

股权集中度、融资约束与企业财务绩效

——基于非线性中介效应的理论分析

阿霞, 李霁友

东华大学旭日经济与管理学院, 上海

收稿日期: 2026年6月3日; 录用日期: 2026年6月15日; 发布日期: 2026年7月27日

摘要

股权集中度和财务绩效之间存在着“利益协同”和“壕沟防御”这两种互相冲突的理论观点, 已有的研究大多停留在直接效应的经验检验上, 并且与“融资约束-财务绩效”这条研究脉络的对话仍显不足, 缺乏在统一框架下对二者内在传导机制的系统刻画。本文从控制权私利和监督激励的权衡入手, 建立简明的理论模型, 得出股权集中度与财务绩效之间呈倒U型关系, 并且把融资约束当作连接两者的重要中介渠道, 股权集中度经由改变信息不对称状况以及第二类代理成本, 从而对企业的外部融资溢价实施影响, 进而对财务绩效造成非线性间接影响。在此基础上, 本文提出了几个可以检验的理论假说, 并对股权性质(国有和民营)对上述机制的影响做了情境调节的研究。研究为整合股权结构、融资约束和财务绩效三者之间的关系提供了一个统一的分析视角, 对改善公司的治理结构、减少企业的融资约束有理论和政策上的意义。

关键词

股权集中度, 融资约束, 财务绩效, 中介效应, 控制权私利

Ownership Concentration, Financing Constraints and Corporate Financial Performance

—A Theoretical Framework Based on Nonlinear Mediation Effect

Aldanova Anastasiia, Jiyou Li

Glorious Sun School of Economics and Management, Donghua University, Shanghai

Received: June 3, 2026; accepted: June 15, 2026; published: July 27, 2026

文章引用: 阿霞, 李霁友. 股权集中度、融资约束与企业财务绩效[J]. 金融, 2026, 16(4): 504-514.
DOI: 10.12677/fin.2026.164050

Abstract

Ownership concentration and financial performance are linked by two conflicting theoretical perspectives—the “incentive-alignment” and “entrenchment” hypotheses. Most existing studies remain confined to empirical tests of the direct effect and have engaged only insufficiently with the “financing constraints - financial performance” line of research, lacking a systematic characterization, within a unified framework, of the internal transmission mechanism connecting the two. Starting from the trade-off between private benefits of control and monitoring incentives, this paper builds a parsimonious theoretical model and derives an inverted-U-shaped relationship between ownership concentration and financial performance. It further treats financing constraints as a key mediating channel linking the two: ownership concentration influences a firm’s external financing premium by altering the degree of information asymmetry and second-type agency costs, thereby exerting a nonlinear indirect effect on financial performance. On this basis, the paper proposes several testable theoretical hypotheses and, through a contextual-moderation analysis, examines how the nature of ownership (state-owned versus private) affects the above mechanism. The study provides a unified analytical perspective for integrating the relationships among ownership structure, financing constraints, and financial performance, and offers both theoretical and policy implications for improving corporate governance structures and alleviating firms’ financing constraints.

Keywords

Ownership Concentration, Financing Constraints, Financial Performance, Mediation Effect, Private Benefits of Control

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

股权集中是典型的中国上市公司治理结构。与英美等股权高度分散的市场不同, 新兴市场的公司普遍存在着控股股东或者大股东对公司控制的情况, 因此公司的治理核心矛盾也由原来的经典的“股东 - 经理人”代理问题(第一类代理问题)变成了现在的“控股股东 - 中小股东”之间的利益冲突(第二类代理问题)。Wang 等(2019) [1]以中国上市公司为样本发现, 股权集中度、第一大股东身份属性都会对公司的绩效产生显著影响, 并且这种影响会因为控股股东的不同而存在较大的差异。因此股权集中度是公司治理的基础性变量, 一直受到财务和公司治理研究者的关注。但是关于股权集中度和财务绩效之间究竟存在怎样的关系, 目前的文献并没有达成一致意见。一部分研究认为股权集中可以加强大股东对管理层的监督激励, 减少经理人的机会主义行为, 提高企业的价值, 程素云、胡进(2017) [2]以传媒行业上市公司为样本, 发现适度集中的股权结构与公司绩效呈正相关。另外一类认为壕沟防御效应, 即股权集中度过高会使大股东用关联交易、资金占用等方式来谋取控制权私利, 侵害中小股东的利益和企业的长远发展。

从经验事实看, 股权高度集中是中国资本市场最为突出的治理特征。相当比例的公司第一大股东持股超过半数, 呈现典型的股权高度集中格局。在此背景下, 本文从控制权私利和监督激励权衡的微观基础入手, 建立一个简单的理论模型, 把利益协同和壕沟防御两种竞争性效应放在同一个函数里,

