

战略变革能缓解代理冲突吗？

——来自 A 股上市公司的经验证据^{*}

□ 古志辉

摘 要：代理理论认为公司高管的决策行为存在机会主义动机，因此战略变革可能损害股东的正当权益。以 2002~2015 年 A 股上市公司为数据来源，本文重点研究了战略变革对创新绩效和股利政策的影响。实证结果表明战略变革与公司现金股利和创新绩效显著负相关，创新绩效可以显著提升公司股利支付水平。此外，稳健性检验发现战略变革与未来三年的股利支付和创新绩效负相关，说明战略变革已经偏离了股东价值最大化的方向。本文揭示了战略变革背后隐藏的代理成本，为股东客观认知和评估战略变革提供了新的视角。

关键词：战略变革；现金股利；技术创新；代理成本；信息不对称

一、引 言

尽管 Ginsberg（1988）认为，战略变革的经济目标是为股东创造价值，但不少研究暗示着战略变革已经偏离了价值创造的路径，甚至背道而驰。绩效反馈理论（Cyert & March, 1963）将公司财务绩效低下归因于不恰当的资源配置，于是通过战略变革调整资源配置方式就是提高绩效的可行路径。不过，Herrmann 和 Nadkarni（2014）的研究表明，CEO 的责任心与战略变革显著负相关。换句话说，勤勉尽责的管理者可以通过其他途径而不是战略变革改善公司绩效，因此战略变革可能意味着管理层的卸责行为。事实上，Mintzberg（2000）已经意识到了战略变革过程中隐藏的代理成本，管理层的战略决策经常会偏离甚至损害股东的正当权益。Dow 和 Raposo

^{*} 本文受国家自然科学基金“中国传统文化情境中的投资者保护研究”（71271123）和“儒家传统如何影响技术创新：基于公开数据的实证研究”（71871122）资助。感谢主编和三位匿名审稿人提出的建议。

(2005)从信息不对称角度出发对战略变革与代理成本的关系进行了深入细致的分析,结果表明,拥有自由裁量权的管理层更愿意选择激进的战略变革,以掩饰其卸责行为。而且,一系列实证结果表明股权激励与战略变革显著负相关(Boeker, 1989; 连燕玲和贺小刚, 2015; 赵晶等, 2015)。因此,需要重新认识战略变革与代理行为的关系。

一般情况下,战略变革意味着资源配置方式的动态调整(Hofer & Schendel, 1978; Goodstein & Boeker, 1991),其中费用支出和资源投入等的调整与公司现金流密切相关(Finkelstein & Hambrick, 1990; Kim & Bettis, 2014)。拥有自由裁量权的管理层可能利用战略变革的机会滥用或侵占公司的自由现金流(Jensen & Meckling, 1976),减少股利支付并损害股东利益(Jensen, 1986)。同时,战略变革与核心竞争能力培育密切相关(Sull, 1999),恰当的战略变革可以提升公司的创新绩效和竞争能力(Helfat & Martin, 2015)。不过,代理理论认为公司高管存在偷懒或者卸责的可能(Aghion et al., 2013),调整资源配置方式可能会伤害创新绩效。另外,技术创新具有专业性强和过程复杂等特点。对于缺乏专业训练的投资者而言,无法准确判断技术创新的前因后果。为了防止泄密引发的潜在损失,公司高管也不会向外部股东披露技术创新的细节信息(Moser, 2012, 2013),从而导致股东和管理层之间存在严重的信息不对称。于是,股东为了降低由于信息不对称造成的或有损失,会要求管理层向其发送与资源配置效率相关的信号(Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977)。股利信号理论认为,现金股利政策

向投资者传递了公司未来盈利能力的信息(Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1995),因此创新绩效可能影响现金股利支付水平。

基于上述分析,本文将战略变革定义为资源配置方式的变化(Hofer & Schendel, 1978; Goodstein & Boeker, 1991; 连燕玲等, 2015),参考相关学者的度量方法(Zhang, 2006; Weng & Lin, 2014),运用A股上市公司2002~2015年2370家A股上市公司15657个年度—公司样本为数据来源,对战略变革如何影响创新绩效和股利政策展开研究,获得了以下研究结论。首先,回归结果显示战略变革与公司现金股利支付水平和创新绩效显著负相关,这说明战略变革会损害股东利益和公司未来的竞争能力。其次,创新绩效可以显著提升公司股利支付水平,这说明技术创新可以有效提升股东福利水平。在控制内生性之后,上述实证研究结论仍然成立,意味着代理理论对A股上市公司战略变革、创新绩效和股利政策的关系具有解释能力。此外,稳健性检验的结果显示战略变革与股利支付增长水平(一阶差分)和未来三期的股利支付水平负相关,因此本文认为战略变革已经偏离了股东价值最大化的方向。

本文的研究贡献主要体现在以下几个方面。首先,本文基于代理理论对战略变革与股利政策之间的关系进行了探索性研究,初步揭示了战略变革背后隐藏的代理行为。以往与战略变革相关的研究主要集中在环境、管理层权力和绩效等方面,对代理行为不够重视。本文从战略变革理论入手,通过分析理性管理者的权衡和决策行为,进一步揭示了战略变革与代理行为之间的关系,为学术同行客观认知战略决策,

站在股东的立场评估战略变革提供了新的视角。其次，本文为研究投资者保护提供了新思路。近二十年来，不少学者从正规或非正规制度等宏观视角对现金股利问题展开探索（La Porta et al., 2000; Faccio et al., 2001; Pinkowitz, 2006），忽视了代理行为与战略决策的关系。本文从微观视角出发，将研究聚焦于决策过程，揭示战略变革背后的动机及其经济后果，探索保护投资者正当权益的方法和可行路径。最后，本文从投资者保护的视角初步回答了战略决策的基本问题，即管理层应该选择战略变革还是动态能力建设。尽管战略变革理论和动态能力理论并不完全矛盾（Winter, 2003），甚至可能是互补的（Helfat & Martin, 2015），但资源的稀缺性意味着管理层需要在两者之间进行选择。本文的研究结果意味着战略变革很难提升公司的动态能力，甚至有可能破坏技术创新绩效。管理层如果将资源投入技术创新等与动态能力建设密切相关的领域，既可以提升公司的市场竞争力，还可以缓解代理冲突，保护股东的正当权益，可谓一举两得。

本文的剩余部分安排如下，第二部分为文献综述，第三部分为研究假设，第四部分为研究设计，第五部分为实证分析，第六部分为稳健性检验，最后为论文的研究结论。

二、文献综述

近四十年来，战略变革一直是战略管理领域的重要研究主题（Hofer & Schendel, 1978; Rajagopalan & Spreitzer, 1997; Muller & Kunisch, 2018）。遵循 Mintzberg（1978, 1990）的分析框

架，不少学者将战略变革定义为公司资源配置方式的变化（Hofer & Schendel, 1978; Goodstein & Boeker, 1991; Carpenter, 2000; Zhang, 2006; Zhang & Rajagopalan, 2010; Weng & Lin, 2014; 连燕玲等, 2015）。Carpenter（2000）将战略变革进一步细分为战略变异（strategic variation）和战略偏离（strategic deviation），其中战略变异是指相对于过去的资源配置方式发生的变化，战略偏离则是相对于同行业竞争对手资源配置方式的变化。Zhang（2006）将战略变革定义为在重要维度对资源配置方式进行调整和变革，并参考 Finkelstein 和 Hambrick（1990）的研究从费用结构和资源投入等维度构建了战略变革的衡量指标。目前，该方法已经被学术同行接受并成为度量战略变革的主流方法（Zhang & Rajagopalan, 2010; Tang et al., 2011; Weng & Lin, 2014; 连燕玲等, 2015）。

首先，在战略变革的研究文献中，公司财务绩效一直是学术界关注的重点问题。一方面，绩效反馈理论认为当公司绩效低于目标或者预期水平时，管理层更有可能采取变革措施（March & Simon, 1958; Cyert & March, 1963）。Boeker（1989, 1997）对公司战略演化过程进行了分析，发现财务绩效好的企业更愿意遵循过去的惯例，因此公司绩效与战略变革负相关。Decker 和 Mellewigt（2012）对 160 家德国企业战略变革行为进行了实证研究，结果表明财务绩效低下的企业更有可能通过战略变革寻找新的成长机会。连燕玲等（2015）认为，绩效反馈理论可以解释中国上市公司的战略变革行为。另一方面，Ginsberg（1988）认为，财务绩效是衡量战略变革是否成功的重要标准。Makhija

(2004) 对新兴市场国家的研究表明战略变革对财务绩效的影响并不显著。Zhang 和 Rajagopalan (2010) 发现, 战略变革与财务绩效之间存在非线性关系, 而且从外部聘任 CEO 会使财务绩效降低, 杨燕等 (2015) 对中国上市公司的研究也获得了类似的结论。

其次, 不少学者认为战略变革与公司高管尤其是 CEO 密切相关 (Child, 1972), 因此高层梯队理论获得了广泛的重视 (Rajagopalan & Spreitzer, 1997; Helfat & Martin, 2015; Muller & Kunisch, 2018)。Finkelstein 和 Hambrick (1990) 发现高管任期与战略持续性正相关, Goodstein 和 Boeker (1991) 的研究结果表明, 董事会换届和高管变更会促进公司战略变革, 而且管理层激励也会影响战略变革 (Carpenter, 2000)。由于新任 CEO 总倾向于打破过去的惯例 (Sliwka, 2007), 因此 CEO 变更的公司战略变革程度更高 (Barker & Duhaime, 1997; Karaevli & Zajac, 2013; 刘鑫和薛有志, 2015)。此外, 董事会可能会制约 CEO 的决策行为, 从而阻碍战略变革 (Tang, 2011; Quigley & Hambrick, 2012), CEO 的经历和人格特征等都可能影响战略变革的程度 (Quigley & Hambrick, 2012; Herrmann & Nadkarni, 2014; 连燕玲和贺小刚, 2015)。

最后, 经营环境的不确定性也是影响战略变革的重要因素。以 Ginsberg (1988) 为代表的学者将战略变革归因于环境的变化。Rajagopalan 和 Spreitzer (1997) 从资源稀缺性、组织学习和认知能力三个视角对战略变革的影响因素进行了深入细致的分析, 结果表明, 环境不仅会直接影响公司的战略决策, 还通过影响组织获取和处理信息的渠道等影响管理层对环境

