



“经济转型与管理创新”学术精品文库

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
GUQUAN XIEYI ZHUANRANG ZHONG DE DAGUDONG
SIREN SHOUYI YANJIU

中国上市公司

股权协议转让中的大股东私人收益研究

彭华伟 著



西南交通大学出版社
<http://press.swjtu.edu.cn>

本书出版获得以下课题的资助：

重庆市教委人文社会科学研究项目：

混合所有制下控制权市场大股东治理优化研究（项目编号14SKCC

教育部人文社科青年基金项目：

制度背景、机构特征与公司控制权私有收益——基于双重代理问题的研究（项目批准号13YJC630181）



“经济转型与管理创新”学术精品文库

中国上市公司

股权协议转让中的大股东私人收益研究

彭华伟 著

西南交通大学出版社
· 成 都 ·

图书在版编目 (C I P) 数据

中国上市公司股权协议转让中的大股东私人收益研究 /
彭华伟著. —成都: 西南交通大学出版社, 2014.6

(“经济转型与管理创新”学术精品文库)

ISBN 978-7-5643-3070-5

I. ①中… II. ①彭… III. ①上市公司—股权转让—
股东—收益—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 112690 号

“经济转型与管理创新”学术精品文库

中国上市公司股权协议转让中的

大股东私人收益研究

彭华伟 著

责任编辑	罗爱林
封面设计	墨创文化
出版发行	西南交通大学出版社 (四川省成都市金牛区交大路 146 号)
发行部电话	028-87600564 028-87600533
邮政编码	610031
网 址	http://press.swjtu.edu.cn
印 刷	成都蜀通印务有限责任公司
成品尺寸	148 mm × 210 mm
印 张	6.25
字 数	174 千字
版 次	2014 年 6 月第 1 版
印 次	2014 年 6 月第 1 次
书 号	ISBN 978-7-5643-3070-5
定 价	25.00 元

图书如有印装质量问题 本社负责退换

版权所有 盗版必究 举报电话: 028-87600562

序

在对中国上市公司进行长期研究的过程中，上市公司内部治理结构中的股东大会、董事会、监事会、经理层，这“三会一层”究竟是由什么因素在决定和支配着？在以产权为主线的研究中，我们发现任何一项战略的产生、通过、执行到最终公司绩效的形成，大股东都发挥着举足轻重的影响，大股东牢牢地控制着股东大会，在此基础上选举出董事、监事组成董事会和监事会，公司战略也最终交由大股东控制的经理层来具体执行，因此大股东在公司治理中起着基础性作用，是公司内部治理结构中最核心的决定性因素之一；而公司外部治理机制中的债权人、机构投资者、产品市场、经理人市场和控制权市场这一系列的外部因素，最核心的又是什么？发达国家的经验表明，建立在资本市场公平、公正、公开规则之下的控制权市场是解决委托代理问题的最后一道有效防线。经理层的糟糕业绩，会导致中小股东在资本市场上“用脚投票”，并购者会趁机大量并购公司股票，进而拿到控制权后改组原高管层，这种压力机制会迫使公司经理层努力工作，因此控制权市场是公司外部治理机制中最核心的因素之一。

最近的十八届三中全会也提出“在资源配置中市场要起决定性作用、大幅度减少政府对资源的直接配置、积极建设多层次资本市场”的论断，这与本书中提到的“尽快停止股权协议转让的控制权交易方式，更多依靠市场自发的并购机制，来建立有压力传导机制的中国控制权市场”，从出发点上两者是不谋而合的。在我看来，要建设好上市公司，就必须建立起优胜劣汰的职业经理人制度，才能更好发挥企业家的作用，控制权市场的建设就是

建立职业经理人制度的重中之重。然而，中国资本市场二十余年来也未能建立起有效的控制权市场，大股东治理存在的诸多问题，是控制权市场建设不成功之首因。股权分置改革后，一股独大的大股东完全控制“三会一层”的局面仍没有得到实质性改善，控制权市场的建设步伐也没有随着股权分置改革的完成而加快，改革控制权市场运行机制的紧迫性日益明显。可以预见，在很长一段时期内，大股东与控制权市场的相关研究和制度建设将是理论界与实务界探讨与关注的焦点。