得出股权集中度和财务绩效倒 U 型关系的结论, 给已有经验结论的分歧提供统一的理论解释; 在已有研究分别考察股权结构与融资约束的基础上, 识别并刻画融资约束作为连接二者与财务绩效的中介渠道, 揭示“内部治理 - 外部融资 - 财务绩效”的间接传导路径, 从而将两条此前相对独立的研究脉络纳入同一分析框架, 深化对其内在联系的理解; 讨论了股权性质对上述机制的影响, 并提出了一组可以用来检验的理论命题。

2. 文献回顾与研究述评

(一) 股权集中度与财务绩效: 利益协同与壕沟防御

关于股权集中度影响财务绩效的学术研究可以分为两派。

第一类观点支持“利益协同效应”(incentive alignment effect)。其逻辑是, 大股东持股比例越高, 自身利益和企业整体价值越紧密地联系在一起, 因此有更强的动机来监督管理层、抑制经理人在职消费和短期行为, 从而降低第一类代理成本。Shahrier 等(2020) [3]对伊斯兰合规企业进行研究, 得出股权集中度和董事会特征一起影响企业绩效。Attarit [4]根据泰国资本市场给出的证据显示, 较为集中地持有的股权会促进公司的价值。邓曦东等(2019) [5]以汽车行业上市公司为研究对象, 发现股权集中度可以正向调节高管特征和财务绩效之间的关系, 即股权集中放大了优质管理团队的治理效能。龙子午、王祖昕(2020) [6]将研发投入加入到分析中, 发现股权集中度、R&D 投入与财务绩效之间存在着复杂的交互作用, 说明两者的关系是非线性的。

第二类观点强调“壕沟防御效应”(entrenchment effect)与“私利攫取效应”(tunneling effect)。当控股股东所占的控制权超过一定的比例之后, 外部接管市场以及中小股东制衡机制就会变得无效, 控股股东便可以在没有得到有效限制的情况下获得控制权私利。王丹、彭晨宸(2018) [7]从国家层面的创新型企业出发, 认为股权集中度对企业财务绩效的影响很大程度上取决于投资者保护水平, 在投资者保护水平低的时候, 过度集中的股权更容易演变成对中小股东利益的侵害。王豪杰、黄良杰(2024) [8]从控股股东股权质押角度出发, 发现控股股东为了控制权而采取金融化、创新方面的战略选择, 从而体现出大股东行为对企业价值造成的影响。衣凤鹏等(2018) [9]认为股权集中度和领导结构都会影响连锁董事和企业社会责任之间的关系, 说明股权集中对企业行为有广泛的、非单向的影响。

另外, 不同的股东类型加入会改变股权结构的治理效应。Tsafack 和 Guo 等(2021) [10]发现外资持股可以改善企业的公司治理, 进而提高企业的财务绩效; 金阳(2021) [11]对私募股权投资基金对创业板企业财务绩效影响的研究进行了分析; 程晓多等(2024) [12]从绿色创新的角度出发来说明股权结构对企业创新活动的作用, 沈毅和张清正(2020) [13]从研发补贴的角度出发来论证股权结构对企业创新活动的作用, 其中创新活动是财务绩效的重要来源。从整体上看, 两种观点不是互相排斥的, 而更可能是同一个作用机制在不同的股权集中度区间里有不同的表现。

(二) 融资约束与企业财务绩效

融资约束指的是企业因为内外部融资成本的差异, 不能以合理的成本得到足够的外部资金, 从而不得不放弃一些有价值的投资项目的一种状态。在完美资本市场的假设下, 企业的融资方式和投资决策是相互独立的, 内外部资金可以完全替代; 但是当无摩擦假设被放松的时候, 信息不对称和代理冲突就会使这一结论不再成立。外部资金提供者因为不能完全识别企业的质量而要求企业支付风险溢价, 造成外部融资成本比内部资金成本高, 外部融资溢价的存在又使企业投资和内部现金流高度敏感, 从而抑制企业的发展和绩效。该逻辑是融资约束影响财务绩效的理论基础, 也为本文把融资约束放在股权集中度和绩效之间做中介变量提供依据。Liu (2023)等[14]以中国的物流上市企业为样本得出结论认为融资约束会抑制企业绩效的发展。Jin 等(2019) [15]从生产率的角度给出证据, 认为融资约束会降低中国的制造业企

业的全要素生产率。

近些年来, 有关融资约束怎样影响财务绩效的诸多途径被阐明。苏英等(2025) [16]认为企业金融化和融资约束都会对制造企业的财务绩效产生影响, 过度金融化在缓解短期资金压力的同时也会挤占主业的投资。汪茜、陈会茹(2024) [17]认为企业承担社会责任可以缓解融资约束, 从而改善财务绩效, 即融资约束在社会责任和绩效之间起中介作用。刘书兰等(2024) [18]以能源行业为对象, 论述了绿色投资经由融资约束途径影响财务表现的机制。融资约束不但是影响财务绩效的直接因素, 而且常常是起着一条重要的中介作用的。

