

分类号：  
学 号：20212016046

密 级：公开  
单位代码：10759

# 石河子大学

## 硕 士 学 位 论 文



### 非控股大股东退出威胁与企业多元化经营

学 位 申 请 人	汪子君
指 导 教 师	杨兴全 教授
申请学位门类级别	管理学硕士
学 科、专 业 名 称	工商管理
研 究 方 向	资本市场与会计行为
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2024 年 5 月

分类号：  
学号：20212016046

密级：公开  
单位代码：10759

# 石河子大学

## 硕士学位论文



### 非控股大股东退出威胁与企业多元化经营

学位申请人	汪子君
指导教师	杨兴全 教授
申请学位门类级别	管理学硕士
学科、专业名称	工商管理
研究方向	资本市场与会计行为
所在学院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2024年5月

**The Exit Threats of Non-controlling Major Shareholders and  
Corporate Diversification**

A Dissertation Submitted to

**Shihezi University**

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

**Master of Management Science**

**By**

**Wang Zijun**

**(Business Administration)**

Dissertation Supervisor: Prof. Yang Xing-quan

May,2024

# 石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

## 学位论文独创性声明

本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：汪磊

时间：2024年5月17日

## 使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：汪磊

时间：2024年5月17日

导师签名：杨宏军

时间：2024年5月17日

## 摘要

随着中国经济的快速发展，许多企业争相涉足多元化经营，通过兼并重组、收购或参股等方式积极拓展业务领域和业务规模，多元化经营的步伐进一步加快。然而，并非所有企业都能取得理想的多元化经营效果，大部分企业由于缺乏经验和理性判断，盲目涉足其他行业，既分散了企业原有资源，又无法立足于新领域，最终跌入多元化的陷阱，付出了惨痛的代价。近年来，随着公司治理研究的深入，非控股大股东的角色及其影响受到了更多学者的关注，关于非控股大股东退出威胁与企业治理的关系更是成为研究热点。理论上，发声机制失效时，非控股大股东能凭借退出威胁对股价的影响来改变企业的经营决策，但鲜有文献研究非控股大股东退出威胁与企业多元化的关系。

基于以上背景，本文以 2007-2022 年我国沪深两市 A 股上市公司数据为样本，结合委托代理理论、信息不对称理论和信号传递理论，从退出威胁视角出发，探究非控股大股东对企业多元化经营的影响效应，以及其间的作用机理。研究结论如下：（1）非控股大股东退出威胁能显著降低企业多元化经营，在通过一系列稳健性检验后，结论保持不变。（2）机制检验表明，约束管理层和控股股东机会主义行为是非控股大股东退出威胁抑制企业多元化经营的作用途径。（3）异质性分析发现，当退出威胁强度更大、退出可信度更高、属于长期战略型大股东、企业信息环境质量更好以及处于竞争性行业时，非控股大股东退出威胁对企业多元化经营的抑制作用更明显。（4）拓展性检验显示，多元化经营降低了企业价值，非控股大股东退出威胁通过约束企业多元化经营程度进而提高了企业价值。

本文的启示与建议在于：（1）非控股大股东应积极关注和参与公司治理，通过灵活运用直接干预、退出威胁等手段来影响并优化公司的多元化经营决策，进而维护投资者的权益。（2）企业应专注于主营业务的发展，谨慎地实施多元化经营策略。同时，通过建立和完善信息披露渠道和股东沟通机制，倾听非控股大股东的建议和诉求，借助大股东的行业经验和资源网络，帮助企业识别和剥离非核心业务，从而推动企业高质量发展。（3）政府应推动企业构建真实、透明和高效的决策机制，明确和规范大股东参与公司治理的具体步骤，并通过实施政策优惠等措施，积极鼓励和引导非控股大股东监督和参与公司治理。此外，还要拓宽非控股大股东的退出渠道，健全大股东的退出机制，在保障股东合法权益的基础上，预防市场操作和内幕交易等违规行为，维护资本市场的健康有序发展。

**关键词：**非控股大股东；退出威胁；多元化经营；多元化经营价值

## Abstract

With the rapid development of China's economy, many enterprises are striving to diversify and expand their business fields and scale through mergers, reorganizations, acquisitions, equity participation, and other means. However, not all enterprises can achieve the desired diversification effect due to lack of experience and rational judgment. Blindly entering into other industries may scatter the original resources of the enterprise and prevent them from establishing a foothold in new fields. Ultimately, they may fall into the trap of diversification and pay a painful price. In recent years, with deepening research on corporate governance, scholars have paid more attention to the role and influence of non-controlling major shareholders. The relationship between exit threats posed by these shareholders and corporate governance has become a hot topic for study. Although theoretically non-controlling major shareholders can change business decisions by relying on exit threats' impact on stock prices when voice mechanisms fail; few studies have explored this relationship concerning corporate diversification.

