

清華大學

中國經濟研究中心



學術論文

“搭便车”与公司治理结构中
股东行为的分析

夏冬林 钱苹

清华大学经济管理学院

No. 200016 2000年5月

Working Paper

National Center for Economic Research

At
Tsinghua University, Beijing

内容提要：本文讨论的是公司治理结构中小股东搭便车的问题，并进一步对公司治理结构中股东行为进行了分析。作者提出，一方面由于集体行动和股权结构，小股东搭监督的便车；另一方面，小股东并没有因为“搭便车”获得额外的利益，反而往往自己利益受到侵害，股东代表大会将流于形式。由于资本锁定和未来的信息收益，大股东倾向于提供监督，并有可能通过侵害小股东的利益获得监督租金。在资本市场给定的状况下，监督租金的大小由法律制度决定。作者认为为了维护资本市场和公司治理结构的的有效性，如何保护股东间的实质性平等以及保护小股东的合法权益是重要的。

关键词： 股东行为 监督 搭便车 博弈

“搭便车”与公司治理结构中 股东行为的分析

夏冬林 钱苹

清华大学经济管理学院

No. 200016 2000年5月

作者简介

夏冬林, 会计学博士, 教授, 通讯地址: 清华大学经济管理学院(100084), 电话: 62789864 (O), 62788437(H), 62788133(Fax), E-mail: xiadl@em.tsinghua.edu.cn 。

钱苹, 经济学博士, 讲师, 通讯地址: 清华大学经济管理学院(100084), 电话: 62789691 (O), 62773971 (H), 62788133(Fax), E-mail: qianp@em.tsinghua.edu.cn, qianp@yahoo.com。

Free-rider problem and the behaviors of shareholders in corporate governance

Xia donglin and Qian Ping

School of Economics and Management at Tsinghua University

Abstract

This article analyzes the free-rider problem in corporate control, and develops a game-theoretic model to further analyze the behaviors of shareholders. We show the small shareholders take free-riding on monitor by reason of the collective action and the share of stock, unlike other free-rider, they haven't been beneficial from free-riding, but got loss. Furthermore, free-rider problem make the meeting of stockholders exist in name only. The large shareholders have incentive to provide corporate monitoring for the capital lock-in and the benefit of information trading in future market, and have opportunity to extract monitoring rent by seizing interest of small shareholders. Given the condition of capital market, the monitoring rent is determined by legal system. We conclude in order to hold the effective of capital market and corporate governance, it is important to protect the rights and interests of small shareholders for institution designer.

“搭便车”与公司治理结构中股东行为的分析

夏冬林 钱莘

(清华大学经济管理学院 100084)

内容提要: 本文讨论的是公司治理结构中小股东搭便车的问题, 并进一步对公司治理结构中股东行为进行了分析。作者提出, 一方面由于集体行动和股权结构, 小股东搭监督的便车; 另一方面, 小股东并没有因为“搭便车”获得额外的利益, 反而往往自己利益受到侵害, 股东代表大会将流于形式。由于资本锁定和未来的信息收益, 大股东倾向于提供监督, 并有可能通过侵害小股东的利益获得监督租金。在资本市场给定的状况下, 监督租金的大小由法律制度决定。作者认为为了维护资本市场和公司治理结构的的有效性, 如何保护股东间的实质性平等以及保护小股东的合法权益是重要的。

关键词: 股东行为 监督 搭便车 博弈

一、 引言

在公司治理结构中的许多问题都是与代理关系相联系的。詹森和麦克林将代理关系定义为一种契约, 在这个契约中, 一个或多个人(委托人)聘用他人代表其从事某种活动, 其中包括授予代理人某些决策权(Jensen and Meckling 1976)。在现代公司中, 股东在购买股票的同时, 实际上也就与公司形成了这样的隐含契约: 股东委托公司经营者代表其从事经营活动, 同时股东对公司拥有剩余索取权。

作为委托人的股东有权要求经营者的行为符合股东利益最大化的要求, 但是, 当经营者的决策与股东利益最大化的决策产生分歧的时候, 经营者往往利用对企业资源的控制权来满足其偏好, 股东的利益将遭受不同程度的损失。为了防范代理人的道德风险、降低代理成本, 相应的监督机制是必要的。