(三) 股权集中度与融资约束的内在关联

将上面两条脉络联系起来的关键之处在于, 股权集中度本身会改变企业所处的融资约束程度。一方面, 股权集中可以加强大股东的监督, 降低第一类代理成本, 提高信息披露的质量, 给外部投资者传递积极信号, 从而缓解融资约束; 陈兴(2017) [19]从世界银行中国企业调查的微观数据出发得出结论, 股权集中度对民营企业信贷可得性有显著影响。另一方面, 过度集中又会加大第二类代理问题, 外部投资者因为担心控股股东的利益侵占行为而要求更高的风险溢价, 从而加重融资约束。翟华明等(2019) [20]认为融资约束和股权结构都会对企业的股利平稳性产生影响, 说明股权结构是通过融资约束来影响企业的财务政策的。Tu (2021) [21]认为股权结构和融资约束会相互作用产生非效率的投资, 从而造成资源配置的低效; Cai 等(2022) [22]又提出融资约束对企业的价值影响会因为企业多元化程度以及产权性质的不同而有较大差别。

(四) 文献述评与本文切入点

综上所述, 已有研究从三个方面为本文的开展打下了基础, 并且也留有进一步发展的空间, 具体见表 1 所示。第一, 关于股权集中度和财务绩效之间存在怎样的直接联系, 正反两派观点存在分歧, 但是大多数研究采用的是线性设定方式, 对于二者之间可能存在非线性的结构没有形成统一的理论解释。其二, 融资约束已经被广泛证明是影响财务绩效的因素, 在不同的情况下也起着中介作用, 但是很少有研究把其作为连接股权结构和绩效的桥梁。第三, 股权集中度和融资约束之间存在着“缓解”和“加重”的相反作用, 其净效应取决于集中度的高低, 这就给非线性中介机制的存在提供了一个线索。因此本文的切入点就是, 在一个统一的理论框架中, 同时刻画股权集中度对财务绩效的非线性直接效应和通过融资约束的非线性中介效应。

Table 1. Summary of representative views on the relationship between equity concentration and financial performance
表 1. 股权集中度与财务绩效关系的代表性观点梳理

理论视角	核心逻辑	对绩效的预期方向	适用的集中度区间
利益协同效应	大股东利益与企业价值绑定, 强化监督、降低第一类代理成本	正向	较低至中等
壕沟防御	控制权超过制衡阈值, 攫取控制权私利、侵占中小股东	负向	较高
融资约束中介视角	集中度经由信息不对称与第二类代理成本影响外部融资溢价	非线性(先升后降)	全区间
情境依赖视角	作用方向取决于投资者保护、产权性质等制度与企业条件	不确定	视情境而定

3. 理论分析与简明模型

为了统一地刻画上述的竞争性效应, 本部分建立了一个以控制权私利为特征的简单模型。基本思想就是控股股东在“通过监督提高企业价值”和“通过利益侵占获取私利”之间做出选择, 持股比例(股权集中度)决定着这种选择的方向和力度。模型主要符号及含义见表 2。

Table 2. Main symbols and their meanings in the model
表 2. 模型主要符号及含义

符号	含义
α	控股股东持股比例, 刻画股权集中度, $\alpha \in (0, 1)$
V_0	企业基础经营价值
e	控股股东付出的监督(治理)努力
β	监督努力的边际增值效率
k	控股股东付出努力的私人成本系数
s	控股股东私利攫取的比例, $s \in [0, 1]$
γ	私利攫取行为的效率损耗(无谓损失)系数
μ	股权过度集中引致的壕沟防御成本系数
P	企业财务绩效(净价值)
ρ	企业外部融资溢价, 刻画融资约束程度

(一) 基准模型: 股权集中度与财务绩效的非线性关系

企业的经营价值由控股股东的监督努力 e 决定, 即企业的经营价值等于基础经营价值加上监督努力带来的增值。

$$W(e) = V_0 + \beta e$$

控股股东可以攫取 s 的企业价值来实现自己的私利, 但这种私利攫取行为会导致隐性的效率损耗, 即关联交易扭曲、资源错配等, 损耗大小为 $\frac{1}{2}\gamma s^2 W$, 呈凸性递增。因此, 转移和损耗之后留在企业内部、由全体股东按比例分享的价值为

$$P_{firm} = \left(1 - s - \frac{1}{2}\gamma s^2\right) W(e)$$

控股股东的总收益由三部分构成, 第一部分是按照持股比例 α 所分享的企业内部价值, 第二部分是独占的控制权私利 sW , 第三部分是监督努力的私人成本 $\frac{1}{2}ke^2$ 。

$$U(\alpha, s, e) = \alpha \left(1 - s - \frac{1}{2}\gamma s^2\right) W + sW - \frac{1}{2}ke^2$$

控股股东选择 s 和 e 都是为了自己的最大利益 U 。对 s 求一阶条件:

$$\frac{\partial U}{\partial s} = -\alpha W - \alpha \gamma s W + W = 0 \Rightarrow s^* = \frac{1 - \alpha}{\alpha \gamma}$$