Based on the aforementioned background, this study employs data from China's A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen between 2007 and 2022 as samples. It integrates the principal-agent theory, information asymmetry theory, and signal transmission theory to examine the influence of non-controlling major shareholders on enterprise diversification from the perspective of exit threat, as well as the underlying mechanism. The findings are as follows: (1) The exit threat posed by non-controlling major shareholders significantly diminishes enterprise diversification, which remains robust even after conducting a series of rigorous tests. (2) Mechanism testing reveals that restraining opportunistic behavior among management and controlling shareholders is an effective approach to curbing diversified operations through threatening withdrawal by non-controlling major shareholders. (3) Heterogeneity analysis demonstrates that when the exit threat is stronger, exit credibility is higher, major shareholders are long-term strategic investors, information environment quality is better, and enterprises operate in competitive industries; the inhibitory effect of non-controlling major shareholder's exit threat on enterprise diversification becomes more pronounced. (4) Expansion testing indicates that diversification reduces enterprise value while withdrawal threats from non-controlling major shareholders enhance it by restricting levels of diversification.

The implications and suggestions of this thesis are as follows: (1) Non-controlling major shareholders should actively pay attention to and participate in corporate governance, influencing and optimizing the diversified business decisions of the company through flexible utilization of direct intervention, exit threats,

and other means. This will effectively safeguard the rights and interests of investors. (2) Enterprises should prioritize the development of their core businesses while cautiously implementing diversification strategies. Simultaneously, they should establish and enhance channels for information disclosure and shareholder communication mechanisms to listen to suggestions and demands from non-controlling major shareholders. By leveraging the industry experience and resource networks of major shareholders, enterprises can identify non-core businesses for divestment, thereby promoting high-quality development. (3) The government should encourage enterprises to establish transparent and efficient decision-making mechanisms. It is essential to clarify concrete steps for major shareholders' participation in corporate governance while actively encouraging non-controlling major shareholders' supervision through preferential policies and other measures. Additionally, it is necessary to broaden exit channels for non-controlling major shareholders by improving exit mechanisms that protect legitimate rights while preventing violations such as market manipulation or insider trading. These actions will contribute to maintaining a healthy and orderly development of the capital market.

**Key words:** Non-controlling Major Shareholders; Exit Threats; Diversification; Diversified value

# 目录

摘要.....	I
Abstract.....	II
第1章 绪论.....	1
1.1 选题背景与研究意义.....	1
1.1.1 选题背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
1.2 文献综述.....	4
1.2.1 非控股大股东治理的相关研究.....	4
1.2.2 企业多元化经营的相关研究.....	7
1.2.3 文献述评.....	13
1.3 研究思路与方法.....	14
1.3.1 研究思路.....	14
1.3.2 研究方法.....	15
1.4 研究内容与框架.....	15
1.4.1 研究内容.....	15
1.4.2 研究框架.....	17
1.5 可能的创新之处.....	17
第2章 概念界定与理论基础.....	19
2.1 相关概念界定.....	19
2.1.1 非控股大股东.....	19
2.1.2 非控股大股东退出威胁.....	19
2.1.3 多元化经营.....	20
2.2 相关理论基础.....	21
2.2.1 委托代理理论.....	21
2.2.2 信息不对称理论.....	22
2.2.3 信号传递理论.....	23
第3章 理论分析与假设提出.....	24
3.1 非控股大股东退出威胁与企业多元化经营：治理效应.....	24
3.2 非控股大股东退出威胁与企业多元化经营：压力效应.....	26