对经营者的监督机制, 可以简单地归为“市场监督”和“企业内部监督”。“市场监督”是通过股东买卖股票所引起的股票价格的波动来达成的; “企业内部监督”主要指股东通过股东大会、董事会对经营者的行为进行监督。前者是股东用“脚”投票, 后者是用“手”投票。“企业内部监督”与公司治理结构密切联系。股东大会是投资者对企业进行内部监督的基本形式, 也是公司治理结构中最基本的组织结构。但由于股东大会中“搭便车”行为, 使其只有形式没有内容, 召开股东大会常常只是例行公事。

在有关公司治理结构讨论的文献中, 涉及股东“搭便车”问题的不多, 对此进行较为系统论述的是格罗斯曼和哈特 1980 年以及谢勒菲尔和威希理 1986 年讨论的“搭便车”问题对监督积极性的影响(Grossman and Hart 1980; Shleifer and Vishny 1986)。本文拟从公司治理结构中“搭便车”现象来讨论股东行为, 围绕这几个问题展开: 小股东为何要搭便车? 大股东为何要让小股东搭便车? 大股东的利益是否由于小股东的“搭便车”行为而受损? 大小股东之间是如何互动的?

二、 小股东搭便车与大股东监督

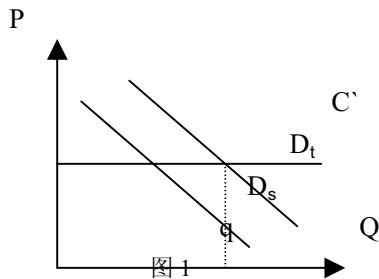
按照“搭便车”的通常含义, 每个消费者有激励去享受由他人提供的公共品, 而不愿意支付规定的价格。公共品的提供者可以是政府, 也可以是私人或私人部门。公司治理结构中, “搭便车”是指大股东承担对公司经营者行为的监督费用, 而经营改善的收益却由所有的股东来分享, “监督”成为公共品。大小股东的划分依据是股东的持股份额。本文所定义的大股东主要是长期投资者, 如机构股东、法人股东和内部所有者; 小股东主要是流

动性交易者和投机者，前一类小股东购买股票具有投资的目的，但一旦出现意外事件，他们就将股票卖掉；而后一类小股东，纯粹是通过买卖信息来赢利。¹

股东对经营者的监督主要是控制其“机会主义”，即防止代理人的经营行为偏离委托人的目标和利益，发生代理人对委托人的侵权行为。因此，监督是股东对自身利益的保护。然而，小股东却很少通过股东大会的机制实施监督活动。我们调查显示，在我国 475 家上市公司中，80%的公司的年度股东大会人数在 100 人以下，在这 80%的公司中，75%的公司的股东大会人数在 50 人以下，出席股东大会人数最少的一家公司只有一名股东，有两家公司只有 2 名股东出席股东大会；1997 年和 1998 年分别有 1/4 和 1/3 的公司的流通股股东参加或委托参加股东大会。《中国证券报》的调查显示，16%的投资者曾经参加过股东大会，还有 2%的投资者没有直接参加，但委托他人参加过，而高达 82%的投资者则表示没有参加过股东大会(一心，1999)。

为什么小股东不实施这种保护行为？如果小股东因监督而获得的收益不能弥补他付出的监督成本，作为理性经济人，小股东便不会实施监督活动。²股东对公司经营者的监督是一种“集体行动”而不是个人行动。³任何人都有“搭便车”或不劳而获的趋向。在公司治理结构中，只要有股东参与“监督”，最后由“监督”这种集体行动带来股票价格上涨或其他利益都是有利于全体股东的。另外，小股东也知道在多数决情况下，他们的行为对公司很难产生影响，对公司的管理来说只是“噪音”，没有实际意义。⁴

在股东集团内部，监督实际上是与剩余索取权相对应的义务，所有的股东都有逃避“监督”这种义务的倾向。对于公司股东，由于监督是公共品，在没有政府干预的情况下，愿意提供监督的人一定是监督收益的最大获得者。大股东和小股东在股东内部集团形成二个不同的利益亚集团：它们股票份额的性质不同，二者面临的风险不一样，对“监督”的需求量也就不同，即二个亚集团面临的需求曲线不一样。大股东在公司中所占的股票份额大，面临的风险也相应更大些，监督的结果对大股东资本收入的影响远远大于小股东，由于监督缺位而遭受的损失也最大，出现资本“锁定效应”(Lock-in effect)，所以，大股东对监督有更高的需求。如图 1 所示