华伟博士的研究很好地把公司治理的内外部关键因素结合起来，密切联系中国资本市场和上市公司的实际，深入剖析在全流通的新市场背景下，上市公司大股东与股权协议转让市场中存在的种种弊端，并提出自己的政策建议与解决方案。本书研究的亮点在于：在研究的空间上，建立起股票市场内外大股东私人收益的研究分析模型。有创新的把大股东股权转让的私人收益，从股票市场内外两个空间统筹起来考虑，通过实证研究，估算出同一股权的转让过程中，大股东可能获得的股票市场内外的私人收益总规模。对于研究上市公司大股东治理、资本市场发展的学者和实务界的相关人士，可以从此书得到一些有益的启示与借鉴。

华伟攻读博士期间，是我的学生，他来南开之前，本科和硕士毕业后已有数年政府机关和其他行业的工作经验，这从他的研究中，也能看出其善于密切联系实际的特点，甚为可贵。南开三年，他勤奋好学，克服困难，厚积薄发，终有所成。希望长期工作和学习的积累，有助其在新的工作岗位上，取得更多优异的成绩，相信，所有昨天的努力必将为明天的发展奠定良好的基础。

是为序。

薛有志

南开大学商学院副院长、教授、博士生导师

2014年5月1日 南开园

前 言

中国资本市场里程碑式的股权分置改革结束以后，在崭新的全流通市场下，本应迅速建立起有利于资源优化配置和公司价值发现的控制权市场，然而，在过去几年中，这样的控制权市场机制并未能有效建立起来。WIND 提供的数据显示：在 2008 年的控制权市场上，以旧股权协议转让方式进行交易的仍占当年股权交易方式的 55% 以上，可见股权协议转让仍是控制权市场上的主流交易方式。除去监管部门对大小非减持的制度安排限制，大股东无法在二级市场大规模减持股票，是否还有其他原因，使大股东热衷于股权协议转让？

在对控制权市场领域的最新研究成果进行梳理回顾的基础上，本书根据产权理论、代理理论、有效市场假设等基础理论，综合运用管理学、经济学、金融学、投资学等领域的知识。以股票二级市场内外来划分研究空间，并建立起相应的研究模型：大股东场外私人收益溢价模型、影响大股东私人收益的财务因素模型、股权结构因素模型以及场内内幕交易的超额累积收益模型。在建立研究模型的基础上，提出一系列相应的研究假设。

本书通过综合运用 OLS 回归法、非参数检验法以及事件分析法等多种计量方法，逐个检验了所提出的研究假设。研究发现：在股权协议转让的过程中，大股东同时利用股票市场外的协议溢价和股票市场内的内幕交易，能攫取到大约 35% 的控制权私利。对于影响大股东场外私人收益的主要影响因素——财务状况和股权结构，运用统计工具逐步分析了这两大影响因素对大股东私人收益的影响程度和方向。证实了大股东利用股权协议转让事件，

在场外获取到大约 25.06% 的私利；通过场内内幕交易，还可能获取大约 8.94% 的私利。

在逐层深入的研究中，本书得到如下重要结论：

研究结论一：股权协议转让成为目标公司大股东获取私人收益的重要途径之一，同时造成中小股东能享有的控制权共享收益不断萎缩，所以，股权协议转让的存在，使中小股东利益最终受损。

研究结论二：股权协议转让使并购方背负了沉重的财务负担，并购成本的高企正是并购公司并购失败率居高不下的原因之一。

研究结论三：财务绩效的优异，本应成为控制权共享收益的来源基础，但股权协议转让的存在，使其成为大股东获取私人收益的良好条件。因此要抑制大股东的私利，加强公司内部治理结构的建设是根本。

研究结论四：发生小额股权转让的公司，其大股东私利反而高于发生控制权转让的公司，这与小额股权转让不易受到大股东联合抵制有关。而国有公司的大股东，攫取到的私利远超民营企业大股东攫取到的私利，故应加大对国有企业的改制与并购力度。

研究结论五：股权转让比例越大，股权越是集中，股权制衡度越高，股权转让会越困难，转让股权的股东在公司内部需要付出的“说服成本”会很高，若最后成功把股权转让出去，会向新入大股东索要更高的溢价来弥补其“说服成本”。故优化股权结构，能有效抑制大股东的控制权私利。