第4章 研究设计 .....	28
4.1 样本选择与数据来源 .....	28
4.2 模型设计与变量定义 .....	28
4.2.1 模型设计 .....	28
4.2.2 变量定义 .....	28
4.3 统计检验 .....	30
4.3.1 描述性统计 .....	30
4.3.2 单变量检验 .....	31
4.3.3 相关性分析 .....	31
第5章 实证检验与结果分析 .....	34
5.1 基本结果分析 .....	34
5.2 稳健性检验 .....	35
5.2.1 内生性检验 .....	35
5.2.2 其他稳健性检验 .....	40
第6章 进一步分析 .....	45
6.1 影响机制分析 .....	45
6.2 异质性分析 .....	48
6.2.1 退出威胁强度 .....	48
6.2.2 退出威胁可信度 .....	49
6.2.3 非控股大股东类型 .....	51
6.2.4 信息环境质量 .....	53
6.2.5 行业竞争 .....	54
6.3 拓展性分析 .....	56
第7章 研究结论与启示 .....	61
7.1 研究结论 .....	61
7.2 启示与建议 .....	61
7.3 研究局限与未来展望 .....	62
参考文献 .....	64

## 第 1 章 绪论

### 1.1 选题背景与研究意义

#### 1.1.1 选题背景

多元化经营起始于 20 世纪初的美国，在混合并购浪潮助推下于 20 世纪 70 年代初发展至顶峰，但随着众多企业在多元化经营中接连受创，多元化热情逐渐减退，至 20 世纪 90 年代后期，专业化经营回归企业重心。与西方多元化发展历程相似，我国许多企业在经历了长时间的多元化扩张后，也陷入过度多元化造成的经营困境。例如，曾作为房地产“大哥大”的恒大集团，跨界投资了百货、旅游、矿泉水、新能源汽车等多个领域，然而这些非核心产业的投资并未取得预期的经营效果，反而给企业带来了沉重的经济压力，最终导致了巨额亏损，甚至走向了破产。在我国，如恒大一般因盲目追求多元化导致亏损甚至破产的企业不在少数，巨人、乐视、方正、海航等大型集团都在多元化扩张的道路上越走越窄，最终深陷多元化困境，付出了惨痛的代价。近年来，随着监管部门大力遏制“跟风式”和盲目多元化，引导资金脱虚向实，推动公司高质量发展，越来越多的企业逐步缩减多元化副业专注做强主业，实现了多元化向归核化的战略转变。然而，我国仍有许多企业，为追求短期利益或跟随投资热点，盲目投身多元化经营的大潮，而不顾核心竞争产业的维护与发展。显然，对现今的中国而言，多元化热潮尚未冷却。如何有效地优化和规范企业的多元化经营行为，促进企业的高质量发展，仍是值得关注的重点议题。

有关多元化形成动因的研究一直存在诸多讨论，主要的代表理论有资源基础理论（Chatterjee and Wernerfelt, 1991）、内部市场理论（Williamson, 1975）、市场势力理论（Shimizu et al., 2004）、委托代理理论（Jensen, 1986; Stulz, 1990）以及制度环境理论（Khanna and Palepu, 1997），但尚未形成一致观点。多元化动因是影响企业多元化战略选择，进而影响企业价值的关键因素。基于上述理论，关于多元化经济后果的观点主要分为溢价观和折价观。一方面，多元化经营既能帮助企业整合冗余资源（Stein, 1997），获取范围经济（Teece, 1980），扩大市场规模并增强竞争优势（Scott, 1982），还能通过内部资本市场实现资源的有效配置，拓宽融资渠道（Khanna and Palepu, 2000），为企业提供资金支持，产生多元化溢价（Villalonga, 2004; 苏冬蔚, 2005）。另一方面，多元化经营战略的布局和实施受外部制度环境和内部治理机制等因素的影响，可能无法

产生预期的溢价效应,甚至会引发更严重的代理冲突(Jensen and Murphy, 1990; Aggarwal and Samwick, 2006),造成内部资源低效或无效配置(Scharfstein and Stein, 2000),组织管理困难并增加协调成本,最终折损企业价值(Lang and Stulz, 1994; 张纯和高吟, 2010)。理论界普遍认为公司治理机制的不完善是多元化产生折价效应的主要原因,而股权结构作为公司治理机制的基础,对多元化经营产生的影响更是不容忽视(余鹏翼等, 2005; 林晓辉和吴世农, 2008; 陈志军和薛光红, 2010)。当股权结构分散时,公司治理的核心问题是股东与管理层之间的利益冲突,这被称为第一类代理问题(Jensen and Meckling, 1976);当股权结构集中时,控股股东掌握控制权,利益冲突更多地表现为控股股东对其他股东的利益剥夺,这被称为第二类代理问题(冯根福, 2004)。由双重代理问题诱发的多元化扩张可能会背离企业多元化经营的初衷,成为管理层和控股股东追求私利的手段。

