

非控股大股东参与公司治理：求变还是保守？ ——基于战略调整的视角

• 余怒涛¹ 王 涵² 张华玉^{3,4}

(1, 2, 3 云南财经大学会计学院 昆明 650221; 4 厦门大学管理学院 厦门 361005)

【摘要】非控股大股东在公司治理中的作用越发凸显，但鲜有研究探索非控股大股东参与公司治理后是否会触发企业战略调整。以 2007—2019 年沪深 A 股非金融类上市公司为样本，探讨了非控股大股东参与公司治理对企业战略调整的影响。研究发现，非控股大股东参与公司治理对企业战略调整产生显著的正向影响，体现出积极求变的态度；其中非国有大股东、本土大股东对企业战略调整的提升起着更明显的作用，表现出参与治理的主体异质性。机制检验发现，非控股大股东参与治理后对于企业战略调整的促进作用是通过发挥监督效应实现的。进一步研究发现，在没有设立战略委员会、企业所在地法治水平高的企业中，非控股大股东参与公司治理对企业战略调整的正向影响更为明显。研究结论为企业优化公司治理机制、制定企业战略决策提供了经验证据。

【关键词】非控股大股东 战略调整 异质性 公司治理

中图分类号：C93；F270 文献标识码：A

1. 引言

企业战略是企业在分析内外部环境与资源基础上确立的长远发展目标，决定着企业未来发展方向，预示着企业未来资源的投向和力度（李志斌和黄馨怡，2021），对企业形成核心竞争力具有纲领性的意义（何萱和张敏，2019），其重要性不言而喻。然而，市场环境瞬息万变，企业能否在激烈的市场竞争中生存和发展，主要取决于它们能否适应竞争环境的变化（Kieran et al., 2020），以及能否根据环境的变化适时地对企业的战略做出调整。企业的战略调整作为应对外部环境的动态性与不确定性的一种重要手段（连燕玲等，2014），有助于企业构筑且持续强化竞争优势（张艺琼等，2019），

* 基金项目：国家自然科学基金项目“供应链客户关系与上市公司大股东行为研究——基于股权质押视角”（项目批准号：72262034）；国家自然科学基金项目“大股东异质性、退出威胁与企业创新”（项目批准号：71862037）；云南省教育厅科学研究基金项目“非控股大股东与企业战略调整”（项目批准号：2022Y486）。

通讯作者：张华玉，E-mail: zhy_112358@126.com。

并决定着企业在未来市场上的生存和发展 (陈传明, 2002)。因此, 如何推动企业进行战略调整成为理论界和实务界都关注的议题。现有研究表明, 企业战略调整的动因主要来自管理层 (Back et al., 2020; 李卫宁和李莉, 2015) 和企业外部环境 (何萱和张敏, 2019)。

在我国资本市场上, 随着股权分置改革的完成和融资融券制度的实施, “一股独大” 的状况逐渐得到缓解, 非控股大股东在上市公司中普遍存在, 并逐步成为市场中不可忽视的一股力量。2018 年, 中国证监会对《上市公司治理准则》进行了修订, 在制度层面上鼓励机构投资者参与公司治理, 由此, 非控股大股东在公司治理中的地位更加凸显。根据近年来的研究, 非控股大股东在降低企业代理成本 (陈克兢, 2019)、抑制企业的过度杠杆行为 (Boateng and Huang, 2016) 等方面发挥着重要的作用, 对企业各方面的决策都产生了重要的影响, 是一项重要而有效的内部治理机制, 但鲜有研究探讨非控股大股东对企业战略调整的影响。

基于以上分析, 本文将从非控股大股东参与公司治理的视角出发, 探究其对企业的战略调整的态度, 究竟是主动求变还是倾向于保守。研究发现: 非控股大股东倾向于促进企业的战略调整, 体现出积极求变的态度, 并且该效应会受到非控股大股东异质性的影响, 表现为当非控股大股东为非国有大股东、本土大股东时, 这种促进作用才明显; 机制分析发现, 非控股大股东是通过实施监督效应来影响企业战略调整的; 进一步研究发现, 非控股大股东对企业战略调整的治理效应会受到企业战略委员会设立、地方法治水平的影响, 表现为当企业未设立战略委员会、所在地区法治水平更高时, 非控股大股东对于企业战略调整的促进作用更加明显。

本文可能的贡献主要有:

(1) 从非控股大股东的视角拓展了企业战略调整影响因素的研究。现有文献多集中于从管理层和企业外部环境的视角讨论企业战略调整的影响因素, 但随着非控股大股东的规模越来越大, 其在企业中的治理效应也越来越受到理论界和实务界的关注, 为此, 本文通过考察非控股大股东对企业战略调整的影响, 丰富了企业战略调整影响因素的相关文献。

(2) 对非控股大股东的治理效应的有关文献做了有益补充。关于非控股大股东在企业战略调整方面是否具有促进作用的研究目前来说还是较为缺失, 本文通过考察非控股大股东及其异质性对企业战略调整的作用机制, 丰富了关于非控股大股东经济后果、非控股大股东异质性作用机理的相关研究。

(3) 促进上市公司更好地认识非控股大股东与企业战略调整的关系, 能为企业完善战略决策机制提供理论依据, 也能为上市公司有效结合内外治理机制、提升企业的治理效率、促进治理效用最大化提供一定的经验证据。

2. 文献回顾与研究假设

2.1 文献回顾

2.1.1 非控股大股东的治理机制

不同于中小投资者, 拥有大量股权的投资者拥有的决策权、股价升高时的财富分配权以及股权

的可转让性使得其参与治理的收益要远高于治理成本 (Hope et al., 2017)。因此, 他们有很强的动机对公司资产进行监控, 以监督控股股东和经理人的行为, 从而追求公司的利益最大化 (Admati and Pfleiderer, 1994)。非控股大股东在较强的治理动机下, 参与治理的方式主要有两种: 一种是“用手投票”, 是指非控股大股东通过提交议案 (Gillan and Stark, 2000)、投票更换管理层 (Helwege et al., 2012)、委派董事会席位 (祝继高等, 2015) 等方式, 积极地对企业的各项决策实施干预和监督。另一种是“退出威胁”, 非控股大股东可以借助退出信号的传递作用 (李蒙等, 2021), 通过威胁控股股东和管理层“卖出持有的股票并导致公司股价下跌” (Palmite, 2001), 来对控股股东及管理层的行为进行约束。非控股大股东的“退出威胁”作为公司治理的一个前沿领域 (李蒙等, 2021), 越来越受到学者们的关注。现有研究表明, 非控股大股东的“退出威胁”可以抑制控股股东的私利行为 (Hope et al., 2017)、减少控股股东的不分红行为 (胡建雄和殷钱茜, 2019), 在降低两类代理成本 (陈克兢, 2019)、改善财务报告质量 (Dou et al., 2018) 等方面发挥着重要作用, 不仅提升了企业价值, 也获得了超额收益 (Bharath et al., 2013)。

