

# 关系嵌入对股东代理成本的影响

龚佳辉

吉首大学数学与统计学院, 湖南 吉首

收稿日期: 2026年5月11日; 录用日期: 2026年6月5日; 发布日期: 2026年6月11日

## 摘要

文章以2007~2012年度A股民营上市公司为样本, 探讨实际控制人与总经理之间的关系是否会影响股东的代理成本, 统计了民营上市公司实际控制人与总经理的关系嵌入形式, 并实证分析了关系嵌入强度对股东代理成本的影响。并统计发现实际控制人喜欢亲自掌握公司的控制权或者安排亲人、熟人来经营管理企业。熟人, 亲人管理公司经营的话跟自己实际控制的差不多, 也可以进行控制。实证结果表明随着实际控制人与总经理的关系嵌入强度递增, 股东代理成本就会递增。实证研究还表明, 民营上市企业公司治理机制没有发挥作用, 导致不能制约关系治理机制下大股东对中小股东的掠夺。在关系治理盛行的文化环境下, 加强法治信用和公民道德素质建设, 强化制度的约束, 才能彻底改变人治对法制的随意践踏, 促进公司的发展, 完善公司的治理。

## 关键词

关系嵌入, 股东代理成本, 公司治理

# The Impact of Relational Embeddedness on Shareholder Agency Costs

Jiahui Gong

School of Mathematics and Statistics, Jishou University, Jishou Hunan

Received: May 11, 2026; accepted: June 5, 2026; published: June 11, 2026

## Abstract

This article takes private listed companies in China's A-share market from 2007 to 2012 as its research sample, and examines whether the relationship between the actual controller and the general manager affects shareholder agency costs. It first documents the specific forms of relational embeddedness between actual controllers and general managers in these private listed companies, then

empirically analyzes how the strength of this relational embeddedness influences shareholder agency costs. The statistical findings reveal that actual controllers prefer to personally exercise control over their companies, or alternatively, appoint relatives or acquaintances to manage and operate the business. When relatives or acquaintances manage the company, the degree of control is essentially equivalent to direct personal control, thereby enabling the actual controller to maintain effective control. The empirical results demonstrate that as the strength of relational embeddedness between the actual controller and the general manager increases, shareholder agency costs rise correspondingly. Furthermore, the empirical study indicates that corporate governance mechanisms in private listed companies have failed to function effectively, rendering them incapable of restraining the expropriation of minority shareholders by large shareholders under the relationship-based governance mechanism. In a cultural environment where relationship governance prevails, only by strengthening the construction of the legal and credit systems, enhancing citizens' moral quality, and reinforcing institutional constraints can we fundamentally change the arbitrary trampling of the rule of law by rule-of-man practices, promote corporate development, and improve corporate governance.