结果发现, 最优私利攫取比例 s^* 随着股权集中度 α 的增大而减小。当 α 趋近于 1 时 s^* 趋近于 0, 即控股股东几乎完全持股时再无私利攫取动机, 因为该行为所造成的公司价值损失几乎全部由其自己承担。这正是“利益协同效应”的微观来源。其经济直觉是, 控股股东攫取一个单位私利, 虽然可以独享它的全部收益, 但是必须按照持股比例 α 来承担由于它所造成的损失的企业价值, 并且还要承受凸性递增的效率损耗 γs 。持股比例越高, 私利攫取的“自我成本”就越大, 理性的控股股东就会主动收敛侵占行为。也就是说股权集中在一定的范围内本身就是一种内生的治理约束机制。

为了更加直观地理解这个权衡, 可以做如下简单的数值说明, 损耗系数 $\gamma = 1$, 当 $\alpha = 0.2$ 时 $s^* = (1 -$

$0.2)/(0.2 \times 1) = 4$, 由于 $s \leq 1$ 的约束, 实际取上限, 私利攫取动机非常强; 当 $\alpha = 0.5$ 时 $s^* = 1$, 仍然较高; 当 $\alpha = 0.8$ 时 $s^* = 0.25$, 私利攫取行为明显收敛。持股比例越高, 控股股东和中小股东利益趋于一致, 第二类代理问题就越小。

对 e 求一阶条件, 可得最优监督努力

$$e^* = \frac{\alpha\beta}{k} \left(1 - s^* - \frac{1}{2} \gamma s^{*2} \right)$$

说明监督努力随着持股比例的提高而增加, 持股越多, 大股东对企业的监管越积极, 企业价值越高。

若仅考虑上述机制, 财务绩效将随 α 单调上升。但是现实中股权过于集中会产生“壕沟防御”成本, 即当控制权高度集中时, 外部接管市场和中小股东制衡失效, 控股股东会因为风险过度集中而变得保守(放弃高风险高收益项目), 或者以难以货币化的控制权私人收益为目的来谋求控制权, 造成价值的损失。将该成本设为随集中度凸性递增的 $\frac{1}{2} \mu \alpha^2$ 。因此, 企业财务绩效可以表示为

$$P(\alpha) = \underbrace{\left(1 - s^* - \frac{1}{2} \gamma s^{*2} \right) W(e^*)}_{\text{激励协同效应(递增)}} - \frac{1}{2} \mu \alpha^2$$

财务绩效 $P(\alpha)$ 是两种相反力量共同作用的净结果, 即激励协同效应与壕沟防御效应之差。由一阶条件 $P'(\alpha) = 0$ 可以确定存在一个内部最优集中度 α^* , 使得财务绩效达到最大; 当 $\alpha < \alpha^*$ 时协同效应起主导作用, 绩效随着集中度的提高而改善, 当 $\alpha > \alpha^*$ 时防御效应起主导作用, 绩效随着集中度的提高而恶化。由于第一项随着 α 的增加呈递减的增速(监督激励边际效用递减、私利攫取被抑制后协同空间缩小), 第二项 $\frac{1}{2} \mu \alpha^2$ 的边际损失随 α 线性递增, 两者必然在某点相交, 所以内部极值是存在的。这就从理论上得出股权集中度和财务绩效之间存在倒 U 型关系的结论, 为第二部分中正反两种经验结论的差异提供了一个统一的解释, 即两者并不是是非, 而是同一个非线性曲线在不同的集中度区间内局部的表现——以前得到正向结论的研究, 其样本大多处在 α^* 左侧的上升段; 而得到负向结论的研究, 其样本则更可能处在 α^* 右侧的下降段。研究结论表面的矛盾, 实际上是由线性设定所造成的非线性关系的局部近似。

(二) 拓展: 融资约束的中介渠道

基准模型是内部治理渠道的反映。下面加入外部融资, 分析股权集中度通过融资约束间接影响财务绩效的过程。

假设企业有规模为 I 的外部融资需求(用来做价值增值型的投资), 它的融资要支付外部融资溢价 ρ 。 ρ 越高, 意味着融资约束越紧。关键之处在于, 外部投资者对于融资溢价的索取依赖于对企业的治理风险做出的判断, 而企业治理风险又与股权集中度相关联。