¹ 这种划分主要针对上市公司。

² 股东对公司的监督所耗费的成本是高昂的。作为委托人的股东只能观察到代理人行为的结果(如股票市场上的价格的涨跌)，而不能直接观察到其行为本身(代理人行为是隐藏的)。对经营中代理人的机会主义行为的监督是需要对各种信号的甄别、判断的。此外，即便是参加股东大会行使一下表决权，除支付交通费、食宿等相关费用外，还有花费大量的时间，这些都是监督成本。

³ 如果某个集团中的个人能分享某种共同的利益，那么增加这种共同利益就自动地有利于集团中的每个人，而不论他是否承担了为增加这种共同利益的集体行动而发生的任何代价。而且，个人行动不可能决定他所在的集团或阶级的得失成败，这就限定了个人(有理性的或有自我利益的)将不会为了参与任何集团或阶级而采取的集体行动(Olson 1980)。

⁴ 《中国证券报》的调查显示，小股东不参加股东大会的原因是：股东大会不能真正反映中小股东的意愿，去参加这样一个不能反映自己意愿的会议毫无意义；第二，时间和费用。61%的人认为股东大会只反映了大股东的意愿，因此，对于上市公司来说，股东大会是上市公司必须经过的一种法律形式，而对中小股东来说，就是走走过场而已，只有 2%的人认为股东大会能够真正体现广大股东的意愿(一心，1999)。

图 1 中, q 表示监督数量, D_L 和 D_S 分别表示大、小股东对监督的需求曲线, C' 表示监督的边际成本(这里假设监督的供应是竞争性的)。当大股东获得 q 个单位的“监督”时, 小股东也自动地获得同样数量的“监督”, 小股东自然没有动力去监督。

假设大股东的收益为 π_L , 小股东的收益设为 π_S , 只有当 $\pi_L > \pi_S$ 时, 大股东才有可能提供“监督”。但是, 正如其他私人提供的公共品一样, 由大股东提供的“监督”达到的均衡也不是帕累托最优, 如图 2 所示, 它低于“监督”的最优供应量。

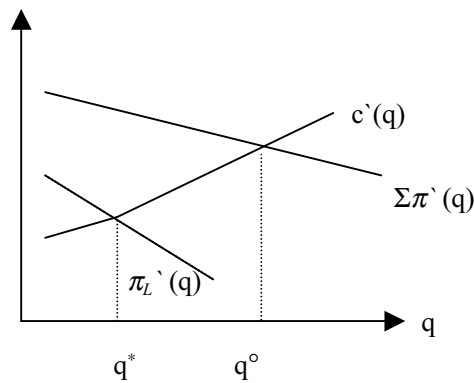


图 2

图 2 中, $c'(q)$ 表示监督的边际成本, π' 表示监督的边际收益, q^* 表示由大股东提供“监督”的数量, q° 表示所有股东都提供“监督”时的数量。可见, 由于小股东搭便车, 帕累托最优的市场均衡是不存在的。只有大股东持有的份额越大, “企业内部监督”的供应越接近帕累托最优。⁵

我们可以根据以上的分析, 写出大小股东收益的函数。大小股东分别用“L”和“S”来表示。假设大股东持有的股份为 α , 小股东持有的股份为 $1-\alpha$, $\alpha \in [0,1]$; 监督的供应量为 Q , Q 与股票份额相关, 所以有 $Q(\alpha)$; 监督成本为 C , C 是监督供应量 Q 和股份 α 的函数, $C(Q(\alpha), \alpha)$ 。其中: $\forall \alpha$, 有 $C(0, \alpha) = 0$ 。由于监督成本随监督的供应量而增加, 假设 C 是连续的、可微的, $\partial C(Q(\alpha), \alpha) / \partial Q > 0$ 。在监督量为 Q 时的每股资本的期望收益是 r , $r(Q) = r(0)$, 即表示提供监督的大股东与没有承担监督的小股东获得的每股资本收益是相等的。大股东和小股东的收益函数分别表示为:

$$\begin{aligned} \pi_L &= \alpha r(Q) - C(Q, \alpha); \\ \pi_S &= (1-\alpha)r(Q) - C(Q, 1-\alpha) \\ &= (1-\alpha)r(0) - C(0, 1-\alpha) \\ &= (1-\alpha)r(0) \end{aligned}$$