## Keywords

Relational Embeddedness, Shareholder Agency Cost, Corporate Governance

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

### 1.1. 国内外的研究现状

自 Berle 和 Means (1932) [1]提出, 所有权和控制权分散的命题之间的依赖关系, 所有者和经营者之间的代理, 并成了很多学者的争议, 对现代公司的管理问题的研究成为起点。随着研究的深入, 还有学者建议在世界上大多数大企业, 股权集中度比较高, 重要的代理存在的问题是大股东争取小股东, 而不是职业经理伤害外部股东的利益[2] [3]; 自那时以来, Claessens 等(2002) [4]的研究结论得到学界广泛认可, 也成为后续探讨控制权私利、公司治理问题的重要参考依据。实际控制人和总经理的关系嵌入由强至弱分为本人、亲人、熟人和外人四层关系。这个问题所产生的代理冲突成为许多研究者们探讨的热点对象, 并且还是当代企业治理问题研究的出发点。“关系”能够让关系受益者获得更多的社会资源, 比如关系亲密者对其的信任、所提供的信息、社会的支持与声望, 从而使关系强者能够得到一定程度的提升。我国一些学者对关系也做了深入研究。其中较有代表性的论述者有黄光国(1986) [5]指出, “关系”可以将其分为情感关系、混合性关系和工具性关系, 分别对应家人关系、熟人关系和生人关系。而在不同的关系嵌入模型中, 关系强者就会有不同的受益点, 从而产生不同的行为表现。与黄光国的分类不同。张建新等(2000) [6]将人际沟通的对象分为三组, 即“亲戚”(兄弟姐妹们, 亲密的朋友), “熟人”(亲戚, 邻居, 同事, 等等)和“陌生人”组(街头小贩, 出租车司机, 在公共场所如陌生人)“亲戚”行动者所获得的特殊化待遇信任度是最高的, “陌生人”行动者的对象获得的特殊化待遇信任度是最低的, 而“熟人”的特殊化待遇信任度则介于两者之间。费孝通(2010) [7]提出差序格局的关系, 作为理性经济人的最大股东, 当他们想为自己谋利, 将亲自管理企业或者派驻亲人或熟人等自己人入驻公司董事会和经理层以实现自身的意志, 当公司决策层主要为大股东的人时, 他们较多地为大股东服务, 合谋侵占中小股东利益的概率更大, 从而股东代理成本越高。反之, 如果公司决策层为外部职业经理人, 他们会更多地从自身

职业生涯和声誉的角度出发,以良好的业绩向市场证明自己的能力,较少概率成为大股东攫取上市公司利益的工具,从而股东代理成本更低。

## 1.2. 国内外对股东代理成本的研究现状

La Pola (2010) [8], 结果表明,控股股东侵占小股东利益,已成为公司治理中的代理冲突的核心问题。因为控股股东代理的特殊性,其代理成本呈现少许差异性。[9]也认为,控股股东对公司治理的激励效果,可直接影响生产和企业的经营和管理,这有助于加强股东对企业的监督管理,[10]从控股股东价值最大化,认为公司的投资和融资计划方面,控股股东与股东之间的利益冲突来解释企业的实际负责的现象,但没有考虑控制股东控制权与现金流权分离对股东冲突效应,无商业价值,控股股东的代理的影响分析,一个处于财务危机阶段的企业存在“投资不足”问题。这说明负债的存在可能会使企业的投资政策扭曲。无杠杆公司总是选择正净现值的项目,而有负债公司可能会背离这个原则。[11]提出了两种类型的代理冲突,股东和经理人之间的代理冲突,股东和债权人之间的代理冲突。从 Jensen Meckling 的两类代理争执启程,连接国内外学者的考虑,加之了大股东与中小股东之间的代理冲突。关于大股东与小股东之间的代理成本的问题,[12]觉察在 5232 家上市公司中,63%的公司拥有投票权超过 20%的最后控制股东,44.29%的公司由家族掌控。控股股东控股重要的金字塔结构和混合的投票权和现金流权分离的方法,深化企业控制。[13]通过构建一个两时点大股东夺掠的模型,观察了股东结构、代理成本与外部审计需求之间的关系,其模型分析结果表明,跟着大股东持股比例上涨,大股东夺掠效应先是要超出其监视效应,表现出代理成本与大股东持股比例正相关,但随着大股东比例进一步上升,股票的比例并不会造成进一步上升对大股东方面的影响程度,但却会使大股东的整体利益和企业的利益往往是绝对的,代理成本和大股东的所有权是负相关的,代理成本和大股东为倒 U 形关系。从管理者侵害大债权人利益的现象分析,可以归纳出管理者侵害大债权人利益两个主要方面:作为“合同受益者”的管理者和大股东人之间的代理成本和作为“剩余收益者”的管理者和大股东人之间的代理成本。张兆国、何威风(2011) [14]对我国国有和民营上市公司实证咨询觉察控股股东持股比例与民营上市公司代理成本负关系,而国有控股上市公司代理成本相关;大股东持股比例与代理成本呈负相关,对民营上市公司代理成本的转化结果要好于公有控股上市公司;管理者持股比例与代理成本的关系;社会民众持股比例与上市公司代理成本不存在相关性。