研究结论六：大股东利用内幕信息优势，在股权交易公告日前，通过与机构投资者合谋，在股票二级市场上获得股价上涨的资本利得私人收益。越是良好的股权结构，公司内控越完善，就越能制约大股东利用内幕交易获取私利的行为。

本书的创新点在于：

(1) 在研究维度上,系统全面地实证分析了财务状况和股权结构两大因素对大股东私人收益的影响。大股东股权转让中私人收益的相关影响因素已有学者开始涉及,但还少有学者系统地从财务状况和股权结构两大维度,来全面分析股权协议转让过程中大股东私人收益问题。在大股东利用股权协议转让的内幕信息,获取场内私利的研究方面,已有的研究大多是定性的,实证研究很少见,本书利用事件分析法,对大股东内幕交易进行了实证分析。

(2) 在研究空间上,建立起股票市场内外大股东私人收益的研究分析模型。首次把大股东股权转让的私人收益,从股票市场内外两个空间综合起来考虑,通过实证研究,估算出同一股权的转让过程中,大股东可以获得的股票市场内外的私人收益总规模。

(3) 从股权协议转让的新视角回答了两个问题的成因:公司并购失败率高和中国控制权市场无效的成因。具体来看,并购失败率高的原因之一是股权协议转让使目标公司大股东获得很高的私人收益,使并购公司一开始就背上了较重的财务负担;二是股权协议转让的存在,是控制权市场的压力机制无法传导的原因之一。

著 者

2013 年 7 月

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 研究背景与研究意义	(1)
1.2 概念界定与研究目标	(13)
1.3 研究内容与逻辑框架	(23)
1.4 研究方法与研究创新	(26)
第 2 章 基础理论与文献回顾	(29)
2.1 研究大股东控制权私人收益所需的基础理论	(29)
2.2 与大股东侵占行为和控制权私利相关的文献回顾	(44)
2.3 与股权转让中大股东私利相关的文献回顾	(65)
第 3 章 研究模型的建立与研究假设的提出	(74)
3.1 研究模型的建立	(74)
3.2 影响股权协议转让溢价相关因素的研究假设	(82)
3.3 窗口期股价波动对大股东私人收益影响的研究假设	(95)
第 4 章 大股东场内外私人收益的影响因素实证分析	(99)
4.1 研究设计	(99)
4.2 样本总体的实证检验结果与分析	(111)

4.3 股权结构特征细分情况下的实证检验结果与分析	(125)
4.4 大股东场内私人收益的实证检验结果与分析	(140)
第5章 大股东私人收益的案例分析	(149)
5.1 科龙电器大股东场外私人收益分析	(150)
5.2 科龙电器大股东场内私人收益分析	(153)
5.3 大股东场内外私人收益研究假设的检验结果汇总	(159)
第6章 研究结论及未来展望	(162)
6.1 研究结论与政策建议	(162)
6.2 研究局限与未来展望	(172)
参考文献	(174)
后 记	(188)

第1章 导论

伴随着市场经济改革步伐的快速推进,波澜壮阔的中国资本市场也在二十年的风雨历练之后,逐渐成长起来。截至2009年年底,中国沪深股票市场总市值已达24.27万亿元人民币,成为仅次于美国的全球第二大市值的资本市场^①。上市公司作为国民经济的中坚力量和资本市场的基石,其发展一直备受关注。囿于中国政经体制所存在的深层次问题,上市公司大股东始终是公司治理研究的热点和难点,监管层、学者以及中小投资者均希望能建立起有效的外部控制权市场机制,从而遏制住大股东身上出现的一些长期被诟病的“公司治理的疑难杂症”。正是在这样的外部环境下,通过深入研究股权协议转让,来分析大股东在股票市场内外的私人收益水平及影响因素,明晰目前主流的股权协议转让方式其危害性所在,对于建立健全高效的控制权市场,无论是在理论和实践上都有着重大的意义。根据研究结果来优化上市公司股权结构,强化对股权转让过程中信息披露的监管,形成积极有效的控制权市场压力机制,将对上市公司治理产生积极影响,也使中小股东合法利益得到更好的保护。

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

1.1.1.1 大股东在公司治理中长期存在的问题正是股权分置改革的动因

中国的资本市场,从诞生的那一天开始,其肩负的历史使命就

^① 数据来源于新华社2010年1月28日电讯。

是帮助当时的国有企业扭亏脱困，同时建立起现代企业管理制度，所以中国整个资本市场的发展历程，不同于欧美任何一个国家，甚至在世界范围内也找不出相似的样板供我们完全参考借鉴。当数以千计的国有企业通过资本市场实现了“扭亏”和“改制”后，在畸形愿景下成长起来的中国资本市场，却几乎病入膏肓。进入 21 世纪，积重难返的股票市场，终于跌入长达四年的漫漫“熊途”。在各种救市方案均告失效的尴尬境地下，监管层才不得已开启了万众瞩目的股权分置改革大门。股权分置的病根就在于：中国的控制权市场上，大股东与中小股东之间始终没有在控制权共享收益上达成一致。

大股东在公司治理中长期存在的问题，一直都是困扰着资本市场健康发展的最主要问题之一，大股东自身存在的弊病是导致我国公司治理出现问题的重要原因（申尊焕，2009）^①。股权分置扭曲了资本市场自身正常的定价机制，资本运营缺乏市场化操作基础，制约着资本市场资源配置功能的有效发挥，公司股价也难以对大股东及管理层形成市场化的激励和约束，公司治理始终缺乏共同的利益基础（吴晓求，2006）^②。我国上市公司中的大股东与中小股东之间的严重代理问题，其主要表现方式之一就是大股东倾向于利用手中的控制权，通过隧道行为（tunnelling）从上市公司转移资源和利润，从而对中小股东造成侵占（李增泉等，2004）^③。

由于股权分置，大股东最初以低成本获得的大量股份都是非流通股，大股东因无法从股权的自由流通中获益，其利益关注点更多地放在资产净值的增减和自身综合收益最大化上；而中小股东大部分是通过股票二级市场购得的股份，其成本和风险都很高，中小股东的利益关注点在二级市场股价的波动上，这就在客观上形成了大

① 申尊焕. 中国上市公司大股东治理的理论和实证研究[M]. 北京：中国经济出版社，2009.

② 吴晓求. 关于当前我国金融改革和资本市场发展若干重要问题的看法[J]. 金融研究，2006，6：15-22.

③ 李增泉，杨春燕. 企业绩效、控制权转移与经理人员变更[J]. 经济研究，2005，1：95-105.

股东与流通股股东的“利益”分置。利益取向上的严重分歧，导致大股东控制下的上市公司行为扭曲，上市公司普遍存在着再融资饥渴症，控股大股东还通过非公允关联交易、占用上市公司资金以及违规担保等行为牟取不当得利，却很少去关心公司股价的表现，中小股东的投资利益长期遭受损害，“同股不同权、同股不同利、同股不同价”的怪异现象，在中国资本市场长期存在。此外，中国上市公司的股权结构呈现出的国有股“一股独大”与欧美国家的大股东控制还有着本质区别：在“经济人”假设前提下，国外的公司股权达到一定的集中度往往有益于增加公司价值，但由于我国的大股东相当部分是政府，其不是一个以利润最大化为追求目标的“经济人”，所以在实质上就存在着“所有者缺位”的问题，而且由于“廉价投票权”和“预算软约束”的存在，经理层的腐败行为只要没有达到触犯法律的程度，一般都不会受到大股东反对，这导致了我国大股东控制下的公司治理存在较高的代理成本。

只有解决了股权分置问题，为公司治理结构的完善提供共同利益基础，才能从根本上建立起中小股东利益保护机制，完善上市公司治理结构。我们正处在“后股权分置”这样一个大背景下，通过对股权协议转让的细致研究，能更加强烈地感受到进行股权分置改革的必要性。

1.1.1.2 大股东不断侵占中小股东利益是中国资本市场亟待解决的顽症

20世纪90年代以来，学者们一直试图揭示大股东与中小股东的利益冲突，这一冲突主要表现为大股东对中小股东利益的侵占。大股东凭借自己的投票权优势，控制着公司资产和投资，通过盈余管理和人为资产流失等方式侵占中小股东利益，这便构成了大股东侵占。大股东侵占中小股东利益的原因在于：