承担监督成本的大股东的收益至少不应比“搭便车”的小股东的收益少, 因此有:

$$\begin{aligned} \pi_L &\geq \pi_S, \text{ 即 } \alpha r - C \geq (1-\alpha)r \\ \text{则: } \alpha &\geq (2r + c) / 2r \end{aligned} \tag{1}$$

$\alpha = (r + c) / 2r$, 即为大股东是否提供监督的临界股份份额。如果 $\alpha < (2r + c) / 2r$, 则表明资本“锁定效应”对“企业内部监督”激励不足。

⁵ 有些分析认为当我国上市公司股权中法人股的份额增加有助于公司治理结构。当大股东持有的份额越大时, 投资人对经营者的监督更多体现为“企业内部监督”, 反之, 更多体现为“市场监督”。在现实中, 我们也可以看到与美国相比, 日本、德国的股权相对集中, 代理人“机会主义”行为的控制主要依赖于“企业内部监督”, 而在美国“市场监督”的作用更大。当大股东持有所有的股票时, “搭便车”问题就不存在了, 但从风险的角度来看这是无效的。因为, 以风险分担为目的的最优配置是大股东所拥有的股份与他风险的忍受程度相匹配的, 股票分散的同时也分散了风险, 大股东增加持有的股份, 相应地也就增加了风险。大股东增加的股份份额不仅要足够补偿其承担的风险, 而且还要补偿其持有股票不抛售的机会成本。

作为二个不同的利益集团，大小股东的行为是互动的。当大股东与小股东的利益产生冲突时，小股东的利益常常受损。这是由于大股东人数少而集中，容易进行有选择的激励，讨价还价的成本低，更容易组织起来，通过自愿合作，达成一致行动。小股东人数多而分散，讨价还价和组织起来的成本高，难以达成一致行动。这就是奥尔森所谓的“小的牵着大的走”。在整个过程中，大股东握有主动权，总是策略的，小股东和大股东的关系更象“人为刀俎，我为鱼肉”。大股东有激励与董事会、经营者集体合谋，对小股东剥削⁶，寻求租金。对小股东权宜保护不完备的法制制度为这种行为创造了条件。假设 ξ 为大股东对小股东剥削的租金。大股东和小股东的收益函数分别变为：

$$\begin{aligned} \pi_L &= \alpha(r - \xi) - c ; \\ \pi_s &= (1 - \alpha)(r - \xi) \end{aligned}$$

因为 $\pi_L \geq \pi_s$ 所以有 $\alpha \geq (c + r - \xi) / 2(r - \xi)$ (2)

(2) < (1)，这表明如果能从监督中获得额外的租金，大股东提供监督的临界股份份额降低。

三、 资本市场环境中的大股东监督与小股东行为

如果考虑到未来的资本市场，大股东获得的收益更大。尽管大股东比小股东更有“耐心”持有股份(时间的贴现因子更大)，但总有一天会出售。市场上股票交易的背后，实际是信息的买卖。股东掌握的信息越充分，市场的流动性越大，其中获得的利润越大。因为，掌握信息的大股东在与“无知”⁷投资者交易时，存在未来收益贴现的“逆向选择”。大股东在股票交易的最后时期，除资本收益以外，还可以从信息买卖中获得补偿。

设 θ 为大股东从监督中获得的私人信息期望收益，在考虑流动性的情况下， θ 是监督量 Q 和流动性 L 的函数。流动性 L 的大小由 α 决定， L 与 α 成反方向变化， α 越高， L 就越小⁸，所以有 $\theta(Q, L(\alpha))$ ；当 $\theta(0, L) = 0$ 时，表示没有监督就没有私人信息收益。大股东参与监督的程度越高，获得的私人信息收益越多⁹；市场流动性越大，大股东私人信息收益越多，

假设 θ 是连续的、可微的， $\partial\theta / \partial Q > 0$ ， $\partial^2\theta / \partial^2 Q < 0$ ， $\partial\theta / \partial L > 0$ ， $\partial^2\theta / \partial^2 L < 0$ 。假设大股东在第 n 期出售股票，图3是时间线。