近年来,随着我国股权分置改革的逐步完成,大量限售股份解禁,提升了股票流动性。股票流动性的增强使得投资者买卖大量股份的成本得以降低,促进了大股东的形成。同时,流动性的提高丰富了股价信息含量,大股东能从股价变动中获知其公司治理效果,增强了大股东参与治理的动机(Chen et al., 2019)。股票流动性的提升不仅推动了资本市场的完善,还促使上市公司的股权结构朝着制衡和多元化发展。随着存在非控股大股东的公司逐年上涨,非控股大股东在公司治理中发挥的作用开始被各方学者重视。研究表明,非控股大股东能通过委派董事(祝继高等, 2021; 高磊等, 2020)、提交议案(Gillan and Starks, 2000)、股东大会表决(李姝等, 2018)等“用手投票”的方式参与公司治理,也能通过“用脚投票”(高燕等, 2016; Cheng et al., 2020)的方式发挥治理效用,甚至在彻底退出企业之前,还能“用嘴威胁”(姜付秀等, 2015; 陈克兢, 2018)。这种威胁是指非控股大股东利用其退出对企业股价可能造成的不利影响,迫使管理层和控股股东妥协或让步以达成利益诉求的方式。根据退出威胁理论,与具有“搭便车”动机的中小股东相比,非控股大股东持股比例较高有动机和能力对公司经营情况进行监督,作为公司内部信息知晓者,其退出容易引发市场对企业经营的悲观预期,造成股价下跌,损害管理层和控股股东的实质利益(孙培源和施东晖, 2002)。因而,在面对威胁时,管理层和控股股东通常会采取抑制自利行为、调整经营决策等方式满足非控股大股东的需求,实现退出威胁的有效治理。目前研究证明了退出威胁具有抑制控股股东私利(姜付秀等, 2015),降低企业代理成本(陈克兢, 2019),约束盈余管理行为(陈克兢, 2018)以及提升企业投资效率(杨兴全等, 2022)等影响,鲜有文献关注退出威胁与企业多元化行为的关系,对多元化经营价值的研究更是缺乏。本文认为,非控股大股东具备动机和能力去关注并影响与企业价值密切相关的多元化经营战略。一方面,退出威胁可能发挥监督治理效应,识别并约束管理层和控股股东的机会主义行为,

从而优化企业多元化投资；另一方面，退出威胁可能产生过度压力效应，加剧管理层为提高业绩或分散风险而采取的短视行为，进而促进企业多元化扩张。

基于此，本文从退出威胁这一股东治理视角出发，研究非控股大股东对企业多元化行为的影响，并具体探讨以下几个问题：首先，非控股大股东退出威胁能否影响企业多元化行为？其影响机制是治理效应还是压力效应？其次，非控股大股东退出威胁通过何种路径作用于企业的多元化经营？再次，在不同的退出威胁特征、大股东类型、信息环境质量以及行业竞争因素的影响下，非控股大股东退出威胁对企业多元化的影响是否会有所差异？最后，非控股大股东退出威胁是否能够通过影响企业的多元化行为，进而促进企业价值的提升？对这些问题的研究，具有重要的理论价值与现实意义。

## 1.1.2 研究意义

### 1.1.2.1 理论意义

第一，拓展了非控股大股东的公司治理效应研究。本文从两类代理冲突出发，证明了退出威胁这一公司治理机制，能通过约束管理层和控股股东自利行为促使其更加谨慎地实施多元化经营策略，并考察了不同情景下退出威胁对多元化经营的治理差异，为退出威胁影响企业经营决策提供了经验证据，延伸了退出威胁问题的研究范围，也丰富了非控股大股东参与公司治理的文献。

第二，丰富了企业多元化经营影响因素的研究。以往对多元化经营影响因素的文献多从企业外部环境和内部治理进行切入，较少涉及股东层面对多元化经营的影响。有关股东与多元化经营之间关系的研究，也多集中于大股东监督制衡机制以及大股东性质的影响。作为持股比例较高的非控股大股东，其行为和决策对企业经营策略的制定与执行具有重要影响。本文从退出威胁视角这一股东治理新视角，考察非控股大股东如何影响企业多元化决策，为股东治理与企业多元化经营的相关研究提供了新的视角和证据，拓宽了多元化经营影响因素的研究视野。

第三，补充了多元化经济后果的相关文献。理论界关于企业多元化经济后果是“折价观”还是“溢价观”一直存在争议，本研究证明企业多元化经营存在“折价效应”，并且非控股大股东退出威胁能发挥治理效应优化多元化经营行为进而改善企业价值，在为多元化经济后果现存争议提供经验证据的同时，也进一步揭示了退出威胁这一治理机制对上述影响关系的正向调节作用。

### 1.1.2.2 实践意义

第一，为企业优化多元化经营决策提供了新思路。正确的企业战略和发展模式是确保企业长远发展的重要因素，多元化发展战略作为企业价值创造的有效手段，是许多想

要做大做强企业的首要选择。企业多元化战略的本质是产品和服务的扩张，但大部分企业因未能选择正确的行业和路径开展多元化，反而拖累了主营业务，导致企业利润越来越低。随着多元化经营的失败及国家“回归主业”的政策导向，许多大型企业开始纷纷剥离非核心业务，将企业更多的资源和力量聚焦于主营业务。本文揭示了非控股大股东退出威胁对企业多元化行为的治理效应及对企业价值的提升作用，为企业发展从多元化扩张转向深耕主业的战略实施从股东层面提供了新视角，有助于帮助企业完善治理结构，优化经营决策，提升核心竞争力。

第二，为政府和监管机构制定相关政策和规定提供参考。本文验证了退出威胁的治理效应，有助于帮助政府了解市场中非控股大股东如何发挥治理作用以影响企业战略选择，从而更有针对性地制定能发挥非控股大股东退出威胁治理效应的政策和规定，促进企业的健康发展和保护投资者的利益。此外，退出威胁作用的实施离不开良好的股票流动性，股票流动性又是影响资本市场效率的重要因素，本文再次证明股票流动性对公司治理的重要意义，从而为监管机构更好地完善股票市场制度，规范股东行为，促进资本市场的公平、透明和健康发展提供参考。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 非控股大股东治理的相关研究

股东治理作为公司治理框架的重要组成部分，一直以来都是学者们研究的热点话题。近年来，随着我国市场化进程的加强及资本市场的发展，上市公司的股权结构趋于制衡性和多元化，非控股大股东在公司治理中所发挥的作用日益受到重视(Jiang et al., 2018)。两权分离导致管理层和股东的利益目标并非完全一致，管理层在机会主义动机驱使下可能会作出损害公司价值但使自身获益的经营决策。在股权集中度较高的企业中，控股股东凭借控制权优势侵占公司资金、进行关联交易的行为也屡见不鲜。非控股大股东相比中小股东持有更多股份，具有监督企业经营管理状况的动机和能力，一旦发现公司经营出现问题，将会采取行动维护自己的利益。现有研究表明，非控股大股东参与公司治理的途径主要有三种：用手投票、用脚投票和用嘴威胁。

#### 1.2.1.1 非控股大股东的积极监督

第一种治理方式是“用手投票”，即非控股大股东通过参加股东大会、入驻董事会等方式直接参与公司决策。相比于其他中小股东，非控股大股东持有较高比例的公司股份，一旦公司经营出现问题导致股价下跌，大股东的财富将会大幅度贬值，为了维护自身的利益，非控股大股东具有较强的动机监督管理层和控股股东的决策和行为。并且，

非控股大股东在企业内部并非孤立存在的个体，而是由多个成员组成的利益群体。凭借各成员拥有的资源优势 and 异质能力，非控股大股东能帮助企业判别和优化经营决策，从而提高企业决策效率（廖佳和占云，2023）。同时，当企业存在多个非控股大股东时，各大股东出于自身利益的考量不仅会进行股东间的监督，还会加强对管理层的监督，更容易识别出管理层或控股股东为牟取私利进行的机会主义行为（姜付秀等，2017；熊凌云等，2023）。因此，非控股大股东拥有足够的“筹码”来干预管理层或控股股东的决策行为。一方面，非控股大股东除了参加企业例行召开的股东大会之外，还可以根据《公司法》的规定向董事会请求召开临时股东大会。在股东大会上，非控股大股东可以通过行使投票权、提交议案等方式表达对企业决策的看法和诉求（李姝等，2018；Gillan and Starks, 2000）。另一方面，非控股大股东能通过直接进驻董事会、派人进入董事会或聘请独立董事等方式提升其在企业决策的话语权，并加强对管理层和控股股东自利行为的事前监督（祝继高等，2021；高磊等，2020；陈险峰等，2021）。此外，非控股大股东还能通过委派高管、向媒体披露内部信息等方式积极参与公司治理（姜付秀等，2018）。

对于非控股大股东直接参与决策能否改善公司治理的研究尚未得出一致结论。一方面，非控股大股东积极参与公司决策可能会对企业产生积极影响。已有研究表明，非控股大股东的积极发声，能降低上市公司代理成本（祝继高等，2021），缓解企业融资约束（姜付秀等，2017），降低股价崩盘风险（姜付秀等，2018），提升企业投资效率（Jiang et al., 2018）和投资质量（廖佳和占云，2023），最终促进企业价值提高。另一方面，非控股大股东积极参与公司决策的治理方式可能无法达到预期效果，甚至会给企业带来负面影响。Chakraborty and Gantchev（2013）发现，即使企业中存在多个大股东，单独大股东的投票权无法保证提案在股东大会通过。并且，多个大股东间存在的信息不对称和利益冲突也会增加协调成本，削弱监督作用（赵国宇，2019）。公司内拥有投票权的大股东数量越多，股东间沟通协调的成本越高，发生摩擦的可能性也越强，形成统一意见所需的时间和成本就越大。Gomes and Novaes（2006）发现多个大股东频繁“讨价还价”会降低企业制定决策的效率，高回报的投资计划可能会因决策时间过长而错过。此外，大股东之间为了获取控制权私利也可能采取一致行动影响公司决策，损害公司价值（吕怀立和李婉丽，2015）。

### 1.2.1.2 非控股大股东的退出

当“用手投票”无法达到预期时，非控股大股东还能采取“用脚投票”的方式维护自身权益，即非控股大股东通过向二级市场抛售股票的方式参与公司治理。非控股大股东减持会向市场传递企业的负面信号，引发投资者对企业业绩、投资决策等方面出现重大问题的猜测，降低投资者对企业未来发展的信心，引起股价的大幅波动（孙培源和施东晖，2002），并且减持规模越大，股价崩盘风险越高。管理层和控股股东的薪酬财富

与公司股价相关联,为了稳定或提升股价,改变外界对公司的负面印象,提振投资者信心,管理层和控股股东可能会在利益权衡后作出调整,主动减少其谋取私利的机会主义行为,体现退出机制的治理作用(高燕等,2016)。而且非控股大股东的退出会增加企业高管被更换的概率(Helwege et al., 2012)以及企业被收购的可能性(Gopalan, 2005),这都迫使管理层努力提升业务水平并减少自利行为。

### 1.2.1.3 非控股大股东退出威胁

“用嘴威胁”介于“用手投票”和“用脚投票”之间,是非控股大股东参与公司治理的第三种方式。积极发声效果不佳,又不想直接退出企业,退出威胁便成为非控股大股东维护利益的有效手段。退出威胁并不代表大股东真正退出企业,而是大股东通过表达自己抛售股票退出企业的倾向对管理层或控股股东施压从而影响企业决策。退出威胁发挥作用的前提是,大股东退出所释放的负面信号会带动中小投资者跟风抛售股票,引起的股价下跌会触及高管或控股股东的核心利益。关于非控股大股东退出威胁的经济后果,现有研究主要分为正面效应和负面效应。其中,多数学者支持退出威胁具有积极的治理效应,但也有一部分学者提出了其可能带来的负面效应。

国内外学者都对大股东退出威胁的治理作用进行了深入研究。Admati and Pfleiderer (2009)发现,大股东能利用退出威胁影响关注股价的高管,抑制其机会主义行为,降低代理成本。Bharath et al. (2013)指出,退出威胁能减少管理层短视行为,使其从企业长远发展角度作出决策,降低不良决策的制定概率。Edmans and Holderness (2017)进一步发现,股价流动性越高,退出威胁可信度越高,且管理层对股价的敏感性越高,退出威胁的治理作用就越强。Hope et al. (2017)考察了退出威胁对控股股东行为的影响,发现退出威胁能显著抑制控股股东掏空行为。Dou et al. (2018)认为退出威胁能使高管和股东形成利益共同体,削弱高管操纵和粉饰财务报告的动机,从而提升财务报告质量。虽然国内学者对于退出威胁经济后果的相关研究起步较晚,但其研究内容却十分丰富。立足于中国特殊的制度环境,姜付秀等(2015)以股权分置改革事件衡量退出威胁,并发现退出威胁能显著抑制控股股东自利行为,提升企业业绩。陈克兢(2018)验证了外部大股东退出威胁能发挥监督治理作用,有效约束企业的盈余管理行为。陈克兢(2019)在姜付秀(2015)研究的基础上进一步明晰了退出威胁发挥治理效应的作用对象,发现退出威胁可以有效降低两类代理成本。后续学者们从以下几个方面对退出威胁治理效应进行了研究与拓展。在企业投资方面,廖静和刘星(2020)基于国有企业过度投资视角,发现稳定型机构投资者的退出威胁能通过提高信息质量和缓解代理冲突抑制企业过度投资。余怒涛等(2021)从投资效率视角出发,发现退出威胁主要通过威胁管理层减少自利行为来提升企业投资效率。杨兴全等(2022)研究发现非控股大股东能以退出威胁管理层及控股股东减少非效率投资,抓住投资机会,优化资金配置效率。从金

融投资来看,非控股大股东退出威胁能显著减少企业出于套利目的进行的金融资产投资(余怒涛等,2021),细分大股东类型,发现机构投资者、外资及长期战略型大股东的退出威胁对企业优化金融资产配置的作用更强(刘洋洋和吴昊旻,2023)。从创新投资来看,学者发现退出威胁不仅能促进企业创新投入和创新产出(陈克兢等,2021),还能通过抑制代理问题和缓解融资约束来提高企业创新效率(王爱群和刘耀娜,2021)。在企业社会责任方面,李蒙等(2021)发现可置信的退出威胁能明显抑制控股股东为谋取私利进行的对外捐赠行为。王垒等(2022)指出退出威胁能改善企业社会责任沟通,促进企业社会责任言行一致。简冠群和高颖(2023)还发现退出威胁能促进企业履行社会责任,进而降低股价崩盘风险。李强等(2023)从环境责任视角切入,发现机构投资者退出威胁能发挥绿色治理作用,减少企业“漂绿”行为。除此之外,非控股大股东退出威胁还在抑制“铁公鸡”公司的不分红行为(胡建雄和殷钱茜,2019)、提高财务报告质量(余怒涛等,2021)和提升会计信息可比性(刘洋洋和王生年,2023)等方面发挥了积极的治理作用。

还有部分研究认为退出威胁会对企业造成负面影响。这些研究多从“过度压力”视角考虑,认为退出威胁会给管理层造成业绩压力和声誉压力,管理层为了自身利益与市场声誉会努力提高业务水平,但管理层的努力并不一定在短期内就带来企业业绩的增长,为了防止大股东退出造成的不良影响,管理层可能会实施一些短视行为以满足短期业绩要求,而忽略了企业的长期发展。Konjin et al.(2011)发现,在有利于发挥退出威胁作用的股权分散环境中,退出威胁与企业价值之间存在显著的负相关关系。许泱等(2021)研究发现退出威胁成为大股东获取短期收益的博弈工具,不仅没有助力实体企业“脱虚向实”,反而提高了企业的金融化程度。王生年和刘洋洋(2023)研究发现退出威胁加剧了管理层和控股股东的短视行为,增强了审计师的工作难度及失败风险,促使其要求更高的审计费用和提出更严格的审计意见。

## 1.2.2 企业多元化经营的相关研究

多元化经营作为企业成长发展的重要战略选择,一直以来都受到理论界和实务界的广泛关注,但尚未形成一致结论。国内外学者对多元化经营的研究主要聚焦于两大领域:一是多元化经营的形成动因,二是多元化经营的经济后果。

### 1.2.2.1 多元化经营的形成动因

研究多元化经营的动因,就是寻找促使企业选择多元化经营的原因。自Ansoff(1957)提出多元化战略以来,学者们都从各自的研究领域出发,对企业多元化经营的原因进行了解释,并取得了丰富的研究成果。本文通过对现有文献的回顾和梳理,发现学者多从资源基础理论、内部市场理论、市场势力理论、委托代理理论以及制度环境理论对企业