的认知, 进而影响战略决策。Kuwada (1998) 对日本旭硝子公司 (Asahi Glass Co.) 案例研究的结果表明, 获取和处理信息的方法会影响管理层对环境的判断, 间接佐证了 Rajagopalan 和 Spreitzer (1997) 的研究结论。Muller 和 Kunisch (2018) 认为公司无法控制所有战略资源, 环境变化意味着这些战略资源稀缺性会随之变化, 因此战略变革是对经营环境变化的积极响应。周长辉 (2005) 对中国五矿的战略变革的案例研究表明, 对外部环境的认知与评估是影响战略变革能否成功的关键因素, 王钦和赵剑波 (2014) 认为, 海尔的战略变革使其战略行为与环境变化保持动态匹配。

通过对上述文献的简要评述可知, 由于公司高管尤其是 CEO 对财务绩效负责, 因此绩效下滑时调整资源配置方式具有合理性。不过, 研究视角和理论基础不同, 对战略变革的认知也存在差异。代理理论假设公司管理层以追求自身效用最大化为决策目标, 可能将公司的资源用于个人消费 (Jensen & Meckling, 1976), 或者在经营管理过程之中存在卸责偷懒行为 (Tirole, 2001), 使公司战略决策偏离股东价值最大化的方向, 从而引发代理冲突。首先, 当公司自由现金流充裕时, 管理层更倾向于滥用公司资源, 增加在职消费或者投资效率低下的项目 (Richardson, 2006)。Jensen (1986) 将股东被迫承担的剩余损失称为自由现金流的代理成本, 并将公司股利支付水平看作自由现金流代理成本的反向度量指标, 认为向股东支付现金股利可以有效地降低代理成本。高层团队理论尤其是高管的自由裁量权对战略变革具有较强的解释能力 (连燕玲等, 2015; Tang et

al., 2011; Quigley & Hambrick, 2012), 但过高的自由裁量权可能会削弱或者减少对高管的监督控制, 并引发内部人控制和代理成本上升等一系列的问题 (青木昌彦和张春霖, 1994)。其次, 股东和管理层之间存在严重的信息不对称, 在战略变革实施之前股东无法有效甄别资源配置方式和卸责对绩效的边际贡献。同样, 管理层可以用激进的战略变革替代其努力程度 (Dow & Raposo, 2005), 股东在不对称信息条件下也无法区分资源配置方式变化和管理层卸责的影响。因此, 如果将信息不对称和战略变革结合起来考虑, 可能会发现管理层的道德风险和逆向选择行为。最后, 战略变革是否能够有效提升股东财富尚无定论, 但两者之间可能存在着潜在冲突。代理理论认为对高管的股权激励可以有效地提升战略决策的效率, 降低了管理过程中不必要的资源消耗和剩余损失 (Jensen & Meckling, 1976)。实证研究结果表明, 董事长或 CEO 持股比例与战略变革负相关 (Boeker, 1989; 连燕玲和贺小刚, 2015; 赵晶等, 2015), 这意味着战略变革可能会损害股东利益。

三、研究假设

(一) 战略变革与股利政策

以经济学中的“理性人”假设为逻辑前提, Jensen 和 Meckling (1976) 提出了著名的委托—代理理论。他们将公司管理层定义为追求自身效用最大化的个人, 会在努力创造价值和在职消费之间进行权衡。如果在职消费的机会成本较低, 管理层将进行消耗更多的公司资源用于在职消费, 从而导致损害股东价值。此后,

Jensen (1986) 对公司内部的资源配置状况进行了分析, 发现在扣除正常投资和支付债务利息后, 不少公司还留存大量的现金流, 并将这部分现金流定义为自由现金流, 即可供高管自由支配的现金资源。结合委托—代理理论分析, 高管同样可以将这部分资源用于在职消费, 或者投资于效益低下的项目, 最终导致股东利益受损。因此, Jensen (1986) 将管理层滥用公司现金流引发的代理成本称为“自由现金流的代理成本”, 并且认为向股东支付股利可以减少自由现金流存量, 降低管理层滥用公司现金流的可能性, 最终实现降低代理成本的目的。此后, 不少学者将股利政策看作自由现金流代理成本的反向指标展开实证研究 (Dewenter, 1998; La Porta et al., 2000; Faccio et al., 2001; Denis & Osobov, 2008; Michael et al., 2016), 结果表明, 股东支付现金股利可以有效地缓解代理冲突。

Jensen 和 Meckling (1976) 认为, 股权激励和高管自由裁量权是影响代理成本的重要因素。对于理性的高管而言, 会对战略决策进行必要的成本与收益分析。战略变革属于调整公司资源配置方式的行为, 其成本最终由所有股东承担。结合相关学者的研究成果, 与战略变革相关的成本主要包括: ①内部沟通成本, 资源配置方式变化会导致普通员工对战略变革的结果心存疑虑 (Sonenshein, 2010), 为了消除这些疑虑公司高管必须与普通员工反复沟通 (Ho et al., 2014); ②外部协调成本, 资源配置方式调整会导致战略合作关系变化 (Cui et al., 2011), 需要对外部的战略合作关系进行必要的整合; ③沉没成本, 如固定资产更新和存货政策变化等 (Jauch et al., 1980)。激励相容机制

有效意味着持有公司股票的高管更容易站在股东立场作出恰当的决策,不少学者发现公司高管股权激励与战略变革负相关,这说明变更资源配置计划不会使股东受益。同样,高管自由裁量权不仅会促进战略变革(连燕玲等, 2015),也是影响代理成本的重要因素。高层团队理论尤其是高管的自由裁量权对战略变革具有较强的解释能力(连燕玲等, 2015),例如 CEO 权力与战略变革正相关(Tang et al., 2011),前任 CEO 担任董事长会约束继任 CEO 的权力从而阻碍战略变革(Quigley & Hambrick, 2012)。站在公司股东的角度分析,高管自由裁量权可能诱发公司披露虚假会计信息(Davidson et al., 2004),而且会出现更多不顾外部股东权益的并购和损坏股东利益的资本性支出(Fu, 2010; Beschwitz, 2018)。

Finkelstein 和 Hambrick (1990) 从费用支出和资源投入两个方面度量战略变革,其中销售费用率、研发费用率和管理费用率属于费用支出维度,固定资产更新、存货水平和财务杠杆属于资产负债管理维度。从费用支出的视角分析,销售费用率和管理费用率的增加可能导致代理成本上升(Ang et al., 2000)。尽管 Le Breton-Miller 等(2011)认为,提高研发支出意味着公司更具未来导向,但 Duran 等(2016)的研究表明,增加研发支出也会诱发更严重的代理问题。其次,如果降低费用支出,拥有自由裁量权的高管同样可能将节约的剩余资金投资于经济绩效低下的项目。例如, Richardson (2006)发现当公司自由现金流比较高时,管理层更倾向于过度投资而不是向股东支付股利; Fu (2010) 和 Beschwitz (2018)发现,公司自

由现金流与无效率的投资正相关。从资产负债管理的视角分析,战略变革意味着偏离行业和历史水平对公司存量资产进行调整。激进的固定资产更新和存货政策可能会占用公司的资源,消耗更多的自由现金流。同样,偏离行业和公司历史水平,提高公司负债可能会约束管理层的在职消费水平,但可能增加未来还本付息的压力和破产概率,并间接降低股利支付水平。相反,降低负债率放松了管理层面临的约束,高管更有可能通过滥用自由现金流损害股东利益(Jensen, 1986)。结合中国的实际情况分析,战略变革同样会损害股东利益,原因来自以下几个方面。首先,中国公司内部人控制问题比较严重,公司高管拥有较高的自由裁量权(青木昌彦和张春霖, 1994),可能采用更激进的方式对公司战略进行调整(孙健等, 2016)。其次,管理层倾向于采取激进的固定资产更新策略,将自由现金流投资于绩效低下的项目(姜付秀等, 2009; 张兆国等, 2013),并在事后粉饰会计报表,以掩饰公司高管的卸责行为(孙健等, 2016)。

综合上述分析可知,战略变革可能导致代理成本增加,而且调整资源配置方式的过程与自由现金流密切相关。具有机会主义动机的高管可能会利用战略变革滥用公司的自由现金流以提升其效用水平,从而导致股利支付水平下降(Jensen, 1986; La Porta et al., 2000; Floyd et al., 2015)。因此,本文提出以下研究假设:

假设 1: 战略变革与股利支付负相关。

(二) 战略变革与技术创新

当然,战略变革有可能影响技术创新的绩效(Sull, 1999),技术创新是公司动态能力和竞争优势的重要来源(Teece & Pisano, 1994; Helfat,

1997; Teece et al., 1997)。David (1985) 以打字机键盘上字母排序为例，揭示了技术创新的路径依赖特性，即技术演化遵循特定的路径。Arthur (1989) 认为，企业家对新技术的应用前景不确定的情况下，会遵循过去的惯例进行技术创新，其技术演化的路径依赖具有规模报酬递增或协调成本递减的特征。Bebchuk 和 Roe (1999) 认为，结构驱动是影响路径依赖的重要因素，他们将结构驱动因素分解为适应性沉没成本和与其他资源的互补性等。

一方面，结合战略变革过程分析，调整资源配置过程可能会影响技术创新的路径依赖特征。首先，战略变革意味着公司组织惯例和生产流程的变化 (Amburgey & Dacin, 1994)，技术创新形成的专利等无形资产与生产流程密切相关。为了适应生产流程的变化，有必要对技术创新的内容和方向进行调整，势必会产生一系列的沉没成本 (Jauch et al., 1980)。其次，调整销售投入可能意味着目标市场或者产品定位的变化，会要求技术创新的内容随之变化。于是适应性沉没成本同样会增加，有可能影响技术创新的路径依赖特性。最后，技术创新具有专业性的特征，在生产过程中需要与特定的生产设备和原材料相匹配 (Garriga et al., 2013)。战略变革要求公司加速固定资产更新或采取更激进的存货策略，从而影响无形资产与固定资产之间的互补性。自利的高管会对其决策行为进行成本收益分析 (Jensen & Meckling, 1976)，如果战略变革带来的收益大于成本，那么高管显然会通过战略变革谋求私人收益。于是，技术演化的路径依赖可能会打破，从而影响创新绩效。

另一方面，技术创新的路径依赖特性要求公司高管尊重公司过去的惯例，提高创新绩效则要求公司高管勤勉尽责。不过，Aghion 等 (2005, 2013) 认为，拥有自由裁量权的高管更愿意选择卸责或者偷懒。如果假设高管在拥有自由裁量权的同时面临两种选择：①遵循技术创新路径依赖的特征勤勉尽责；②重新制订资源配置计划（战略变革）改善绩效。勤勉尽责的前提是存在强有力的外部监督和激励性契约，从而保障管理层获得更多的事后剩余 (Aghion et al., 2013)。因此，持有公司股权的高管更愿意遵循惯例降低战略变革的可能性 (Boeker, 1989; 连燕玲和贺小刚, 2015)，并努力提升创新绩效 (Baranchuk et al., 2014)。当然，在缺乏外部监督的情况下，公司高管更倾向于卸责偷懒而不是勤勉尽责 (温军和冯根福, 2012; 鲁桐和党印, 2014)。此外，增加研发投入并不完全意味着创新绩效的增加，也可能是代理成本的上升 (Duran et al., 2016)。综合上述分析可知，遵循技术演化路径进行技术创新要求高管勤勉尽责，公司高管可能通过重新制订资源配置计划以掩饰其卸责行为 (Dow & Raposo, 2005)。因此，从代理理论的视角分析，战略变革可能不利于创新绩效的提升。于是，可以获得如下研究假设：