## 2. 股东代理成本的概念

大股东利用股权优势,通过转移定价、剥离资产、股权稀释等转移公司资产,进而取得控制权收益,损害中小股东利益,由此产生的代理成本称为股东代理成本。[15]提出在现在的公司里,大部分股东都是委托人,而经理是代理人。公司的全部财产所有者是股东,而不是经理人,所以股东利益与经理利益是不相同的。与股利有关的代理成本包括监督成本,另一种则与风险有关。[16]将委托代理理论与股东权益保护结合起来分析股东利益的政策,建立了两个模型分别是结果模型和替代模型。结果模型认为股东利益是有效的股东权益保护的结果,这种模型下,小股东可以利用法律规定迫使公司发放现金股利,更有效地避免内部管理人员挥霍公司的利润,谋取私利。替代模型认为股东利益是股东权益的一种替代品,公司需要到资本市场上去融资,为了能符合规定的条件以顺利筹集资金,公司必须树立良好的形象,而发放现金股利能避免内部人员谋取私利,因而这是公司树立良好形象的一个途径。

### 关系对股东代理成本影响的理论假设

国外学者 Granovetter 等人(2008) [17]强调的是在弱关系的作用关系嵌入性理论,弱关系将导致许多问题,毕竟,在弱关系反复沟通人际关系的不多,所以嵌入在弱关系中的实际控制人与经营者因为交往

不多而产生的不信任问题只能依靠道德约束和个人信仰来维持，这样下来就比较容易导致投机行为的产生。经营管理者一旦有投机行为，就会出现许多损害实际控制人以及股东、债权人利益的行为，从而导致股东代理成本的增加。这样的情况下，实际控制人只有加强监督和激励经营者，才能使经营者的决定和行为最大化维护实际控制人以及债权人的利益。相比较而言，在强关系网络中，企业实际控制人与经营者的关系较为亲密，各自对对方比较熟悉，就会彼此产生信任感，并将企业的发展作为基础，提供资金、人才、技术等实质性的帮助。民营上市企业实际控制人作为理性的经济人，当其想为自己谋利时，将亲自管理企业或者派驻亲人或熟人等自己人入驻公司董事会和经理层以实现自身的意志。故而，当公司决策层主要为大股东的人时，他们较多地为大股东服务，合谋侵占中小股东利益的概率更大，从而股东代理成本越高。反之，如果公司决策层为外部职业经理人，他们会更多地从自身职业生涯和声誉的角度出发，以良好的业绩向市场证明自己的能力，较小概率成为大股东攫取上市公司利益的工具，从而股东代理成本更低。因此本文提出以下假设：大股东与经营者关系嵌入越强，股东代理成本越高。

### 3. 主要变量说明

1) 被解释变量：股东代理成本。国内外学者从不同的角度计量股东代理成本，如从控制权私人收益[18]、公司价值损失[19]、资金占用和侵占程度[20]-[22]、关联交易规模[23]、现金股利支付[24]等角度来计量。本文借鉴这些学者的研究方法，将采用两种不同的计算方法度量股东代理成本，具体变量说明见表1。

2) 解释变量：关系嵌入强度。自从格兰诺维特，罗利和其他社会学家将关系嵌入性是从不同的维度的互动频率，分析了强度，亲密关系和相互交流感情，国内外学者的访谈和案例分析[25]以及问卷调查[26]来衡量关系嵌入的强度和质量。根据费孝通(2010) [7]提出的中国人的差序格局关系以及、张建新等(2000) [6]的中国社会关系的方法，我们选择实际控制人和总经理作为大股东和经营者代表，将实际控制人和总经理的关系嵌入由强至弱分为本人(经营者为大股东本人)、亲人(经营者为大股东有血缘、姻缘、亲缘关系的亲人)、熟人(经营者为大股东有同学、同乡、同事关系的熟人)和外人(除本人亲人熟人之外的外人)四层关系。