2.1.2 企业战略调整的影响因素研究

在现阶段, 大多数研究通常从两个方面探讨影响企业战略调整的因素, 一是从企业内部出发, 研究企业管理层对企业战略调整的作用机制; 二是从企业外部环境的视角, 研究外部环境如何影响企业的战略调整。

(1) 管理层对企业战略调整的影响。大多数的学者从 CEO 的角度来研究管理层如何影响战略调整, 比如 Nakauch 和 Wiersema (2015) 将 CEO 继任分为常规继任和非常规继任, 发现 CEO 的非常规继任能促进企业的战略调整, CEO 常规继任则不影响企业战略调整; 韵江等 (2021) 基于行为金融学的相关理论, 探究了 CEO 过度自信对战略变革的影响和作用机制。有部分学者将研究对象扩展到高层管理团队 (TMT), 例如 Richard 等 (2019) 实证检验了 TMT 的性别、年龄、教育水平等特性对战略调整的影响, 李卫宁和李莉 (2015) 则是以我国沪深两市的企业为研究样本, 发现 TMT 任期异质性对战略变动产生了显著的负向影响。由于高层管理人员在企业战略的制定中起着主导作用, 也有少部分学者从高管激励的角度, 研究管理层如何影响战略调整, 比如罗坤和余敏 (2021) 以 2007—2016 年中国沪深两市 A 股上市公司为样本, 研究发现薪酬参照落差越大, CEO 越有可能实施更多的战略调整; 连燕玲等 (2014) 的实证分析结果则表明, 如果业绩期望落差扩大, 那么组织为解决困境和规避利益损失, 进行战略调整的幅度也就变大。另一部分学者则是基于董事会的角度, 实证检验了董事会社会资本 (Haynes and Hillman, 2010)、董事会行业专长 (Oehmichen et al., 2017)、董事会人员结构和决策流程 (Golden and Zajac, 2001)、董事会领导权分离模式 (周建和许为宾, 2015)、董事长军旅背景 (董静和邓浩然, 2021) 等因素对企业战略调整产生的影响。

(2) 外部环境对企业战略调整的影响。傅皓天等 (2018) 通过研究发现外部环境不确定性是企业战略调整的重要动因, 万赫等 (2021) 则从经济政策变化的视角出发, 研究发现经济政策的不确定性诱发了企业的战略变化。有学者将研究的落脚点放在具体的经济政策上, 例如 Yan 等 (2015) 探索了货币政策对企业战略变化的影响机理, 发现宽松的货币政策比紧缩的货币政策更

加能够促进企业的战略调整。除了环境的变化和政策的动因,市场监管中媒体的作用也受到学者们的关注,比如何萱和张敏(2019)通过实证分析发现当企业面对负面媒体报道的压力时,更加倾向于调整战略。

2.1.3 研究评述

通过对非控股大股东和企业战略调整的相关研究进行回顾后发现,非控股大股东普遍存在于上市公司中,并通过“用手投票”“退出威胁”两种手段积极参与公司治理,在公司治理中起着不可替代的关键性作用。另一方面,针对企业战略调整影响因素的研究也硕果累累,学者们分别从管理层和企业外部环境的角度出发,探讨并分析了 CEO、董事会、环境不确定性、政策实施等因素对企业战略调整的影响,但是基于非控股大股东与企业战略调整关系的研究目前还是较为缺失。作为公司治理中的重要主体,非控股大股东对战略调整持有何种态度,能否实施积极有效的治理措施进而促进企业的战略调整,并通过何种方式影响企业战略调整,非控股大股东的异质性是否又会在过程中产生影响,这些问题都有待检验。

2.2 研究假设

在战略制定过程中,非控股大股东可能持有两种态度:一是保守态度,倾向于维持企业原本的战略;二是求变态度,倾向于主动做出变革,两种态度可能会导致企业战略调整发生不同的变化。

2.2.1 非控股大股东倾向于进行战略调整

非控股大股东有意愿去促进企业的战略调整。一方面,非控股大股东在企业中持有较多股份,其持股的最终目的是在企业价值提升后通过售卖股权的方式获取超额收益(陈克兢,2021),企业的价值越高,作为企业剩余收益的重要分享者的非控股大股东的既得经济利益就越高,因而他们有动机参与企业的价值增值活动(Faure and Gromb, 2004)。企业的战略调整能显著地提高企业的绩效(Zajac and Kraatz, 1993),从而提升企业价值,因而当非控股大股东洞察到经济环境已经发生变化,但企业又存在战略惯性问题时,出于自身利益的考虑,非控股大股东可能会采取行动推动企业的战略调整。另一方面,非控股大股东作为企业的一部分出资人,将企业的资产委托给管理层进行管理,但根据委托代理理论,当管理者并不对企业的全部现金流都拥有所有权时,管理者并不会全力去为股东创造价值(Jensen and Meckling, 1976),即存在着事后信息不对称导致的道德风险行为。由于信息不对称,所有者难以准确了解管理者的行为,管理者知道所有者难以准确了解自己的行为,即使自己采取了偷懒的策略,所有者也可能不会发现而仍然付给自己报酬,从而诱致管理者采取偷懒的机会主义策略(耿同劲,2004),并没有很强的意愿主动对企业战略做出调整(Hannan and Freeman, 1984),加之以往的成功经验也会导致管理者的盲目自满(丁一等,2020),出于对自己决策能力及其应用的过于自信,管理者不愿意对过去决策做出改变,或者没有认识到这种改变的必要性,这些情况都会使企业错失必要的战略调整(陈传明,2002)。为

了抑制管理层的偷懒行为, 促进管理层为实现企业的长期价值而更加努力, 非控股大股东有动机对管理层的战略决策进行监督, 使其根据经济环境的变化主动对企业战略做出调整, 从而保持企业的核心竞争力。

作为公司最重要的利益相关者之一, 非控股大股东有能力推动企业战略调整。根据利益相关者理论, 投资者是企业最为重要的直接利益相关者, 公司的作为或不作为是根据股东的需求驱动的, 企业决策需要考虑那些可能影响公司目标实现的股东的目标 (Freeman, 1999), 利益相关方也会通过对组织施加压力, 从而影响组织的行为与决策 (赵天骄等, 2018)。非控股大股东这一群体在我国上市公司中普遍存在, 持有一定数量股份的非控股大股东既可以在董事会中派出董事、申请召开股东大会, 还能引发资本市场的“羊群效应” (Banerjee, 1992), 这些都会导致管理层无法忽视非控股大股东的的影响力, 在相关的决策当中会考虑非控股大股东的利益诉求。因此, 当非控股大股东具有调整企业战略的动机时, 即使不愿意主动调整企业的战略, 管理层也可能出于对非控股大股东具有的权力和影响力的考量, 在战略决策过程中妥协于非控股大股东的这一要求。此外, 非控股大股东通常能够获悉更多公司层面的信息, 更了解控股股东和公司的情况 (李蒙等, 2021), 这些信息的掌握也增添了非控股大股东与管理层进行谈判沟通的筹码, 有利于非控股大股东说服管理层进行战略调整。

