制权收益的隐蔽性外,会不会还有其它因素使得小股东表现出此行为呢?又有哪些因素影响小股东容忍度的变化,其相互关系如何?

第三,“正常控制权收益”的实现问题,即内、外约束机制能否有效地约束大股东只获取正常控制权收益?有研究提出“正常控制权收益”的概念,并指出“正常控制权收益”是一种对大股东所承担的风险和成本补偿(或对大股东控制权总成本的补偿)。进而提出“超控制权收益”概念,来描述超出大股东正常控制权收益的额外私有收益,并指出它是对公司财富的再分配,是对小股东的侵害<sup>[9]</sup>。那么,现实生活中存在的大量令小股东“视而不见”的控制权私有收益都是正常控制权收益么?按经济学经典理论,经济人具有理性与

自利性,大股东既然有条件获取私有收益,他会仅获取正常控制权收益么?如此一来,既不能将这类控制权私有收益界定为正常控制权收益,也不能归为超控制权收益,应该用什么样的概念来界定现实经济生活中这类控制权私有收益呢?

所有这些问题的存在,意味着已有研究对控制权私有收益及大股东侵害的认识上可能存在着不当。若不加以修正,将不利于我国控制权市场的治理与发展。本文基于大股东对控制权私有收益的可持续性偏好,用理论模型对前面提出问题进行了研究,从小股东角度对控制权私有收益进行了划分,对一定范围的控制权私有收益合理性的机理进行了探讨。

## 1 问题分析

控制权的出现,为大股东提供了攫取控制权私有收益的条件。由于大股东的私利性,他必然不会仅仅按其控制权总成本<sup>③</sup>来获取正常控制权收益。如果说控制权私有收益是对控制权的总成本的补偿<sup>[9]</sup>,对于大股东在事前与事后究竟付出了多大的控制权总成本是难于量度的,所以无法准确知道到底需要多少控制权成本的补偿。而且,控制权私有收益本身也难于度量,虽然学者们就如何度量展开了深入的研究,还是几乎无法度量真正的控制权私有收益。实际上,控制性股东只有在私人收益难以确认时才通过某种方式为其获取私人收益。否则,控制性股东就会被引入到诸如司法程序的诉讼中,如果私人收益容易观测,非控制性股东也会阻止控制性股东对其的剥夺<sup>[7,12]</sup>。所以,正常控制权收益很难正确实现的。

既然正常控制权收益无法正确实现,应用什么样的概念来界定大股东的私利?本文引入“合理控制权私有收益”与“超额控制权私有收益”概念对其进行重新界定。“合理控制权收益”指大股东所获取的能让小股东保持沉默的控制权私有收益,同时该收益还能补偿大股东的控制权成本。

③ 控制权总成本应由两部分构成,一是控制权形成或获取过程中控制者的成本,二是控制权形成后控制者的责任和风险,即控制权的维护或维持成本,前者可称为事前成本,后者可称为事后成本,两者之和构成控制权总成本,对控制权总成本的详细分析参见文献[9]。

“超额控制权私有收益”指超出合理控制权私有收益部分的超额收益。它是小股东不能容忍的控制权私有收益, 是对小股东利益的侵害, 中小股东将想方设法阻止大股东对其的剥夺, 所以大股东难免遭受法律诉讼。“合理控制权私有收益”概念既不同于正常控制权收益<sup>④</sup>, 也不同于超控制权收益<sup>⑤</sup>。首先, 该收益能对大股东控制权成本进行合理补偿, 它含有正常控制权收益, 但由于大股东的私利性, 超过了正常控制权收益的水平。其次, 超控制权收益是对小股东的侵害, 其中一些行为明显具有触犯法律的特征, 因而难免遭受法律诉讼的风险<sup>⑦</sup>。而按合理控制权私有收益的定义, 小股东会对这样的收益保持沉默, 所以大股东可以免于遭受法律诉讼的风险。按合理控制权私有收益的定义, 它能够得到小股东的认可, 那么它的存在是具有合理性的, 即小股东认为它是可以接受的, 所以在现实生活中大量存在。而合理控制权私有收益超过正常控制权收益部分, 来源于大股东控制权作用下公司收益上升的部分。小股东在公司的经营管理中是“搭便车”, 故小股东会在自身利益得到保障的情况下, 对大股东的合理控制权私有收益保持沉默, 此时大股东也可以得到更多超过其现股权收益的收益。

为了更清晰的区分各类私有收益, 引入“小股东容忍水平”概念, 从小股东角度来划分大股东控制权私有收益中的合理控制权私有收益与超额控制权私有收益。在此, “容忍水平”定义为: 小股东虽然发现大股东有一定程度地对小股东利益的侵害(这部分私有收益超出了正常控制权收益范围), 但是小股东还是能够在这个范围内对大股东所获得的私有收益保持沉默。这样的控制权私有收益水平, 称为小股东的“容忍水平”。小股东对大股东适度侵占行为的容忍大致源于几个方面原因: 其一, 自身利益原因。在股权分散情况下, 众多的小股东由于“理性的无知”而采取“搭便车”行为以及受到“集体决策成本约束”, 导致内