3) 控制变量：① 公司治理结构。公司治理结构是为解决委托代理冲突而作的一种制度安排，必定会影响大股东与中小股东之间的代理矛盾。已有研究表明，股权结构包括股权集中度和股权制衡度可能是影响控股股东资金占用的两个因素[27] [28]，独立董事比例和董事会规模能影响大股东的掏空行为[28] [29]。② 公司基本特征。公司规模是影响资金的重要原因。大多数的实证研究结果表明，规模越大的公司，资金占用的程度越低[24] [30]。提高负债可以加强外部监督从而降低代理成本[23] [30]，因此本文也控制了资产负债率的影响。

Table 1. Variable definitions

表 1. 变量说明

变量类别	变量名称	变量符号	计算方法
被解释变量	股东代理成本	Occup1	Occup1 = 资金占有 1 = ln(应收收款 + 其他应付款 + 预付账款)
		Occup2	Occup2 = 资金占有 2 = (应收账款 + 其他应收款)/资产总计
解释变量	实际控制人与总经理关系	Guanxi1	当实际控制人和总经理是同一人时取 0，其他的取 1
		Guanxi2	当实际控制人和总经理是亲人时取 0，其他的取 1
		Guanxi3	当实际控制人和总经理是熟人时取 0，其他的取 1
控制变量	股权制衡度	Zindex	第 1 大股东持股数量/第 2 大股东持股数量
	董事会规模	Bscale	董事会人数

续表

资产负债率	Dbassrt	(负债总额/资产总额)100%
独立董事比例	Idratio	独立董事人数/董事会总人数*100%
股权集中度	Owncon1	第一大股东持股数量/总股数
公司规模	LNTotalass	公司总资产取自然对数

数据来源：锐思数据库和国泰安数据库。

#### 4. 样本与数据

本文从国泰安民营上市公司数据库下载 2007 年~2012 年原始样本 5968 个，删除以下不合格样本：1) 143 家上市时间小于 1 天；2) 金融行业样本 33 个；3) 带有 ST/\*ST/S/B 的样本 722 个；4) 非自然人控制的样本 586 个；得到有效样本 4484 个。

#### 5. 研究方法与设计

本文采用多元回归分析的方法来测试对股东的代理成本的影响之间的关系，下列具体模型设计：

$$Occup1(Occup2) = Guanxi1 + Guanxi2 + Guanxi3 + Zindex + Dbassrt + Owncon1 + LNTotalass + Bscale$$

被解释变量(Occup)为两种不同计算方法计量的股东代理成本，(Guanxi)为解释变量。控制变量包括股权制衡度(Zindex)、董事会规模(Bscale)、资产负债率(Dbassrt)、独立董事比例(Idratio)、公司规模(LNTotalass)、股权集中度(Owncon1)，实证分析中将逐步加入以观察它们对被解释变量的影响。

#### 6. 描述性统计分析

见表 2，2007~2012 年，虽然所查找的研究样本数据每年都在变化，但是每年的关系嵌入样本基本没有多大变化，处于一个相对稳定的状态，其占当年度样本的比例变化还是比较小的。我们可以从上表中看出，关系嵌入类型中本人的样本基数为 1782，占全比高达 39.74%，其次是为生人的比例占了 13.96%，相比而言亲人关系占比最小，仅仅为 8.30%。而本人和熟人关系比例相当，分别为 39.74%和 38.00%。从五个年度样本数来看，关系嵌入类型中为亲人类型的是 372 位，仅仅占了全部类型中的 8.30%。而生人虽然比亲人提高了 5%个百分点，即便如此，其所占的 13.96%也是属于偏低状态。相对而言，熟人却是民营上市企业中关系嵌入结构中占比较高的类型，五年总计在任人数为 1704 人，占比高达 38.00%。由此可见，在本人不能亲力亲为经营管理公司的情况下，加上家族成员管理资源有限，退而求其次选择熟人这种准家族成员来经营企业，是民营企业普遍存在的现象。其中，在本人不能亲力亲为经营管理公司的情况下，加上家族成员，我们管理资源有限，退而求其次选择熟人这种准家族成员来经营企业，是民营企业普遍存在的现象。从各年度样本数来看，关系嵌入类型为熟人的比例占了一半，亲人关系占比最少，本人和外人关系比例相当。在本人不能亲力亲为经营管理公司的情况下，加上家族成员管理资源有限，退而求其次选择熟人这种准家族成员来经营企业，是民营企业普遍存在的现象。在我们的数据研究中发现，在民营上市公司关系嵌入类型中，经营者为企业所有者自己人(本人，亲人或熟人)的比例相当高，接近 76%。再看被解释变量股东代理成本的均值为 Occup1 是 19.1047，Occup2 是 0.1384 数值上下波动情况较弱，由表可见，最小值为 2011 年 Occup1 则为 19.1446。Occup2 则为 0.1162。最大值为 2012 年 Occup1 则为 19.2987，Occup2 则为 0.1414。从 Occup1 到 Occup2 这些指标的年度变化可以看出，关系嵌入对每年度股东代理成本的影响程度都是稳定的。由此可见，家族化和泛家族化治理模式是民营企业的主要治理模式。

**Table 2.** Annual statistical analysis of samples  
**表 2.** 样本年度统计分析

年份	关系嵌入类型(年度样本数及其百分比)				样本合计 Guanxi	股东代理成本	
	本人(Guanxi1)	亲人(Guanxi2)	熟人(Guanxi3)	外人(Guanxi4)		均值(Occup1)	均值(Occup2)
2007	87 (21.97%)	30 (7.58%)	203 (51.26%)	76 (19.19%)	396	19.1047	0.1383
2008	118 (25.60%)	42 (9.11%)	219 (47.51%)	82 (17.79%)	461	19.07999	0.1294
2009	170 (31.14%)	49 (8.97%)	238 (43.59%)	89 (16.30%)	546	19.0799	0.1264
2010	346 (43.85%)	64 (8.11%)	293 (37.14%)	95 (12.04%)	798	19.1446	0.11615
2011	501 (46.91%)	86 (8.05%)	351 (32.87%)	130 (12.17%)	1068	19.1446	0.1162
2012	560 (46.09%)	101 (8.31%)	400 (32.92%)	154 (12.67%)	1215	19.2987	0.1414
总数	1782 (39.74%)	372 (8.30%)	1704 (38.00%)	626 (13.96%)	4484	19.1047	0.1384

数据来源：锐思数据库和国泰安数据库。

表 3 的变量描述性统计分析中，总样本是 4484 家，股东代理成本的有效样本是 3602 个。股东代理成本 Occup1 的最大值是 23.5746，Occup2 的最大值是 0.8290593。Occup1 的最小值是 11.339183，Occup2 的最小值是 0.0005737275。最大值和最小值相差很大。资产负债率的均值的统计量是 415,543，标准误是 0.028905。最大的资产负债率达到了 1240.0223%。第一大股东持股比例均值是 0.338，最大的持股比例是 86%，最小的只有 2%。公司规模均值统计量是 0.415543，标准误是 0.0289305。最大值和最小值也相差较大。说明各项变量在样本间的差距都很大。

**Table 3.** Descriptive statistical analysis of variables  
**表 3.** 变量描述性统计分析

	N	极小值	极大值	均值	标准差
	统计量	统计量	统计量	统计量	标准误
Dbassrt	4484	0.0070	124.0223	0.415543	0.0289305
Owncon1	4484	0.021969	0.864938	0.33851636	0.002146371
LNTotalass	4484	14.158058	25.056122	21.23150277	0.014290898
Occup1	4474	11.3391830	23.5746330	19.235143197	0.0177317779
Occup2	4474	0.0005737275	0.8290593000	0.131558424545	0.0014542192526

数据来源：锐思数据库和国泰安数据库。

表 4 分别显示了被解释变量、解释变量及各控制变量之间的相关性，关系嵌入变量与被解释变量都呈显著的相关性。解释变量、各控制变量之间相关系数较小，可以避免多重共线性。

**Table 4.** Correlation analysis  
**表 4.** 相关性分析

	Debtcost	Guanxi1	Guanxi2	Guanxi3	Dbassrt	Owncon1	Zindex	Bscale	Idratio	LNTotalass
Debtcost	Pearson 相关性 显著性	1								

续表

Guanxi1	Pearson相关性	-0.403	1								
	显著性	0.000									
Guanxi2	Pearson相关性	0.064	-0.090	1							
	显著性	0.000	0.000								
Guanxi3	Pearson相关性	0.019	-0.032	-0.244	1						
	显著性	0.208	0.033	0.000							
Dbassrt	Pearson相关性	-0.053	0.029	0.636	-0.244	1					
	显著性	0.000	0.053	0.000	0.000						
Owncon1	Pearson相关性	0.063	-0.104	-0.047	0.005	-0.047	1				
	显著性	0.000	0.000	0.001	0.739	0.002					
Zindex	Pearson相关性	0.076	0.054	-0.039	-0.064	0.034	0.016	1			
	显著性	0.000	0.000	-0.010	0.000	0.045	0.281				
Bscale	Pearson相关性	0.055	0.065	0.116	-0.047	-0.067	-0.006	-0.293	1		
	显著性	0.000	0.010	0.157	0.002	0.000	0.657	0.000			
Idratio	Pearson相关性	0.151	-0.090	0.016	0.039	0.022	0.047	0.094	-0.081	1	
	显著性	0.705	0.000	0.286	0.000	0.133	0.000	0.001	0.000		
LNTotalass	Pearson相关性	0.014	0.137	-0.035	-0.087	-0.103	0.151	0.124	0.191	-0.003	1
	显著性	0.000	0.000	0.019	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.931	

\*\*在 0.01 水平(双侧)上显著相关。\*在 0.05 水平(双侧)上显著相关。数据来源：锐思数据库和国泰安数据库。

## 7. 回归分析与假设检验

我们将使用最小二乘法来对被解释变量、因变量、控制变量进行层级回归分析处理，以此来检验本文所研究的理论假设是否成立。表 5 为回归分析结果，模型中我们检验了解释变量 Guanxi1、Guanxi2、Guanxi3 对因变量的影响。

Table 5. Regression analysis

表 5. 回归分析

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	
	B	标准误差	试用版			
(常量)	-1.124	0.299		-3.754	0.000	
1	Guanxi1	-0.122	0.037	-0.050	-3.284	0.001
	Guanxi2	-0.054	0.052	-0.013	-1.046	0.296
	Guanxi3	-0.149	0.037	-0.020	-1.322	0.186
	Dbassrt	0.011	0.006	0.017	1.755	0.079
	Owncon1	-0.286	0.087	-0.035	-3.292	0.001

续表

Zindex	-0.002	0.001	-0.027	2.561	0.010
Bscale	0.013	0.009	0.017	-1.509	0.131
Idratio	0.814	0.257	0.035	3.167	0.002
LNTotalass	0.952	0.013	0.762	72.941	0.000

数据来源：锐思数据库和国泰安数据库。

模型非标准化系数是分别控制不同的变量,李增泉等(2004) [20]的方法,用(其他应收款 + 应收账款)/总资产代表股东代理成本,检验关系嵌入对其影响。学者的做法,以此来衡量民营上市企业的股东代理成本。从表 5 可以看出, Guanxi1 的系数显著为正,说明民营上市公司实际控制人自己担任总经理会比其他人担任总经理显著提高股东代理成本。大股东控制了公司的经营和管理,为了自身利益,容易侵害债权人的利益,债权人要求的利息率也越高,从而导致较高的股东代理成本。Guanxi2 和 Guanxi3 的系数不显著,说明除自己本人外的亲人、熟人、外人当总经理对股东代理成本没有显著的影响。也就是说,聘用职业经理人没能降低公司的股东代理成本。实证结论部分证明了原假设。再从控制变量来看,只有股权制衡度的系数显著为正,说明第一大股东与第二大股东的持股比例相差越大,股东代理成本越高,提高第二大股东持股比例以制衡第一大股东,能降低股东代理成本。其他公司治理控制变量对股东代理成本的影响都不显著,说明公司治理结构对债权人的保护不够,不能降低股东代理成本。总而言之,我们研究的以不同方法计量的股东代理成本都相对受到了关系嵌入的显著影响,随着关系嵌入强度的增强,股东代理成本升高,实证结果也支持了我们的假设。

## 8. 稳健性检验

本文已经对关系嵌入对代理成本的影响做出了相应的分析,但是为了检验我们的分析是否稳健,我们将要采取两种不同类型的方法来进行检测。第一种是将数据样本的因变量进行删除处理,取其首尾 1% 的数值删除后进行重新筛选。然后在之前搜集的样本数据中随机抽取样本进行回归分析,结果和本文前面的分析无异。股东代理成本还采用了周方召等(2011) [23]的方法来进行分析,  $Occup1 = \ln(\text{资金占有} 1 = \ln(\text{应收收款} + \text{其他应付款} + \text{预付账款}))$ 、 $Occup2 = \text{资金占有} 2 = (\text{应收账款} + \text{其他应收款})/\text{资产总计}$  结果也都未发生实质性变化。通过实证分析大股东与经营者关系嵌入越强,股东代理成本越高,这个假设成立。所以说实证分析验证了上述所说的假设。

## 9. 结论

本文以 2007~2010 年 A 股民营上市公司为样本(剔除 ST、\*ST 公司),实证检验实际控制人与经营者的关系嵌入对股东代理成本的影响。研究显示,民营上市公司普遍存在“任人唯亲”治理特征,约 85% 企业经营者由实际控制人本人或其亲属、亲友担任;关系嵌入强度越高,股东代理成本显著上升。实际控制人凭借控制权占用公司资金与资源,导致资源配置低效、利益输送频发,直接损害中小股东权益并推高代理成本。股东会规模扩大并未提升监督效率,反而降低信息透明度;外聘职业经理人亦难以约束控股股东的自利行为。进一步检验表明,现有公司治理机制失效:独立董事与董事会规模扩大未能改善监督效果,反而加剧代理冲突;高管薪酬激励对抑制合谋行为作用有限。正式治理安排难以替代关系治理,民营上市公司治理结构存在明显缺陷。在我国“关系治理”主导的制度环境下,法治建设与信用机制尚不健全,人治倾向显著,资本市场乱象频发。研究认为,唯有强化法治约束、完善信用体系、提升治理主体道德素养,才能提高信息透明度、规范控股股东行为,进而优化公司治理、降低股东代理成本、保护中小股东利益。

## 参考文献

- [1] Berle, A. and Means, G.C. (1932) *The Modern Corporation and Public Property*. Harcourt Brace & World.
- [2] Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., *et al.* (1997) Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, **52**, 1131-1150.
- [3] Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., *et al.* (1999) Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7428/w7428.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7428/w7428.pdf)
- [4] Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. and Lang, L.H.P. (2002) Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, **57**, 2741-2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- [5] 黄光国. 儒家伦理与企业组织形态[J]. 经济社会体制比较, 1986(2): 61-66+5.
- [6] 张建新, 张妙清, 梁觉. 殊化信任与泛化信任在人际信任行为路径模型中的作用[J]. 心理学报, 2000(3): 311-316.
- [7] 费孝通, 刘豪兴. 乡土中国[M]. 北京: 生活·读书·新知三联书店, 2010.
- [8] La Pola (2010) Social Structure and Competition in Interfirm Networks: The Paradox of Embeddedness. *Administrative Science Quarterly*, **42**, 35-67.
- [9] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (2011) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- [10] Zingales, L. (2009) Insider Ownership and the Decision to Go Public. *The Review of Economic Studies*, **62**, 425-448. <https://doi.org/10.2307/2298036>
- [11] Farh, J., Tsui, A.S., Xin, K. and Cheng, B. (2008) The Influence of Relational Demography and *Guanxi*: The Chinese Case. *Organization Science*, **9**, 471-488. <https://doi.org/10.1287/orsc.9.4.471>
- [12] Tsui, A.S. and Farh, J.L. (2010) Where *Guanxi* Matters: Relational Demography and *Guanxi* in the Chinese Context. *Work and Occupations*, **24**, 56-79. <https://doi.org/10.1177/0730888497024001005>
- [13] 陈晓, 王琨. 关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据[J]. 经济研究, 2005(4): 77-86+128.
- [14] 林朝南, 刘星, 郝颖. 行业特征与控制权私利:来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济科学, 2006(3): 61-72.
- [15] Granovetter, M.S. (1985) Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology*, **91**, 481-510.
- [16] Granovetter, M. (2009) Economic Institutions as Social Constructions: A Framework for Analysis. *Acta Sociologica*, **35**, 3-11. <https://doi.org/10.1177/000169939203500101>
- [17] Granovetter, M.S., Swedberg, R., *et al.* (2008) *The Sociology of Economic Life*. Westview Press.
- [18] Barclay, M.J. and Holderness, C.G. (2012) Private Benefits from Control of Public Corporations. *Journal of Financial Economics*, **25**, 371-395. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(89\)90088-3](https://doi.org/10.1016/0304-405x(89)90088-3)
- [19] 刘建伟. 控股股东、管理层来源与代理成本[J]. 广东商学院学报, 2005(6): 64-70.
- [20] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究, 2004(12): 3-13+97.
- [21] 王鹏, 周黎安. 中国上市公司外部审计的选择及其治理效应[J]. 中国会计评论, 2006(2): 321-344.
- [22] 石水平. 控制权转移、超控制权与大股东利益侵占——来自上市公司高管变更的经验证据[J]. 金融研究, 2010(4): 160-176.
- [23] 周方召, 符建华, 尹龙. 股权制衡、法律保护与控股股东侵占——来自中国 A 股民营上市公司关联交易的实证分析[J]. 投资研究, 2011, 30(8): 101-110.
- [24] 肖作平, 苏忠秦. 现金股利是“掏空”的工具还是掩饰“掏空”的面具?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理工程学报, 2012, 26(2): 77-84.
- [25] Uzzi, B. (2008) Embeddedness in the Making of Financial Capital: How Social Relations and Networks Benefit Firms Seeking Financing. *American Sociological Review*, **64**, 481-505.
- [26] 魏江, 郑小勇. 关系嵌入强度对企业技术创新绩效的影响机制研究——基于组织学习能力的中介性调节效应分析[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2010, 40(6): 168-180.
- [27] 蔡卫星, 高明华. 终极股东的所有权、控制权与利益侵占: 来自关联交易的证据[J]. 南方经济, 2010(2): 28-41.
- [28] 罗进辉, 万迪昉. 控股股东的控制权私人收益: 理论模型与经验证据[J]. 系统工程理论与实践, 2011, 31(2): 229-238.
- [29] 余玉苗, 王宇生. 法律制度变迁、审计师选择与企业价值——基于实际控制人掏空行为视角的实证研究[J]. 经济

评论, 2012(3): 135-144.

- [30] 陈红, 杨凌霄. 我国国有控股上市公司治理: 现实困境及制度求解——基于双重委托代理理论的分析框架[J]. 当代经济研究, 2012(3): 64-69+93.