2.2.2 非控股大股东倾向于维持原有战略

在企业战略调整当中, 组织中的成员是否接受战略变化的一个重要因素是该变化对成员来说是否有利 (Oreg and Vakola, 2011), 如果非控股大股东认为企业的战略调整有可能损害自己的权益, 或是无法带来较高的回报, 则会不赞同调整企业的战略。

第一, 根据前景理论, 理性的投资者在投资的过程中表现出明显的风险厌恶, 由于投资失败的痛苦大于同等收益带来的快乐, 所以大部分投资者倾向于做出较为保守的投资选择 (Kahneman and Tversky, 1979)。从战略调整本身来说, 它有着不确定性高、风险大的特点, 例如制度变革等变化会对企业的生存产生风险冲击 (罗昆和余敏, 2021), 而非控股大股东作为理性的经济人, 对于战略调整带来的负面影响可能会持有厌恶的态度。

第二, 企业的战略调整若要实施, 会产生一定的成本, 这些调整成本在战略调整的收益尚未实现时会随着变革幅度的增大而不断增加 (杨艳等, 2015), 一方面, 调整成本的产生会使企业的利润降低, 导致股东分配到的收益减少; 另一方面, 战略调整是一个长期的过程, 从制定到实施, 可能会经历一段漫长的时间, 战略调整所带来的积极影响可能要经过较长的时间才能显现, 而一些非控股大股东可能并不在意企业长期价值, 反而更在意企业的短期行为 (唐跃军等, 2010), 因此可能会对战略调整这种长期才能产生收益的决策持拒绝的态度。

基于以上两个方面的分析, 本文提出如下备择假设:

H1a: 非控股大股东倾向于进行战略调整;

H1b: 非控股大股东倾向于维持原有战略。

3. 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

本文选取了 2007—2019 年沪深 A 股非金融类上市公司为研究对象,剔除了 ST* 企业、ST 企业以及数据不全的样本,最终得到 15292 个样本观测值。经济政策不确定性的数据来源于黄昀与陆尚勤编制的月度中国经济政策不确定性指数;市场中介组织的发育和法律制度环境指数来源于《中国分省份市场化指数报告》(2021 年版);DIB 内部控制指数来源于 DIB 数据库;其余数据均来自 CSMAR 数据库。为消除极端值的影响,本文对所有变量进行了上下 1% 的缩尾处理;实证分析所用软件为 Stata15.1。

3.2 变量选择与模型设计

为验证假设,本文建立如下多元回归模型:

$$sc_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 blockholder_{i,t} + \alpha_2 first_{i,t} + \alpha_3 soe_{i,t} + \alpha_4 lev_{i,t} + \alpha_5 size_{i,t} + \alpha_6 ceo_ratio_{i,t} + \alpha_7 roa_{i,t} + \alpha_8 dual_{i,t} + \alpha_9 time_{i,t} + \alpha_{10} uncertainty_{i,t} + \sum year + \sum ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型 (1) 中各变量的解释如下:

3.2.1 被解释变量

被解释变量企业战略调整 sc , 计算过程如下:

借鉴 Geletkanycz 等 (1997) 的研究,利用如下方法构建企业战略调整的指标:首先,通过 6 个维度来分析企业战略调整,分别是广告投入 (销售费用/营业收入)、研发投入 (无形资产净值/营业收入)、资本密集度 (固定资产/员工人数)、固定资产更新程度 (固定资产净值/固定资产原值)、管理费用投入 (管理费用/营业收入) 和财务杠杆 (负债总额/权益账面价值),考虑到中国上市公司年报的披露特点和数据的可获得性,参考李卫宁和李莉 (2015) 的做法,使用固定资产率 (固定资产/主营业务收入) 来代替厂房及固定设备更新率。其次,分别以 2009—2017 年为基期 t ,计算出上述 6 个指标在 5 年窗口期 $[t-2, t+2]$ 内的方差。再次,基于年度—行业对上述方差进行标准化处理。最后,将上述标准化后的 6 个指标取平均值来度量企业战略调整 (sc),该值越大意味着企业战略的调整程度越大。

3.2.2 解释变量

解释变量为非控股大股东存在状况 $blockholder$, 由企业是否存在非控股大股东 $blockholder_yes$

和非控股大股东持股比例 $blockholder_r$ 表示。其中, 非控股大股东的界定参考 Bharath 等 (2013) 的研究, 将持股比例超过 5% 且不具有控制权的股东定义为非控股大股东, 并除去董事会和管理层持股。

3.2.3 控制变量

参考连燕玲等 (2014)、韵江等 (2021) 的研究, 本文控制了企业第一大股东持股比例 ($first$)、产权性质 (soe)、财务杠杆 (lev)、企业规模 ($size$)、管理层持股 (ceo_ratio)、企业绩效 (roa)、两职合一 ($dual$)、企业上市时长 ($time$), 由于经济政策不确定性也会影响企业的战略调整 (万赫等, 2021), 我们还控制了经济政策不确定性 ($uncertainty$), 并同时控制行业和年份效应。

变量具体定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	具体定义
被解释变量	企业战略调整	sc	借鉴 Geletkanycz 等 (1997)、李卫宁和李莉 (2015) 的研究计算得到
解释变量	企业是否存在非控股大股东	$blockholder_yes$	哑变量, 企业若存在非控股大股东取 1, 否则取 0
	非控股大股东持股比例	$blockholder_r$	企业非控股大股东持股股数/企业总股本
控制变量	第一大股东持股比例	$first$	第一大股东持股股数/企业总股本
	产权性质	soe	哑变量, 若企业为国有企业取 1, 否则取 0
	财务杠杆	lev	企业负债/总资产
	企业规模	$size$	企业当期总资产的自然对数
	管理层持股	ceo_ratio	当期管理层持股数量/总股本
	企业绩效	roa	当期净利润/总资产余额
	两职合一	$dual$	哑变量, 若董事长和总经理为同一人取 1, 否则取 0
	企业上市时长	$time$	企业上市天数的自然对数
	经济政策不确定性	$uncertainty$	月度经济政策不确定性指数的年度均值
	行业	ind	按照证监会的行业分类设置哑变量
	年份	$year$	设置年份哑变量