部人控制问题。从而要求股权走向集中, 来提高股东对经理人监控的激励和能力, 这样有利于公司业绩的提高<sup>[1]</sup>。可以看到, 大股东在公司的经营管理中扮演着重要角色, 若没有大股东, 中小股东很难对经理的行为进行有效地监督和管理, 其自身利益也很难得到保障。所以, 中小股东寄希望于大股东能更好的发挥监督管理的作用, 从而能够获得收益<sup>⑥</sup>。其二, 法律制度原因。由于世界上任何国家的法律制度都不能做到“尽善尽美”地保护中小股东的利益。所以, 对大股东的侵占行为, 中小股东也会表现出“有心无力, 适度容忍”的特点。这样的表现, 与在现实经济生活中, 虽然大量存在控制权私利行为, 却没有发生大量中小股东的“反抗”事件的事实比较一致。其三, 社会现象的类比。在服务管理领域, Parasuraman, Zeithaml 和 Beny<sup>[13]</sup>提出, 顾客对服务水平整体期望有一个上下限, 在两种期望之间的区域为容忍区, 指顾客的心理接受跨度, 在这个接受跨度中的服务水平, 顾客认为是可以接受的。与此类比, 中小股东在与大股东的委托代理框架中具有与其有相似之处。中小股东的容忍水平是他对大股东侵占行为的一种预期。虽然小股东希望利益不受侵占, 但由于大股东获取控制权的目的是要攫取私有收益, 所以利益不受侵占的理想状态无法实现。在这样的情况下, 中小股东只能期望大股东在管理公司的同时能尽量少攫取一些私有收益, 所以中小股东会表现得“容忍”。但如果大股东侵占中小股东过多的利益, 则其可能会触动法律制度, 此时中小股东会借助法律手段来保护自己的利益。如: “中国证券民事纠纷第一案”——红光实业案, 就是中小股东用法律武器保护自身利益的例子。无论是顾客还是中小股东, 都是具有某些共同特性的人群。所以, 这些人群对某种事件的预期也应具有一些相似之处。因此, 最终引入“小股东容忍水平”这一概念, 用它来描述大小股东委托代理关

④ “正常控制权收益”指与大股东所付出的取得控制权、维系控制权及经营管理公司的所有成本(包括事前成本与事后成本)相当的控制权收益。但后文 2.2 部分用理论模型证明, 正常控制权收益在通常情况下是无法正常实现的。

⑤ “超控制权收益”指大股东所获取的超出了正常控制权收益部分的控制权收益。文献[9]指出, 作为对他人财富掠夺的超控制权收益, 其损人利己的特质是法律必须约束和惩戒的, 也是道义所不齿的, 因此, 这类收益具有“状态依存”的特征, 即它依法律对中小股东的保护状态而消长。所以, 不能将使小股东保持沉默的收益定义为超控制权收益。

⑥ 更进一步, 小股东对公司收益上升部分没有任何贡献, 但他却分享到了这部分利益。

系中,中小股东对大股东侵占行为的容忍,并利用小股东容忍水平来对合理控制权私有收益和超额控制权私有收益作一个区分.当控制权收益水平低于小股东容忍水平时,就属于合理控制权私有收益范围.而超出了该范围的收益,就属于超额控制权私有收益.

按上述思路,大股东的控制权私有收益的构成如下:

$$\text{控制权私有收益} = \text{合理控制权私有收益} + \text{超额控制权私有收益}$$

它由两部分构成,一部分是小股东能够容忍的合理控制权私有收益,其中包括对大股东控制权成本的合理补偿.另一部分是小股东不能容忍的超额控制权私有收益.

合理控制权私有收益,实质上是表明大股东可能会控制自己的控制权私有收益在一定范围内,是什么原因促使大股东这样做呢?第一,法律制度的保护,会使得大股东不会无度侵害<sup>[4 6 14]</sup>.LLSV 的系列研究,及许多其它研究都表明,法律因素是影响控制权私有收益的最重要因素之一;其次,大股东对控制权私有收益具有可持续性偏好,使得大股东会偏好长期收益,而控制权自己的短期私利. Friedman et al<sup>[15]</sup>,刘峰<sup>[16]</sup>的研究都发现大股东想实现控制权收益的可持续性的证据.再次,控制权价值本身也是有限的,所以大股东对控制权私有收益的获取不可能无度<sup>[16-17]</sup>;最后,虽然在不同的国家,公司大股东的控制权私有收益水平各不相同,但总是保持在一定范围内的<sup>[18-20]</sup>.所以,大股东似乎会保持一个控制权私有收益水平,而强调合理范围内的控制权私有收益的可接受性应是比较可取的.

由于未能深入认识控制权私有收益,已有研究成果大多忽略了控制权私有收益的积极作用及部分控制权私有收益的合理性问题,而仅仅关注了它的负面作用(侵害性质).本文拟对控制权私有收益的积极作用和部分控制权私有收益的合理性进行探讨,以期对控制权私有收益能有更加深入地认识.下面建立一个模型对以上所述思想进行验证,对前述问题做出回答,同时对影响合理控制权私有收益和小股东容忍水平各种因素及其相互关系进行分析.

## 2 模型构建

### 2.1 模型构建与假设

现有研究多将控制权私有收益定性为大股东对小股东利益的侵害,但基于该定性的相关研究,却导致了一些无法解释的问题与现象.接下来,在前面分析的基础上构建一个模型,对前述思想进行验证,以及对各影响因素及相互关系进行分析.