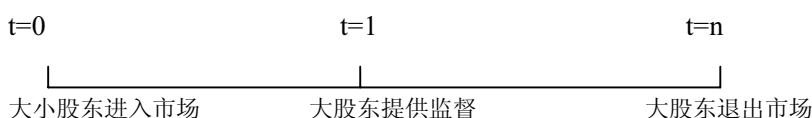


图3

当期，即 t=1 时，大股东的利益函数为：

$$\pi_L = \alpha r(Q) + \delta^n \theta(Q, L(\alpha)) - C(Q, \alpha)$$

因为 $\pi_L \geq \pi_s$ ，则有： $\alpha \geq (r + c - \delta^n \theta) / 2r$ (3)

⁶ 1999年中国证券监督管理委员会查处的凌光实业、活力28、蓝天股份以及我国证券市场上典型的原野公司、琼民源、红光实业案件等都是大股东侵占小股东利益的事例。

⁷ “无知”在这里指不具备信息或信息量比大股东少的投资者。对企业监督的大股东掌握的信息量至少应该不比投机者的信息量少。

⁸ 影响流动性的因素L很多，除了大股东持股的大小，还有企业的规模、交易成本(各种税和管理费)以及市场的法规和制度。

⁹ 按照法律规定，禁止投资者利用内部信息进行内部交易获得收益。但是执法不严的环境中，内部交易的机会很多，可能性也很大。

$\delta^n \theta > 0$, 所以 (3) < (1)。这说明市场“流动性效应”在一定程度上可以弥补资本“锁定效应”对股东监督激励的不足, 因为提供监督的大股东所持有股份份额的临界值降低。

如果存在侵占, $\pi_L = \alpha (r - \xi) + \delta^n \theta - C$, $\alpha \geq (r + c - \delta^n \theta - \xi) / 2 (r - \xi)$, 监督股份份额的临界值进一步降低。

四、大小股东行为的博弈分析

根据以上分析, 我们可以构造大小股东的博弈模型。为分析的简明, 只考虑当期股票市场的情况, 见图 5,

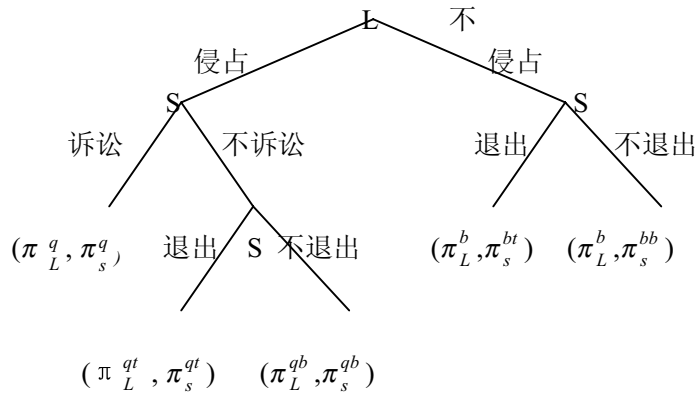


图 4

大股东行为主动, 其战略为(侵占, 不侵占)。小股东行为战略为(诉讼 | 侵占), (不诉讼, 退出 | 侵占), (不诉讼, 不退出 | 侵占); (诉讼 | 不侵占), (退出 | 不侵占), (不退出 | 不侵占)。

当大股东选择侵占, 小股东实施(诉讼 | 侵占)战略时, 大股东和小股东的支付分别为:

$$\pi_L^q (\text{诉讼} | \text{侵占}) = (1 - \lambda)[\alpha (r - \xi) + \xi - c - C_f] + \lambda [\alpha (r - \xi) + \xi - c - C_f - \rho]$$

$$\pi_S^q (\text{诉讼} | \text{侵占}) = (1 - \lambda)[(1 - \alpha)(r - \xi) - C_s] + \lambda [(1 - \alpha)(r - \xi) - C_s + \rho]$$

其中, λ 为小股东胜诉的概率, ρ 为大股东败诉后对小股东的赔偿, C_s 为小股东的诉讼成本, C_f 为大股东的应诉成本。¹⁰

当小股东实施(不诉讼, 退出 | 侵占)战略时:

$$\pi_L^{qt} (\text{不诉讼, 退出} | \text{侵占}) = \alpha (r - \xi) + \xi - c$$

$$\pi_S^{qt} (\text{不诉讼, 退出} | \text{侵占}) = P(1 - \alpha), (P \text{ 为当前的股票价格})$$

当小股东实施(不诉讼, 不退出 | 侵占)战略时:

¹⁰ 处于不同的法系的诉讼成本存在差异, 这主要与“举证责任”所在哪一方有关。大陆法系的举证责任在控方, 小股东由于对公司的内部信息的掌握程度有限, 举证较困难, C_s 较大。海洋法系是“举证责任倒置”, 由大股东提供应诉的证据, C_s 较小。

$$\pi_L^{qb} (\text{不诉讼, 不退出} \mid \text{侵占}) = \alpha(r - \xi) + \xi - c$$

$$\pi_s^{qb} (\text{不诉讼, 不退出} \mid \text{侵占}) = (1 - \alpha)(r - \xi)$$

无论小股东选择什么, 大股东只要选择不侵占,

$$\pi_L^b (\text{不侵占}) = \alpha r - c,$$

$$\pi_s^{bt} (\text{退出} \mid \text{不侵占}) = (1 - \alpha)r$$

$$\pi_s^{bb} (\text{不退出} \mid \text{不侵占}) = P(1 - \alpha)$$

这里存在 5 个纳什均衡, 每个均衡适用于不同的参数域, 假定 α, r, ξ, C_f, C_s 给定, 见图 6,

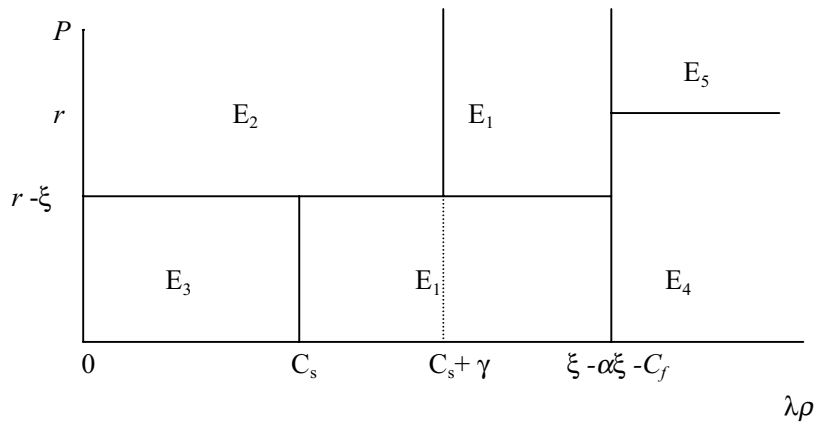


图 5

当 $\pi_L^q (\text{诉讼} \mid \text{侵占}) > \pi_L^b (\text{不侵占})$ 时, 即 $\lambda\rho < \xi - \alpha\xi - C_f$ 时, 大股东将选择侵占。其中, $\lambda\rho$ 为小股东获得的期望赔偿, $\xi - \alpha\xi$ 为大股东侵占的纯收益。因为不侵占情况下, 大股东的红利收益为 αr ; 在侵占情况下, 公司的红利收益为 $\alpha(r - \xi)$, 大股东再额外获得 ξ 。均衡的达成取决于小股东的最优反应。当 $\pi_s^q (\text{诉讼} \mid \text{侵占}) > \text{Max}\{\pi_s^{qt} (\text{不诉讼, 退出} \mid \text{侵占}), \pi_s^{qb} (\text{不诉讼, 不退出} \mid \text{侵占})\}$ 时, 即 $\lambda\rho > \text{Max}(C_s + \gamma, C_s)$, 其中 γ 为小股东出售股票的机会收益, $\gamma = (1 - \alpha)[P - (r - \xi)]$, 这时的均衡是 E_1 (诉讼 | 侵占)。反之, 当 $P > r - \xi$, 即当期的股票价格大于公司红利时, 小股东选择退出, 有均衡 E_2 (侵占, 退出)。当 $P < r - \xi$ 时, 有均衡 E_3 (侵占, 不退出)。当 $\lambda\rho > \xi - \alpha\xi - C_f$, 大股东的占优战略是不侵占。均衡的形成同样依赖于小股东的策动, 当 $P > r$ 时, 有均衡 E_4 (不侵占, 退出), 反之有均衡 E_5 (不侵占, 不退出), 每个均衡都是稳定的。

可见, $\lambda\rho$ 影响股东的战略空间和支付。当 $\lambda\rho$ 大到一定程度, 小股东对大股东的侵占行为将诉诸于法律。当 $\lambda\rho$ 更大时, 对大股东的侵占行为存在遏制作用。因为在这种情况下, 大股东如果选择侵占, 小股东的最优选择选择是诉讼。这种情况下, 大股东的期望支付将小于不侵占情况下的支付, 预期到这一点, 大股东在一开始的理性选择将是不侵占。