4. 实证结果

4.1 描述性统计

表 2 显示了主要变量的描述性统计。企业战略调整 (sc) 的均值为 0.275, 最小值为 0.039, 最大值为 11.019, 标准差为 0.506, 说明我国上市公司在样本期间皆进行了一定程度的战略调整, 并且样本之间的战略调整存在着一定的差异。企业是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 的均值为 0.511, 即 51.1% 的样本都存在非控股大股东, 说明在我国上市公司中, 非控股大股东的存在具有一定的普遍性。非控股大股东持股比例 (blockholder_r) 的均值为 0.086, 即非控股大股东平均持股 8.6%, 能够对企业的各项决策施加一定的影响。此外, 管理层持股 (ceo_ratio)、企业规模 (size) 标准差较大, 表明我国上市公司之间的管理层持股比例差异较大、上市公司规模差异较大。为避免各变量之间存在多重共线性, 本文还做了解释变量间的多重共线性检验, 各变量的方差膨胀因子均在 3 以下, 均值为 1.53, 因此各变量间不存在多重共线性。

表 2 变量描述性统计

变 量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
sc	15292	0.275	0.506	0.158	0.039	11.019
blockholder_yes	15292	0.511	0.500	1	0	1
blockholder_r	15292	0.086	0.107	0.052	0	0.497
first	15292	0.345	0.151	0.322	0.086	0.749
soe	15292	0.617	0.486	1	0	1
lev	15292	0.517	0.209	0.521	0.053	0.971
size	15292	22.298	1.390	22.213	19.383	26.537
ceo_ratio	15292	0.528	3.190	0	0	47.350
roa	15292	0.031	0.069	0.029	-0.277	0.224
dual	15292	0.152	0.359	0	0	1
time	15292	8.785	0.298	8.819	7.287	9.627
uncertainty	15292	4.941	0.420	4.823	4.523	5.895

4.2 单变量检验

为初步考察非控股大股东与企业战略调整之间的关系, 本文在正式进行回归分析之前进行了单

变量均值检验。如表 3 所示, Group1、Group2 分别表示不存在非控股大股东的样本数量、存在非控股大股东的样本数量, Mean1、Mean2 分别表示不存在非控股大股东的样本战略调整的均值、存在非控股大股东的样本战略调整的均值, 二者在 1% 的水平上存在着显著性差异, 初步验证了假设 H1a。

表 3 单变量均值检验

变量	Group1	Mean1	Group2	Mean2	MeanDiff
sc	7485	0.261	7807	0.289	-0.028***

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的统计水平上显著。下同。

4.3 主回归分析

本文使用 OLS 模型对假设进行验证, 回归结果如表 4 所示, 列 (1) 和列 (2) 是仅控制行业和年度效应的回归结果, 是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 的回归系数为 0.032, 非控股大股东持股比例 (blockholder_r) 的回归系数为 0.161, 均在 1% 的水平上显著为正。列 (3) 和列 (4) 是进一步加入其他控制变量的多元回归结果, 是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 的系数为 0.021, T 值为 2.442, 在 5% 的水平上显著; 非控股大股东持股比例 (blockholder_r) 的回归系数为 0.189, T 值为 4.753, 在 1% 的水平上显著, 说明非控股大股东参与公司治理能够显著提升企业战略调整, 体现出非控股大股东积极求变的态度, 假设 H1a 得到验证。

此外, 控制变量的符号也与现有文献 (连燕玲等, 2014; 韵江等, 2021) 基本保持一致。企业规模 (size) 越大、绩效 (roa) 越高, 战略调整的幅度越小; 财务杠杆 (lev) 越高、上市时间 (time) 越长, 战略调整的幅度越大; 并且根据产权性质 (soe) 的系数来看, 非国有企业比国有企业更倾向于进行战略调整。

表 4 非控股大股东参与治理与企业战略调整

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)
	sc	sc	sc	sc
blockholder_yes	0.032*** (3.873)		0.021** (2.442)	
blockholder_r		0.161*** (4.181)		0.189*** (4.753)
first			0.010 (0.304)	0.030 (0.974)
soe			-0.060*** (-6.578)	-0.060*** (-6.592)

续表

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)
	sc	sc	sc	sc
lev			0.272 ^{***} (11.937)	0.274 ^{***} (12.000)
size			-0.057 ^{***} (-15.761)	-0.058 ^{***} (-16.146)
ceo_ratio			0.002 [*] (1.741)	0.002 (1.531)
roa			-0.613 ^{***} (-9.358)	-0.619 ^{***} (-9.456)
dual			-0.006 (-0.506)	-0.005 (-0.417)
time			0.106 ^{***} (5.447)	0.106 ^{***} (5.477)
uncertainty			-0.028 (-1.494)	-0.027 (-1.430)
year	yes	yes	yes	yes
ind	yes	yes	yes	yes
常数项	0.344 ^{***} (10.706)	0.346 ^{***} (10.819)	0.691 ^{***} (4.403)	0.705 ^{***} (4.496)
N	15,292	15,292	15,292	15,292
R ²	0.020	0.020	0.068	0.069

4.4 稳健性检验

为保证结论的稳健性，本文进行如下的稳健性检验：

4.4.1 内生性问题

(1) 滞后 1 期检验。非控股大股东与企业战略调整之间可能存在着反向因果的关系：战略调整程度越高的企业在高强度的竞争环境中适应力更强，也就越能吸引非控股大股东进入企业。为排除该反向因果存在的可能性，本文将解释变量非控股大股东存在状况 (blockholder) 以及所有控制变量做滞后 1 期处理。回归后的结果如表 5 所示，结果与前文基本保持一致，因此，一定程度上排除了非控股大股东与企业战略调整之间存在反向因果的可能性。

(2) 倾向得分匹配 (PSM)。为避免存在样本选择偏误而导致的内生性问题, 本文采用 PSM 的方法, 以是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 为因变量, 企业规模 (size)、第一大股东持股比例 (first)、企业绩效 (roa)、财务杠杆 (lev)、上市时长 (time) 作为自变量, 使用 logit 模型进行倾向值的计算, 采用 1 比 1 近邻有放回的配对原则进行匹配, 再对匹配后的结果用模型 (1) 进行回归。匹配后的 ATT 值为 2.76, 大于 1.96, 说明匹配效果较好。匹配后的回归结果如表 5 所示, 结果仍然与前文一致。

(3) 控制个体效应。不同的企业有着不同的个体特征, 为避免个体效应对回归产生影响, 我们进一步控制了企业层面的个体效应, 回归结果如表 6 所示, 在控制了个体效应后, 企业是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 和非控股大股东持股比例 (blockholder_r) 的回归系数依旧显著为正, 回归结果较为稳健。

(4) heckman 两阶段模型。可能存在遗漏变量同时影响非控股大股东与企业战略调整, 为解决此类内生性问题, 我们以公司所在行业存在非控股大股东的公司占比 (proportion) 作为工具变量, 进行 heckman 两阶段回归。具体的回归方法如下:

第一阶段, 构建非控股大股东存在状况 (blockholder) 决定因素模型:

$$\begin{aligned} \text{blockholder}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{proportion}_{i,t} + \beta_2 \text{first}_{i,t} + \beta_3 \text{soe}_{i,t} + \beta_4 \text{lev}_{i,t} + \beta_5 \text{size}_{i,t} + \beta_6 \text{ceo_ratio}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{roa}_{i,t} + \beta_8 \text{dual}_{i,t} + \beta_9 \text{time}_{i,t} + \beta_{10} \text{uncertainty}_{i,t} + \sum \text{year} + \sum \text{ind} + \delta_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

blockholder 分别由企业是否存在非控股大股东 blockholder_yes 和非控股大股东持股比例是否大于年度行业中位数 blockholder_r_med (哑变量, 非控股大股东持股比例大于年度行业中位数取 1, 否则取 0) 表示, 其他变量定义见表 1。对第一阶段模型 (2) 进行回归后, 计算得到逆米尔斯比例 (imr1、imr2)。

第二阶段, 在模型 (1) 中增加逆米尔斯比例 (imr1、imr2) 进行回归。根据表 6 的回归结果, 是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 和非控股大股东持股比例 (blockholder_r) 的回归系数均显著为正, 同样验证了前文的假设 H1a。

4.4.2 其他稳健性检验

(1) 异方差检验。在描述性统计中, 企业规模 (size) 的标准差较大, 说明上市公司的规模之间存在较大的差异, 容易产生异方差问题。为了修正潜在的异方差, 本文采用 OLS+稳健标准误的方法对模型 (1) 进行检验。根据表 7 的检验结果, 在 OLS+稳健标准误的回归方法下, 企业是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 和非控股大股东持股比例 (blockholder_r) 的回归系数均没有较大的变化, 说明回归结果较为稳健。

(2) 替换非控股大股东的衡量方式。按照我国的相关规定, 只有拥有企业 10% 以上股权的大股东才可以在企业中委派董事、提议召开股东大会, 因此, 本文替换非控股大股东的衡量方式, 以持股比例 10% 为基准, 将持有 10% 股份比例的大股东划分为非控股大股东, 再对模型 (1) 重新进行检验, 结果如表 7 所示, 是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 和非控股大股东持股比例 (blockholder_r) 均在 1% 的水平上显著提升了企业战略调整 (sc), 与前文的结论一致。

表 5 滞后 1 期检验与 PSM 倾向得分匹配

变量	滞后 1 期		PSM	
	(1) sc _{n+1}	(2) sc _{n+1}	(3) sc	(4) sc
blockholder_yes	0.015* (1.657)		0.019* (1.703)	
blockholder_r		0.156*** (3.758)		0.159*** (2.903)
controls	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes
ind	yes	yes	yes	yes
常数项	0.782*** (4.791)	0.790*** (4.841)	0.718*** (3.275)	0.721*** (3.296)
N	14017	14017	7361	7361
R ²	0.067	0.068	0.070	0.071

表 6 控制个体效应和 heckman 两阶段模型

变量	控制个体效应		heckman 两阶段			
	(1)	(2)	第一阶段		第二阶段	
	sc	sc	blockholder_yes	blockholder_r_med	sc	sc
blockholder_yes	0.026*** (2.592)				0.022** (2.516)	
blockholder_r		0.189** (2.084)				0.189*** (4.764)
proportion			1.138*** (9.272)	-0.523*** (-4.349)		
Imr1/imr2					0.098 (1.640)	-0.048 (-0.499)
controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes	yes	yes
ind	yes	yes	yes	yes	yes	yes
firm	yes	yes	no	no	no	no
常数项	1.663*** (3.856)	0.705** (2.045)	-0.849** (-1.986)	0.980** (2.326)	0.602*** (3.624)	0.719*** (4.514)

续表

变量	控制个体效应		heckman 两阶段			
	(1)	(2)	第一阶段		第二阶段	
	sc	sc	blockholder_yes	blockholder_r_med	sc	sc
<i>N</i>	15292	15292	15292	15292	15292	15292
<i>R</i> ²	0.048	0.069	0.1133	0.0892	0.069	0.069

表 7 异方差检验与替换解释变量

变 量	异方差检验		替换解释变量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	sc	sc	sc	sc
blockholder_yes	0.021** (2.327)		0.035*** (3.991)	
blockholder_r		0.189*** (4.237)		0.188*** (4.971)
controls	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes
ind	yes	yes	yes	yes
常数项	0.691*** (4.334)	0.705*** (4.422)	0.699*** (4.453)	0.710*** (4.528)
<i>N</i>	15292	15292	15292	15292
<i>R</i> ²	0.068	0.069	0.069	0.070

4.5 非控股大股东异质性分析

非控股大股东虽然普遍存在于企业中,但是他们也并非同质的,不同股东在产权资产配置、股权买卖动机、股权的行使方式与效果、代理方式以及行为方式等方面存在差异(杜勇,2011),进而可能会产生不同的治理效应。本文主要探讨国有大股东与非国有大股东、外资大股东与本土大股东之间的异质性,考察不同类型的非控股大股东是否会对企业战略调整产生不同影响。

4.5.1 国有大股东与非国有大股东之间的异质性

为探索国有大股东与非国有大股东对企业战略调整影响的异质性,本文基于存在非控股大股东的7807个样本,构建非国有大股东持股比例(*nstate_z*)与国有大股东持股比例(*state_z*)两个变量,考察其对战略调整的影响。回归结果如表8所示。非国有大股东持股比例(*nstate_z*)的系数为

0.151, 在 1% 的水平上显著, 说明随着非国有大股东持股比例的增加, 企业战略调整的幅度也在增加, 非国有大股东在战略调整方面发挥着较好的治理效应; 国有大股东持股比例 (state_z) 的系数虽然为正但不显著, 说明国有大股东对于企业战略调整不具有显著性影响。原因可能在于: 国有大股东持股更多是表明企业与政府之间的关系, 具有典型的“政治性”目标, 需要完成关系国计民生的各类政策性任务 (Lin et al., 1998); 非国有大股东则具有典型的“经济性”目标, 关注投资收益最大化 (张志平等, 2021), 并不承担政治责任, 因而更有动力参与公司治理, 当市场环境发生变化, 危及企业的生存与发展时, 非国有大股东也就更有动力去促进企业的战略调整。