假设 2：战略变革与技术创新的绩效负相关。

（三）技术创新与股利政策

技术创新具有高度的不确定性。Smith 和 Mannucci (2015) 将技术创新划分为四个阶段：①创新概念生成阶段，即公司高管与技术人员寻找新的解决方案满足顾客需求；②创新概念完善阶段，即将新方案与生成和运营流程相结

合；③创新结果获得合法性阶段，也就是公司技术创新的成果以知识产权方式获得法律保护；④创新实施，将专利等应用于生产新产品，以提高经济绩效。由于股票市场的高度流动性，公司高管不可能在创新概念生成和完善阶段就向股东披露技术创新的相关细节。不过，公司为了保护其技术创新的成果不会被竞争对手模仿，会向政府机构申请专利。也就是说，在创新结果获得合法性的阶段，公司会向利益相关者披露技术创新的信息（Huang et al., 2017）。最后，在创新实施阶段，不少公司仍采用阻断机制减少泄密的可能（Berry, 2017）。因此，技术创新与信息不对称密切相关。

首先，从代理理论的视角分析，由于技术创新需要克服一系列的困难，理性的公司高管可能会卸责或者偷懒（Aghion et al., 2013）。不过，信息不对称可能会诱发高管的道德风险。由于技术创新要求高管和技术人员保密，不能对外透露创新的相关信息（Moser, 2012, 2013）。于是，高管可能以技术创新为借口滥用公司资源（Duran et al., 2016），同时拒绝向股东透露与创新密切相关的信息。其次，理解技术创新的具体细节需要非常专业的知识（Zhou & Li, 2012）。对于未经专业训练的投资者而言，理解与技术创新密切相关的知识或者技能存在一系列的困难。最后，技术创新的成果转化为新产品即要求公司内部研发与生产部门不断调试（Love et al., 2014），也需要上下游厂商的分工合作（Yayavaram & Chen, 2015）。换句话说，创新实施阶段周期相对较长，公司为了防止泄密也不会向外披露过多的信息（Berry, 2017）。如果股东将公司高管看作经济学中的

“理性人”，同样会担忧技术创新存在道德风险问题。于是，股东为了降低由于信息不对称造成的或有损失，会要求管理层向其发送与资源配置效率相关的信号（Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977）。Bhattacharya（1979）将股利看作管理层向投资者发送的信号，Miller 和 Rock（1985）认为，现金股利反映了公司资源配置效率的信息。如果技术创新可以提升公司未来的盈利能力和股东回报，那么管理层也会向股东发送相关信息。于是，可以获得如下假设：

假设 3：创新绩效与股利支付水平正相关。

如图 1 所示，本文提出了三个密切相关的研究假设，揭示了战略变革影响股利政策的直接和间接途径。其中，假设 1 重点关注战略变革对股利政策的直接影响，假设 2 和假设 3 揭示了战略变革可能会影响创新绩效，从而间接导致股利支付水平降低。

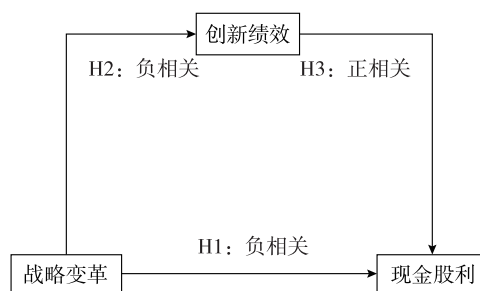


图 1 研究假设逻辑关系

四、研究设计

（一）样本和数据

证监会于 2001 年颁布的《新股发行管理办法》规范了上市公司现金分红行为，因此本文以 2002~2015 年 A 股上市公司为样本选取范

围，考察战略变革对上市公司现金股利政策的影响。在具体数据选择过程中，笔者制订了如下数据选择标准：①剔除亏损公司和未分配利润小于零的样本；②剔除金融业样本；③剔除退市、ST 和数据缺失的样本。最终，本文共获

得 2370 家 A 股上市公司 15657 个年度—公司样本。为了控制极端值的影响，本文对连续变量进行了 1%以下和 99%以上的双向缩尾处理。此外，本文使用的上市公司数据均来自 CSMAR 数据库，统计分析软件为 Stata 14.0。

表 1 变量定义与计算方法

变量名称	变量含义	数据来源与计算方式
被解释变量		
$cdiv1_t$	当期股利支付率	每股股利/每股盈利
$cdiv2_t$	当期股利收益率	每股股利/每股股价
解释变量		
$sc1_{t-1}$	上期战略变革指标 1	Zhang（2006）
$sc2_{t-1}$	上期战略变革指标 2	Weng 和 Lin（2014）
中介变量		
$lnpat_t$	当期创新绩效指标	当期专利申请数量加 1 取对数
控制变量		
$state_own_t$	国有企业标识	国有控股为 1，其他为 0
$top1_t$	第一大股东持股比例	第一大股东持股数量比总股本
$board_size_t$	董事会规模	董事会人数取对数
$board_ind_t$	董事会独立性	独立董事人数比董事会人数 2
tmt_share_t	管理层持股比例	管理层持股数量比总股本
fcf_t	自由现金流水平	公司自由现金流比总资产
$size_t$	公司规模	公司总资产取对数
$growth_t$	主营业务收入增长率	当期营业收入/上期营业收入-1
lev_t	资产负债率	总负债/总资产
roa_t	资产回报率	净利润/总资产
q_t	托宾 Q	资产市值比资产账面价值
$firm_age_t$	公司年龄	公司年龄取自然对数
行业和年度	公司所属行业和样本期间	运用虚拟变量控制

（二）研究变量

本文主要研究战略变革、创新绩效与股利政策之间的关系。结合研究假设部分图 1 可知，论文的研究假设与中介效应模型相似（温忠麟等，2012）。其中，本文用现金股利支付水平表

示股利政策，为研究模型的被解释变量。参考相关学者的研究成果（La Porta et al., 2000; Faccio et al., 2001; Denis & Osobov, 2008），首先选择文献中常用的股利支付率 $cdiv1$ （每股现金股利/每股盈利）来度量公司现金股利政策。

同时,本文也采用学术同行在研究中常用的股利收益率 $cdiv2$ (每股税前股利/每股股价)来衡量公司现金股利政策 (John et al., 2011; 张玮婷和王志强, 2015)。

实证研究的解释变量为战略变革 (sc), 参考相关学者的研究 (Finkelstein & Hambrick, 1990; Zhang, 2006; Zhang & Rajagopalan, 2010; 连燕玲和贺小刚, 2015; 巩键等, 2016), 本文从销售投入 (销售费用/营业收入)、研发投入 (研发投入/营业收入)、非生产性支出 (管理费用/营业收入)、固定资产更新 (固定资产净值/固定资产原值)、存货水平 (存货/营业收入) 和财务杠杆 (负债/所有者权益) 六个维度度量企业的战略变革行为。根据 Zhang

(2006) 与 Weng 和 Lin (2014) 提供的方法, 本文分别计算获得了战略变革指标 $sc1$ 和 $sc2$ 。当然, 战略变革会影响公司未来的经营绩效和股利政策 (Ginsberg, 1988), 因此选择滞后一期的 sc 指标作为解释变量 (Zhang & Rajagopalan, 2010)。公司创新绩效为中介变量, 一般情况下 A 股上市公司会披露公司专利申请等信息。考虑到数据的可获得性, 本文选择企业专利申请量来度量其创新绩效 (Hsu, 2009; Tian & Wang, 2014; 肖文和林高榜, 2014)。同时, 公司专利申请数据存在右偏问题, 本文对专利和发明申请量加 1 然后取自然对数后作为实证研究的被解释变量 (Fang et al., 2014; Tian & Wang, 2014; 袁建国等, 2015)。

表 2 变量描述性统计

变量名称	全样本 (N=15657)				支付现金股利样本 (N=10969)			
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
$cdiv1_t$	23.394	23.082	0	99.882	33.393	20.655	0.696	99.882
$cdiv2_t$	0.581	0.760	0	7.393	0.830	0.786	0.004	7.393
$sc1_{t-1}$	-3.80E-05	0.510	-0.78	7.837	-0.055	0.413	-0.776	5.758
$sc2_{t-1}$	3.73E-03	0.514	-0.449	10.072	-0.047	0.395	-0.449	7.041
$lnpat_t$	1.176	1.552	0	8.753	1.36	1.628	0	8.753
fcf_t	0.045	0.156	-0.544	0.377	0.048	0.158	-0.544	0.377
$top1_t$	0.373	0.159	2.9E-02	0.894	0.384	0.160	0.022	0.894
$boardsize_t$	2.193	0.208	1.098	2.944	2.20	0.205	1.099	2.944
$boardind_t$	0.359	0.060	0	0.800	0.361	0.058	0	0.8
tmt_share_t	0.042	0.121	0	0.895	0.052	0.134	0	0.895
$state_own_t$	0.556	0.497	0	1	0.543	0.498	0	1
$size_t$	21.897	1.217	18.187	28.509	22.085	1.236	19.150	28.509
$growth_t$	0.213	0.421	-0.482	2.910	0.221	0.393	-0.482	2.910
lev_t	0.461	0.192	0.008	0.957	0.444	0.192	0.008	0.957
roa_t	0.047	0.040	8.60E-06	0.482	0.055	0.041	3.87E-04	0.40
q_t	2.387	1.913	0.660	56.812	2.377	1.702	0.699	25.169
$firm_age_t$	15.154	5.195	4	37	15.062	5.211	4	37

此外，实证研究控制了公司治理结构和财务状况等相关变量。本文用 `state_own` 表示公司所有权状况，如为国有控股企业该变量为 1；否则为 0；用第一大股东持股比例（`top1`）表示股权集中度，用董事会人数取对数表示董事会规模（`boardsize`），用独立董事占董事会的比率表示董事会独立性（`boardind`）；用管理层持股比例 `tmt_share` 表示高管激励水平。公司财务指标主要包括公司自由现金流水平（`fcf`）、公司规模（`size`）、主营业务收入增长率（`growth`）、资产负债率（`lev`）、盈利能力（`roa`）和市场价

值（托宾 `Q`）等。此外，实证研究还控制了公司年龄（`firm_age`）、行业和年度等因素。表 1 报告了变量定义和计算方法，其中下标 `t` 表示变量当期水平，下标 `t-1` 表示变量上期水平。例如，当下标 `t` 等于 2010 年时，被解释变量 `cdivt` 指样本公司 2010 年期末财务报告披露之后，于 2011 年召开股东大会通过并向股东支付的 2010 年的现金股利分配指标；`sct-1` 则以 2008~2009 年公司财务报告中的相关指标为基础，参考 Zhang（2006）与 Weng 和 Lin（2014）提供的方法予以计算。

表 3 相关系数检验

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<code>cdiv₁</code>	1	0.535***	-0.040***	-0.053***	0.018**	0.129***	0.100***	0.056***	-0.099***	-0.010	0.014	-0.153***	-0.126***	-0.174***	-0.105***	-0.031***	-0.135***
<code>cdiv₂</code>	0.678***	1	-0.114***	-0.101***	0.022*	0.257***	0.172***	0.126***	-0.103***	-0.062***	0.072***	0.042***	-0.034***	-0.234***	0.405***	-0.170***	-0.123***
<code>sc_{t-1}</code>	-0.130***	-0.150***	1	0.762***	-0.043***	-0.055***	-0.041***	-0.057***	0.031***	0.044***	-0.077***	-0.080***	0.142***	0.013***	-0.022***	0.098***	-0.002
<code>sc_{2-t-1}</code>	-0.126***	-0.132***	0.763***	1	-0.094***	-0.086***	-0.018***	-0.055***	0.046***	0.023***	-0.059***	-0.036***	0.165***	0.035***	-0.012	0.090***	0.038***
<code>lnpat_t</code>	0.108***	0.107***	-0.076***	-0.116***	1	0.009	-0.045***	-0.027***	0.094***	0.175***	-0.163***	0.126***	-0.026***	-0.081***	0.075***	0.092***	-0.064***
<code>fcf_t</code>	0.102***	0.203***	-0.071***	-0.083***	0.0130	1	0.095***	0.029***	-0.047***	0.005	0.035***	-0.085***	-0.119***	-0.145***	0.235***	0.031***	-0.045***
<code>top1_t</code>	0.134***	0.179***	-0.060***	-0.042***	-0.009	0.080***	1	0.043***	-0.024***	-0.126***	0.269***	0.208***	0.034***	0.065***	0.049***	-0.089***	-0.233***
<code>boardsize_t</code>	0.067***	0.115***	-0.069***	-0.080***	-0.019***	0.036***	0.035***	1	-0.411***	-0.198***	0.272***	0.201***	0.011	0.134***	-0.001	-0.163***	-0.056***
<code>boardind_t</code>	-0.024***	-0.045***	0.023***	0.037***	0.101***	-0.043***	-0.034***	-0.394***	1	0.130***	-0.108***	0.131***	-0.017*	0.019**	-0.017*	0.056***	0.098***
<code>tmt_share_t</code>	0.081***	0.017**	0.004	-0.011	0.196***	0.012	-0.092***	-0.163***	0.124***	1	-0.406***	-0.205***	0.011**	-0.264***	0.066***	0.211***	-0.127***
<code>state_own_t</code>	-0.018***	0.032***	-0.079***	-0.080***	-0.131***	0.046***	0.253***	0.264***	-0.129***	-0.372***	1	0.259***	-0.023***	0.238***	-0.092***	-0.238***	0.028***
<code>size_t</code>	0.059***	0.149***	-0.122***	-0.088***	0.175***	-0.075***	0.208***	0.195***	0.128***	-0.137***	0.213***	1	0.028***	0.490***	-0.074***	-0.317***	0.238***
<code>growth_t</code>	-0.054***	-0.009	0.123***	0.141***	-0.022***	-0.122***	0.039***	0.006	-0.011***	0.016	-0.031***	0.039***	1	0.119***	0.119***	0.093***	-0.101***
<code>lev_t</code>	-0.202***	-0.240***	0.040***	0.041***	-0.094***	-0.107***	0.051***	0.135***	-0.005	-0.246	0.211***	0.420***	0.096***	1	-0.393***	-0.384***	0.144***
<code>roa_t</code>	0.141***	0.458***	-0.046***	-0.031***	0.037***	0.190***	0.072***	-0.003	0.023***	0.103***	-0.105***	0.007***	0.134	-0.372***	1	0.445***	-0.057***
<code>q_t</code>	-0.023***	-0.113***	0.132***	0.122***	0.128***	0.009	-0.089***	-0.157***	0.078***	0.158***	-0.209***	-0.306***	0.062	-0.317***	0.366***	1	-0.029***
<code>firm_age_t</code>	-0.103***	-0.103***	0.035***	0.068***	-0.071***	-0.055***	-0.238***	-0.078***	0.131***	-0.123***	0.003***	0.214	-0.072***	0.133***	-0.036***	0.038***	1

注：*、**和*** 分别表示在 10%、5%和 1%的置信度水平显著，其中左下角为全样本检验结果，右上角为仅支付股利样本检验结果。

（三）实证策略与回归模型

本文的实证检验主要包括三个部分：①检验公司战略变革对现金股利政策的影响，验证

研究假设 1；②检验公司战略变革对创新绩效的影响，验证研究假设 2；③检验创新绩效对现金股利政策的影响，验证研究假设 3。参考中介效

应检验的思路，本文构建以下回归模型：

$$cdiv_t = \text{常数项} + \alpha_1 \times sc_{t-1} + \alpha_2 \times lnpat_t + \sum \theta_i \times \text{控制变量}_{it} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

其中， $cdiv_t$ 为当期现金股利支付水平； sc_{t-1} 为上期公司战略变革程度。如果回归系数 α_1 小于 0，说明战略变革与现金股利负相关，则研究假设 1 成立。同样，用如下模型验证研究假设 2：

$$lnpat_t = \text{常数项} + \beta_1 \times sc_{t-1} + \sum \theta_i \times \text{控制变量}_{it} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

如果回归系数 β_1 小于 0 则研究假设 2 成立。检验研究假设 3 的模型为：

$$cdiv_t = \text{常数项} + \gamma_1 \times lnpat_t + \sum \theta_i \times \text{控制变量}_{it} + \varepsilon_3 \quad (3)$$

如果回归系数 γ_1 大于 0，则说明创新绩效与公司现金股利支付水平正相关，因此研究假设 3 成立。在对上述三个等式进行估计之后，本文将根据温忠麟等（2012）提供的方法分析战略变革影响股利政策的路径及内在机理。最后，考虑到本文研究数据具有明显的跨期特征，笔者选择面板数据模型进行回归分析。不过，在 15657 个研究样本中，支付股利的样本共计 10969 个，申请专利的样本共计 7175 个，大量样本被解释变量为 0，难以满足最小二乘模型的正态分布假设，因此选择面板数据 Tobit 模型进行回归。

五、实证分析

（一）描述性统计与相关性分析

笔者对全样本和仅支付现金股利样本的研

究变量进行了描述性统计。在 15657 个样本中，支付现金股利的样本共计 10969 个，当期申请专利的样本共计 7175 个。从全样本统计结果看，被解释变量股利支付率（ $cdiv1$ ）的均值为 23.39，标准差为 23.08，说明样本公司现金分红约占净利润的 24%，但存在较大的个体差异。股利为投资者带来的平均收益约为 0.58%，对应着 $cdiv2$ 的均值为 0.581。按照 Zhang（2006）的方法，本文获得了度量战略变革的指标 $sc1$ ，其均值略小于 0。但根据 Weng 和 Lin（2014）的方法计算获得的 $sc2$ 的均值大于 0，说明上述两种计算战略变革的方法存在着细微的差异。创新绩效 $lnpat$ 的均值为 1.176，标准差为 1.552，说明样本公司之间存在较大的差异，最大值为 8.753，对应着中兴通讯（000063.SZ）于 2009 年申请专利 6327 项。在控制变量方面，样本公司自由现金流约占公司总资产的 4.5% 左右，对应着自由现金流（ fcf ）的均值为 0.045。在样本中国有控股公司占比为 55.6%，第一大股东持股比率（ $top1$ ）的均值为 37.28%，董事会平均人数接近 9 人，对应着 $boardsize$ 的均值为 2.192，其中独立董事占比约为 35.87%，管理层持股的均值为 4.17%。在公司财务指标方面，主营业务收入的均值为 0.213，说明在研究期间样本公司销售收入在不断增加。研究样本负债水平适中，平均资产负债率（ lev ）为 46%。总资产回报率（ roa ）的均值为 4.67%，略高于银行活期活期存款利率，意味着 A 股上市公司的盈利能力仍有待提高。仅支付现金股利样本的描述性统计结果也非常相似，考虑到篇幅关系不再赘述。

表 3 报告了研究变量之间的皮尔森相关系

数，其中左下角为全样本检验结果，右上角为仅支付股利样本检验结果。从全样本检验结果分析，战略变革指标（sc1 和 sc2）与被解释变量相关系数小于 0，中介变量 lnpat 与被解释变量显著正相关，均通过了 1%水平的置信度检验。上述结果说明，战略变革可能会降低未来的股利支付水平，但公司创新绩效专利申请可以有效提升股利支付水平。反映 sc1 和 sc2 的相关系数约为 0.76，且通过了 1%水平的置信度检验，说明两种度量战略变革的方法比较接近，但存在着细微的差异。中介变量 lnpat 与解释变量显著负相关，且通过了 1%水平的置信度检验，说明从短期看战略变革可能会降低创新绩效。控制变量 fcf 与战略变革指标的相关系数显著小于 0，说明战略变革可能会占用或者消耗更多的现金流，有可能引发自由现金流的代理问题。第一大股东持股比例（top1）和董事会规模（boardsize）与战略变革之间的相关系数小于 0，也通过了 1%的置信度检验，说明战略变革面临着来自控股股东和董事会的阻力。与直觉判断相一致，国有企业战略变革的动力不足，因此控制变量 state_own 与战略变革指标显著负相关。相反，公司主营业务收入增长率（growth）和战略变革指标显著正相关，说明战略变革有可能使企业营业收入增加。战略变革可能消耗了公司的自由现金流（fcf 与战略变革指标显著负相关），公司可以通过借债来弥补流动资金不足，因此负债水平（lev）与战略变革指标显著正相关。公司反映业绩的指标 roa 与战略变革负相关，且通过了 1%水平的置信度检验，说明上期的战略变革并没有改善当期经营绩效。此外，自由现金

流 fcf 与第一大股东持股比例（top1）、董事会规模（boardsize）和盈利能力（roa）等正相关，与主营业务收入增长率（growth）、资产规模（size）和资产负债率（lev）等负相关，均通过了 1%水平的置信度检验。仅支付股利样本的检验结果也非常相似，考虑到篇幅关系不再赘述。最后，解释变量和控制变量相关系数均小于 0.5，方差膨胀因子检验（VIF）结果表明，公司资产规模（size）的 VIF 值最大（VIF = 2.02），因此变量之间的相关性不会对回归结果造成显著影响。

（二）回归结果

表 4 报告了研究假设 1 的检验结果，具有以下几个特征。首先，当被解释变量为股利支付率（cdiv1）时，度量战略变革的指标 sc1 和 sc2 回归系数均小于 0，且通过了 1%水平的显著性检验。当被解释变量为股利收益率（cdiv2）时，也获得了相似的回归结果。上述回归结果说明战略变革与股利支付水平负相关，因此研究假设 1 成立。其次，中介变量创新绩效（lnpat）的回归系数大于 0，并且通过了 1%水平的显著性检验。这样的回归结果说明，公司创新绩效上升，股利支付水平会随之增加。控制变量回归结果表明，公司自由现金流水平（fcf）与被解释变量显著正相关，说明向股东支付现金股利可以有效地降低自由现金流的代理成本。在公司治理结构方面，第一大股东持股比例（top1）和董事会规模（boardsize）等与股利支付显著正相关，不过国有控股公司的股利支付水平相对较低。公司财务状况也会显著地影响股利政策，如公司规模（size）和盈利能力（roa）与股利支付水平正相关，资产负债率

(lev) 与被解释变量负相关。反映公司成长的指标如主营业务收入增长率 (growth) 和托宾 Q 等与股利支付负相关, 但是 growth 回归系数未通过显著性检验, 说明 La Porta 等 (2000) 提

出的结果模型并不能解释 A 股上市公司的股利政策。最后, 式 (1) 的卡方值均通过了 1% 水平的置信度检验, 说明回归方程的变量总体上反映了被解释变量的主要信息。

表 4 研究假设 1 回归结果

	cdiv1 _t				cdiv2 _t			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
sc1 _{t-1}	-4.586 *** (-9.00)	-4.545 *** (-8.93)			-0.123 *** (-9.11)	-0.122 *** (-9.05)		
sc2 _{t-1}			-4.780 *** (-8.67)	-4.749 *** (-8.62)			-0.123 *** (-8.42)	-0.123 *** (-8.38)
lnpat _t		0.763 *** (3.38)		0.779 *** (3.45)		0.0175 *** (3.01)		0.0180 *** (3.09)
fcf _t	2.654 * (1.82)	2.629 * (1.80)	2.727 * (1.87)	2.102 * (1.85)	0.162 *** (4.27)	0.162 *** (4.26)	0.164 *** (4.31)	0.163 *** (4.30)
topl _t	19.68 *** (8.38)	19.95 *** (8.50)	19.84 *** (8.45)	20.11 *** (8.58)	0.471 *** (7.79)	0.477 *** (7.91)	0.475 *** (7.85)	0.481 *** (7.96)
boardsize _{it}	10.20 *** (6.02)	10.13 *** (5.99)	10.15 *** (5.99)	10.08 *** (5.96)	0.259 *** (5.92)	0.257 *** (5.89)	0.258 *** (5.89)	0.256 *** (5.86)
boardind	13.54 ** (2.56)	13.38 ** (2.54)	13.49 ** (2.55)	13.33 ** (2.53)	0.245 * (1.78)	0.241 * (1.76)	0.243 * (1.77)	0.239 * (1.75)
tmt_share _t	9.882 *** (3.60)	9.437 *** (3.44)	9.859 *** (3.59)	9.404 *** (3.43)	0.189 ** (2.69)	0.178 ** (2.54)	0.189 ** (2.68)	0.178 ** (2.54)
state_own _t	-2.238 ** (-2.57)	-2.218 ** (-2.55)	-2.192 ** (-2.52)	-2.173 ** (-2.50)	-0.0472 ** (-2.11)	-0.0468 ** (-2.09)	-0.0455 ** (-2.03)	-0.0451 ** (-2.02)
size _t	4.679 *** (11.30)	4.485 *** (10.76)	4.707 *** (11.37)	4.508 *** (10.81)	0.158 *** (14.78)	0.153 *** (14.26)	0.159 *** (14.86)	0.154 *** (14.33)
growth _t	-0.122 (-0.22)	-0.0916 (-0.17)	-0.0690 (-0.12)	-0.0368 (-0.07)	0.00523 (0.36)	0.00590 (0.41)	0.00600 (0.42)	0.00670 (0.46)
lev _t	-41.76 *** (-19.93)	-41.51 *** (-19.83)	-42.34 *** (-20.24)	-42.08 *** (-20.13)	-1.295 *** (-23.76)	-1.288 *** (-23.66)	-1.310 *** (-24.06)	-1.303 *** (-23.95)
q _t	-0.873 *** (-4.39)	-0.880 *** (-4.42)	-0.883 *** (-4.44)	-0.889 *** (-4.47)	-0.148 *** (-27.07)	-0.148 *** (-27.11)	-0.148 *** (-27.13)	-0.148 *** (-27.18)
roa _t	47.56 *** (6.01)	47.63 *** (6.02)	48.10 *** (6.08)	48.17 *** (6.09)	10.62 *** (51.66)	10.62 *** (51.70)	10.64 *** (51.71)	10.64 *** (51.75)

续表

	cdiv1 _t				cdiv2 _t			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
firm_age _t	-0.664 *** (-7.04)	-0.626 *** (-6.62)	-0.663 *** (-7.03)	-0.624 *** (-6.60)	-0.0126 *** (-5.25)	-0.0118 *** (-4.88)	-0.0127 *** (-5.26)	-0.0118 *** (-4.88)
常数项	-91.21 *** (-9.97)	-87.37 *** (-9.50)	-91.61 *** (-10.01)	-87.68 *** (-9.54)	-3.291 *** (-13.97)	-3.202 *** (-13.52)	-3.306 *** (-14.02)	-3.215 *** (-13.57)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
卡方值	1513.09 ***	1528.63 ***	1507.75 ***	1523.90 ***	6518.08 ***	6531.91 ***	6500.53 ***	6521.15 ***
对数似然率	-54819	-54813	-54821	-54815	-14029	-14024	-14034	-14030
N	15657	15657	15657	15657	15657	15657	15657	15657

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的置信度水平显著。

表5报告了研究假设2和假设3的检验结果。当被解释变量为创新绩效lnpat时，反映战略变革的指标sc1和sc2回归系数均小于0，且通过了1%水平的置信度检验。这样的结果说明战略变革会削弱创新绩效，因此研究假设2成立。在公司治理方面，董事会独立性(boardind)和管理层持股(tmt_share)与被解释变量显著正相关，说明独董履职和经济激励等因素可以有

效提升创新绩效。不过，公司资产负债率(lev)和主营业务收入增长率(growth)与被解释变量显著负相关。当被解释变量为股利支付水平(cdiv1和cdiv2)时，中介变量lnpat的回归系数大于0，且通过了1%水平的显著性检验(见表5)。这样的回归结果意味着创新可以有效地提升股利支付水平，因此研究假设3成立。

表5 研究假设2和假设3检验结果

	lnpat _t		cdiv1 _t	cdiv2 _t
	(1)	(2)	(3)	(4)
sc1 _{t-1}	-0.133 *** (-3.99)			
sc2 _{t-1}		-0.182 *** (-4.39)		
lnpat _t			0.813 *** (3.59)	0.0187 *** (3.21)
fcf _t	0.0271 (0.29)	0.0254 (0.27)	2.835 * (1.94)	0.166 *** (4.38)
topl _t	-0.272 (-1.44)	-0.270 (-1.43)	19.99 *** (8.48)	0.477 *** (7.85)
boardsize _{it}	0.194 (1.60)	0.193 (1.58)	10.32 *** (6.08)	0.263 *** (5.99)

续表

	lnpat _t		cdiv _t	cdiv2 _t
	(1)	(2)	(3)	(4)
boardind _t	0.668 *	0.681 *	12.88 **	0.226
	(1.86)	(1.89)	(2.43)	(1.64)
tmt_share _t	0.432 **	0.428 **	9.582 ***	0.182 **
	(2.27)	(2.25)	(3.47)	(2.57)
state_own _t	0.0203	0.0181	-1.958 **	-0.0396 *
	(0.27)	(0.24)	(-2.24)	(-1.76)
size _t	0.287 ***	0.288 ***	4.693 ***	0.158 ***
	(8.59)	(8.60)	(11.20)	(14.66)
growth _t	-0.0727 *	-0.0736 *	-0.592	-0.00769
	(-1.84)	(-1.86)	(-1.08)	(-0.54)
lev _t	-0.336 **	-0.348 **	-42.76 ***	-1.319 ***
	(-2.20)	(-2.28)	(-20.41)	(-24.18)
q _t	-0.00607	-0.00540	-0.993 ***	-0.151 ***
	(-0.50)	(-0.45)	(-5.9)	(-27.54)
roa _t	-0.682	-0.678	49.06 ***	10.65 ***
	(-1.33)	(-1.33)	(6.19)	(51.72)
firm_age _t	-0.139 ***	-0.139 ***	-0.651 ***	-0.0124 ***
	(-14.26)	(-14.23)	(-6.82)	(-5.09)
常数项	-8.301 ***	-8.310 ***	-91.24 ***	-3.298 ***
	(-10.88)	(-10.89)	(-9.87)	(-13.85)
行业和年度	控制	控制	控制	控制
卡方值	2827.20 ***	2827.47 ***	1449.15 ***	6431.36 ***
对数似然率	-15823	-15821	-54854	-14066
N	15657	15657	15657	15657

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的置信度水平显著。

结合中介效应模型分析（温忠麟等，2012），有可能发现战略变革影响现金股利政策的途径。首先，研究假设1成立意味着存在战略变革影响股利政策的直接途径，即战略变革会直接导致股利支付水平降低。其次，公司创新绩效与股利支付水平正相关（研究假设3），但战略变革削弱了创新绩效（研究假设2），因此存在影响股利支付水平的间接路径，即战略变革通过削弱创新绩效进一步降低股利支付水平。此外，与代理理论的预测一致，公司高管持股比例

（tmt_share）与现金股利支付水平和创新绩效正相关，说明股权激励可以有效降低代理成本。不过，Davis等（1997）认为，公司高管更趋向于提升长期的创新绩效和股利支付水平，实证研究仅考虑上期战略变革（sc_{t-1}）和当期股利支付（cdiv_t）之间的关系，获得的研究结果具有一定的局限性，需要做进一步的检验。此外，公司高管可能为了提升未来的股利支付水平而进行战略变革。因此，解释变量和控制变量之间存在反向因果关系。下面来看稳健性检验的结果。

表 6 变量动态差分检验结果

	dediv1 _t	dediv1 _t	dediv2 _t	dediv2 _t	dlnpat _t	dlnpat _t
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
sc1 _{t-1}	-3.182 *** (-5.57)		-0.0625 *** (-4.66)		-0.0909 *** (-2.72)	
sc2 _{t-1}		-3.432 *** (-5.64)		-0.0670 *** (-4.69)		-0.125 *** (-3.04)
lnpat _t	0.900 *** (3.93)	0.907 *** (3.96)	0.0157 *** (2.95)	0.0159 *** (2.99)		
fcf _t	-2.657 (-1.54)	-2.525 (-1.46)	0.0919 ** (2.39)	0.101 ** (2.45)	-0.0664 (-0.68)	-0.0652 (-0.67)
topl _t	14.26 *** (6.39)	14.35 *** (6.44)	0.300 *** (5.82)	0.302 *** (5.86)	-0.113 (-0.76)	-0.113 (-0.76)
boardsize _t	5.322 *** (3.07)	5.329 *** (3.08)	0.119 *** (2.99)	0.119 *** (2.99)	0.272 ** (2.50)	0.269 ** (2.48)
boardind _t	1.600 (0.28)	1.551 (0.27)	0.120 (0.90)	0.120 (0.90)	0.319 (0.93)	0.325 (0.95)
tmt_share _t	5.538 ** (2.04)	5.485 ** (2.02)	0.0762 (1.18)	0.0755 (1.17)	0.623 *** (4.04)	0.619 *** (4.02)
state_own _t	-1.646 ** (-2.09)	-1.629 ** (-2.07)	-0.0356 ** (-1.96)	-0.0352 * (-1.94)	-0.0104 (-0.19)	-0.0108 (-0.20)
size _t	2.969 *** (7.63)	2.981 *** (7.68)	0.0745 *** (8.20)	0.0748 *** (8.24)	0.159 *** (6.25)	0.160 *** (6.27)
growth _t	-2.302 *** (-3.42)	-2.264 *** (-3.35)	0.0384 *** (2.58)	0.0395 *** (2.65)	-0.0288 (-0.71)	-0.0289 (-0.71)
lev _t	-29.60 *** (-13.49)	-29.98 *** (-13.69)	-0.807 *** (-15.62)	-0.816% (-15.80)	-0.248 * (-1.88)	-0.261 ** (-1.97)
q _t	-0.900 *** (-4.02)	-0.896 *** (-4.00)	-0.171 *** (-24.82)	-0.171 *** (-24.83)	0.00690 (0.61)	0.00769 (0.67)
roa _t	3.232 (0.37)	3.518 (0.40)	8.855 *** (40.27)	8.857 *** (40.28)	1.018 ** (2.06)	1.017 ** (2.06)
firm_aget	0.281 *** (-3.48)	-0.280 *** (-3.47)	-0.00431 * (-2.29)	-0.00430 * (-2.28)	-0.0568 *** (-10.05)	-0.0566 *** (-10.02)
cdiv1 _{t-1}	-0.529 *** (-32.69)	-0.527 *** (-32.65)				
cdiv2 _{t-1}			-0.451 *** (-34.08)	-0.451 *** (-34.05)		

续表

	dcdv1 _t	dcdv1 _t	dcdv2 _t	dcdv2 _t	dlnpat _t	dlnpat _t
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
lnpat _{t-1}					-0.279 ^{***} (-16.27)	-0.279 ^{***} (-16.27)
常数项	-57.03 ^{***} (-6.65)	-57.25 ^{***} (-6.69)	-1.495 ^{***} (-7.43)	-1.500 ^{***} (-7.46)	-5.558 ^{***} (-9.79)	-5.559 ^{***} (-9.80)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
卡方值	1400.33	1403.22	3496.94	3497.24	1119.55	1118.91
似然率	-32433	-32432	-9369	-9369	-10990	-10989
N	15657	15657	15657	15657	15657	15657

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的置信度水平显著。

表 7 战略变革对未来股利政策和创新绩效的影响

Panel A: 研究假设 1, $cdiv1_{t+1} \sim cdiv1_{t+3}$						
	$cdiv1_{t+1}$	$cdiv1_{t+2}$	$cdiv1_{t+3}$	$cdiv1_{t+1}$	$cdiv1_{t+2}$	$cdiv1_{t+3}$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
sc1 _{t-1}	-3.767 ^{***} (-5-83)	-3.489 ^{***} (-4.93)	-3.080 ^{***} (-4.10)			
sc2 _{t-1}				-4.225 ^{***} (-6.14)	-3.846 ^{***} (-5.18)	-3.470 ^{***} (-4.42)
lnpat _t	0.982 ^{***} (3.43)	0.963 ^{***} (3.06)	1.058 ^{***} (3.07)	0.991 ^{***} (3.46)	0.913 ^{***} (3.10)	1.067 ^{***} (3.09)
常数项	-80.85 ^{***} (-7.09)	-69.92 ^{***} (-5.62)	-69.41 ^{***} (-5.12)	-7.795 ^{***} (-10.53)	-9.508 ^{***} (-11.75)	-9.253 ^{***} (-10.31)
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	15657	15657	13984	15657	15657	13984
Panel B: 研究假设 1, $cdiv2_{t+1} \sim cdiv2_{t+3}$						
	$cdiv2_{t+1}$	$cdiv2_{t+2}$	$cdiv2_{t+3}$	$cdiv2_{t+1}$	$cdiv2_{t+2}$	$cdiv2_{t+3}$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
sc1 _{t-1}	-0.108 ^{***} (-6.75)	-0.105 ^{***} (-6.07)	-0.0840 ^{***} (-4.60)			
sc2 _{t-1}				-0.112 ^{***} (-6.54)	-0-102 ^{***} (-5.61)	-0.0906 ^{***} (-4.70)
lnpat _t	0.0235 ^{***} (3.38)	0.0258 ^{***} (3.41)	0.0279 ^{***} (3.37)	0.0238 ^{***} (3.43)	0.0262 ^{***} (3.46)	0.0281 ^{***} (3.40)
常数项	-3.852 ^{***} (-14.01)	-3.309 ^{***} (-11.05)	-2.820 ^{***} (-8.63)	-3.860 ^{***} (-14.03)	-3.316 ^{***} (-11.06)	-2.818 ^{***} (-8.62)

续表

Panal B：研究假设 2， $cdlv_{t+1} \sim cdiv_{t+3}$						
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	15657	15657	13984	15657	15657	13984
Panal C：研究假设 2， $lnpat_{t+1} \sim lnpat_{t+3}$						
	$lnpat_{t+1}$	$lnpat_{t+2}$	$lnpat_{t+3}$	$lnpat_{t+1}$	$lnpat_{t+2}$	$lnpat_{t+3}$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$sc1_{t-1}$	-0.133 *** (-4.01)	-0.0543 (-1.53)	-0.0480 (-1.20)			
$sc2_{t-1}$				-0.159 *** (-3.88)	-0.120 *** (-2.74)	-0.104 ** (-2.03)
常数项	-7.773 *** (-10.49)	-9.533 *** (-11.78)	-9.280 *** (-10.34)	-7.795 *** (-10.53)	-9.508 *** (-11.75)	-9.253 *** (-10.31)
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	15657	13984	12128	15657	13984	12128

注：*、**和*** 分别表示在 10%、5%和 1%的置信度水平显著。

表 8 倾向性得分匹配（PSM）检验结果

Panal A：研究假设 1									
$cdlv_t$		DIFF	z	P	$cdlv_t$		DIFF	z	P
	ATT	-3.602 ***	-6.09	0.000		ATT	-2.416 ***	-3.85	0.000
$sc1_{t-1}$	ATU	-2.637 ***	-5.07	0.000	$sc2_{t-1}$	ATU	-3.205 ***	-5.31	0.000
	ATE	-2.962 ***	-6.72	0.000		ATE	-2.969 ***	-5.96	0.000
Panal B：研究假设 1									
$cdlv_t$		DIFF	z	P	$cdlv_t$		DIFF	z	P
	ATT	-0.091 ***	-5.80	0.000		ATT	-0.073 ***	-4.41	0.000
$sc2_{t-1}$	ATU	-0.099 ***	-5.58	0.000	$sc2_{t-1}$	ATU	-0.117 ***	-6.27	0.000
	ATE	-0.096 ***	-6.91	0.000		ATE	-0.103 ***	-7.10	0.000
Panal C：研究假设 2									
$lnpat_t$		DIFF	z	P	$lnpat_t$		DIFF	z	P
	ATT	-0.073 **	-2.02	0.043		ATT	-0.084	2.21 **	0.027
$sc1_{t-1}$	ATU	-0.087 **	-2.18	0.030	$sc2_{t-1}$	ATU	-0.099	-2.40 **	0.017
	ATE	-0.082 ***	-2.60	0.009		ATE	0.094	2.92 ***	0.004
Panal C：研究假设 3									
$cdlv_t$		DIFF	z	P	$cdlv_t$		DIFF	z	p
	ATT	2.749 ***	3.93	0.000		ATT	0.057	2.75 ***	0.006
$lnpat_t$	ATU	3.786 ***	3.26	0.001	$lnpat_t$	ATU	0.092	2.81 ***	0.005
	ATE	3.307 ***	4.42	0.000		ATE	0.076	3.71 ***	0.000

注：*、**和*** 分别表示在 10%、5%和 1%的置信度水平显著。

六、稳健性检验

为了确定获得的研究结果是可靠的,本文进行了稳健性检验,主要包括现金股利政策和创新绩效的动态特征,战略变革和创新绩效对股利政策的未来影响和内生性等方面。下面简要介绍稳健性检验的结果。

(一) 现金股利的动态特征

本文参考相关学者的研究成果(Zhang, 2016; Wen & Lin, 2014),对六个维度的指标取一阶差分计算战略变革,反映了企业资源配置方式相对于过去的变化程度。实证研究的被解释变量则是股利支付水平,并没有反映股利支付的动态变化。考虑到投资者会关心股利支付水平是否会增加或者降低,本文对战略变革、创新绩效与股利支付增量的关系进行了稳健性检验,具体过程如下:①计算股利支付水平的一阶差分 $dcdi_{it}$: $dcdi_{it} = cdiv_{it} - cdiv_{it-1}$; ②计算创新绩效的一阶差分 $dlnpat_{it}$: $dlnpat_{it} = lnpat_{it} - lnpat_{it-1}$; ③参照前文实证研究的思路进行面板数据 Tobit 回归。表 6 报告了回归结果,具有如下几个特征:①战略变革与股利支付水平的增量显著负相关;②公司创新绩效与股利支付水平的增量显著正相关;③战略变革与创新绩效增量显著负相关。由此可见,战略变革不仅导致股利支付水平和创新绩效下降,而且与上述指标的增量显著负相关。因此,从股利政策和技术创新演化的视角分析,前文的实证结果仍然成立。

(二) 战略变革对未来的影响

战略变革可能会提高未来股利支付水平和

创新绩效,本文对此做了进一步检验。国泰安数据库 CSMAR 数据库能够提供 2016 年企业专利申请和 2017 年股利支付的相关信息,因此本文战略变革对未来 $t+1$ 期到 $t+3$ 期的股利政策和创新绩效进行实证研究,进一步验证研究假设的稳健性。与实证研究的思路相似,笔者用未来 $t+1$ 期到 $t+3$ 期的指标替代 t 期指标进行面板数据 Tobit 回归。表 7 报告了回归结果,具有如下几个特征:①战略变革与未来的股利支付水平显著负相关;②创新绩效与未来股利支付水平显著正相关;③战略变革与未来创新绩效负相关,在 $t+2$ 期之后显著性有所降低。因此,即使考虑多期的股利支付和创新绩效,本文的实证结果仍然成立。换句话说,战略变革并没有体现出公司高管的长期导向。

(三) 内生性

绩效反馈理论认为,管理层为了提升未来的财务绩效而进行战略变革(March & Simon, 1958; Cyert & March, 1963),暗示着战略变革与股利政策和创新绩效之间可能存在逆向因果关系,也就是说,内生性可能会影响回归结果的可靠性。表 7 和表 8 的回归结果显示,滞后一期战略变革指标($sc1_{t-1}$ 和 $sc2_{t-1}$)会显著影响 $t+1$ 期的创新绩效和股利政策,由此形成的推断是滞后二期的战略变革指标($sc1_{t-2}$ 和 $sc2_{t-2}$)很难满足工具变量的排他性假设。而且,本文从六个维度计算战略变革,影响战略变革的因素必然会影响负债水平和固定资产更新等。因此,寻找恰当的工具变量存在一系列的困难。

幸运的是,倾向性得分匹配(PSM)为处理内生性问题提供了新的视角。按照陈强(2010)提供的方法,笔者使用自助法进行了倾

向性得分匹配，表 8 报告了实证结果。在对研究假设 1 进行稳健性检验时，本文定义了两个虚拟变量（sc1_dum 和 sc2_dum），如果战略变革指标（sc1 和 sc2）大于 0，该虚拟变量取值为 1，否则为 0。倾向性得分匹配的结果显示参加匹配的处置组（sc > 0 的样本）和控制组（sc ≤ 0 的样本）对股利政策的影响存在显著的差异，处置组的股利支付水平低于控制组，ATT 通过了 1% 水平的显著性检验。即使考虑未参加匹配的样本和全样本的情况，ATU 和 ATE 也通过了显著性检验，因此研究假设 1 然成立。同样，研究假设 2 的匹配结果显示处置组和控制组对创新绩效影响也存在显著的差异，ATT 和 ATE 均通过了显著性检验。由此可知，战略变革显著地降低了公司创新绩效，研究假设 2 成立。本文定义了虚拟变量 pat_dum，如果 lnpat 大于 0 该值取 1，否则取 0，然后进行倾向性得分匹配。结果显示处置组（lnpat > 0 样本）和控制组（lnpat = 0 样本）存在显著的差异，ATT 和 ATE 均通过了显著性检验。由此可见，创新绩效可以显著提升股利支付水平，因此研究假设 3 成立。最后，尽管 sc1_{t-2}、sc2_{t-2} 和 lnpat_t 等不满足排他性假设，本文仍将其作为工具变量进行了 Ivtobit 回归，结果与前文相似，考虑到篇幅关系不再报告。此外，笔者单独计算了战略变革中的研发支出调整水平，并代入回归方程（2）中运用 2008~2015 年的数据进行稳健性检验，实证结果表明，t-1 期的研发支出调整与 t 期到 t+2 期的专利申请数量负相关，说明公司管理层激进地调整研发支出未必能够有效提高创新绩效。Duran 等（2016）认为，公司研发支出可能是公司高管卸责的结果，而

且会导致资源浪费，本文的实证为 Duran 等（2016）的研究提供了经验证据。

七、研究结论

本文围绕着战略变革能否缓解代理冲突展开研究。在对战略变革进行文献分析的基础上，笔者发现战略变革可能会偏离股东价值最大化的方向，因此基于代理理论提出了研究假设（假设 1）。其次，战略决策与核心竞争能力培育密切相关（Sull，1999），而技术创新是公司竞争优势的重要来源（Teece & Pisano，1994；Helfat，1997；Teece et al.，1997）。遵循技术演化路径进行技术创新要求高管勤勉尽责，调整资源配置可能会影响技术创新的路径依赖特征，因此战略变革可能不利于创新绩效的提升（假设 2）。最后，技术创新要求公司高管严格保密，这是股东和管理层信息不对称的重要原因。在管理层无法披露技术创新细节的情况下，可能通过股利支付向投资者发送公司持续盈利的信号，因此技术创新与股利支付密切相关（假设 3）。

在实证研究过程中，笔者从六个维度度量战略变革（Zhang，2006；Weng & Lin，2014），以 2002~2015 年 2370 家 A 股上市公司 15657 个年度—公司样本为数据来源，运用面板数据 Tobit 模型对研究假设进行实证检验，获得了以下研究结论。首先，战略变革与现金股利支付水平负相关，说明管理层的战略变革损害了股东的利益。其次，战略变革显著削弱了创新绩效，意味着公司高管的调整资源配置方式很难提升公司未来的竞争能力。最后，创新绩效与

股利支付正相关。此后,稳健性检验的结果表明战略变革与股利和创新绩效增量(一阶差分)显著负相关,而且还会导致公司未来股利支付水平下降。当然,绩效反馈理论暗示着公司高管的未来导向,因此实证研究存在内生性问题。不过,战略变革和创新绩效与未来公司财务状况等密切相关,因此运用滞后变量无法满足工具变量要求的排他性条件。于是,笔者选择倾向性得分匹配(PSM)方法排除了逆向因果关系。

尽管本文的实证结果支持代理理论和信息不对称理论,但仍存在一些有趣的问题值得进一步研究。首先,根据高层梯队理论的研究成果,高管特性会影响战略变革(Herrmann & Nadkarni, 2014; 连燕玲和贺小刚, 2015),创新绩效(Baranchuk et al., 2014; Sunder, 2017)和股利政策(Nicolosi, 2013; Caliskan & Doukas, 2015)。不过,那些高管特性会削弱或者增强代理理论的解释能力尚不清晰。其次,本文未对制度和文化如何影响战略变革、创新绩效和股利政策的关系进行深入细致的探讨。最后,本文选择的研究样本为具有盈利能力的公司,没有考虑缺乏盈利能力及长期亏损的样本。因此,在今后的研究中笔者将调整研究视角并选择恰当的研究方法,获取更有价值的研究结论。

接受编辑: Wei Shen

收稿日期: 2018年2月22日

接受日期: 2018年12月25日

作者简介: 古志辉(E-mail: guzhihui@

nankai.edu.cn),南开大学商学院教授,博士生导师,于2004年毕业于南开大学商学院,曾在《管理世界》和《管理科学学报》等学术期刊发表论文数篇,目前研究兴趣主要包括传统文化与技术创新、公司金融与公司治理。

参考文献

- [1] 陈强:《高级计量经济学及Stata应用》,高等教育出版社2010年版。
- [2] 巩健、陈凌、王健茜、王吴:《从众还是独具一格?》,《管理世界》,2016年第11期。
- [3] 姜付秀、伊志宏、苏飞、黄磊:《管理者背景特征与企业过度投资行为》,《管理世界》,2009年第1期。
- [4] 连燕玲、贺小刚:《CEO开放性特征、战略惯性和组织绩效》,《管理科学学报》,2015年第1期。
- [5] 连燕玲、周兵、贺小刚、温丹玮:《经营期望,管理自主权与战略变革》,《经济研究》,2015年第8期。
- [6] 刘鑫、薛有志:《CEO继任、业绩偏离度和公司研发投入》,《南开管理评论》,2015年第3期。
- [7] 鲁桐、党印:《公司治理与技术创新:分行业比较》,《经济研究》,2014年第6期。
- [8] 青木昌彦、张春霖:《对内部人控制的控制:转轨经济中公司治理的若干问题》,《改革》,1994年第6期。
- [9] 孙健、王百强、曹丰、刘向强:《公司战略影响盈余管理吗?》,《管理世界》,2016年第3期。
- [10] 王钦、赵剑波:《价值观引领与资源再组合:以海尔网络化战略变革为例》,《中国工业经济》,2014年第11期。
- [11] 温军、冯根福:《异质机构、企业性质与自主创新》,《经济研究》,2012年第3期。
- [12] 温忠麟、刘云红、侯杰泰:《调节效应和中

介效应分析》，高等教育出版社 2012 年版。

[13] 肖文、林高榜：《政府支持、研发管理与技术创新效率》，《管理世界》，2014 年第 4 期。

[14] 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》，《管理评论》，2015 年第 1 期。

[15] 袁建国、后青松、程晨：《企业政治资源的诅咒效应》，《管理世界》，2015 年第 1 期。

[16] 张玮停、王志强：《地域因素如何影响公司股利政策：“替代模型”还是“结果模型”？》，《经济研究》，2015 年第 5 期。

[17] 张兆国、刘亚伟、亓小林：《管理者背景特征、晋升激励与过度投资研究》，《南开管理评论》，2013 年第 4 期。

[18] 赵晶、张书博、祝丽敏：《传承人合法性对家族企业战略变革的影响》，《中国工业经济》，2015 年第 8 期。

[19] 周长辉：《中国企业战略变革过程研究：五矿经验及一般启示》，《管理世界》，2005 年第 12 期。

[20] Aghion, P., Van Reenen, J., & Zingales, L. 2013. Innovation and institutional ownership. *American Economic Review*, 103: 277-304.

[21] Aghion, P., Bloom, N., Blundell, R., Griffith, R., & Howitt, P. 2005. Competition and innovation: An inverted-u relationship. *Quarterly Journal of Economics*, 120: 701-728.

[22] Amburgey, T. L., & Dacin, T. 1994. As the left foot follows the right? The dynamics of strategic and structural change. *Academy of Management Journal*, 37: 1427-1452.

[23] Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. 2000. Agency cost and ownership structure. *Journal of Finance*, 55: 81-106.

[24] Arthur, W. B. 1989. Competing technologies, — 50 —

increasing returns, and lock-in by historical events. *Economic Journal*, 99: 116-131.

[25] Baranchuk, N., Kieschnick, R., & Moussawi, R. 2014. Motivating innovation in newly public firms. *Journal of Financial Economics*, 111: 578-588.

[26] Barker, V., & Duhaime, I. M. 1997. Strategic change in the turnaround process: Theory and empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 18: 13-38.

[27] Bebchuk, L. A., & Roe, M. J. 1999. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, 52: 127-170.

[28] Berry, H. 2017. Managing valuable knowledge in weak IP protection countries. *Journal of International Business Studies*, 48: 1-21.

[29] Beschwitz, B. 2018. Cash windfalls and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 128: 287-319.

[30] Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and the bird-in-the-hand fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10: 259-270.

[31] Boeker, W. 1989. Strategic change: The effects of founding and history. *Academy of Management Journal*, 32: 489-515.

[32] Boeker, W. 1997. Strategic change: The influence of managerial characteristics and organizational growth. *Academy of Management Journal*, 40: 152-170.

[33] Caliskan, D., & Doukas, J. A. 2015. CEO risk preferences and dividend policy decisions. *Journal of Corporate Finance*, 35: 18-42.

[34] Carpenter, M. A. 2000. The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms. *Journal of Management*, 26: 1179-1198.

[35] Child, J. 1972. Organization structure and strategies of CEO control: A replication of the Aston study. *Ad-*

ministrative Science Quarterly, 17: 163–177.

[36] Cui A, S., Calantone, R. J., & Griffith, D. A. 2011. Strategic change and termination of interfirm partnerships. *Strategic Management Journal*, 32: 402–423.

[37] Cyert, R. M., & March, J. G. 1963. *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice–Hall.

[38] David, P. 1985. Clio and the economics of Qwerty. *American Economic Review Proceedings*, 75: 332–337.

[39] Davidson, W. N., Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Nemec, C. 2004. Earnings management following duality–creating successions: Ethnostatistics, impression. *Academy of Management Journal*, 47: 267–275.

[40] Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22: 20–47.

[41] Decker, C., & Mellewigt, T. 2012. Business exit and strategic change: Sticking to the knitting or striking a new path? *British Journal of Management*, 23: 165–178.

[42] Denis, D. J., & Osobov, I. 2008. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89: 62–82.

[43] Dewenter, K. L., & Warther, V. A. 1998. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U. S. Firms. *Journal of Finance*, 53: 879–904.

[44] Dow, J., & Raposo, C. 2005. CEO compensation, change, and corporate strategy, *Journal of Finance*, 60: 2701–2727.

[45] Duran, P., Nadine, K., Van Essen, M., & Thomas, Z. 2016. Doing more with less: Innovation input and output in family firms. *Academy of Management*

Journal, 59: 1224–1264.

[46] Faccio, M., Lang, H. P., & Young, L. 2001. Dividends and expropriation, *American Economic Review*, 91: 54–78.

[47] Fang, V. W., Tian, X., & Tice, S. 2014. Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? *Journal of Finance*, 69: 2085–2125.

[48] Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. 1990. Top–management–team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35: 484–503.

[49] Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. 2015. Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, 118: 299–316.

[50] Fu, F. J. 2010. Overinvestment and the operating performance of SOE firms. *Financial Management*, 39: 249–272.

[51] Garriga, H., Von Krogh, G., & Spaeth, S. 2013. How constraints and knowledge impact open innovation. *Strategic Management Journal*, 34: 1134–1144.

[52] Ginsberg, A. 1988. Measuring and modeling changes in strategy: Theoretical foundations and empirical directions. *Strategic Management Journal*, 9: 559–575.

[53] Goodstein, J., & Boeker, W. 1991. Turbulence at the top: A new perspective on governance structure changes and strategic change. *Academy of Management Journal*, 34: 306–330.

[54] Helfat, C. E. 1997. Know–how and asset complementarity and dynamic capability accumulation: The case of R&D, *Strategic Management Journal*, 18: 339–360.

[55] Helfat, C. E., & Martin, J. A. 2015. Dynamic managerial capabilities: Review and assessment of managerial impact on strategic change. *Journal of Manage-*

ment, 41: 1281–1312.

[56] Herrmann, P., & Nadkarni, S. 2014. Managing strategic change: The duality of CEO personality. *Strategic Management Journal*, 35: 1318–1342.

[57] Ho, L. Y., Wu, A., & Wu, Y. C. 2014. Performance measures, consensus on strategy implementation, and performance: Evidence from the operational-level of organizations. *Accounting, Organizations and Society*, 39: 38–58.

[58] Hofer, C. W., & Schendel, D. 1978. *Strategy formulation: Analytical concepts*. St. Paul, MN: West Publishing.

[59] Hsu, P. H. 2009. Technological innovations and aggregate risk premiums. *Journal of Financial Economics*, 94: 264–279.

[60] Huang, K. G., Geng, X., & Wang, H. 2017. Institutional regime shift in intellectual property rights and innovation strategies of firms in china. *Organization Science*, 28: 355–377.

[61] Breton-Miller, I. L., Miller, D., & Lester, R. H. 2011. Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses. *Organization Science*, 22: 704–721.

[62] Jauch, L. R., Osborn, R. N., & Glueck, W. F. 1980. Short term financial success in large business organizations: The environment–strategy connection. *Strategic Management Journal*, 1: 49–63.

[63] Jensen, M. 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76: 323–329.

[64] Jensen, M., & Meckling, W. 1976. Theory of firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305–360.

[65] John, K., Knyazeva, A., & Knyazeva, D.
— 52 —

2011. Does geography matter? Firm location and corporate payout policy. *Journal of Financial Economics*, 101: 533–551.

[66] Karaevli, A., & Zajac, E. J. 2013. When do outsider CEOs generate strategic change? The enabling role of corporate stability. *Journal of Management Studies*, 50: 1267–1294.

[67] Kim, C., & Bettis, R. 2014. Cash is surprisingly valuable as a strategic asset. *Strategic Management Journal*, 35: 2053–2063.

[68] Kuwada, K. 1998. Strategic learning: The continuous side of discontinuous strategic change. *Organization Science*, 9: 719–736.

[69] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55: 1–33.

[70] Leland, H. E., & Pyle, D. H. 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32: 337–429.

[71] Love, J. H., Roper, S., & Vahter, P. 2014. Learning from openness: The dynamics of breadth in external innovation linkages. *Strategic Management Journal*, 35: 1703–1716.

[72] Makhija, M. V. 2004. The value of restructuring in emerging economies: The case of the Czech Republic, *Strategic Management Journal*, 25: 243–267.

[73] March, J. G., & Simon, H. 1958. *Organizations*. New York: Wiley.

[74] Michael, F., Jin, G., Shen, J., & Zhang, Y. 2016. Institutional stock ownership and firms’ cash dividend policies: Evidence from china. *Journal of Banking & Finance*, 65: 91–107.

[75] Miller, M., & Rock, K. 1995. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40:

1031-1051.

[76] Mintzberg, H. 1978. Patterns in strategy formation. *Management Science*, 24: 934-948.

[77] Mintzberg, H. 1990. The design school: Reconsidering the basic premises of strategic management. *Strategic Management Journal*, 6: 257-272.

[78] Mintzberg, H. 2000. View from the top: Henry Mintzberg on strategy and management. *Academy of Management Executive*, 14: 31-39.

[79] Moser, P. 2012. Innovation without patents: Evidence from world's fairs. *Journal of Law & Economics*, 55: 43-74.

[80] Moser, P. 2013. Patents and innovation: Evidence from economic history. *Journal of Economic Perspectives*, 27: 23-44.

[81] Muller, J., & Kunisch, S. 2018. Central perspectives and debates in strategic change research. *International Journal of Management Reviews*, 20: 457-482.

[82] Nicolosi, G. 2013. Demographics of dividends. *Journal of Corporate Finance*, 23: 54-70.

[83] Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. 2006. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance*, 61: 2725-2751.

[84] Quigley, T. J., & Hambrick, D. C. 2012. When the former CEO stays on as board chair: Effects on successor discretion, strategic change, and performance. *Strategic Management Journal*, 33: 834-859.

[85] Rajagopalan, N., & Spreitzer, G. M. 1997. Toward a theory of strategic change: A multi-lens perspective and integrative framework. *Academy of Management Review*, 22: 48-79.

[86] Richardson, S. 2006. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11: 159-189.

[87] Ross, S. A. 1977. The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 8: 23-40.

[88] Sliwka, D. 2007. Managerial turnover and strategic change. *Management Science*, 53: 1675-1687.

[89] Smith, J. P., & Mannucci, P. V. 2015. From creativity to innovation: The social network drivers of the four phases of the idea journey. *Academy of Management Review*, 42: 53-79.

[90] Sonenshein, S. 2010. We're changing? Or are we? Untangling the role of progressive, regressive, and stability narratives during strategic change implementation. *Academy of Management Journal*, 53: 477-512.

[91] Sull, D. 1999. Why good companies go bad. *Harvard Business Review*, 77: 42-51.

[92] Sunder, J., Sunder, S. V., & Zhang, J. 2017. Pilot CEOs and corporate innovation. *Journal of Financial Economics*, 123: 209-224.

[93] Tang, J., Crossan, M., & Glenn, R. W. 2011. Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board. *Journal of Management Studies*, 48: 1479-1503.

[94] Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. 1997. Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18: 509-533.

[95] Teece, D. J., & Pisano, G. 1994. The dynamic capabilities of firms: An introduction. *Industrial and Corporate Change*, 3: 537-556.

[96] Tian, X., & Wang, T. Y. 2014. Tolerance for failure and corporate innovation. *Review of Financial Studies*, 27: 212-222.

[97] Tirole, J. 2001. Corporate governance. *Econometrica*, 69: 1-35.

[98] Weng, D. H., & Lin, Z. 2014. Beyond CEO

tenure: The effect of CEO newness on strategic changes. *Journal of Management*, 40: 2009–2032.

[99] Winter, S. G. 2003. Understanding dynamic capabilities. *Strategic Management Journal*, 24: 991–995.

[100] Yayavaram, S., & Chen, W. R. 2015. Changes in firm knowledge couplings and firm innovation performance: The moderating role of technological complexity. *Strategic Management Journal*, 36: 377–396.

[101] Zhang, Y., & Rajagopalan, N. 2010. Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change,

and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31: 334–346.

[102] Zhang, Y. 2006. The presence of a separate COO/president and its impact on strategic change and CEO dismissal. *Strategic Management Journal*, 27: 283–300.

[103] Zhou, K. Z., & Li, C. B. 2012. How knowledge affects radical innovation: Knowledge base, market knowledge acquisition, and internal knowledge sharing. *Strategic Management Journal*, 33: 1090–1102.