(1) 产权边界模糊导致委托代理关系不规范。我国上市公司的大股东大多是国有资产的代理人，由于国有产权本身的模糊性，当

委托人和代理人权利和义务不对等时,契约的履行就得不到有效保障,从而导致中小股东利益受损。国有上市公司的所有权在国家,而国家自身又是监督者,监督者既缺乏监督的激励又缺乏承担责任的压力,因而不可能在所有者与经营者之间真正建立起具有约束和激励机制的公司治理结构,这些都会产生大股东的侵占问题,使大股东与中小股东成为两个不同的利益主体。

(2) 大股东与中小股东目标函数不同。大股东控制权收益来源于控制权私利和控制权共享收益两个方面。若公司经营不佳,新的大股东进入后,通过加强管理,采用新的技术设备等手段提高了公司业绩,所有股东都可以按照持股比例获得新增收益,这种收益就是控制权共享收益,此外的部分就是控制权私利。控制权私利主要包括支付大股东在公司任职时过高的薪酬,以高于市场价格向公司出售资产,以低于市场利率向公司借款,不顾公司现金流紧张支付股利,发行股票稀释中小股东的股份价值等(Jenson等,1976^①; Holderness, 1999^②)。大股东的目标在于获得包括控制权私利在内的自身整体收益最大化,而中小股东却只能按持股比例的多少获得相应的收益,其收益目标只包括获得公司分红和买卖股票的价差,而不包括控制权带来的其他收益。可见,大小股东之间的目标函数是不同的。

(3) 信息不对称。大股东在公司中相对于中小股东而言属于有信息优势的一方,小股东由于持股比例较少,股少言轻,在公司治理中又存在“搭便车”的倾向,对公司的经营状况缺乏了解。在公司信息披露不足或者大股东故意隐瞒信息的情况下,小股东几乎无法获得有关公司战略决策等重大事件的真实信息,中小股东处于信息劣势。因此,两者之间就有可能发生利益冲突,这种利益冲突在

① Jenson M C, Mecking W H. The theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and ownership structure[J]. Journal of financial economics, 1976, 13: 305 - 360.

② Holderness C, Kroszner R D Sheehan. Were the Good Old Days that Good? Change Managerial Stock Ownership Since the Great Depression[J]. Journal of Finance, 1999, 54: 435 - 440.

本书中的表现就是：大股东利用信息优势，侵占中小股东利益，谋取控制权私人收益的内幕交易行为。

1.1.1.3 股权转让协议能全面反映各利益集团在控制权市场的综合博弈结果

在中国资本市场，无论是以前的审批制，还是现在的核准制，能获准直接上市的公司数量很少，尤其民营和中小企业直接上市的难度更大。上市直接融资平台的诱惑和上市带来的声誉，无论是出于实际经营的需要，还是“圈钱”的目的，企业的买壳动机都很强烈，这就为股权协议转让市场的存在，提供了客观的外部环境（马忠，2007）^①。邓淑芳（2004）^②发现，企业并购上市公司从而实现间接上市的主要目的大多是为获得一个融资平台，这也从侧面说明我国上市公司大股东攫取私利的动机很明显。

对于股权并购而言，上市资格至今仍是一种稀缺资源，通过股权协议转让，可以部分乃至绝对获得对上市公司的控制权。在对这种“壳资源”的博弈争夺中，市场中各利益集团从自身利益出发，争取股权转让收益的最大化。

（1）政府作为国有上市公司的大股东，经常会直接介入股权的转让过程。许多上市公司的重大资产重组，其背后都有政府“有形之手”的影子，因为政府部门通常全盘考虑一个地区的发展，上市公司往往被当作这个棋盘上的重要棋子来使用，而政府行政性的政绩目标与公司追求价值最大化的目标往往相悖。如在股权转移方式上，英美国家控制权转移以兼并和要约收购为主，股票的市场价格构成了并购时成交价格的基础，而我国主要采用无偿划拨或协议转让的方式。在股权转移的过程中，政府的意志在很大程度上决定着

① 马忠，金字塔结构下终极所有权与控制权研究[M]，大连：东北财经大学出版社，2007。

② 邓淑芳，上市公司并购问题案例研究——利益分配行为与方式[C]，中国第三届实证会计国际研讨会论文集，2004。

交易的成功。政府干预行为有时会对实现国有资产的保值增值,对国有经济的产业结构调整起到一定的促进作用。当然,在新的国有资产管理体制下,地方政府在股权转让中,也能获得较多政府收益,其转让国有资产的积极性自然很高(杨华,2005)^①。但更多的时候,政府是在为本地亏损企业,找一个重组求生的机会。政府这种社会管理的行政化职能与经营利益最大化之间很容易产生矛盾,这就难免会存在成本的“预算软约束”和亏损的“隐性担保”问题(胡汝银,傅浩等,2009)^②。著名经济学家斯蒂格列茨(Joseph E. Stiglitz, 1994)^③在其著作《社会主义向何处去——经济体制转型的理论 with 证据》一书中提到:很多国有公司在“预算软约束”下经营,由政府弥补其赤字,“预算软约束”给整个经济带来的后果是灾难性的,它就像一种极强的传染病。如果人们普遍相信国有公司后面有国家在支持并最终承担其债务,那么任何国有企业都能创造出“泡沫信用”。斯蒂格列茨认为,解决国有企业问题最有效、最简单的办法就是私有化,一旦其成为私营企业,它就没有权力再向国库要钱,必须自谋生路。

(2)就股权转让双方来说,上市公司大股东作为股权出让方,多数情况下是为获得更多的控制权私利而转让股权,损害中小股东利益的行为就难以避免。这些上已述及,不再赘言。对并购方而言,为获得这部分股权,给予了目标公司大股东相当高的私利溢价后,自然希望尽快收回成本,所以新入股东损害中小股东利益的行为,就可能继续发生。杨华(2005)^④认为,在股权协议转让的过程中,转让股权的目标公司大股东和高管层,并购方的大股东等利益主体之间往往会形成对立、折中和妥协,而中小股东常处于不利地位,其利益最容易受到侵占,所以各国并购法律都把保护中小股东

①④杨华. 公司治理的本土化研究[M]. 北京: 经济科学出版社, 2005.

② 胡汝银, 等. 中国公司治理报告(2009): 控制权市场与公司治理[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2009.

③ Joseph E Stiglitz. 社会主义向何处去——经济体制转型的理论 with 证据[M]. 周立群等, 译. 吉林: 吉林人民出版社, 1994.

的合法权益作为立法宗旨和基本出发点。

1.1.1.4 国内学者还没有对股权协议转让进行较全面的研究

国外学者对于控制权市场的研究,已经开展得很深入,基于大股东与经理层在控制权市场的利益获取,国外学者通过多种利益测量手段,从公司治理、财务管理、立法完善等角度,进行了实证研究和理论探讨,得到了大量富有成效的研究成果。国内学者在学习借鉴国外的成果后,也开始从公司和市场的各个层面关注中国的控制权市场现状,然而在笔者对国内研究文献进行了大量细致的梳理后发现,对于中国控制权市场的研究,目前存在着两个方面的误区:

(1) 国内大量学者把国外的计量模型套用在中国资本市场上,试图解释中国的控制权市场,从已有的研究结论看,结论与实践差距还很大。产生问题的原因在于:国内外市场完全不同质——国外建立控制权市场的目的之一是要通过市场的压力机制实现优胜劣汰,是一个尽量剔除劣等企业的机制;国内的控制权市场是一个保护国有资产的机制,是尽量避免那些竞争力不强的国有企业被市场无情剔除的缓冲机制。可以说,这完全是出发点相反的两种运行机制。所以,把成熟市场的模型套用在一个非成熟市场上,是造成国内关于控制权市场的研究结论与实践出入较大的根本原因。笔者认为,对国外控制权市场的研究成果只能部分借鉴,对中国控制权市场的研究一定要结合国情进行,否则研究出来的结论,会与实践相去甚远。

(2) 国内目前对控制权市场中股权协议转让的研究,最后的结论大多是建议改进股权协议转让的方式,加强立法等。但笔者在认真对比国内外控制权市场的效果后,呼吁要尽快停止股权协议转让,而不只是改善。中国国有上市公司中对企业家的竞争淘汰机制不能到位,控制权市场迟迟不能正常建立起来,导致国有企业的低效和浪费无法控制。正是因为有了股权协议转让这类缓冲器存在,大量的控制权私人收益,可以让大股东和既得利益者获益匪浅,最终损害的只是“股少言轻”的中小股东,而中小股东毕竟抗议之声