股权集中一方面可以加强监督、提高信息披露质量, 降低第一类代理成本和信息不对称, 给市场传递积极信号, 从而压低融资溢价, 缓解效应; 另一方面会加大第二类代理问题, 外部投资者出于担心利益侵占而要求风险补偿, 抬高融资溢价, 加重效应。将两种力量合并, 可以将融资溢价设定为关于 α 的二次函数

$$\rho(\alpha) = \rho_0 - a\alpha + \frac{1}{2} b\alpha^2, a, b > 0$$

其中 $-a\alpha$ 代表信息改善带来的缓解效应, $\frac{1}{2} b\alpha^2$ 代表利益侵占风险带来的加重效应。对 α 求导并令其为零, 得使融资约束最轻的集中度

$$\alpha^{\rho} = \frac{a}{b}$$

即融资溢价 $\rho(\alpha)$ 与股权集中度呈 U 型关系, 在 α^{ρ} 处融资约束最轻, 过高或者过低的股权集中度都会加重融资约束。

将融资约束加入到财务绩效中之后, 企业的净价值要减去融资成本 $\rho(\alpha) \times I$,

$$P(\alpha) = \left(1 - s^* - \frac{1}{2}\gamma s^{*2}\right)W(e^*) - \frac{1}{2}\mu\alpha^2 - \rho(\alpha)I$$

由于 $-\rho(\alpha)I$ 关于 α 是先上升后下降(倒 U 型), 所以它与第一项的协同效应同向叠加、与壕沟成本反向叠加, 从而加强并放大了财务绩效与股权集中度之间的倒 U 型关系。更重要的是, 它也显示出一条不是通过内部治理而发生的, 即股权集中度 $\rightarrow$ 融资约束(ρ) $\rightarrow$ 财务绩效的间接传导路径。这就是本文所强调的非线性中介效应, 股权集中度直接对绩效产生影响, 同时又通过改变融资约束程度产生间接影响, 而这种间接影响本身也存在非线性。

需进一步说明各关键函数凸性设定的微观基础。监督努力成本 $\frac{1}{2}ke^2$ 取二次型, 源于监督努力边际负效用递增这一标准契约假设, 与道德风险与最优激励契约文献的常用设定一致(Holmström, 1979) [23]; 私利攫取损耗 $\frac{1}{2}\gamma s^2W$ 的凸性, 反映攫取规模越大、关联交易与资源错配越易被外部识别、规避监管与诉讼的边际成本递增(Johnson 等, 2000) [24]; 壕沟成本 $\frac{1}{2}\mu\alpha^2$ 随集中度凸性递增, 则刻画控制权风险过度集中下边际效率损失的加速上升。融资溢价 $\rho(\alpha)$ 呈 U 型, 同样取决于信息结构与契约环境: 在信息披露较充分、投资者保护较强的环境中, 信息缓解效应 a 与损耗系数 γ 更大, 凸性成本曲线整体上移, 最优集中度阈值随之下降。

(三) 比较静态与区间分解

对参数的变化进行考察, 可以得到一些有政策意义的比较静态结果。其一, 私利攫取损耗系数 γ 越大(法律对中小股东保护越强、私利攫取越容易受到惩罚), 既定集中度下最优的私利攫取比例 s^* 就越小, 绩效曲线整体上移, 最优集中度阈值 α^* 降低, 在投资者保护良好的环境下, 企业不需要很高的股权集中就可以达到治理目的。第二, 信息缓解效应 a 比利益侵占加重效应 b 更强时, 融资约束最轻点 α^{ρ} 越高, 融资约束渠道对绩效的正向影响区间就越宽。

为了更加直观地表现出来, 将股权集中度的高低区间作为依据, 对各个效应的方向和净效应进行分解。

Table 3. Effect decomposition across different equity concentration intervals
表 3. 不同股权集中度区间的效应分解

集中度区间	激励协同效应	壕沟防御效应	融资约束渠道	对财务绩效的净效应
低集中度(α 较小)	较弱(私利攫取动机强)	几乎不存在	偏紧(信息不对称高)	偏低, 但随集中度上升而改善
中等集中度(接近 α^*)	强(监督激励充分)	开始显现但有限	最轻(融资约束最小)	最高
高集中度(α 较大)	趋于饱和	显著且递增	重新趋紧(私利攫取风险溢价)	由升转降, 逐步恶化

从表 3 可以看出, 三种效应在不同的区间内此消彼长, 共同形成了财务绩效和股权集中度之间的倒 U 型关系, 融资约束渠道的 U 型特征和内部治理渠道互相加强, 是本文的主要理论判断。内部治理渠道和外部融资渠道的最优集中度不一定重合, 也就是说一般情况下 $\alpha^* \neq \alpha^{\rho}$ 。当两者背离的时候, 企业的最

优股权结构就是两条渠道权衡之后的折中, 即企业处于融资约束较强的行业时, 投资规模 I 较大时, 融资约束渠道在总效应中所占的比重就越大, 最优集中度就越接近 α^0 ; 反之, 在现金流充裕、对外部融资依赖程度低的企业中, 内部治理渠道起着主导作用, 最优集中度也就越接近 α^* 。推论出, 没有适合所有企业的黄金股权集中度, 最优股权结构要根据企业融资依赖程度和治理需要而变化。

最后需指出本模型在公司治理理论谱系中的定位及其简化之处。相较于刻画“股东-董事会-经理人”多层级委托代理网络的多重代理理论, 本文聚焦“控股股东-中小股东”这一第二类代理关系, 未展开多主体之间的复杂博弈; 相较于强调正式与非正式制度约束的制度理论, 本文将投资者保护、法律环境等制度因素简化为损耗系数 γ 等外生参数, 而非将其内生于制度演化过程。本文亦坦承模型的简化: 仅以持股比例 α 代理治理结构, 抽象掉了董事会独立性、机构投资者制衡等其他治理机制。若进一步引入这些治理变量, 倒 U 型关系的方向预期不会逆转, 但由于独立董事与机构投资者提供了高集中度之外的替代性监督, 企业无需依赖很高的股权集中即可实现治理目标, 最优集中度阈值 α^* 将相应下移、倒 U 曲线的上升段缩短。

4. 作用机制与研究命题

在模型推导的基础上, 本部分对融资约束中介机制的具体路径进行解释, 分析股权性质的场景调节效应, 并提出可以检验的理论命题。

(一) 融资约束中介路径: 信息不对称与第二类代理成本

股权集中度通过融资约束影响财务绩效, 主要是从两条互相矛盾的微观路径来实现的。

第一条为信息不对称路径(缓解方向)。在股权比较集中的企业里, 大股东有动机也有能力监督企业管理层、改善信息披露质量, 从而减少企业同外部投资者之间的信息不对称。信息环境变好, 外部资金提供者对企业的质量更加容易识别出来, 从而降低了由于逆向选择造成的融资溢价, 减少了融资约束。在低至中等的集聚度区间里, 这条路径更有效, 模型中 $-aa$ 项就是它的代表。

第二条为第二类代理成本路径(加重方向)。股权过于集中的时候, 控股股东与中小股东的利益冲突就变得激烈起来, 外部投资者认为存在被侵占的风险, 要求更高的风险补偿或者信贷供给减少。这时融资约束就增大了, 对应模型中的 $\frac{1}{2}ba^2$ 项。债权人担心控股股东把信贷资金挪作关联交易或者转移到自己控制的关联方身上, 进而造成贷款利率提高、贷款期限变短、抵押担保增加等后果; 股权投资者也会因为控制权过于集中、中小股东“用脚投票”的成本提高, 而对企业的估值进行折价。控制权折价实际上提高了企业的权益融资成本。两条路径的相对强弱随着集中度的变化而反向变化, 在中低集中度区间信息缓解效应占优, 融资约束随着集中度的提高而变松, 越过某一个临界点之后, 代理成本效应占优, 融资约束反而变紧。这就是融资约束呈 U 型, 财务绩效呈倒 U 型的微观原因。因此, 融资约束不是简单的线性中介变量, 而是非线性中介变量, 即在传导链路上先起着“放大器”作用, 后起着“抑制器”作用, 这也是本文不同于其他中介研究的地方。

(二) 情境调节: 股权性质的差异

上述机制在不同的产权性质的企业中存在着系统性的差别。对于国有企业来说, 由于其一般具有政府隐性担保和比较通畅的银行信贷渠道, 融资约束本身较轻, 因此融资约束中介渠道的作用空间被压缩; 同时, 国有企业的控股股东(国家)私利攫取动机较弱但是行政干预和代理链条较长, 第一类代理问题更加明显。对于民营企业来说, 外部融资环境更加严格, 融资约束是民营企业成长的主要瓶颈, 因此股权集中度通过融资约束影响绩效的中介效应更强、更敏感; 同时, 民营控股股东的私利攫取动机和能力也更加直接, 第二类代理问题在高集中度区间更容易暴露出来。因此可以推测股权集中度对于财务绩效的倒

U 型关系以及融资约束的中介效应在民营企业中会更加明显, 最优的集中度阈值 α^* 也可能会和国有企业有所不同。从模型参数上看, 可以将二者之间的差别表述为民营企业的投资规模权重 I 比国有企业大得多, 信息缓解效应 a 也比国有企业大得多, 而且利益侵占加重效应 b 也比国有企业大得多; 而国有企业因为隐性担保降低了基础融资溢价 ρ_0 , 融资约束渠道的边际作用被削弱了。这就意味着对于两种企业不能使用同样的治理标准, 股权结构的改善和融资支持政策都应该考虑到产权的不同。

(三) 研究命题

综合模型推导和机制分析, 本文提出如下可以进行实证检验的理论命题(见表 4)。

命题 1 (非线性直接效应), 股权集中度和企业财务绩效呈倒 U 型关系, 即存在一个最优的集中度水平 α^* , 在 α^* 之前绩效随着集中度的增加而提高, 在 α^* 之后随着集中度的增加而下降。

命题 2 (非线性中介效应), 融资约束对股权集中度和财务绩效起中介作用, 并且中介效应是非线性的, 即股权集中度与融资约束之间存在 U 型关系, 融资约束变化会非线性地影响到财务绩效。