4.5.2 外资大股东与本土大股东之间的异质性

为探索外资大股东与本土大股东对企业战略调整影响的异质性, 本文基于存在非控股大股东的 7807 个样本, 构建本土大股东持股比例 (local_z) 与外资大股东持股比例 (foreign_z) 两个变量, 考察其对战略调整的影响。回归结果如表 8 所示。外资大股东持股比例 (foreign_z) 的系数虽然为正, 但没有对企业战略调整 (sc) 产生显著性影响, 而本土大股东持股比例 (local_z) 的系数在 1% 的水平上显著提升了企业战略调整 (sc), 本土大股东的治理效应要优于外资大股东。造成这一结果的原因可能在于: 外国投资者对于我国制度背景、企业的基本信息等方面的了解都弱于本土投资者, 不具有信息优势, 其所能发挥的监督作用也就较小。

表 8 非控股大股东的异质性分析

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)
	sc	sc	sc	sc
nstate_z	0.151*** (2.634)			
state_z		0.101 (1.371)		
foreign_z			0.152 (1.388)	
local_z				0.201*** (3.226)
controls	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes
ind	yes	yes	yes	yes
常数项	0.783*** (3.584)	0.807*** (3.691)	0.837*** (3.800)	0.744*** (3.398)
N	7807	7807	7807	7807
R ²	0.088	0.087	0.087	0.088

4.6 机制检验: 非控股大股东影响企业战略调整的路径

根据前文的分析和检验, 非控股大股东倾向于企业进行战略调整, 那么, 其又是通过何种路径影响企业战略调整的呢? 相比其他小股东, 非控股大股东拥有更多的股份, 管理层无法忽视其利益诉求, 而且非控股大股东通常能够获悉更多公司层面的私有信息 (李蒙等, 2021), 因此更能起到监督管理层的作用。所以, 我们预测非控股大股东通过发挥监督效应, 从而促进企业进行战略调整。为验证这一机制, 我们从企业的监督环境出发, 进行如下的机制检验:

从企业外部监督的角度来看, 分析师对上市公司外部治理起着重要的作用, 能够对管理层的行为产生压力 (赵胜民和张博超, 2021), 企业受到分析师的关注越多, 受到的外部监督压力也就越大。因此, 我们采用分析师关注数量来衡量企业受到外部监督的程度, 并据此将样本分为分析师关注度高和分析师关注度低的两组进行分组检验, 结果如表 9 的列 (1) 至 (4) 所示, 在分析师关注度低的分组中, 是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 在 5% 的水平上显著促进了企业战略调整, 而在分析师关注度高的分组中, 是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 的系数不显著; 对于非控股大股东持股比例 (blockholder_r) 这一解释变量来说, 当分析师关注度较低时, 其系数为 0.271, 在 1% 的水平上显著, 当分析师关注度较高时, 其系数为 0.081, 在 1% 的水平上显著, 两组的组间差异检验 chi2 值为 4.77, p 值为 0.029, 小于 0.05, 两组之间存在着显著差异。总的来说, 当分析师关注度较低时, 非控股大股东对企业战略的正向影响更加明显。

从企业内部监督的角度来看, 内部控制是企业关键性的一种平衡制约机制, 极大地增强了对高管的监督 (贺星星和胡金松, 2022), 企业的内部控制质量越高, 内部治理的效果也就越好。基于此, 我们采用 DIB 内部控制指数来反映企业受到内部监督的程度, 基于内部控制指数将样本分为内部控制质量高和内部控制质量低两组并进行分组检验, 结果如表 9 的列 (5) 至 (8) 所示, 在内部控制质量较低的分组中, 是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 在 10% 的水平上显著促进了企业战略调整, 而在内部控制质量较高的分组中, 是否存在非控股大股东 (blockholder_yes) 的系数不显著; 对于非控股大股东持股比例 (blockholder_r) 这一解释变量来说, 当内部控制质量较低时, 其系数为 0.254, 在 1% 的水平上显著, 当内部控制质量较高时, 其系数为 0.077, 在 5% 的水平上显著, 进行组间差异检验后发现, chi2 值为 3.65, p 值为 0.056, 小于 0.1, 两组之间存在着显著差异。总的来说, 当内部控制质量较低时, 非控股大股东对企业战略的正向影响更加明显。

综合以上监督机制的结果来看, 非控股大股东对企业战略的促进作用在企业受到监督较弱情况下更强, 表明非控股大股东确实通过发挥监督效应, 影响了企业的战略调整。

表 9 机制检验

变量	分析师关注度低		分析师关注度高		内部控制质量低		内部控制质量高	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	sc	sc	sc	sc	sc	sc	sc	sc
blockholder_yes	0.033** (2.38)		-0.000 (-0.06)		0.025* (1.65)		0.003 (0.38)	
blockholder_r		0.271*** (4.04)		0.081*** (2.65)		0.254*** (3.57)		0.077** (2.12)
controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
ind	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
常数项	0.642** (2.37)	0.632** (2.34)	0.096 (0.77)	0.120 (0.97)	1.151*** (4.09)	1.146*** (4.07)	0.045 (0.31)	0.058 (0.40)
N	7719	7719	6361	6361	7652	7652	7633	7633
R ²	0.080	0.081	0.102	0.103	0.085	0.086	0.052	0.052

4.7 拓展性分析

4.7.1 企业战略委员会的调节效应

战略委员会是企业制定长期发展战略的重要咨询机构(周建等, 2008), 对企业战略的制定产生关键性影响。为考察企业战略委员会在非控股大股东与企业战略调整之间的调节作用, 本文将样本中披露了有关战略委员会设立信息的样本(共 4347 个)进行分组并检验, 一组设立了战略委员会, 另一组未设立战略委员会。根据表 10 所示的回归结果发现, 在未设立战略委员会的分组中, 是否存在非控股大股东(blockholder_yes)和非控股大股东持股比例(blockholder_r)的系数分别为 0.034、0.275, 分别在 10%、1%的水平上显著促进了企业战略调整(sc), 但在设立战略委员会的分组中, 是否存在非控股大股东(blockholder_yes)和非控股大股东持股比例(blockholder_r)的系数均不显著。这一结果说明非控股大股东与企业战略委员会之间存在着一定的替代效应, 当企业未设立战略委员会时, 非控股大股东一定程度上能够代替战略委员会的职能, 对企业战略调整起到促进作用, 发挥了治理效应。

表 10 战略委员会的调节效应

变 量	企业设立战略委员会		企业未设立战略委员会	
	(1) sc	(2) sc	(3) sc	(4) sc
blockholder_yes	-0.001 (-0.041)		0.034* (1.724)	
blockholder_r		-0.001 (-0.012)		0.275*** (3.092)
controls	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes
ind	yes	yes	yes	yes
常数项	-0.229 (-0.470)	-0.229 (-0.472)	0.552 (1.513)	0.575 (1.577)
N	1997	1997	2350	2350
R ²	0.100	0.100	0.083	0.085

4.7.2 地方法治水平的调节效应

我国国内各省份法治水平存在差异, 法治水平高的地区, 投资者保护机制较为完善, 更加有利于外部投资者参与公司治理。为探索地方法治水平在非控股大股东与战略调整之间的调节作用, 本文将《中国分省份市场化指数报告》中的“市场中介组织的发育和法律制度环境”指数作为企业受到法律规制程度的衡量, 按照指数中位数将样本分为两组, 一组是法治水平较高组, 另一组是法治水平较低组, 再通过模型(1)进行回归检验。根据表11显示的回归结果, 在法治水平较低组, 是否存在非控股大股东(blockholder_yes)和非控股大股东持股比例(blockholder_r)的系数虽然都为正, 但是不显著; 在法治水平较高组, 是否存在非控股大股东(blockholder_yes)和非控股大股东持股比例(blockholder_r)均对企业战略调整(sc)产生显著的正向影响, 说明在法治水平较高的地区, 非控股大股东对企业战略调整的积极作用更加明显, 法律的完善有利于投资者行使自己的权利。

表 11 地方法治水平的调节效应

变 量	地方法治水平低		地方法治水平高	
	(1) sc	(2) sc	(3) sc	(4) sc
blockholder_yes	0.001 (0.087)		0.040*** (4.524)	

续表

变 量	地方法治水平低		地方法治水平高	
	(1) sc	(2) sc	(3) sc	(4) sc
blockholder_r		0.078 (1.164)		0.290*** (7.008)
controls	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes
ind	yes	yes	yes	yes
常数项	1.092*** (4.000)	1.094*** (4.012)	0.132 (0.756)	0.146 (0.834)
N	7662	7662	7630	7630
R ²	0.100	0.100	0.054	0.057

5. 研究结论与启示

非控股大股东的治理效应已经颇受学者们认可，但较少有文献研究非控股大股东对企业战略调整的态度。本文以 2007—2019 年沪深 A 股非金融类上市公司为研究样本，探讨了非控股大股东对企业战略调整的影响机理。研究表明：非控股大股东对企业战略起着显著的正向影响，这一结论通过内生性检验等稳健性检验后依然成立；非控股大股东类型不同，对企业战略调整产生的影响也不同，其中非国有大股东、本土大股东对企业战略调整的作用显著，国有大股东、外资大股东对企业战略调整不产生显著性影响；机制检验发现，非控股大股东对于企业战略调整的治理作用是通过发挥监督效应实现的；进一步研究发现，在没有设立战略委员会、企业所在地法治水平高的企业中，非控股大股东对企业战略调整的正向影响更为明显。

本文的研究结论具有如下的启示：

首先，企业应当关注非控股大股东在企业战略调整中发挥的积极作用，引入更多大股东参与到公司治理当中，将企业内部治理机制与外部治理机制进行有机结合，合理发挥非控股大股东所具有的监督效应，以促进企业及时进行战略调整。

其次，非控股大股东异质性检验发现，国有大股东与外资大股东对企业战略调整的影响并不明显，企业应调动国有大股东和外资大股东进行战略调整的动机，充分利用国有大股东在资本市场上的资源优势，以及外资大股东在国际市场上的信息优势，帮助企业更好地调整战略以适应国内国外环境的变化。

最后，由于非控股大股东对战略调整的促进作用受到法治水平的影响，法制部门应当进一步完

善投资者保护机制, 继续提升地方法治水平, 为投资者参与公司治理并行使自身权利提供合法的保护, 以提升非控股大股东的治理效应, 促进企业的长远发展。

◎ 参考文献

- [1] 陈传明. 企业战略调整的路径依赖特征及其超越 [J]. 管理世界, 2002 (6).
- [2] 陈克兢, 康艳玲, 万清清等. 非控股大股东能促进企业创新吗——基于退出威胁视角的实证分析 [J]. 南开管理评论, 2021, 24 (3).
- [3] 陈克兢. 非控股大股东退出威胁能降低企业代理成本吗 [J]. 南开管理评论, 2019, 22 (4).
- [4] 丁一, 李启佳, 罗福凯. 公司诉讼在治理机制下的企业战略调整分析 [J]. 郑州大学学报 (哲学社会科学版), 2020, 53 (2).
- [5] 董静, 邓浩然. 董事长军旅背景、管理自主权与战略变革——来自 A 股上市公司的证据 [J]. 管理工程学报, 2021, 35 (4).
- [6] 杜勇. 控股股东特质与亏损上市公司扭亏途径及效果——基于中国 2005 年亏损上市公司的经验证据 [J]. 山西财经大学学报, 2011, 33 (7).
- [7] 傅皓天, 于斌, 王凯. 环境不确定性、冗余资源与公司战略变革 [J]. 科学学与科学技术管理, 2018, 39 (3).
- [8] 耿同劲. 国有企业经理机会主义倾向的博弈论解释——一个混合对策框架 [J]. 经济评论, 2004 (4).
- [9] 何萱, 张敏. 负面媒体报道与企业战略调整 [J]. 中国会计评论, 2019, 17 (4).
- [10] 贺星星, 胡金松. 国家审计与内部控制对国企资产价值的作用研究——基于保值增值视角 [J]. 审计与经济研究, 2022, 37 (4).
- [11] 胡建雄, 殷钱茜. 退出威胁能抑制“铁公鸡”公司的不分红行为吗? [J]. 财经论丛, 2019 (10).
- [12] 李蒙, 李秉祥, 张涛. 非控股大股东退出威胁对“自利性”捐赠的治理作用——基于控股股东股权质押视角 [J/OL]. 南开管理评论, <http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.f.20210910.1335.010.html>.
- [13] 李卫宁, 李莉. TMT 异质性、战略变革与绩效改善的关系研究——基于绩效下滑的非多元化企业的数据实证 [J]. 中国管理科学, 2015, 23 (6).
- [14] 李志斌, 黄馨怡. 新《环保法》、企业战略与技术创新——基于重污染行业上市公司的研究 [J]. 财经问题研究, 2021 (7).
- [15] 连燕玲, 贺小刚, 高皓. 业绩期望差距与企业战略调整——基于中国上市公司的实证研究 [J]. 管理世界, 2014 (11).
- [16] 罗昆, 余敏. 薪酬参照落差、环境不确定性与企业战略调整 [J]. 财贸研究, 2021, 32 (1).
- [17] 唐跃军, 宋渊洋. 价值选择 VS. 价值创造——来自中国市场机构投资者的证据 [J]. 经济学 (季刊), 2010, 9 (2).