假定某公司的初始股权结构为高度分散,任何股东都没有对公司的控制权,此时公司由经营者控制.公司的初始收益记为  $R_0$ .公司的剩余收益记为  $sR_0$  ( $0 < s < 1$ ), 剩余收益在所有股东间按持股比例进行分配.接下来,假定该公司的股权结构发生变化,出现大股东  $LS$  和小股东群体  $SS$ <sup>[4]</sup>. 大股东  $LS$  所占股份为  $1 > \alpha > 1/2$  大股东具有完全的控制权,小股东  $SS$  所占份额为  $1 - \alpha$  大、小股东都是风险中性的. 大股东获取控制权所付出的成本记为  $M_0$ . 出现大股东之后,公司由掌握了控制权的大股东决策和经营. 大股东因持股较多,其所得总量也相对较多,于是大股东有动力去收集信息并监督经营者的行为,也有足够的投票控制权对经理施加压力. 大股东付出的监督经营成本记为  $M_1$ , 在大股东的监督下,经营者的努力程度就有可能因此提升,于是控制权便发挥了对公司收益的作用. 假定控制权的作用主要通过改善经营者的努力程度来体现,经营者的努力会提升公司收益<sup>[11]</sup>. 记提升后的公司收益为  $R_1$ , 相应的剩余收益为  $sR_1$  ( $0 < s < 1$ ). 记  $\Delta R = s(R_1 - R_0)$ , 其中,用于控制权成本补偿的部分,记为  $\Delta R_{Ctrl}$  ( $0 < \Delta R_{Ctrl} < \Delta R$ ), 余下部分记为  $\Delta R_{Cash}$ , 则有  $\Delta R = \Delta R_{Cash} + \Delta R_{Ctrl}$ . 若按股权比例分配,大股东的收益为  $\alpha R_1$ , 比股权分散前增加了  $\alpha(\Delta R_{Ctrl} + \Delta R_{Cash})$ . 同理,小股东分配到  $(1 - \alpha)R_1$ , 收益增加  $(1 - \alpha)(\Delta R_{Ctrl} + \Delta R_{Cash})$ . 可以看到,若完全按股权分配剩余收益,大股东得到的控制权补偿只有  $\alpha \Delta R_{Ctrl}$ , 小股东分享到了他没有贡献的部分增加收益  $(1 - \alpha) \Delta R_{Ctrl}$  与  $(1 - \alpha) \Delta R_{Cash}$ . 但由前分析知,大股东会要求除控制权总成本补偿外的私有收益. 所以,完全按股权比例分配是不可能. 设大股东和小股东的剩余收益分配如下过程:

步骤 1 首先, 大股东会在一个适度的水平来获得合理控制权私有收益, 以补偿他的控制权成本。但由于大股东的自利性, 他不会停止攫取, 而是想进一步获取超额控制权私有收益;

步骤 2 大股东和小股东, 按他们分别所持有的股份共同分享余下的利益 (其中既有投资获利所带来的收益, 也有控制权作用带来的收益, 此时小股东从中得到的收益高于其在股权分散时的收益);

步骤 3 大小股东在公司财务信息上存在着信息不对称, 为了不让小股东发现大股东占据了超额利益, 大股东在公司公布财务数据时会对信息进行操纵;

步骤 4 小股东会以自己的容忍水平来判断大股东是否有超出小股东容忍水平范围之上的利益, 能否观察到正确的大股东的控制权私有收益水平取决于小股东的观察能力;

步骤 5 如果小股东发现大股东的控制权私有收益水平在小股东容忍水平之下, 那么大小股东继续合作, 公司良好运转, 又会有新的获利机会; 如果观察到大股东侵犯了小股东的利益, 而且水平已经超出了小股东的容忍水平, 那么小股东会采取一定的手段来保护自身利益, 大股东收益的持续性无法实现<sup>⑦</sup>。

记大股东控制权私有收益为  $PB$  ( $PB \geq \Delta R_{Cnl}$ ), 其中, 有合理控制权私有收益部分, 记为  $RPB$ , 还可能包含超额控制权私有收益部分, 记为  $EPB$ 。大股东和小股东在余下收益中按股权比例进行分配, 大股东收益为  $\alpha(\mathcal{R} - PB)$ , 小股东收益为  $(1 - \alpha)(\mathcal{R} - PB)$ 。因为  $\alpha > 1 - \alpha$ , ( $\alpha > 1/2$ ), 有  $\alpha(\mathcal{R} - PB) + PB > (1 - \alpha)(\mathcal{R} - PB) > 0$  成立, 也就是说大股东的收益一定大于小股东的收益。大股东为了获取控制权私有收益, 会进行信息操纵, 使小股东不能发现其真实的控制权收益水平 (为研究方便暂时不考虑其它成本)。

为了衡量控制权私有收益的高低程度, 引入“控制权收益水平”概念。控制权私有收益水平 = 控制权私有收益 / 公司剩余收益。设大股东的正常控制权收益水平记为  $\beta_0$  ( $\beta_0 = M / \mathcal{R}$ , 其中  $M =$

$M_0 + M_1$ , 表示控制权总成本), 大股东真实控制权私有收益水平为  $\beta$  ( $\beta = PB / \mathcal{R}$ )。其中, 合理控制权私有收益水平记为  $\beta_{RPB}$ , 超额控制权私有收益水平记为  $\beta_{EPB}$ , 则有  $\beta = \beta_{RPB} + \beta_{EPB}$ 。小股东对真实控制权收益水平不知情, 只能通过观察来判断大股东的控制权收益水平。小股东的容忍水平为  $\bar{\beta}$ 。设  $\bar{\beta} > \beta_0$ , 即小股东容忍水平高于正常控制权收益水平, 小股东对大股东获取控制权成本补偿是可以接受的。一旦超出容忍水平  $\bar{\beta}$ , 则小股东采取行动来保护自己的利益。