命题 3 (机制路径) 股权集中度对融资约束的影响是由两条相反的路径决定的, 在中低股权集中度区间, 信息不对称改善所导致的缓解作用起主导作用, 在高股权集中度区间, 代理成本上升所导致的加重作用起主导作用。

命题 4 (情境调节), 股权性质对上述关系有调节作用, 融资约束的中介效应在民营企业中比在国有企业中更显著, 两种企业最优集中度阈值也不同。

Table 4. Summary of core research propositions

表 4. 核心研究命题汇总

命题	内容要点	对应模型结果
命题 1	股权集中度与财务绩效呈倒 U 型, 存在最优阈值 α^*	$P'(\alpha^*) = 0$
命题 2	融资约束为非线性中介, 集中度与融资约束呈 U 型	$\rho(\alpha)$ 二次型, $\alpha^0 = a/b$
命题 3	信息缓解效应与第二类代理成本加重效应此消彼长	$-a\alpha$ 与 $\frac{1}{2}b\alpha^2$ 项
命题 4	股权性质调节, 中介效应民营强于国有	参数 a, b, γ 的组别差异

需要注意的是, 上面所提到的机制还可以和企业的经营层面证据相互证明。秦海林、段曙彩(2022) [25]认为, 在去杠杆政策下融资约束会显著影响企业的存货周转效率, 从营运资本管理的角度出发, 为企业绩效受融资约束的影响提供了一个具体的途径, 与本文把融资约束放在核心中介位置的判断一致。

5. 研究结论与政策启示

(一) 主要结论

本文就股权集中度和财务绩效的关系研究中“结论分歧”、“机制衔接不足”两个问题展开论述, 创建起一个综合性的理论分析框架, 主要结论有以下几点。第一, 从控制权私利和监督激励的关系入手, 本文得出股权集中度和财务绩效之间呈倒 U 型关系, 在最优集中度阈值之内, 利益协同效应占优, 集中度提高有助于绩效; 超过这个阈值之后, 壕沟防御效应起主导作用, 集中度提高反而会削弱绩效。这一结论可以很好地解释以往经验研究中出现的正反两方面的分歧。第二, 本文找到融资约束这个重要中介渠道, 并证明它存在非线性特征, 即股权集中度经由信息不对称和第二类代理成本这两种相反的途径去影响外部融资溢价, 从而使得融资约束呈现 U 型, 且非线性地传递到财务绩效上。因此, 股权结构、外部融资和财务绩效被放在一起统一起来, 原本分开的两条研究线索得以贯通。第三, 股权性质会对以上机制起到情境调节的作用, 在民营企业中融资约束的中介效应更明显。

(二) 政策启示

以上结论有明显的治理和政策含义。第一, 对于企业来说, 股权结构的优化目标不应该仅仅追求集中或者分散, 而应该趋向于使财务绩效最大的适度集中区间。企业可以采用战略投资者、机构投资者或者合理的股权制衡来防止由于控制权过于集中而造成的利益侵占风险以及壕沟效应。第二, 由于融资约束起着核心的中介作用, 因此改善企业特别是民营企业融资约束, 是提高财务绩效的主要途径——既要拓宽多元化融资渠道, 发展直接融资市场, 又要改善信息披露质量来降低融资溢价。第三, 监管层应该加强投资者保护和信息披露监管, 增大私利攫取行为的成本(即加大模型中的损耗系数 γ), 既可以有效地遏制控股股东利益侵占, 也可以降低企业达成治理目标所必需的集中度水平, 在更大的股权结构区间内改善公司的绩效。第四, 对于国有和民营企业在融资环境以及代理问题上的不同之处, 应该采取不同的治理引导和支持政策来解决: 对国有企业来说, 主要是完善内部治理、减少行政干预、缓解第一类代理问题; 对民营企业来说, 主要是拓宽融资渠道、降低外部融资溢价, 使企业能在适当的集权股权结构下发挥大股东的监督激励作用。本文的框架也表明, 公司治理改革和金融市场建设不是两件独立的事情, 优化股权结构可以缓解融资约束, 健全的融资环境又会放大良好的治理绩效红利, 两者存在明显的政策互补性, 应该并行推进。

(三) 研究局限与展望

本文属于理论分析框架, 还存在一些不足。一方面, 本文模型为求简明而对私利攫取成本、融资溢价等作了较强的函数形式假设, 未来可以放松这些假设、加入动态和不确定性因素, 并将董事会独立性、机构投资者持股等其他治理变量内生, 以检验本文比较静态结论的稳健性。另一方面, 本文提出的四个理论命题还需要经验检验, 后续研究可以利用中国上市公司的面板数据, 采用二次项回归、门槛模型和中介效应检验等方法来识别倒 U 型直接效应和非线性中介效应, 并且检验股权性质等情境因素的调节作用, 从而给本文的理论判断提供经验支持。

参考文献

- [1] Wang, H., Wu, J., Yang, Y., Li, R. and Liu, Y. (2019) Ownership Concentration, Identity and Firm Performance: Evidence from China's Listed Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, **55**, 3653-3666.
<https://doi.org/10.1080/1540496x.2019.1672042>
- [2] 程素云, 胡进. 传媒行业上市公司股权结构与公司绩效的实证分析[J]. 财会月刊, 2017(24): 31-38.
- [3] Shahrier, N.A., Ho, J.S.Y. and Gaur, S.S. (2018) Ownership Concentration, Board Characteristics and Firm Performance among Shariah-Compliant Companies. *Journal of Management and Governance*, **24**, 365-388.
<https://doi.org/10.1007/s10997-018-9436-6>
- [4] Attarit, T. (2023) The Impact of Ownership Structure on Firm Value: New Evidence from Thai Listed Firms. *International Journal of Scientific Research and Management (IJSRM)*, **11**, 1508-1516.
<https://doi.org/10.18535/ijssrm/v11i10.sh01>
- [5] 邓曦东, 唐宁, 邓沛. 汽车行业上市公司高管特征与财务绩效关系研究——以股权集中度为调节变量[J]. 财会通讯, 2019(21): 79-82+114.
- [6] 龙子午, 王祖昕. 股权集中度、R&D 投入与企业财务绩效[J]. 财会通讯, 2020(4): 41-44.
- [7] 王丹, 彭晨宸. 股权集中度、投资者保护与财务绩效——基于国家层面创新型企业的经验证据[J]. 财会通讯, 2018(12): 35-40+129.
- [8] 王豪杰, 黄良杰. 控股股东股权质押与企业行为选择: 基于金融化和创新的视角[J]. 财会通讯, 2024(19): 90-94.
- [9] 衣凤鹏, 徐二明, 张晗. 股权集中度与领导结构对连锁董事与企业社会责任关系的调节作用研究[J]. 管理学报, 2018, 15(9): 1359-1369.
- [10] Tsafack, G. and Guo, L. (2021) Foreign Shareholding, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Chinese Companies. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, **31**, 100516.
<https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100516>

-
- [11] 金阳. 私募股权投资基金对创业板企业财务绩效的影响[J]. 中国注册会计师, 2021(11): 78-82.
- [12] 程晓多, 张立彤, 杨博文. 股权结构对制造业企业绿色创新的影响研究[J]. 管理现代化, 2024, 44(2): 136-146.
- [13] 沈毅, 张清正. 研发补贴、股权集中度与企业研发投入[J]. 预测, 2020, 39(3): 42-49.
- [14] Liu, K., Wang, Z., Du, R., Chen, H. and Li, Y. (2023) Financing Constraints and Impact on Corporate Performance Growth: Study in China Listed Logistics Enterprises. *PLOS ONE*, **18**, e0285671. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0285671>
- [15] Jin, M., Zhao, S. and Kumbhakar, S.C. (2019) Financial Constraints and Firm Productivity: Evidence from Chinese Manufacturing. *European Journal of Operational Research*, **275**, 1139-1156. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2018.12.010>
- [16] 苏英, 潘露, 李静怡, 张玉兰. 企业金融化、融资约束与制造企业财务绩效[J]. 会计之友, 2025(9): 123-130.
- [17] 汪茜, 陈会茹. 企业社会责任、融资约束与财务绩效[J]. 西安财经大学学报, 2024, 37(3): 79-91.
- [18] 刘书兰, 王蒙, 漆俊美. 绿色投资、融资约束与企业财务绩效——来自能源行业上市企业的经验证据[J]. 统计与决策, 2024, 40(6): 172-177.
- [19] 陈兴. 股权集中度与民营企业的信贷可得性——基于世界银行中国企业调查的微观证据[J]. 财经问题研究, 2017(8): 37-44.
- [20] 翟华明, 马静, 朱清香. 融资约束、股权结构和股利平稳性[J]. 金融发展研究, 2019(8): 68-74.
- [21] Tu, H.-X. (2021) Ownership Structure, Financing Constraints and Inefficient Investment: Empirical Analyses of Chinese Data. *African Journal of Business Management*, **15**, 291-298. <https://doi.org/10.5897/ajbm2021.9287>
- [22] Cai, R., Yun, K.H. and Kim, M. (2022) Financing Constraints and Corporate Value in China: The Moderating Role of Multinationality and Ownership Type. *Sustainability*, **14**, 12297. <https://doi.org/10.3390/su141912297>
- [23] Holmstrom, B. (1979) Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, **10**, 74-91. <https://doi.org/10.2307/3003320>
- [24] Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2000) Tunneling. *American Economic Review*, **90**, 22-27. <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>
- [25] 秦海林, 段曙彩. 去杠杆政策、融资约束与存货周转——基于 A 股工业企业的实证检验[J]. 产业经济评论, 2022(6): 37-56.