$\lambda\rho$ 是一个制度变量, $\lambda\rho$ 的大小由股东所处的法制环境决定。法制环境不仅指相关法律体系的完善程度, 还包括法律执行的完美程度¹¹。一个对小股东利益保护越完备的法律

¹¹ 法律执行的完美程度由法律主体对法律仲裁的判决结果的影响程度来衡量, 如果法律主体能影响判决结果则说法律的执行是不完美的。

制度， $\lambda\rho$ 越大，小股东所受的侵害越小。因为 $\lambda\rho$ 与 ξ 成反比例变化， $\lambda\rho$ 越大 ξ 越小¹²。

五、 结论

通过以上分析，我们可以得到如下结论：

- 1.小股东倾向于“搭便车”，在股权集中度很高的情况下，股东代表大会将流于形式。
- 2.当大股东不甘心让小股东免费搭便车而利用监管公司的机会侵占小股东权益时，小股东往往并没有因为“搭便车”获得额外的利益，反而使自己利益受到侵害。
- 3.当小股东通过市场能够获得的期望资本利得时，大股东的侵占是可以忍受的。
- 4.当小股东不能忍受大股东的侵占时，小股东将诉诸法律获得补偿。
- 5.如果小股东无法通过法律补偿或资本补偿，小股东只能退出市场。其结果是股权越来越集中，最后可能影响股票市场的流动性。

小股东的利益得不到有效保护将影响到资本市场的有效性，进而影响公司治理结构的有效性。在对公司治理结构中“搭便车”问题找不到最优解的情况下，只能寻求次优解，以最大限度地保护小股东的权益。如规范公司的财务信息披露制度，提高公司财务业务资讯质量，完善表决权代理制度等。另外，可以建立监督中介机构，由股东选择，但由公司支付费用，这样实际是所有的股东为这项服务付费。在美国全国有 10 到 20 个这样的监督中介机构提供监督服务，监督中介机构之间存在竞争¹³。这些方法只能被动地、部分地解决问题，提高股东的参与度才是解决“搭便车”问题的根本，而股东对公司的参与受公司治理结构的民主性以及从全社会法的意识和法文化派生出的权利意识的影响。对中国的制度设计者和研究者而言，为了维护广大股东投资的积极性，为了促进金融市场的建设和股份制走向成熟，如何保护股东间的实质性平等以及保护小股东的合法权益，是一个值得去思考的真问题。

参考文献：

- Jensen, Michael C. and William H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-60.
- Holmstrom, Bergt and Jean Tirole 1994 “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, 101(4), August, 678-709.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny 1986 “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economics*, 94(3), 461-88
- Grossman, Sanford J., and Hart Oliver D., 1980; “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporate”. *Bell J. Econ.* 11 (Spring 1980): 42-64
- Olson, Mancur, 1965, *The Logic of Collective Action*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Latham, Mark , 1998 “Corporate monitoring: new shareholder power tool”, *Financial Analysts Journal*, Sept. 9-15.
- 一心, 1999, «读者调查综述:权利在你手中», «中国证券报», 6月26日第9版

¹² $\text{Max } \pi_L^q$ (诉讼 | 侵占) = $(1-\lambda)[\alpha(r-\xi)+\xi-c-C_f]+\lambda[\alpha(r-\xi)+\xi-c-C_f-\rho]$, 由隐函数定理, 得 $\partial\xi/\partial\lambda = -\rho/(1-\alpha) < 0$, $\partial\xi/\partial\rho = -1/(1-\alpha) < 0$.

我国对小股东利益保护各种法规还待完备, 公司法虽然规定股东有权提出诉讼, 但不能提出赔偿, 所以小股东的期望赔偿 $\lambda\rho$ 实际为 0, 大小股东博弈的纳什均衡解是(不诉讼 | 侵占), 即图中的 E2 和 E3 区域。

¹³ 请参见 Latham, Mark , 1998 “Corporate monitoring: new shareholder power tool”, *Financial Analysts Journal*, Sept. 9-15.

通信地址:

北京 清华大学

中国经济研究中心

电话: 86-10-62789695 传真: 86-10-62789697

邮编: 100084

网址: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn

Adress:

National Center for Economic Research

Tsinghua University

Beijing 100084

China

Tel: 86-10-62789695 Fax: 86-10-62789697

Web site: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn