



• 经济管理学术文库 •

刘建民 著

上市公司非公平关联 交易研究

A Study on Unfair Related-Party Transactions
of Chinese Listed Companies



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

西南政法大学校级资助项目 (2007—XZRCXM015)

上市公司非公平关联 交易研究

A Study on Unfair Related-Party Transactions
of Chinese Listed Companies

刘建民 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司非公平关联交易研究/刘建民著. —北京:
经济管理出版社, 2008.11

ISBN 978-7-5096-0399-4

I. 上… II. 刘… III. 上市公司—经济关系—研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 154610 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京亨利达印刷有限公司

经销: 新华书店

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 申桂萍 孙 宇

技术编辑: 黄 铎

责任校对: 陈 颖

720mm×1000mm/16

15 印张

242 千字

2008 年 11 月第 1 版

2008 年 11 月第 1 次印刷

定价: 38.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-0399-4/F·388

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

近几年来，国内外证券市场上爆发的一系列重大财务舞弊案件，或多或少地涉及上市公司非公平关联交易问题。这些上市公司的舞弊行为目的不同、手段各异，而非公平关联交易行为是上市公司财务舞弊采用的一种方式之一。其中，美国安然公司利用非公平关联交易的财务舞弊事件——安然事件，其影响甚比当年的“9·11”事件，被称为美国的经济“9·11”事件。安然事件财务丑闻导致公司破产，以资产总额 498 亿美元创下了美国历史上最大宗的公司破产案纪录，同时给投资者造成的直接财富损失就达 1000 亿美元，再一次引起了全世界的注意。在我国，上市公司财务舞弊也是屡见不鲜，琼民源、银广夏、科龙电器等上市公司滥用关联交易进行财务造假接踵而至，给我国资本市场与社会经济造成严重危害。首先，上市公司通过非公平的关联交易操纵利润、粉饰财务报表、误导信息使用者。其次，非正常定价的关联交易将可能损害债权人和中小企业的利益。此外，关联交易可能造成国家税收收入损失。因此，对于上市公司非公平关联交易的研究，引发了理论界、实务界、法律界以及管理层对证券市场上市公司的发行、信息披露、会计准则、法律规范和监管体制是否存在制度性缺陷的广泛讨论与深入研究，由此加快了我国股权分置改革的顺利实施，重构了我国证券市场上市公司治理机制模式。本书就是在此背景下展开的对证券市场上市公司非公平关联交易的研究。

众所周知，在我国，伴随着证券市场的发展而出现关联关系及关联交易。由于我国市场体制还不完善，上市公司治理结构存在着先天不足，上市公司非公平关联交易是伴随着我国证券市场发展的必然产物，对其形成机理进行深入探讨是对非公平关联交易研究的理论基础，为使这种研究有一个合理的参照基准，就有必要对非公平关联交易的相关文献进行回顾。因此，本书研究的基本思路大致如下：首先，通过分析和界定上市公司非



公平关联交易与有关的重要概念,以此作为整个研究的起点,并展开必要的文献综述,作为本书研究的理论基础与前沿;其次,着重研究非公平关联交易产生的背景和原因,主要从股权结构失衡、再融资制度、会计信息披露不透明和监管处罚不力等方面展开,并通过近年来大量的关联交易进行了描述性的统计归类分析;再次,为了使理论有科学的数据分析作为支撑,需要应用计量经济学理论,建立计量模型,对于理论探讨中的有关问题进行经验检验,着重于非公平关联交易的识别;又次,从非公平关联交易的经济后果出发,应用计量模型,着重研究公司治理机制对非公平关联交易的影响;此外,结合我国独立董事制度,应用实证分析方法研究独立董事制度对非公平关联交易的抑制作用;最后,从公司治理机制角度出发,提出了有关的政策建议与措施。

具体而言,本书的核心内容如下:

对我国上市公司非公平关联交易产生的背景和原因的分析研究。我国上市公司非公平关联交易产生的制度根源是上市公司股权结构严重失衡。股权结构是公司治理结构的基础,它对于公司治理结构的控制权方式、运作方式乃至效率等都有重要影响。我国上市公司控制权结构具有向控股股东高度集中的特征。在大股东具有超强控制权的股权结构中,典型的公司治理问题表现为大股东和中小股东之间的利益冲突。大股东能够利用控制权为自己谋取私利,即超过他们所持股份的现金流权利的额外收益,而这一额外收益恰恰是大股东通过非公平关联交易途径对其他股东实施权益侵占所获得的。配股和增发是我国上市公司再融资的重要途径,上市公司通过盈余管理获得再融资资格。通过非公平关联交易进行盈余管理已经成为上市公司的首选方法。公司治理机制直接影响着信息披露的要求、内容和质量,同时信息披露又是公司治理的重要因素。在我国内部人控制的公司治理机制下,会计信息披露不透明。信息披露问题最为突出的是关联交易的信息披露。我国的证券监管部门对上市公司信息披露违规现象处罚力度不够,在一定程度上滋长了非公平关联交易行为的存在范围和空间。

对我国上市公司非公平关联交易识别模型的研究。我国大股东控制下的上市公司在法律监管滞后的市场环境下因利益驱动而缺乏自律,进行关联交易时,往往凭借内幕信息和控股关系,通过扭曲交易条件和非公平关联交易,向上市公司输送利润以谋求配股资格或摘除“ST”,将上市公司“隧道挖掘”利益作为控制权私人收益。判断一个关联交易是否属于非公



平关联交易，最主要的是考察该关联交易的过程中交易价格是否偏离了公平市场价格，如果偏离了公平市场价格则发生公司利益的输入或输出，从而均可能构成非公平关联交易。非公平关联交易可能直接影响到上市公司的净资产收益率，通过选取上市公司行业水平的数据，即行业所属全部公司的该项指标的算术平均值作为公平（正常）关联交易条件下的参考值，对净资产收益率和总资产收益率及相应的关联交易规模进行了调整，并得到了经行业水平调整后的净资产异常收益率（AROE）和总资产异常收益率（AROA）及对应的关联交易异常规模（ARPT）。这些对应的关联交易异常规模就是对非公平关联交易的度量，从而可以用来建立非公平关联交易识别模型。

对我国上市公司非公平关联交易影响因素的实证研究。我国绝大部分上市公司的股权集中在大股东手中，大股东有足够的权力控制上市公司，并通过影响上市公司的各种决策来为其谋取私利。因此，我国上市公司的主要代理问题不是管理者与外部股东之间的利益冲突，而是控股股东与小股东之间的利益冲突。现代公司内部治理机制为解决公司治理问题提供了三个有效的机制：决策机制、激励机制与监督机制。公司所有权结构决定公司内部决策机制，关联交易是公司决策机制下的经营行为。根据代理和契约理论，公司激励机制和监督机制可能影响关联交易的公平性，非公平关联交易可能直接或间接地影响公司的最终绩效。在控股股东型公司的治理机制下，大量非公平关联交易的存在往往是控股股东与其他中小股东之间利益冲突的必然结果。

对上市公司独立董事抑制非公平关联交易的实证研究。我国证券市场在十多年的发展过程中，虽然取得了很大的成绩，但也存在许多问题。这些问题或多或少地与非公平关联交易有关，严重伤害了广大中小投资者的利益，对利益各方产生了严重的经济后果。对于这些问题的一个主要解释就是我国上市公司的治理结构不完善、一股独大和监管不力，形成“内部人控制”。在这样的背景下，如何抑制“内部人控制”的消极现象，如何有效防范控股股东和经营管理人员滥用权力，引入独立董事被认为是完善公司治理机制的一剂良药。通过研究发现，上市公司独立董事可能抑制了关联交易不公平性和受操纵的程度，但很难抑制上市公司关联交易规模。独立董事对关联方占用和拖欠上市公司款项方面监督作用明显，对大股东的制衡作用也逐渐得到体现，总体上有利于提高公司的绩效。独立董事报



酬激励作用不显著。

对上市公司非公平关联交易典型案例的分析。自 2001 年以来,美国资本市场出现了一系列财务丑闻,我国证券市场的上市公司财务舞弊也是屡见不鲜。证券市场屡有财务丑闻曝光,引起全世界资本市场的巨大震动,并造成了非常恶劣的影响,不仅给投资者造成巨大损失,而且对于资源的合理配置和证券市场的发展具有很大的危害。从非公平关联交易角度分析财务舞弊事件个案,可以了解上市公司如何造假、资本市场存在哪些缺陷,对我国资本市场的完善和发展也有一定的借鉴作用,也可为我国上市公司管理层、监管层和投资者等提供一些有益的建议。

本书主要基于经济学的视角,借鉴公司治理理论等其他相关学科(主要是新制度经济学)的理论养分,在研究方法上,应用规范研究进行分析,通过建立计量经济模型进行实证研究,对上市公司非公平关联交易的产生、识别和影响因素进行了深入剖析,并通过上市公司经验数据进行实证检验,同时结合国内外典型的非公平关联交易案例分析探讨,从而得出具有针对性和科学性的研究结论。本书就我国证券市场上上市公司非公平关联交易进行的研究是探索性的、前瞻性的,所取得的研究成果仍然具有阶段性特征。我国证券市场自 2005 年 4 月 30 日实施股权分置改革以来,上市公司的股权结构发生了较大的变化,由此产生的公司治理机制也应该产生相应变化,今后对于上市公司非公平关联交易的研究任重而道远。因此,作者希冀于借本书出版之际,向各位专家同仁请教,以期引发对我国证券市场相关问题的深入研究和探讨。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究问题的提出及研究意义	1
一、研究问题的提出	1
二、研究的意义	3
第二节 分析角度和研究框架	5
一、本书的分析角度	5
二、本书的研究框架	7
第三节 本书的研究内容	8
第四节 相关概念的界定	10
一、关联交易和非公平关联交易	10
二、内部交易和内幕交易	17
三、内部人控制	19
四、控制权收益	20
五、“隧道挖掘”或掏空 (Tunneling)	21
第五节 本书的特色与创新	23
第二章 理论基础与文献综述	25
第一节 理论基础	25
一、企业契约理论	25
二、委托—代理理论	28
三、所有权理论	30



四、理论评述	31
第二节 国内外理论和实证研究综述	33
一、理论基础	33
二、理论模型	42
三、实证研究证据	56
第三节 国内外相关理论和实证研究评述	58
一、国外非公平关联交易研究的成就与不足	59
二、国内关联交易治理研究的成就与不足	60
本章小结	61
第三章 上市公司非公平关联交易产生的背景与原因	63
第一节 上市公司关联交易的制度背景	63
一、非公平关联交易产生的制度根源：上市公司股权结构失衡 ...	63
二、上市公司非公平关联交易的主要诱因：再融资制度	65
三、上市公司非公平关联交易的间接诱因：会计信息披露 不透明和监管处罚不力	66
第二节 我国上市公司关联交易概况	68
一、2002~2004 年上市公司分类关联交易汇总	69
二、2002~2004 年上市公司关联交易资金往来分类汇总	74
三、2002~2004 年关联交易分行业汇总	75
四、2002~2004 年上市公司关联交易总体分析	77
第三节 上市公司非公平关联交易产生的原因	79
一、非公平关联交易产生的根源：所有权制度	79
二、非公平关联交易产生的间接原因：信息不对称和监管不力 ...	80
本章小结	86
第四章 上市公司非公平关联交易识别模型	87
第一节 引言及相关文献回顾	87
一、引言	87
二、相关文献回顾	88
第二节 上市公司非公平关联交易的度量	89
一、非公平关联交易概念	89



二、非公平关联交易度量	90
第三节 上市公司非公平关联交易识别模型	91
一、研究假设	93
二、样本选择和变量说明	94
第四节 上市公司非公平关联交易的检验模型	97
一、研究假设	97
二、研究方法和模型选择	98
三、样本选择和变量说明	99
第五节 实证研究结果	101
一、关联交易描述性统计	101
二、非公平关联交易的识别和市场检验结果	103
本章小结	106
第五章 上市公司非公平关联交易影响因素的实证分析	109
第一节 引言及相关文献回顾	109
一、引言	109
二、相关文献回顾	109
第二节 制度背景和所有权特征	112
一、制度背景	112
二、我国上市公司股权结构特征	112
第三节 研究设计	115
一、研究假设	115
二、研究变量	117
三、样本数据的选取	121
四、模型建立	122
第四节 实证统计结果分析	123
本章小结	128
第六章 独立董事抑制非公平关联交易的实证分析	131
第一节 引言及相关文献回顾	131
一、引言	131
二、相关文献回顾	132



第二节 研究设计	134
一、研究假设	134
二、研究变量	134
三、样本数据的选取	136
四、模型建立	137
第三节 实证结果与分析	138
一、描述性统计结果	138
二、回归统计结果分析	140
本章小结	143
第七章 上市公司非公平关联交易典型案例分析	145
第一节 美国安然事件案例分析	146
一、案例概况	146
二、安然公司舞弊手段、方法和原因	148
三、安然事件产生的后果和启示	162
第二节 我国科龙电器非公平关联交易案例分析	166
一、案例概况	168
二、科龙事件财务舞弊手段和原因	170
三、科龙事件的后果与启示	179
本章小结	185
第八章 上市公司非公平关联交易的规制措施	187
第一节 从公司治理层面规范关联交易	187
一、完善公司内部治理机制	187
二、强化上市公司的外部治理机制	194
第二节 从会计规范层面规范关联交易	196
一、会计规范在确认、计量方面的完善	197
二、会计规范在信息披露方面的完善	201
第三节 从证券法层面规制关联交易	204
一、应调整和协调各项法规的定位与职能	205
二、《证券法》应明确关联交易、关联人概念	206
三、《证券法》在上市审查中应增加对关联交易的审查	206



四、尽早实现国有股、法人股的全流通	207
第四节 从公司法层面规制关联交易	208
一、引进揭开面纱原则和深石原则，保护债权人利益	209
二、规定控股股东的民事赔偿义务和补偿责任	209
三、建立小股东代位诉讼制度，保护中小股东利益	210
第五节 非公平关联交易的刑法规制	211
本章小结	212
第九章 研究结论和政策建议	215
一、本书研究结论	215
二、政策建议	217
参考文献	221
后记	231

第一章 绪 论

第一节 研究问题的提出及研究意义

一、研究问题的提出

众所周知,在我国,伴随着证券市场的发展而出现关联关系及关联交易。它与初步发展的中国资本市场和以股份制改造为核心的企业改制存在着天然的联系,这种上市方式势必使上市公司对母公司产生强烈的依赖关系,于是关联交易大量出现。但十多年以来,由于我国市场体制还不完善,上市公司治理结构存在不足,对关联交易的规范还未形成体系,以致上市公司利用不公平关联交易进行利润操纵、攫取利益的现象愈演愈烈,上市公司的不公平关联交易相当普遍且金额巨大,使不公平关联交易的负面影响日益显现。这些不公平关联交易并不是对所有的利益相关者都有利,许多证据表明,控股股东通过不公平关联交易操纵利润,严重侵害了中小股东利益,扭曲了资本市场资源配置的功能,上市公司的不公平关联交易引起了人们的高度重视。在此情况下,本书从公司治理机制角度对上市公司不公平关联交易的影响因素进行研究。

我国原来大部分企业由于体制的非市场化,除了作为纯粹的生产经营者外,还承担着庞大而深重的社会服务功能。在进行企业改制上市时,传统的企业整体上市方式因资产收益率过低而难以达成,同时又受到新股发行额度的限制,使得大多数公司上市选择了“主体上市,原企业改造为母公司”的上市模式,其特征是母公司——集团公司成为上市公司的控股股



东，集团公司总资产中的一部分“剥离”出来，模拟其营业收入和费用，虚拟出一个新的会计实体——股份公司，使得上市公司与生俱来地和以集团公司为主的各关联公司之间不可避免地存在着千丝万缕的关联关系。

从近几年的年报来看，上市公司关联交易十分频繁，近八成上市公司与关联方之间都存在密切的购销、资金往来、担保和抵押等多方面的关联交易事项。关联交易产生的利润（亏损）对上市公司业绩的贡献显著。目前，关联方及关联交易已成为影响上市公司财务状况和经营成果的一个不可忽视的非常重要的因素；利用关联交易粉饰会计报表、调节盈余已成为上市公司乐此不疲的“游戏”。在某种程度上，“关联方交易”是上市公司造假的代名词。因此，在我国上市公司的实务中，非公平关联交易大量存在，对市场各方的利益关系有着重大影响，主要的危害有以下几个方面：第一，严重损害了证券市场的“公开、公平、公正”的市场原则，不利于证券市场的健康发展。上市公司与关联方相互持股，形成了一系列法人相互渗透、依赖的网络和共同利益，结果往往导致资本抵消、造成虚假资本、股份垄断和经营缺乏透明度等缺陷，而关联方通常利用其获得有关上市公司经营信息的优势，在二级市场进行内幕交易、联手操纵，严重影响了公平交易原则，扰乱了正常市场秩序。第二，削弱了上市公司参与市场竞争的能力。在非公平关联交易中，上市公司过分倚重关联方，如其原材料采购和产品销售主要与关联方发生，则经营自主权会受到限制；上市公司向关联方提供担保和贷款、注入资金，会大大增加上市公司负债带来的财务风险；上市公司与关联方之间债权债务关系严重不对等，关联方过度占用上市公司资金，会给上市公司带来资金周转不畅、盈利能力下降的恶果，使得上市公司的市场竞争能力遭到严重削弱。第三，损害了国家及中小股东的利益。由于我国的上市公司有许多是国有企业通过改制而来的，目前国有资产管理体制尚未理顺，上市公司国有股权代表自身利益和国家利益并非完全一致，在进行不当关联交易时，有的代表国家的控股公司将资产转让给上市公司时，出现购买价格大大低于净资产的状况，少数股东成为受益人，国家权益受到侵害；有的上市公司在同国有控股股东置换资产时，以劣当优，以次充好，使国有资产通过不同渠道流失。上市公司重大的关联交易方案，通常由董事会决定，而董事会实际上只是由几个大股东操纵、控制，而中小股东只能被动接受。控股股东为了追求自身利益或谋求小集团利益，违反国家法律、法规，对有损于中小股东的重大关联交



易不予披露或作虚假披露,故意掩盖事实真相,利用关联交易或内幕信息在证券市场中兴风作浪,使中小股东的利益受到损害。第四,造成了国家税收流失。由于目前上市公司与关联方所执行的税率有所差异,必然存在利润从高税率企业向低税率企业的转移,使国家应得税收受到损失,且上市公司与关联方之间常转让资产,对相应增值部分往往采取各种手段逃避资本增值税。

由此可知,在我国非公平关联交易广泛存在于上市公司的经营活动之中,其负面影响已不容忽视。因此,非公平关联交易就成为当前政府监管部门和业内外人士十分关注的焦点问题。由于我国正处在经济转轨过程中,我国证券市场有其独特的背景,如上市公司股权结构独特、公司治理结构不完善、法律法规保护环境薄弱等,因此,不能简单地照搬国外的研究方法,而是应该根据我国的实际情况作出系统性分析。那么,我国非公平关联交易的主要影响因素有哪些?影响机理和影响程度如何?在我国特殊的资本市场制度背景下,本书将从理论和实证两方面分析上市公司非公平关联交易的影响因素,为规范我国上市公司关联交易提供一些建议,为促进我国证券市场的健康发展,同时为提高投资者对上市公司非公平关联交易的识别做出一些探索。

二、研究的意义

(一) 理论意义

非公平关联交易问题是一个看似简单,实为复杂艰深的问题。其缘由是影响它的因素众多,且很难简单地对这些因素进行定量分析。关联交易具有两面性:一方面,它有利于企业集团充分利用内部的市场资源,降低交易成本,提高整个集团的资本运营能力和上市公司的营运效率,也可以帮助实现规模经济、多元化经营、进入新的行业领域及获取专项资产等;另一方面,与非关联交易完全不同的是,由于交易价格由双方协商确定,关联交易为规避税负、转移利润、取得公司控制权、形成市场垄断、分散或承担投资风险,提供了市场外衣下的合法途径,尤其是上市公司利用非公平关联交易操纵报表,严重损害了投资者和债权人利益。从社会经济发展中形成证券交易市场之始,关联交易信息就是上市公司的债权人、投资者及政府监管部门等利益相关者从事投资决策和监管的重要依据。由于国



外监管制度和会计法规相对完善,国外学者对关联交易的研究相对较少。自2001年12月2日,美国《财富》500强排名第七位的安然(Enron)公司宣布破产,美国学者展开了大量的研究,对安然公司的非公平和虚假的关联交易进行了深入研究,取得了一些研究成果。近年来,我国学术界也对其进行了较多探索和研究。纵观国内外研究成果,虽然西方的研究成果理论价值很高,但是,由于中西方国家在政治、经济、法律环境以及文化背景方面存在很大差异,所以,西方的研究成果在我国资本市场中应用价值不大。

国内大部分学者主要以经济学为基础,借助具体的会计理论和有关法规集中于采取规范分析法进行非公平关联交易问题研究,同时也有部分学者采用实证方法对其进行研究。总体而言,国内研究成果尚未形成系统的理论体系。本书选择上市公司非公平关联交易的影响因素作为研究主题,主要运用契约理论、委托—代理理论、所有权理论等经济学理论,综合研究影响和制约非公平关联交易的各种主要因素,并在此基础上借助我国资本市场的经验数据进行实证分析,以期对我国非公平关联交易的真实状况及其影响因素做出全面、公允的解释和评价,并进一步为研究我国非公平关联交易这一难题探索新的研究路径和方法。

(二) 现实意义

近年来,证券市场爆发了大量上市公司从事非公平关联交易的信息及其他有损于投资者利益的违反法规行为,极大地损害了广大投资者和有关信息使用者的利益。虽然中国证监会对有关涉案主体做出了处罚,但投资者由于受部分上市公司非公平关联交易的财务信息误导,做出错误投资决策,蒙受了重大损失,同时也给上市公司发行新股或增资扩股带来很大的困难,使得有限的经济资源配置低效,在一定程度上对我国建立现代企业制度带来消极影响。因此,尽快规范我国上市公司关联交易行为,保证上市公司关联交易行为公开、公平和公正,给广大投资者提供有价值的投资决策信息,具有深远的社会意义和经济意义。本书在充分吸收借鉴国内外有价值的研究成果基础之上,通过规范研究和实证分析,评价我国上市公司非公平关联交易现状,并系统地研究影响和制约非公平关联交易的各种重要因素,为改进和规范我国上市公司关联交易行为提出政策性建议,对规范上市公司的管理,加强对关联交易的监管,保护我国中小投资者的合



法权益,提高资本市场的运作效率,维护证券市场的繁荣与稳定,促进证券市场的健康发展极具紧迫性和重要的现实意义。

第二节 分析角度和研究框架

一、本书的分析角度

对于上市公司非公平关联交易问题的研究,西方学者主要围绕以下几方面展开:一是利用掠夺程度间接地度量非公平关联交易(Bertrand, Mehta 和 Mullainathan, 2002; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny, (LLSV), 2000, 2002; Claessens, Djankov, Fan 和 Lan, 2002; Faccio, Lan 和 Young, 2001)^{[1]-[5]};二是非公平关联交易对公司价值的影响(Bae, Kang 和 Kim, 2002; Cheung 等, 2004)^{[6][7]};三是非公平关联交易与盈余管理(Healy 和 Wahlen, 1999; Ming Jian 和 T.J.Wong, 2003; Elizabeth A. Gordon 和 Elaine Henry, 2003)^{[8]-[10]};四是非公平关联交易与公司治理机制(Elizabeth A. Gordon 和 Elaine Henry, 2004)^[11]。

目前,西方学者对于前两个问题的研究已经比较充分,为后两个问题的研究提供了较好的基础。公司治理机制对非公平关联交易的影响研究成为当前非公平关联交易问题研究的主题,因此,研究非公平关联交易的影响因素是对以往研究非公平关联交易产生的掠夺和对公司价值影响等问题的延伸和补充。

在研究非公平关联交易影响因素方面,国外现有的文献重点着眼于从法律及公司治理机制因素考虑不同国家所有权结构和公司治理结构差异的根本原因。国外的研究表明,除美国和英国等少数几个国家外,世界上大部分国家的股权不是分散而是相当集中的(Claessens, Djankov, Fan 和 Lang, 2000; Faccio 和 Lang, 2002; La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer, 1999)^{[12]-[14]}。股权集中在少数大股东手中,导致控股股东通过非公平关联交易掠夺小股东(Shleifer 和 Vishny, 1997)^[15]。因为控股股东一旦控制了企业,常常利用企业的资源谋取私利,损害其他股东的利益。Claessens (2002) 等也认为,在大多数国家,控股股东掠夺小股东是非常重要的委