设获取与大股东控制权总成本相当的正常控制权收益不需要进行信息操纵, 信息操纵成本为零  $C = 0$  获取超过正常控制权收益的信息操纵成本为  $C(\beta, k, d)$ , 沿用文献 [6] 的假定, 有  $C'_\beta \geq 0$ ,  $C''_{\beta\beta} \geq 0$ ,  $C'_k \geq 0$ ,  $C'_d \geq 0$ ,  $C''_{kk} \geq 0$  其中  $\beta$  为控制权私有收益水平 ( $0 < \beta_0 \leq \beta \leq 1$ ), 0 表示不获取, 1 表示侵占全部。若控制权私有收益水平为  $\beta$ , 则大股东的控制权私有收益为  $PB = \beta \mathcal{R}$ ,  $d$  表示信息操纵程度 ( $0 \leq d \leq 1$ ), 0 表示没有操纵, 1 表示完全操纵。法律保护程度  $k$  ( $0 \leq k \leq 1$ ) 表示没有法律保护, 1 表示法律能够完全保护。  $a$  表示小股东观察信息的能力,  $0 \leq a \leq 1$  (1 表示小股东完全能够观察到控制权收益水平, 0 表示完全不能观察到控制权收益水平 ( $a'_k > 0$  表示法律保护程度越强, 观察信息的能力也就越强, 这合乎常理。同时它还受到其它因素的影响, 如大股东所占份额等)。

## 2.2 模型求解

综上, 大股东会选择控制权私有收益水平, 使得下式最大化

$$\max_{\beta} \{ \alpha(\mathcal{R} - PB) + PB - C \} \quad (1)$$

情形 1 在缺乏小股东监督和外部机制约束时, 小股东只要求获取不低于股权收益, 大股东不进行信息操作的情况下, 有

$$\max_{\beta} \{ \alpha(\mathcal{R} - PB) + PB - C \} \quad (2)$$

其中, 信息操纵成本  $C = 0$  记式 (2) 为  $u_2$ 。

<sup>⑦</sup> 如果控制权收益被小股东发现, 小股东会通过诉讼来中止大股东的这种行为。小股东会通过“退出”策略来拉低股价来惩罚大股东。大股东对小股东的侵害会导致潜在投资者失去信心, 从而使公司的外部融资下降, 进而影响其控制权收益。所以大股东会保持一定的水平侵占, 而不会过度的侵占, 这样只会导致公司的落败, 收益无法持续, 大家都没有利益可得。

小股东要求

$$(1 - \alpha)(sR - PB) > (1 - \alpha)sR_0 \quad (3)$$

记式 (3) 为  $g_2$  作拉格朗日函数

$$\begin{aligned} L(\lambda, \beta) &= u_2 - \lambda g_2 \\ &= \alpha(sR - PB) + PB - C + \\ &\quad \lambda(1 - \alpha)((sR - PB) - sR_0) \end{aligned} \quad (4)$$

由库恩 - 塔克条件有

$$\frac{\partial L}{\partial \beta} = (1 - \alpha)PB'_\beta - \lambda(1 - \alpha)PB'_\beta \leq 0 \Rightarrow$$

$$(1 - \alpha)(1 - \lambda)PB'_\beta \leq 0$$

$$\beta \frac{\partial L}{\partial \beta} = 0 \Rightarrow \beta(1 - \alpha)PB'_\beta(1 - \lambda) = 0 \Rightarrow$$

$$\lambda = 1$$

$$\frac{\partial L}{\partial \lambda} \geq 0 \Rightarrow (1 - \alpha)(s\Delta R - PB) \geq 0 \quad \lambda \geq 0$$

$$\lambda \frac{\partial L}{\partial \lambda} = 0 \Rightarrow \lambda(1 - \alpha)(s\Delta R - PB) = 0$$

由前知,  $\alpha > 0 \quad \lambda > 0 \quad \beta \geq \beta_0 > 0$  有

$$PB = s\Delta R \quad (5)$$

得

$$\beta = \frac{\Delta R}{R} \quad (6)$$

**推论 1** 在缺乏小股东监督和外部机制约束时, 若小股东只要求获取不低于股权应得收益, 大股东不进行信息操作的情况下, 大股东将选择侵占水平  $\beta_1 = \frac{\Delta R}{R}$  来获取控制权私有收益.

在上述情况下, 有  $\Delta R > \Delta R_{Cst}$ . 大股东显然没有仅补偿其控制权总成本, 而是侵占了所有增加的剩余收益. 这说明, 正常控制权收益是无法正确实现的. 但上述情况比较极端, 下面考虑一种更一般的情况:

**情形 2** 由于大股东具有理性与私利性, 会想要得到更多的利益, 必然会超出正常控制权收益  $\beta_0$  的范围, 而去侵占小股东的利益. 推论 1, 大股东不会自觉的只按控制权成本来获取利益, 他选择的控制权私有收益水平会超过  $\beta_0$ . 在有小股东的监督与外部机制约束的情况下, 小股东会观察大股东的控制权私有收益水平, 来决定自己的行动. 此时, 大股东的效用函数为

$$m_{\beta} \max u_3(\beta) = m_{\beta} \max \alpha(sR - PB) + PB - C \quad (7)$$

s t

$$\alpha(sR - PB) + PB - C > \alpha sR \Rightarrow$$

$$(1 - \alpha)PB - C > 0 \quad (8)$$

$$\bar{\beta} - a\beta \geq 0 \quad (9)$$

其中第 1 个约束的含义为大股东的收益应该高于没有控制权收益时的收益, 第 2 个约束的含义为小股东观察到的控制权收益水平应该低于他的容忍水平.

记式 (8) 为  $g_1$ , (9) 为  $g_2$ , 作拉格朗日函数, 由库恩 - 塔克条件有

$$\begin{aligned} L(\beta, k_1, k_2) &= u_3 + k_1 g_1 + k_2 g_2 = \\ &\quad \alpha(R - PB) + PB - C + k_1((1 - \alpha) \times \\ &\quad PB - C) + k_2(\bar{\beta} - a\beta) \end{aligned} \quad (10)$$

$$\frac{\partial L}{\partial \beta} = (1 - \alpha)PB'_\beta - C'_\beta + k_1\{(1 - \alpha)PB'_\beta - C'_\beta\} - ak_2 \leq 0 \quad \beta \geq 0$$

$$\beta \frac{\partial L}{\partial \beta} = \beta(-\alpha PB'_\beta + PB'_\beta - C'_\beta + k_1\{(1 - \alpha)PB'_\beta - C'_\beta\} - ak_2) = 0$$

$$\frac{\partial L}{\partial k_1} = \{(1 - \alpha)PB - C\} \geq 0 \quad k_1 \geq 0$$

$$k_1 \frac{\partial L}{\partial k_1} = k_1\{(1 - \alpha)PB - C\} = 0$$

$$\frac{\partial L}{\partial k_2} = (\bar{\beta} - a\beta) \geq 0 \quad k_2 \geq 0$$

$$k_2 \frac{\partial L}{\partial k_2} = k_2(\bar{\beta} - a\beta) = 0$$

由经济意义, 故有  $\beta > 0 \quad k_1 > 0 \quad k_2 > 0$  解得

$$C'_\beta = (1 - \alpha)sR - \frac{ak_2}{(1 + k_1)} \quad (11)$$

$$(1 - \alpha)\beta sR = C \quad (12)$$

$$\beta = \frac{\bar{\beta}}{a} \quad (13)$$

$$\bar{\beta} = \frac{aC}{(1 - \alpha)sR} \quad (14)$$

**推论 2** 在小股东监督和外部机制约束时, 大股东会在水平  $\beta_2 = \frac{\bar{\beta}}{a}$  来获取控制权收益. 也就是说, 大股东不会无度的侵占, 而是适度的获取, 此时大股东选择的控制权私有收益水平低于小股东容忍水平, 是属于合理控制权私有收益范围, 记为  $\beta_{RPB}$ .

由上可知, 一定情况下, 大股东会适度的获取

自己的控制权收益, 而且其水平与小股东的容忍水平、法律保护程度、大股东所占份额、可分配比例等其它因素也有关。另外, 由于信息的不对称, 小股东能观察到的控制权收益水平总是低于大股东的实际控制权收益水平, 这种差异正是大股东能够在小股东的容忍水平内获益的根源, 也是小股东对大股东的控制权收益有一定容忍水平的原因之一。

综上, 大股东既不会选择情形 I 的完全侵占公司剩余收益, 也不会按股权比例来分配公司的剩余收益, 而是如情形 II, 保持一个适度水平来获取合理控制权私有收益。因为若依情形 I 这样的行为容易被中小股东发现, 进而会给大股东带来额外的风险, 使得大股东的控制权私有收益的可持续性得不到保证。若完全按持股比例进行分配, 则大股东的控制权成本又不能得到应有的补偿 (有  $(1-\alpha)\Delta R_{C_{int}}$  部分被小股东分享)。只有按情形 2 选择控制权私有收益水平, 才能让大股东既可以使自己的控制权成本得到补偿, 又能保证小股东得到一定的收益而容忍大股东获取控制权私有收益的行为, 最终能够维系控制权私有收益的可持续性。此时, 大股东的合理控制私有收益为  $RPB = s\beta_{RPB}R$ , 小股东在增加的收益中分享到  $(1-\alpha)(\Delta R - RPB) \geq 0$  小股东的利益得到了保障。

接下来, 对影响合理控制权收益水平的因素及相互关系进行研究, 以便对合理控制权收益有更深入的了解。

推论 3 ① $\beta_{RPB}$  随着  $\bar{\beta}$  的增大 (减小) 而增大 (减小); ② $\beta_{RPB}$  随着  $a$  的增大 (减小) 而减小 (增大); ③ $\beta_{RPB}$  随着  $\alpha$  的增大 (减小) 而增大 (减小); ④ $\beta_{RPB}$  随着  $k$  的增大 (减小) 而减小 (增大); ⑤ $\beta_{RPB}$  随着  $s$  的增大 (减小) 而减小 (增大); ⑥ $d$  随着  $\beta_{RPB}$  的增大 (减小) 而增大 (减小); ⑦ $C$  随着  $\beta_{RPB}$  的增大 (减小) 而增大 (减小);

证明 由情形 II 结果可以推出

$$\frac{\partial \beta_{RPB}}{\partial \bar{\beta}} = \frac{1}{a} > 0, \quad \frac{\partial \beta_{RPB}}{\partial a} = -\frac{\bar{\beta}}{a^2} < 0$$

$$\frac{\partial \beta_{RPB}}{\partial \alpha} = \frac{C}{(1-\alpha)^2 (sR + \Delta v)} > 0$$

$$\frac{\partial \beta_{RPB}}{\partial k} = -\frac{a'k_2}{C_{\beta\beta}(1+k_1)} < 0$$

$$\frac{\partial \beta_{RPB}}{\partial s} = \frac{-C}{R(1-\alpha)(sR + \Delta v)} < 0$$

$$\frac{\partial d}{\partial \beta_{RPB}} = \frac{(1-\alpha)(sR + \Delta v)}{C'_d} > 0$$

$$\frac{\partial C}{\partial \beta_{RPB}} = (1-\alpha)(sR + \Delta v) > 0 \quad \text{证毕。}$$

推论 3 的经济意义如下, ③④⑤⑥⑦ 分别表明, 大股东的所占股份份额越大, 就越容易获取控制权私有收益。但是可分配份额越大反而使大股东的合理控制权私有收益水平下降, 是因为大股东分得的利益总量增大从而使得可用来获取私人收益的份额减少的原因。法律保护程度越好, 大股东就越不容易获取控制权私有收益。随着大股东获取收益水平的上升, 大股东的信息操纵度与操纵成本都会增加。这些推论同已有的实证研究结果是基本一致的。①② 是从小股东角度出来, 说明小股东容忍水平越低, 大股东获取合理控制权私有收益的水平  $\beta_{RPB}$  也会低一些。另外, 小股东的观察能力越强, 也能使大股东的获取私利的水平越低。上述推论, 为管理者提供了治理大股东控制权私有收益行为的新的思路, 那就是, 如何从小股东的角度, 来认识和控制大股东的合理控制权私有收益水平, 从而达到治理控制权市场的目的。

由前可以看到, 小股东的容忍水平与观察能力是两个影响大股东控制权收益水平重要的因素, 且它们会受到诸多外部因素的影响。若能对其影响因素及相互关系有一了解, 就可以从小股东的角度, 采取相应措施来控制大股东的控制权收益水平。接下来的几个推论分别揭示了这些影响因素及相互关系。

推论 4 小股东的容忍水平  $\bar{\beta}$  随法律保护程度  $k$  增大 (减小) 而减小 (增大), 随信息操纵度  $d$  增大 (减小) 而减小 (增大), 随小股东的观察能力  $a$  增大 (减小) 而减小 (增大), 随小股东所占份额  $1-\alpha$  增大 (减小) 而减小 (增大), 随可分配份额  $s$  增大 (减小) 而减小 (增大)。

$$\text{证明 由 } \bar{\beta} = \frac{aC_{Is}}{(1-\alpha)(sR + \Delta v)},$$

$$\text{所以, } \frac{\partial \bar{\beta}}{\partial k} = \frac{aC'_k}{(1-\alpha)(sR + \Delta v)} > 0$$

$$\frac{\partial \bar{\beta}}{\partial d} = \frac{aC'_d}{(1-\alpha)(sR + \Delta v)} > 0$$

$$\frac{\partial \bar{\beta}}{\partial a} = \frac{C}{(1-\alpha)(sR + \Delta v)} > 0$$

$$\frac{\partial \bar{\beta}}{\partial(1-\alpha)} = -\frac{aC}{(1-\alpha)^2(sR + \Delta v)} < 0$$

$$\frac{\partial \bar{\beta}}{\partial s} = \frac{-aRC_{ls}}{(1-\alpha)(sR + \Delta v)^2} < 0 \quad \text{证毕.}$$

推论 4 经济意义是, 当法律保护程度好的时候, 小股东在好的法律环境下知道自己的利益能够得到好的保护, 反而会有相对高一些的容忍水平, 也就是说, 有了很好的机制约束小股东对大股东更加的放心. 当信息操纵度增加, 分配份额增加, 小股东所占份额少的时候, 信息不对称加剧, 小股东无法观察到真实的信息, 为了保证自己的收益, 只好用相对高一点的容忍水平.

推论 5 小股东的观察能力  $a$  随大股东所占份额  $\alpha$  增大 (减小) 而减弱 (增强), 与法律保护程度  $k$  增强 (减弱) 而增强 (减弱).

证明 由隐函数求导法则,  $\bar{\beta} = \frac{aC_{ls}}{(1-\alpha)(sR + \Delta v)}$ , 有  $\frac{\partial a}{\partial \alpha} = -\frac{(sR + \Delta v)\bar{\beta}}{C} < 0$   
 $\frac{\partial a}{\partial k} = -\frac{\bar{\beta}}{\beta^2} \cdot \frac{\partial \beta}{\partial k} > 0$  (由  $a = \frac{\bar{\beta}}{\beta}$ ) 证毕.

推论 5 经济意义为, 大股东所占份额越大, 信息不对称越强, 小股东的相对观察能力就显得越弱. 而法律保护程度越高, 小股东的观察能力就越强. 其意义在于, 由前知  $\beta_{RPB}$  随着  $a$  的增大而减小, 随着  $a$  的减小而增大, 通过提高小股东的观察能力, 也能够起到抑制大股东过多获取控制权私有收益的作用, 此推论支持法律保护中小投资者理论.

推论 6 若大股东处于合理控制权范围内获取控制权利益时, 小股东能够容忍, 公司价值是一个不减的函数, 当大股东突破合理控制权私有收益范围, 获取超额控制权私有收益时, 公司价值下降.

证明 借鉴 La Porta<sup>[4]</sup> 表示公司价值的方法, 有  $q = (1 - (\beta - \bar{\beta}))R$ , 其中  $\beta - \bar{\beta}$  表示被大股东侵占的比例,  $R$  是公司的收益,  $q$  为 Tobin Q 值, 代表公司的价值.

(1) 当合理控制权私有收益水平没有被突破时,  $1 - (\beta - \bar{\beta}) \geq 1$ , 公司价值是不减函数;

(2) 当合理控制权私有收益水平被突破, 获

取超额控制权私有收益时, 有  $\beta > \bar{\beta} \geq \beta_{RPB}$ , 此时  $1 - (\beta - \bar{\beta}) < 1$ , 公司价值  $q_1 = (1 - (\beta - \bar{\beta})) \times R < q_0 = R$ , 造成公司价值的损失, 进而造成大股东的利益受损, 其收益得不到保证. 证毕.

另外, 在获取超额控制权私有收益的同时, 其获取收益的成本会迅速增加使其得不偿失. 也就是说, 当大股东获取超额控制权私有收益时, 有

$$\alpha(sR - PB|_{\beta=\beta_{EPB}}) + PB|_{\beta=\beta_{EPB}} - C|_{\beta=\beta_{EPB}} - F|_{\beta=\beta_{EPB}} < \alpha(sR - PB|_{\beta=\bar{\beta}}) + PB|_{\beta=\bar{\beta}} - C|_{\beta=\bar{\beta}} \quad (15)$$

整理上式得

$$\alpha(PB|_{\beta=\bar{\beta}} - PB|_{\beta=\beta_{EPB}}) + (PB|_{\beta=\beta_{EPB}} - PB|_{\beta=\bar{\beta}}) < C|_{\beta=\beta_{EPB}} + F|_{\beta=\beta_{EPB}} - C|_{\beta=\bar{\beta}} \quad (16)$$

上不等式的左边显然是有界的, 上式的经济意义为: 只要足够的内、外约束机制, 使得大股东在获取超额控制权私有收益时“得不偿失”, 那么大股东会选择一个适当的水平来获取合理控制权私有收益, 而不是获取超额控制权私有收益. 这样大股东既得到了利益, 又保证了小股东的利益, 考虑了小股东的容忍水平, 同时公司价值上升, 所以, 大股东保持这样的合理控制权水平是一个让大家的利益都得到保障的帕累托最优的合理选择.

### 3 结 论

本文在分析控制权私有收益现有研究中存在问题的基础上, 提出了小股东容忍水平、合理控制权私有收益、超额控制权私有收益等概念, 从小股东视角将控制权私有收益, 区分为合理控制权私有收益与超额控制权私有收益, 对现有大股东侵害和控制权私有收益理论做出修正, 并建立理论模型, 对它们及其影响因素的相互进行了验证与分析, 得出以下结论. 由于大股东对控制权私有收益可持续性的偏好, 在一定条件下, 他会选择一个能使小股东保持沉默的水平来获取合理控制权私有收益, 合理控制权私有收益既能够使大股东的控制权总成本得到补偿, 又能够使小股东保持沉默, 大股东在获取

合理控制权私有收益的同时也给小股东带来了更多的收益, 合理控制权私有收益具有激励作用, 有助于改进公司的业绩, 使公司价值上升。而超额控制权私有收益具有侵害性质, 是小股东不能容忍的。它不但会让小股东利益受损, 同时还会摧毁大股东控制权私利的可持续基石, 最终会导致公司的衰败。

本文的研究结论与现实经济现象以及相关实证研究成果相符, 还能用于解释实证中发现大股东与公司绩效的不确定关系。首先, 在现实的经济生活中, 虽然控制权私有收益大量存在, 但是公司并没有因此而大量衰落, 而是运转良好。说明, 控制权私有收益的存在并不必然导致公司衰败, 在多数公司中所存在的控制权私有收益应属于合理控制权收益, 而非超额控制权私有收益。超额控制权私有收益具有侵害性质, 与经济和法律制度相悖, 应成为治理目标。其次, 一些最新研究成果为本文的结论提供了部分经验证据<sup>[21-24]</sup>。At C<sup>[21]</sup> 针对法国上市公司的研究表明, 允许攫取部分未引起巨大损失的控制权私有收益, 会使所有股东的状况变得更佳 (Better Off)。Andres<sup>[22]</sup> 用面板数据对德国 275 家德国家族上市公司的研究发现, 控制权私有收益在一定条件下可以使公司的业绩更好。Bozecz<sup>[23]</sup> 研究了加拿大上市公司的大股东控制权私有收益的获取动机与获取机会对公司业绩的影响, 发现只有部分公司会因为控制权私有收益而表现不佳。Cronqvist<sup>[24]</sup> 针对英国的上市公司进行的研究发现私有收益具有正向激励作用。研究发现 CEO 为了获得私人收益 (包括精

神享受), 会自愿付出更多, 如支付员工更多的薪俸, 和投资者建立良好社会关系, 提供低努力水平谈判等。国内学者在新近研究中也提及应关注控制权私有收益潜在的积极作用, 以及未来研究方向会逐渐转向承认适当范围控制权收益的合理性<sup>[5, 9, 25]</sup>。Xueping Wu<sup>[26]</sup> 甚至引用了 Leff 的著名论断——“在特定条件下, 腐败可能有利于经济增长”, 来比喻控制权私有收益在公司治理中潜在的积极意义。最后, 利用本文研究结论能为实证研究中发现大股东与公司绩效具有不确定关系<sup>[27-31]</sup> 提供一种解释。即, 存在大股东的公司, 若大股东获取处于合理控制权收益水平的私利, 由于它的正向激励作用, 此时可表现为公司绩效上升 (如, Gorton 和 Schmid<sup>[28]</sup> 发现在德国, 股权的大量集中改善了德国公司的业绩)。若大股东获取超额控制权私有收益, 会产生负激励效应, 此时表现为公司绩效下降 (如: Thomsen 和 Pedersen<sup>[29]</sup> 对欧洲上市公司的实证研究发现, 过度股权集中对部分公司绩效会有反作用)。而当控制权私有收益水平动态变化时, 便表现出了大股东与公司业绩的非线性关系 (如, Sun 和 Tong<sup>[30]</sup> 研究发现公司绩效和政府股权比例之间是倒 U 形的关系。宾国强<sup>[31]</sup> 则发现: 公司的绩效与非流通股集中度呈显著的 U 形关系)。

本文这些研究结论, 为监管者提供了从小股东的视角抑制大股东的控制权私有收益水平, 从而达到对控制权市场进行治理的新思路。接下来, 在中国背景下提供本文研究结论的经验证据, 将是后继研究的重要内容。

## 参考文献:

- [1] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783
- [2] Grossman S J, Hart O D. One share-one vote and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1): 175-202
- [3] Zingales L. In search of new foundations[J]. Journal of Finance, 2001, 55(4): 1623-1653
- [4] La Porta R, Lopez F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 3-27.
- [5] 贾明, 张喆, 万迪昉. 控制权私有收益相关研究综述[J]. 会计研究, 2007, (6): 86-93  
Jia Ming, Zhang Zhe, Wan Difang. A survey of private benefits of control[J]. Accounting Research, 2007, (6): 86-93 (in Chinese)
- [6] La Porta R, Lopez F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170

- [7] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(2): 537-600
- [8] 叶勇, 胡培, 谭德庆, 等. 控制权和现金流量权偏离下的公司价值和公司治理 [J]. *管理工程学报*, 2007, (01): 71-76  
Ye Yong, Hu Pei, Tan Deqing, et al. 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, (2): 66-80 (in Chinese)
- [9] 刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益: 对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释 [J]. *经济研究*, 2007, (2): 85-96  
Liu Shaobo. The paradox of private benefits of control and excessive benefits of control: A new theoretical explanation of large shareholders' expropriation of small ones [J]. *Economic Research Journal*, 2007, (2): 85-96 (in Chinese)
- [10] 陈敏. 公司治理与控制权悖论的提出及解读 [J]. *中南财经政法大学学报*, 2007, (01): 111-114  
Chen Ming. Corporate governance and paradox of private benefits: Introduction and reason [J]. *Journal of Zhongnan University of Economics and Law*, 2007, (1): 111-114 (in Chinese)
- [11] Holderness C G. A survey of blockholders and corporate control [J]. *Economic Policy Review*, 2003, 4: 51-64
- [12] Barclay M J, Holderness C G. Private benefits from control of public corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25(2): 371-395
- [13] Parasuraman A, Berry L L, Zeithaml V A. Perceived service quality as a customer-based performance measure - An empirical examination of organizational barriers using an extended service quality model [J]. *Human Resource Management*, 1991, 30(3): 335-364
- [14] 许年行, 赖建清, 吴世农. 公司财务与投资者法律保护研究述评 [J]. *管理科学学报*, 2008, 11(1): 101-111  
Xu Nianhang, Lai Jianqing, Wu Shiong. Survey of corporate finance and investor legal protection [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2008, 11(1): 101-111 (in Chinese)
- [15] Friedman E, Johnson S, Mitton T. Propping and tunneling [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(4): 732-750
- [16] 刘峰, 贺建刚, 魏明海. 控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究 [J]. *管理世界*, 2004, (8): 108-116  
Liu Feng, He Jiangang, Wei Minghai. Control right, achievements and tunneling: A case of Wu Liang Ye [J]. *Management World*, 2004, (8): 108-116 (in Chinese)
- [17] 施东晖. 上市公司控制权价值的实证研究 [J]. *经济科学*, 2003, (6): 85-91  
Shi Donghui. Empirical research on private benefits of control of public corporations [J]. *Economic Science*, 2003, (6): 85-91 (in Chinese)
- [18] Nenova T. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(3): 325-351
- [19] Rajan R G, Zingales L. What do we know about capital structure? some evidence from international data [J]. *The Journal of Finance*, 1995, 50(5): 1421-1460
- [20] Zingales L. The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience [J]. *The Review of Financial Studies*, 1994, 7(1): 125-148
- [21] Ait C, Chappe N, Morand P H. Optimal executive compensation: Should private benefits be prohibited? [J]. *Revue Economie Politique*, 2006, 116(6): 831-846
- [22] Andres C. Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(4): 431-445
- [23] Bozec Y, Laurin C. Large shareholder entrenchment and performance: Empirical evidence from Canada [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2008, 35(1): 25-49
- [24] Cronqvist H, Heyman E, et al. Do entrenched managers pay their workers more? [J]. *Journal of Finance*, 2009, 64(1):

- [ 25] 吴 斌, 翁恺宁. 基于控制权收益的大股东与公司治理关系分析: 文献综述[ J]. 世界经济文汇, 2003, (2): 71 - 80  
 Wu Bin, Wong Kaining. Relationship between large shareholders and corporate governance in private benefits of control: A survey[ J]. World Economic Forum, 2003, (2): 71- 80. ( in Chinese)
- [ 26] Wu X, Wang Z. Equity financing in a Myers-Majluf framework with private benefits of control[ J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11(5): 915- 945.
- [ 27] Schmidt K. The cost and benefits of privatization: An incomplete contracts approach[ J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1996, 12(1): 1- 24.
- [ 28] Gortan G, Schmidt F A. Universal banking and the performance of German firms[ J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1- 2): 29- 80.
- [ 29] Thomsen S, Pedersen T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies[ J]. Strategic Management Journal, 2000, 21(6): 689- 705.
- [ 30] Sun Q, Tong J, Tong W H S. How does government ownership affect firm performance? evidence from China's privatization experience[ J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2002, 29(1): 1- 27.
- [ 31] 宾国强, 舒 元. 股权分割、公司业绩与投资者保护[ J]. 管理世界, 2003, (5): 101- 108  
 Bin Guoqiang, Shu Yuan. Share splitting, company achievements and protection for investors[ J]. Management World, 2003, (5): 101- 108. ( in Chinese)

## Research on reasonable private benefits of control and excessive private benefits of control: Small shareholders' perspective

RAN Rong<sup>1, 2</sup>, LIU Xing<sup>1</sup>

1. School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China;

2. Chongqing Three Gorges College, Chongqing 404000, China

**Abstract** In this paper, we introduced some new conceptions like Tolerance Level of Small Shareholders, Reasonable Private Benefit of Control, Excessive Private Benefit of Control, and explained how to identify different kinds of benefits from small shareholders' perspective; then we introduced a new theoretical explanation to Private Benefit of Control. This explanation indicated that large shareholder would choose a reasonable private benefit of control level to keep his interests and to make small shareholders keep silence at the same time, in order to get long-term benefits. We argued that RPB acts as a positive stimulus in corporation management and it will benefit all the shareholders. EPB has a negative effect in corporation management, corporation value and large shareholders' benefit would be damaged largely if large shareholders got EPB.

**Key words** private benefit of control; reasonable private benefit of control; excessive private benefit of control; tolerance level of small shareholders