- [18] 万赫, 钟熙, 彭秋萍. 以变应万变? 经济政策不确定性对企业战略变革的影响探析 [J]. 管理工程学报, 2021, 35 (5).
- [19] 许荣, 王雯岚, 张俊岩. 法律对金融影响研究新进展 [J]. 经济学动态, 2020 (2).
- [20] 杨艳, 陈贻杰, 陈收. 战略变革对企业绩效的影响: 基于货币政策的调节作用 [J]. 管理评论, 2015, 27 (1).
- [21] 韵江, 宁鑫, 暴莹. CEO 过度自信与战略变革——基于“韧性效应”和“创造效应”的研究 [J/OL]. 南开管理评论, <http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.f.20210910.1708.020.html>.
- [22] 张志平, 凌士显, 吕风光. 混合所有制改革背景下异质性大股东治理效应研究——基于并购价值视角的实证分析与检验 [J]. 现代财经 (天津财经大学学报), 2021, 41 (9).
- [23] 张艺琼, 冯均科, 彭珍珍. 公司战略变革、内部控制质量与管理层业绩预告 [J]. 审计与经济研究, 2019, 34 (6).
- [24] 赵胜民, 张博超. 分析师关注如何影响公司投资行为——基于不同投资类型的分析 [J]. 中央财经大学学报, 2021 (5).
- [25] 赵天骄, 肖翔, 张冰石. 企业社会责任对资本配置效率的动态影响效应——基于公司治理视角的实证研究 [J]. 山西财经大学学报, 2018, 40 (11).
- [26] 周建, 刘小元, 覃彦玲, 等. 董事会战略委员会与企业绩效的相关性研究 [J]. 山西财经大学学报, 2008 (8).
- [27] 周建, 许为宾. 产权、董事会领导权分离模式与企业战略变革 [J]. 经济管理, 2015, 37 (4).
- [28] 祝继高, 叶康涛, 陆正飞. 谁是更积极的监督者: 非控股股东董事还是独立董事? [J]. 经济研究, 2015 (9).
- [29] Admati, A. R., Pfleiderer, P. Robust financial contracting and the role of venture capitalists [J]. *The Journal of Finance*, 1994 (3).
- [30] Back, P., Rosing, K., Kraf, P. S. CEOs' temporal focus, firm strategic change, and performance: Insights from a paradox perspective [J]. *European Management Journal*, 2020, 38 (6).
- [31] Banerjee, A. V. A simple model of herd behavior [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1992, 107 (3).
- [32] Bharath, S. T., Jayaraman, S., Nagar, V. Exit as governance: An empirical analysis [J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68 (6).
- [33] Boateng, A., Huang, W. Multiple large shareholders, excess leverage and tunneling: Evidence from emerging market [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2017, 25 (1).
- [34] Dou, Y., Hope, O. K., Thomas, W. B. Blockholder exit threats and financial reporting quality [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35 (2).
- [35] Faure, G. A., Gromb, D. Public trading and private incentive [J]. *Review of Financial Studies*, 2004 (17).

- [36] Freeman, R. E. Divergent stakeholder theory [J]. *Academy of Management Review*, 1999, 24 (2).
- [37] Geletkanycz, M. A., Hambrick, D. C. The external ties of top executives: Implications for strategic choice and performance [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1997, 42 (4).
- [38] Gillan, S. L., Starks, L. T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 57 (2).
- [39] Golden, B. R., Zajac, E. J. When will boards influence strategy? Inclination \times power = strategic change [J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22 (12).
- [40] Hannan, M. T., Freeman, J. Structural inertia and organizational change [J]. *American Sociological Review*, 1994, 49 (2).
- [41] Haynes, K. T., Hillman, A. The effect of board capital and CEO power on strategic change [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31 (11).
- [42] Helwege, J., Intintoli, V. J., Zhang, A. Voting with their feet or activism? Institutional investors' impact on CEO turnover [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18 (1).
- [43] Hope, O. K., Wu, H., Zhao, W. Blockholder exit threats in the presence of private benefits of control [J]. *Review of Accounting Studies*, 2017, 22 (2).
- [44] Jensen, M., Meckling, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976 (3).
- [45] Kahneman, D., Tversky, A. Prospect theory: An analysis of decision under risk [J]. *Econometrica*, 1979, 47 (2).
- [46] Kieran, S., Macmahon, J., Maccurtain, S. Strategic change and sense making practice: Enabling the role of the middle manager [J]. *Baltic Journal of Management*, 2020, 15 (4).
- [47] Lin, J. Y., Cai, F., Li, Z. Competition, policy burdens and state-owned enterprise reform [J]. *The American Economic Review*, 1998, 88 (2).
- [48] Nakauchi, M., Margarethe, F. W. Executive succession and strategic change in Japan [J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36 (2).
- [49] Oehmichen, J., Schrapp, S., Wolff, I. Who needs experts most? Board industry expertise and strategic change—A contingency perspective [J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38 (3).
- [50] Oreg, S., Vakola, M. Change recipients' reaction to organization change: A 60-year reviews of quantitative studies [J]. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 2011, 47 (4).
- [51] Richard, O. C., Wu, J., Markoczy, L. A., et al. Top management team demographic-faultline strength and strategic change: What role does environmental dynamism play? [J]. *Strategic Management Journal*, 2019, 40 (6).
- [52] Yan, Y., Wang, F., Shou, C. How strategy changes in different monetary policy conditions [J]. *Chinese Management Studies*, 2015, 9 (3).
- [53] Zajac, E. J., Kraatz, M. S. A diametric forces model of strategic change: Assessing the antecedents

and consequences of restructuring in the higher education industry [J]. *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue, 1993 (14).

**Non-controlling Shareholders' Participation in Corporate Governance: Change or Conservatism?
—From the Perspective of Strategic Adjustment**

Yu Nutao¹ Wang Han² Zhang Huayu^{3,4}

(1, 2, 3 School of Accounting, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming, 650221;

4 School of Management, Xiamen University, Xiamen, 361000)

Abstract: The role of non-controlling shareholders in corporate governance is becoming more and more prominent, but few studies have explored whether the participation of non-controlling shareholders in corporate governance can trigger the strategic adjustment of enterprises. Taking the A-share non-financial listed companies from 2007 to 2019 as samples, the paper discusses the influence of non-controlling shareholders' participation in corporate governance on the strategic adjustment. It is found that the non-controlling shareholders have a significant positive impact on the strategic adjustment, reflecting positive attitude of changes. And non-state-owned shareholders and local shareholders play a more obvious role in the promotion of strategic adjustment. In the mechanism test, it is found that the non-controlling shareholders' participation in governance can promote the strategic adjustment through the supervision effect. Further research shows that in the enterprises with no strategic committee and stringent law in the place where the enterprise is located, the participation of non-controlling shareholders have a obviously positive impact on the strategic adjustment. The conclusion provides empirical evidences for enterprises to optimize corporate governance mechanism and make strategic decisions.

Key words: Non-controlling shareholders; Strategic adjustment; Heterogeneity; Corporate governance

专业主编: 陈立敏