

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2023.02.007

公司章程中的反收购条款：价值创造还是私利攫取？^①

陈克兢¹，万清清¹，杨国超^{2*}，康艳玲¹

(1. 东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心，大连 116025；

2. 中南财经政法大学会计学院/收入分配与现代财政学科创新引智基地，武汉 430073)

摘要：运用文本分析技术构建中国上市公司反收购条款数据库，从企业投资的视角出发考察反收购条款可能存在的价值创造假说和私利攫取假说。研究发现：总体上，反收购条款的私利攫取假说成立，即设置反收购条款的企业管理层倾向于谋求“帝国建造”的过度投资而非享受“安逸生活”的投资不足；机制检验发现，反收购条款会加剧企业内部人控制进而影响企业投资行为；进一步地，当企业设置反收购效应较强条款、事前防御条款和巩固管理层职位条款时，反收购条款的私利攫取效应更为显著；在家族企业中设置反收购条款存在价值创造效应，而在其他民营企业、股权分散企业或无实际控制人企业中设置的反收购条款却发挥着私利攫取效应。本文揭示了公司章程条款对实体经济行为的影响路径，为深化资本市场改革和推动公司治理完善提供了新思路。

关键词：反收购条款；企业投资；价值创造；私利攫取；内部人控制

中图分类号：F271 **文献标识码：**A **文章编号：**1007-9807(2023)02-0104-26

0 引言

长期以来，公司收购被视为一种有效的治理机制。公司控制权市场的存在使得不良管理者面临着持续性的外部威胁，有助于降低企业代理成本^[1,2]，提高管理者生产效率^[3]。随着股权分置改革的完成，我国迈入了股权全流通时代，公司控制权市场进入了高速发展阶段，公司控制权之争事件也频繁发生。2015年12月，宝能和万科演绎了一场收购与反收购的精彩博弈，如何抵御“门口的野蛮人”这个经典的问题再次回到公众的视野中。万科的前车之鉴使得我国上市公司纷纷在公

司章程中增加反收购条款，试图阻挡“野蛮人”入侵。反收购条款(Anti-takeover Provisions)兴起于美国第三次并购浪潮，是目前上市公司抵御敌意收购的主要手段。相对于其他反收购措施而言，反收购条款具有设定灵活性、修订便捷性、抵御收购风险前瞻性、低成本等优势，便于企业在面对控制权市场变化时做出反应。2005年修订的《公司法》和2006年修订的《上市公司章程指引》鼓励上市公司根据自身情况设置公司章程条款，这为上市公司设置反收购条款提供了更大的自主空间。研究梳理了2003年—2019年我国上市公司设置反收购条款的概况，从图1中可以发现在

① 收稿日期：2021-07-30；修订日期：2022-06-02。

基金项目：国家自然科学基金资助项目(71802043; 72141304; 71702192; 71772029)；国家社会科学基金资助重大项目(18ZDA95; 22ZDA031)；国家社会科学基金资助重点项目(22AGL013; 21AGL010)；教育部人文社会科学研究规划基金项目(22YJA630006; 20YJA790004)；高等学校学科创新引智基地项目(B20084; B21038)；辽宁省教育厅青年科技人才“育苗”项目(LN2019Q05)。

通讯作者：杨国超(1987—)，男，河南洛阳人，博士，教授，博士生导师。Email: yang.guochao@outlook.com

2005年和2006年之后我国设置反收购条款的上市公司数量呈现出一个逐年增加的趋势^②,截至2019年底共有1548家上市公司设置了反收购条款。

在理论研究中,反收购条款既可能被用来强化管理防御,又可能被用来创造企业价值^[4],这是一个具有争议的话题。“管理防御”文献认为,反收购条款以牺牲股东利益为代价来保护管理层,会加剧管理层与股东之间的代理冲突,导致管理层逃避责任、享受超额薪酬和安逸生活、不愿意承担风险等不尽责行为的发生^[5-7],最终造成企业业绩和价值的下滑^[8-13]。“价值创造”文献则认为,反收购条款可以减少管理层短视行为^[14],提升公司业绩和价值^[15-17]。反收购条款在公司治理实践中的普遍性与理论研究中的分歧形成了鲜明的对比,这使得研究企业反收购条款的经济后果成为了一个亟待探讨的重要课题。

投资是企业一项重要的财务活动,高效率的投资有利于促进企业健康发展和提升经济增长质量^[18],但是很多时候投资活动也成为了管理层谋求私利的主要手段。此时,从投资视角出发考察反收购条款可能存在的价值创造效应和私利攫取效应显得尤为重要,令人可惜的是相关文献凤毛麟角。少数文献发现美国反收购立法会导致企业管理层缩减新工厂投资^[6]和增加多元化收购^[19],但是这些投资决策是否具有效率仍不得而知。也有文献发现交错董事会条款可以提升企业投资效率^[20],然而仅由一种反收购条款得出的结论是否可靠仍有待商榷。由于反收购条款数据的识别和收集较为困难^[21],国内学者大多仅考察一种或者少数几种反收购条款的作用^[12,20,22],这就导致研究结论的普适性受到质疑。

从理论上讲,反收购条款对企业投资的影响可能存在两种截然相反的论断:一方面,反收购条款影响企业投资可能存在价值创造效应。反收购条款可以缓解公司控制权市场带来的业绩压力和职位威胁,管理层会将资源配置到有利于公司价值增长的效率投资中。除此之外,反收购条款可以

确保管理团队的稳定性,这为管理层获取效率投资的收益提供有效保障;另一方面,反收购条款影响企业投资可能存在私利攫取效应。反收购条款会削弱公司控制权市场的治理作用,增强了管理层的“帝国建造(empire building)”动机,即管理层通过投资净现值小于零的项目来谋求私利,造成企业出现过度投资的现象。同时,反收购条款也可能诱使管理层享受“安逸生活(quiet life)”,导致管理层不愿意承担项目投资的风险,进而造成企业出现投资不足的现象。那么,管理层利用反收购条款究竟是从事价值创造活动,还是从事私利攫取活动呢?不同的治理环境因素会导致反收购条款的价值创造效应和私利攫取效应均有可能存在。我国的外部治理环境薄弱,企业面临着严重的双重委托代理问题。在这样的制度背景下,反收购条款可能更多地扮演私利攫取角色。然而现有理论文献并未给出明确的回复,这为本研究提供了一个难得的研究契机。

研究利用文本分析技术收集了2003年—2019年我国上市公司设置反收购条款的数据,实证检验了反收购条款影响企业投资可能存在的价值创造假说和私利攫取假说。研究结果表明:反收购条款具有私利攫取效应,即上市公司设置反收购条款会损害企业投资效率。具体表现为,设置反收购条款的企业倾向于谋求“帝国建造”的过度投资,而非享受“安逸生活”的投资不足。该结论在经过一系列稳健性检验后依然成立。作用机制分析的结果表明,反收购条款通过加剧企业内部人控制来诱发企业的非效率投资。异质性分析结果显示,当企业设置反收购效应较强条款、事前防御条款和巩固管理层职位条款时,反收购条款的私利攫取效应更为显著。在家族企业中设置反收购条款存在价值创造效应,而在其他民营企业、股权分散企业或无实际控制人企业中设置反收购条款则发挥着私利攫取效应。

研究可能的贡献归纳如下:第一,从企业投资视角考察了反收购条款可能存在的价值创造假说和私利攫取假说,证实在中国资本市场中反收购

② 经过统计发现,在2003年和2004年设置反收购条款的上市公司分别仅有3家和48家。这主要是由于在《公司法》和《上市公司章程指引》修订之前上市公司章程的自治空间较小,反收购条款在公司章程中的使用较少。

条款存在私利攫取效应,为 Bebchuk 和 Cohen^[9]、Brusa 等^[23]、Frattaroli^[13]所支持的“管理防御”观点提供了来自新兴市场国家的证据。同时,研究结论表明反收购条款会加剧管理层的私利行为,这对于全面认清反收购条款在中国资本市场治理实践中的作用有着积极的意义。第二,已经有少数文献关注反收购立法对企业开设新工厂和多元化收购等投资活动的影响^[6,19],然而反收购条款究竟是提升企业投资效率还是降低

企业投资效率,现有文献并未能给出明确的解答。研究重点考察了反收购条款对企业投资效率的影响,有益地补充了 Bertrand 和 Mullainathan^[6]、Gormley 和 Matsa^[19]的论文文献,揭示了资本市场压力传导到实体经济投资决策的内在机理。此外,研究在一定程度上还回答了陈玉罡和石芳^[12]关于反收购条款影响企业价值实现路径的疑问,对于全面认清反收购条款对公司价值的影响有着积极意义。

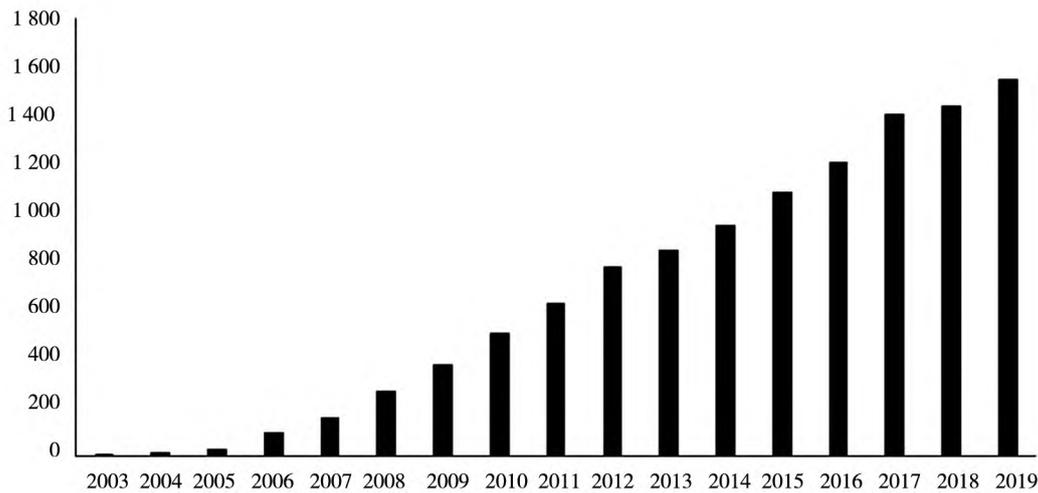


图 1 我国上市公司反收购条款设置情况

Fig. 1 The setting of anti-takeover provisions for listed companies in China

1 制度背景、理论分析与研究假设

1.1 制度背景

作为公司章程的重要内容,反收购条款通过增加收购成本和难度来预防或阻碍敌意收购。20 世纪60 年代美国敌意收购逐渐兴起,“门口的野蛮人”伺机对股权分散且内部管理不善、价值被低估的上市公司发起收购攻势。1968 年美国《威廉姆斯法案》的实施正式拉开了反收购的序幕,随即美国各州也掀起了反收购立法的热潮,大量上市公司在公司章程中增设反收购条款。与美国较为系统的反收购立法不同的是,我国没有专门的法律法规对企业反收购行为进行规范。早在 2002 年颁布的《上市公司收购管理办法》并不允许被收购上市公司采取反收购措施,该办法

第 33 条第 2 款明确列举了被收购企业董事会面临敌意收购时不得提议的事项,其中就包括发行股票、发行可转换公司债券、回购上市公司股份、修改公司章程等反收购措施。直到 2006 年修订的《上市公司收购管理办法》才不再禁止被收购公司董事会采用反收购措施。由此可见,我国的监管立场是“保护被收购公司及其股东合法权益”,支持企业在公司章程中设置反收购条款。

在中国,反收购条款在公司章程中的广泛应用与公司控制权市场的发展有着密切联系。在 2005 年股权分置改革之前,我国股票市场呈现出流通股和非流通股并存的股权分置状态。非流通股的存在给收购方通过股票市场获取公司控制权带来了极大的困难,阻碍了公司控制权市场作用的发挥。直到 2005 年 4 月《上市公司股权分置改革管理办法》的颁布和实施才逐渐消除了非流通

股和流通股转让制度差异,为进一步激活公司控制权市场奠定了基础。为了适应公司控制权市场面临的新环境,2006年7月证监会颁布的《上市公司收购管理办法》给予上市公司收购活动众多政策支持^③,极大地推动了我国公司控制权市场的发展。同时,2005年修订的《公司法》和2006年修订的《上市公司章程指引》也鼓励上市公司章程自治,为上市公司设置反收购条款提供了制度支持。

随着我国公司控制权市场的发展,资本市场上上演了一幕幕收购与反收购博弈的好戏。曾经名噪一时的“万宝之争”最终以宝能出局而黯然落幕,但是“野蛮人”的资本围猎却还在资本市场中继续。万科的前车之鉴使得上市公司纷纷在公司章程中修改、增加反收购条款,试图阻挡“野蛮人”入侵。然而,由于我国目前尚未有关于反收购条款合法性的法律法规,部分上市公司设置的反收购条款存在损害股东合法权益的嫌疑,这引起了监管部门的高度重视。早在2016年上海证券交易场所就强调“将加大对公司章程增设反收购条款的监管力度”,随后中国证监会也表示“上市公司不得通过反收购协议限制股东合法权利”。中证中小投资者服务中心指出“公司自治不应违反法律”,并总结出了六类不当反收购条款:提高持股比例或设置持股期限限制股东权利;增设股东的披露义务;增加公司收购特别决议、设置绝对多数条款;限制董事结构调整;赋予大股东特别权利;设置金色降落伞计划。例如,雅化集团(股票代码002497)在2016年7月修订的公司章程中规定:在公司被恶意收购的情况下董监高于任期未届满而被终止或解除职务的,公司应按该人员在任职

年限内税前薪酬总额的10倍给付一次性赔偿金。深圳证券交易场所就该反收购条款是否涉嫌利益输送、过度维护现任管理层等问题发出监管问询函,最终雅化集团在公司章程中删除了该条款。在公司控制权市场日益发达的今天,反收购条款已经被广泛地应用到上市公司章程中。在这样的制度背景下,反收购条款是价值创造的保护伞还是私利攫取的工具,对于这个问题的探讨具有重要的现实价值。

1.2 理论分析与研究假设

反收购条款是公司控制权市场自然发展的产物。随着市场中收购事件的不断增多,上市公司会通过在公司章程中增加反收购条款来防御敌意收购。已有文献证实,反收购条款可以有效地发挥抵御敌意收购的作用,例如 Giroud 和 Mueller^[24]、陈玉罡和石芳^[12]、许金花等^[25]、Frattaroli^[13]均发现反收购条款可以显著降低企业被收购的概率。即便是在遭遇敌意收购时,设置反收购条款企业被成功收购的可能性也更低^[26,27]。基于反收购条款的前期研究积累,本研究认为反收购条款对企业投资的影响存在价值创造假说和私利攫取假说两种可能,提出如下竞争性假说。

1.2.1 价值创造假说

由于信息不对称的存在,外部投资者无法精准估算长期投资项目的价值。管理层进行长期投资可能会导致公司价值被低估,进而使得公司沦为收购方围猎的对象。此时,控制权市场会给管理层带来职业威胁,因为在公司被收购之后表现不佳的管理者往往会失去现有的职位^[28]。因此,出于对自身职业生涯的担忧,管理层会更加关注公

^③ 2006年《上市公司收购管理办法》赋予公司控制权市场更多的权利,放松了对上市公司收购活动的行政干预,具体表现在以下三个方面:第一,多元化收购支付方式。第33条规定“收购人可以采用现金、证券现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款”,极大地减轻了收购人的资金压力;第二,调整要约收购制度。第23条规定“投资者自愿选择以要约方式收购上市公司股份的,可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约(简称全面要约),也可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约(以下简称部分要约)”,这赋予了收购人更大的自主选择权,降低了收购成本;第三,简化行政审批程序。第62条第2款规定“经上市公司股东大会非关联股东批准,收购人取得上市公司向其发行的新股,导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%,收购人承诺3年内不转让其拥有权益的股份,且公司股东大会同意收购人免于发出要约”,这将要约收购的豁免权从行政审批下放到公司股东大会,提高了收购效率。

司短期收益^[29],有时甚至会通过盈余管理来实现预期收益^[30].反收购条款可以增加外部投资者敌意收购的成本,缓解管理层来自于控制权市场的压力和威胁,引导管理层减少短视行为^[14],为价值投资活动营造一个宽松的环境^[31,32].设置反收购条款的企业可以远离控制权市场压力,此时管理层会削减低效率的投资,转而将资源更多地配置到有利于公司价值增长的效率投资中,例如创新投资^[32,33]、客户和供应商的专属投资^[34]等.另外,外部投资者的收购压力会增加管理层的职业危机感,不利于公司管理层团队的稳定,进而减弱管理层进行价值投资的动力^[35].这是因为价值投资往往需要较长的时间才能获得收益,而敌意收购会导致管理层无法享受价值投资所带来的收益.此时,反收购条款可以确保公司管理团队的稳定性^[4,17],为管理层获取效率投资的长期收益提供保障,有效地提高了管理层进行效率投资的动力.整体而言,反收购条款可以减轻管理层的职业威胁,提升管理层进行价值投资的动力.因此,提出如下研究假说:

假说1(价值创造假说) 反收购条款具有价值创造效应,即反收购条款会提高企业投资效率.

1.2.2 私利攫取假说

根据委托代理理论,经营权和所有权的分离导致管理层会选择最大化自身利益而非股东利益的投资项目,造成企业投资效率下降^[36].一方面,管理层具有“帝国建造(empire building)”的倾向^[36],通过投资净现值小于零的项目来控制更多的资源和获取更大的收益^[37].另一方面,当私人成本高于私人收益的时候,管理层则会放弃净现值大于零的投资项目,造成企业投资不足.道德风险理论认为管理层是自利的^[38],公司控制权市场在一定程度上可以对管理层私利行为产生有效监督^[1,2].然而,反收购条款的设置却会削弱公司控制权市场的治理作用,进一步加剧管理层的私利行为^[6,9,39-41],导致企业投资效率下降.设置反收购条款企业受到来自于公司控制权市场的威胁较

小,内部人控制问题会较为严重.此时,管理层会偏好于进行次优投资决策或损毁价值的并购活动^[20],通过“帝国建造”来谋求个人私利.另外,反收购条款可能会为管理层享受“安逸生活(quiet life)”提供庇护^[13].此时,考虑到已经享有的“安逸生活”,管理层不愿意承担投资项目的风险^[39],进而导致公司放弃净现值大于零的投资项目.综合而言,反收购条款会加剧内部人控制,进而导致企业投资效率下降.因此,提出如下研究假说:

假说2(私利攫取假说) 反收购条款具有私利攫取效应,即反收购条款会降低企业投资效率.

2 研究设计

2.1 样本选取与数据来源

以2003年—2019年中国沪深A股上市公司为研究对象,在删除ST和*ST公司、金融类公司和数据无法获得的公司之后,最终获得3496家上市公司34366个年度观测样本.企业特征和公司治理数据来自于CSMAR数据库,反收购条款数据来自于研究构建的中国上市公司反收购条款数据库,具体构建思路和步骤请见变量定义相关内容.同时,为了排除极端值的影响,对所有连续型变量进行了1%和99%的Winsorize处理.

2.2 模型设定与变量定义

为了考察反收购条款可能存在的价值创造假说和私利攫取假说,设置模型如下

$$IE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ATP_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Growth_{it} + \alpha_4 Lev_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 CF_{it} + \alpha_7 Age_{it} + \alpha_8 Top1_{it} + \alpha_9 ID_{it} + \alpha_{10} SOE_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中 IE 为企业非效率投资,参考Biddle等^[42]和王克敏等^[43]的模型,采用分年度分行业回归获得的残差项绝对值来衡量投资效率, IE 值越大代表企业投资效率越低; ATP 为公司章程中设置反收

购条款的数量。参考陈克兢等^[40]的做法,整理出我国上市公司章程中所包含的14种反收购条款^④,具体有:限制董事提名权(DNTS)、错列董事会(SB)、董事资格审查(BQE)、限制董事任职资格(DNQL)、限制股东提案权(GMP)、信息披露

(DR)、绝对多数条款(AM)、限制股东召集和主持股东大会(RCSM)、降落伞(GP)、明确反收购(CAT)、法律诉讼(LP)、股权结构调整(ESA)、白衣骑士(WK)和帕克曼式防御(PD)。反收购条款的判断标准和案例见表1。

表1 反收购条款的判断标准

Tabel 1 Judgment criteria of anti-takeover provisions

序号	条款名称	判断标准	公司章程案例
1	限制董事提名权	限制股东持股比例; 限制股东持股时间; 限制股东持股时间和比例	中国联通(2018年)第89条 龙宇燃油(2017)第82条
2	错列董事会	董事更换人数不能超过一定的比例	海澜之家(2014年)第96条
3	董事资格审查	本届董事会对增补董事进行资格审查	科达股份(2010年)第82条
4	限制董事任职资格	对董事候选人的相同的业务管理经验 做出时间上的限制	隆平高科(2016年)第96条
5	限制股东提案权	限制股东持股时间; 限制股东持股比例	山东金泰(2016)第53条 深大通(2007年)第71条
6	信息披露	对出售或收购资产的相关事项做出充分的 说明或披露	建研集团(2016年)第53条
7	绝对多数条款	特殊事项决议通过要求超过出席股东大会的 股东所持表决权的三分之二; 对董事长和副董事长 选取产生的要求超出全体董事的半数	世联行(2018)第78条 银轮股份(2011年)第111条
8	限制股东召集和 主持股东大会	限制召集和主持股东大会股东的 持股时间	电广传媒(2008年)第53条
9	降落伞	无故解除董监高时需要支付高额赔偿金	雅化集团(2016年)第13条
10	明确反收购	明确允许企业采取反收购措施,但未列举具体措施	华神科技(2016年)第107条
11	法律诉讼	采取法律诉讼的手段	山东金泰(2016年)第108条
12	股权结构调整	通过低价增发新股摊薄原有股东的股权	世联行(2018年)第109条
13	白衣骑士	寻找友好第三方作为收购者	福星股份(2018年)第108条
14	帕克曼式防御	进行对抗性反向收购	福星股份(2018年)第108条

正如郑志刚等^[21]所言,公司章程条款的变量选择和数据收集是一个难题,这也导致我国反收购条款现阶段的研究成果较少。研究通过系统性的文献总结和制度梳理,提炼出中国上市公司章程中存在的反收购条款类型,采用文本分析技术

获取了2003年—2019年所有上市公司设置反收购条款的数据,构建了中国上市公司反收购条款数据库。需要说明的是,文本分析结果的准确性高度依赖于文本信息自身的规范性和结构性^[44,45],公司章程中的文本恰好符合上述的前提要求。证

④ 需要说明的是,本文并未将累积投票制作为公司反收购条款。累积投票制可以保护中小投资者的利益,提高收购者的收购成本,保障收购过程公平。我国相关的法律法规积极推广累积投票制在上市公司中的应用,《公司法》、《上市公司治理准则》、《上市公司章程指引》、《上市公司董事选任与行为指引》、《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》等法律法规鼓励上市公司实行累积投票制,《上市公司治理准则》、《主板上市公司规范运作指引》则强制要求控股股东持股比例在30%以上的上市公司采用累积投票制,《中小板上市公司规范运作指引》、《创业板上市公司规范运作指引》也是强制要求中小板和创业板上市公司必须实施累积投票制。在这样的制度背景下,众多上市公司的公司章程中有“董事选举应当采取累积投票制”或“董事选举可以使用累积投票制”等类似描述。经过本文统计发现,99.067%的上市公司设置了累积投票制条款。因此,考虑到累积投票制存在趋同化严重的问题,本文未将其纳入反收购条款的范畴。

监会颁布的《上市公司章程指引》为公司章程的制订提供了范本,上市公司按照《上市公司章程指引》中列示的十二章内容来设计公司章程^⑤。由此制订出的公司章程具有较强的规范性和结构性,这为文本分析奠定了良好的前提。例如,错列董事会、限制董事任职资格等条款只会在公司章程第五章“董事会”第一节“董事”中出现。研究对反收购条款的关键词条和在公司章程中的具体位置进行了整理,在此基础上,Python可以精准地寻找到对应的内容进行文本分析,进而获取反收购条款的详细信息。

反收购条款数据库具体的构建过程如下:第一步,初步确认反收购条款种类和判别标准。通过文献梳理总结出理论上可能存在的反收购条款以及界定方式,然后删除其中不符合我国《公司法》、《证券法》、《上市公司章程指引》等法律法规要求的条款^⑥。第二步,人工读取2019年所有上市公司章程,检验每一种反收购条款是否真实存在于中国上市公司章程中,对各种条款在公司章程中出现的具体章节以及相关的表述进行记录。同时,检查是否有遗漏的条款。第三步,采用文本

分析技术对2003年—2019年所有上市公司章程进行解读,获取公司一年度一反收购条款层面上的数据^⑦。第四步,校验文本分析获取反收购条款数据的准确性。对比2019年度文本分析和人工读取的反收购条款数据,对于不一致的数据采用人工判别的方法来定夺。分年度在2003年—2018年设置反收购条款样本中随机抽取20%的样本,人工读取后与文本分析的结果进行对比。在未设置反收购条款的样本中随机抽取20%的样本,人工检验是否存在遗漏反收购条款的情况。校验结果显示,文本分析的准确度高达93%,同时并未发现有遗漏反收购条款的情况。第五步,根据第四步发现的问题,改进代码后重新进行文本分析,获取上市公司反收购条款数据。

表2列示了反收购条款的分布特征。从表中可知,在2003年—2019年期间我国设置反收购条款的上市公司在逐年增加,而上市公司数量随着反收购条款数量的增加而逐渐减少。其中,设置4条及以内反收购条款的年度观察样本为11302个,而设置4条以上反收购条款的样本仅为115个,占设置反收购条款样本总数的1%。

表2 反收购条款的分布特征

Table 2 Distribution characteristics of anti-takeover provisions

条款数量	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	1 057	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2004	1 139	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2005	1 138	25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2006	1 120	69	18	5	3	0	0	0	0	0	0	0	0
2007	1 156	116	30	9	4	0	0	0	0	0	0	0	0
2008	1 118	195	50	15	6	1	0	0	0	0	0	0	0
2009	1 092	265	79	21	7	1	0	0	0	0	0	0	0
2010	1 282	353	111	27	10	1	0	0	0	0	0	0	0
2011	1 422	427	152	36	10	2	0	0	0	0	0	0	0

⑤ 虽然监管部门为上市公司章程自治提供了较大的空间,但是在公司章程的框架结构上仍然给予了严格规范。《上市公司章程指引》中列示了公司章程具体章节,包括:第一章总则;第二章经营宗旨和范围;第三章股份;第四章股东和股东大会;第五章董事会;第六章经理及其他高级管理人员;第七章监事会;第八章财务会计制定、利润分配和审计;第九章通知和公告;第十章合并、分立、增资、减资、解散和清算;第十一章修改章程;第十二章附则。

⑥ 由于法律制度的不同,西方发达资本市场国家常用的反收购条款并不都适用于我国上市公司,具体不适用的反收购条款有:毒丸计划、反绿色邮件、空头支票、并购法条、章程修改、控股现金流、薪酬计划、董事高管保障条款、控制权股份收购法、董事责任、公平价格法、董事保障、董事责任限制条款、退休金降落伞、无记名投票、高管隔离协议、不平等投票权、书面同意和股东章程修正案限制等条款。

⑦ 上市公司在一年中可能会出现多次修改公司章程的现象,本文在数据收集时主要以当年最后一次修改的公司章程为主。

续表 2

Table 2 Continues

条款数量	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	1 414	521	189	50	18	1	1	0	0	0	0	0	0
2013	1 345	564	206	56	18	2	1	0	0	0	0	0	0
2014	1 363	609	245	67	20	4	1	0	0	0	0	0	0
2015	1 434	696	285	80	19	4	1	0	0	0	0	0	0
2016	1 523	762	318	87	21	5	5	2	2	1	2	2	1
2017	1 754	869	378	107	28	8	5	2	2	1	2	3	0
2018	1 810	925	363	98	29	8	4	2	2	1	2	3	0
2019	1 782	1 073	401	111	33	10	5	3	3	3	3	3	0
汇总	22 949	7 482	2 825	769	226	47	23	9	9	6	9	11	1

同时,为了控制其他变量对企业投资的影响,参考王克敏等^[43]、李延喜等^[46]的研究设置了如下控制变量:企业规模(*Size*)、上市年龄(*Age*)、成长能力(*Growth*)、偿债能力(*Lev*)、盈

利能力(*ROA*)、现金流量(*CF*)、股权集中度(*Top1*)、独立董事比例(*ID*)、产权性质(*SOE*)、行业(*Industry*)和年度(*Year*)。具体的变量定义如表 3 所示。

表 3 变量定义

Table 3 Variable definition

变量名称	变量符号	变量解释
非效率投资	<i>IE</i>	Biddle 等 ^[42] 、王克敏等 ^[43] 模型的残差绝对值,该值越大表明企业投资效率越低
反收购条款	<i>ATP</i>	企业设置反收购条款的数量
企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
企业年龄	<i>Age</i>	企业上市年限加 1 的自然对数
成长能力	<i>Growth</i>	营业收入增长率
偿债能力	<i>Lev</i>	资产负债率
盈利能力	<i>ROA</i>	总资产收益率
现金流量	<i>CF</i>	经营活动现金流量净额/总资产
股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
独立董事比例	<i>ID</i>	独立董事人数/董事会人数
产权性质	<i>SOE</i>	当企业为国有企业时赋值为 1,否则赋值为 0
行业	<i>Industry</i>	行业哑变量
年度	<i>Year</i>	年度哑变量

3 实证结果与分析

3.1 描述性分析

从表 4 中描述性统计结果可知,企业非效率投资 *IE* 均值为 0.066。表明样本企业实际投资效率与期望投资效率平均的差异是 6.6%。反收购条款 *ATP* 的均值为 0.498,这说明研究样本平均设置了 0.498 个反收购条款,大部分上市公司并未设置反收

购条款。其他变量的描述性特征限于篇幅不再赘述。

3.2 相关性检验

表 5 统计了主要变量之间的 Pearson 和 Spearman 相关系数。由表中结果可知,主要变量之间的相关系数均远小于 0.6,方差膨胀因子均远小于 10。由此可知,主要研究变量之间不存在多重共线性问题。同时,反收购条款 *ATP* 与企业非效率投资 *IE* 的相关系数均显著为正,这初步证实了研究的私利攫取假说。

表4 描述性统计结果

Tabel 4 Results of descriptive statistics

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
<i>IE</i>	34 366	0.066	0.080	0.001	0.017	0.038	0.085	0.471
<i>ATP</i>	34 366	0.498	0.881	0.000	0.000	0.000	1.000	12.000
<i>Size</i>	34 366	21.919	1.298	19.270	20.984	21.751	22.654	25.937
<i>Age</i>	34 366	1.987	0.885	0.000	1.386	2.197	2.708	3.258
<i>Growth</i>	34 366	0.192	0.475	-0.611	0.000	0.105	0.277	3.240
<i>Lev</i>	34 366	0.442	0.216	0.051	0.272	0.437	0.599	1.030
<i>ROA</i>	34 366	0.038	0.062	-0.274	0.015	0.037	0.067	0.198
<i>CF</i>	34 366	0.047	0.074	-0.187	0.007	0.047	0.089	0.253
<i>Top1</i>	34 366	0.360	0.153	0.090	0.240	0.340	0.468	0.750
<i>ID</i>	34 366	0.369	0.054	0.250	0.333	0.333	0.400	0.571
<i>SOE</i>	34 366	0.384	0.486	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

表5 相关性检验结果

Tabel 5 Results of correlation test

变量	<i>IE</i>	<i>ATP</i>	<i>Size</i>	<i>Age</i>	<i>Growth</i>	<i>Lev</i>	<i>ROA</i>	<i>CF</i>	<i>Top1</i>	<i>ID</i>	<i>SOE</i>
<i>IE</i>	1	0.016***	-0.026***	-0.152***	0.090***	-0.042***	0.160***	0.177***	0.056***	-0.005	-0.040***
<i>ATP</i>	0.015***	1	0.116***	0.128***	-0.038***	-0.043***	0.014***	0.019***	-0.064***	0.038***	-0.066***
<i>Size</i>	-0.049***	0.087***	1	0.389***	0.092***	0.389***	-0.036***	0.067***	0.144***	0.037***	0.264***
<i>Age</i>	-0.159***	0.108***	0.353***	1	-0.059***	0.363***	-0.267***	-0.019***	-0.098***	-0.005	0.351***
<i>Growth</i>	0.072***	-0.015***	0.055***	0.028***	1	0.051***	0.247***	0.067***	0.020***	-0.013**	-0.011**
<i>Lev</i>	-0.059***	-0.038***	0.359***	0.376***	0.061***	1	-0.439***	-0.137***	0.033***	-0.032***	0.271***
<i>ROA</i>	0.127***	0.032***	0.040***	-0.208***	0.177***	-0.396***	1	0.376***	0.107***	-0.006	-0.146***
<i>CF</i>	0.156***	0.020***	0.065***	0.001	0.024***	-0.144***	0.336***	1	0.099***	-0.031***	0.029***
<i>Top1</i>	0.055***	-0.079***	0.184***	-0.094***	0.026***	0.028***	0.115***	0.096***	1	-0.006	0.253***
<i>ID</i>	-0.008	0.024***	0.059***	-0.012**	-0.007	-0.029***	-0.006	-0.031***	0.005	1	-0.091***
<i>SOE</i>	-0.043***	-0.067***	0.284***	0.341***	-0.017***	0.262***	-0.082***	0.029***	0.255***	-0.089***	1
<i>VIF</i>	—	1.100	1.730	1.540	1.080	1.790	1.510	1.220	1.230	1.060	1.470

注: 1. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 2. 对角线右上方为 Pearson 相关系数, 左下方为 Spearman 相关系数。

3.3 主检验分析

研究探讨了反收购条款对企业投资的影响, 回归结果如表6所示。由列(1)结果可知, 反收购条款 *ATP* 的回归系数为0.005, 在1%的水平上显著。这表明, 反收购条款会降低企业的投资效率, 即反收购条款会沦为管理层谋求私利的保护伞, 验证了研究的私利攫取假说。证实反收购条款会对企业投资效率产生损害, 支持管理防御假说的论断^[8, 10, 13], 在一定程度上也回答了陈玉罡和石芳^[12]关于反收购条款损害公司价值路径的疑问。

另外, 为了揭示反收购条款损害企业投资效率的具体形式, 还检验了反收购条款对企业过度投资和投资不足的影响。由列(2)和列(3)的结果可知, 在投资不足样本组中反收购条款 *ATP* 的回归系数并不显著, 而在过度投资样本组中却显著为正。这表明反收购条款会加剧企业的过度投资而非投资不足, 反收购条款可以为管理层通过“帝国建造”谋求个人私利的行为提供庇护, 但是并不会诱使管理层享受“安逸生活”。同时, 还设置了过度投资的哑变量 *Dummy*, 当企业过度投资时

Dummy 赋值为 1 ,而当企业投资不足时 *Dummy* 赋值为 0. 列(4) 为 Logit 模型的回归结果 ,反收购条款 *ATP* 的回归系数在 5% 的水平上显著为正 ,进一步证实了前文的论断.

表 6 反收购条款与企业投资的回归结果

Table 6 Regression results of anti-takeover provisions and corporate investment

变量	Full Sample 因变量: <i>IE</i> (1)	Under-investment Sample 因变量: <i>IE</i> (2)	Over-investment Sample 因变量: <i>IE</i> (3)	Full Sample 因变量: <i>Dummy</i> (4)
<i>ATP</i>	0.005 *** (3.098)	0.002 (1.010)	0.005 ** (2.474)	0.066 ** (2.200)
<i>Size</i>	-0.001 (-1.105)	-0.003 *** (-8.849)	-0.003 ** (-2.354)	-0.186 *** (-7.083)
<i>Age</i>	-0.014 *** (-14.850)	0.004 *** (9.051)	-0.014 *** (-11.925)	-0.540 *** (15.962)
<i>Growth</i>	0.010 *** (7.640)	-0.002 *** (-4.774)	0.013 *** (6.924)	0.328 *** (-9.384)
<i>Lev</i>	0.016 *** (4.227)	0.011 *** (5.525)	0.025 *** (4.456)	0.344 ** (2.431)
<i>ROA</i>	0.066 *** (6.309)	-0.023 *** (-4.696)	0.081 *** (4.439)	2.610 *** (-8.015)
<i>CF</i>	0.137 *** (15.035)	-0.011 *** (-3.249)	0.153 *** (11.537)	5.058 *** (-19.273)
<i>Top1</i>	0.004 (0.755)	-0.002 (-1.019)	0.006 (0.940)	0.060 (0.330)
<i>ID</i>	0.020 * (1.805)	0.009 ** (1.998)	0.030 ** (1.982)	0.665 (1.643)
<i>SOE</i>	-0.005 *** (-3.257)	-0.002 *** (-3.189)	-0.006 ** (-2.540)	0.081 (1.301)
<i>Constant</i>	0.104 *** (6.034)	0.066 *** (9.748)	0.150 *** (6.466)	1.708 *** (3.043)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Ind FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	34 366	23 490	10 867	34 366
Adj <i>R</i> ²	0.082	0.114	0.066	0.168

注: 1. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 2. 括号内为 *t* 值; 标准误差经过了公司层面的 Cluster 处理.

3.4 稳健性测试

3.4.1 内生性测试

本研究中可能存在一定的内生性问题 ,设置反收购条款企业自身的治理水平较低 ,可能存在样本选择偏差问题. 为了解决这种潜在的内生性问题 ,进行了如下测试:

第一 *PSM + DID*. 采用倾向得分匹配法 *PSM* 为首次设置反收购条款的样本寻找特征相似的控制组 ,在此基础上采用双重差分模型来检验研究假设.

具体而言 以首次设置反收购条款上市公司为实验组 以从未设置反收购条款的上市公司为控制组 以主检验模型的控制变量为协变量 ,采用无放回一对一最近邻匹配为实验组在同年度寻找特征相似的控制组 在此基础上构建双重差分模型 具体如下

$$IE = \beta_0 + \beta_1 Treat + \beta_2 Treat \times Post + \beta_3 Post + Controls + \varepsilon \quad (2)$$

其中 *Treat* 为设置反收购条款的哑变量 ,当企业设置过反收购条款时 *Treat* 为 1 ,否则为 0; *Post* 为首

次设置反收购条款的时间哑变量,当企业当年处于反收购条款设置的当年及以后年度时 $Post$ 为 1,否则为 0.

表 7 中 $PSM + DID$ 的回归结果显示, $Treat \times$

$Post$ 与企业投资效率 IE 的回归系数显著为正,这表明在设置反收购条款之后企业投资效率有显著的下降,进一步证实了反收购条款具有私利攫取效应,与前文的结论完全一致.

表 7 $PSM + DID$ 的回归结果

Table 7 Regression results of $PSM + DID$

变量	$PSM + DID$		变量	平行趋势检验	
	(1)			(2)	
$Treat$	-0.002 (-0.661)		$Treat \times Year_{t-4}$	0.000 (0.136)	
$Treat \times Post$	0.006** (2.130)		$Treat \times Year_{t-3}$	-0.001 (-0.384)	
$Post$	-0.006** (-2.486)		$Treat \times Year_{t-2}$	-0.000 (-0.098)	
$Size$	-0.002** (-2.276)		$Treat \times Year_{t-1}$	-0.001 (-0.403)	
Age	-0.013*** (-10.405)		$Treat \times Year_t$	0.008** (2.162)	
$Growth$	0.010*** (7.004)		$Treat \times Year_{t+1}$	0.010*** (2.868)	
Lev	0.018*** (4.174)		$Treat \times Year_{t+2}$	0.009** (2.467)	
ROA	0.081*** (6.641)		$Treat \times Year_{t+3}$	0.012*** (2.972)	
CF	0.134*** (12.610)		$Treat \times Year_{t+4}$	0.010** (2.534)	
$Top1$	0.001 (0.129)		$Treat$	-0.001 (-0.541)	
ID	0.023* (1.779)		$Post$	-0.007*** (-2.849)	
SOE	-0.006*** (-2.955)		$Control$	YES	
$Constant$	0.120*** (6.007)		$Constant$	0.119*** (6.016)	
$Year FE$	YES		$Year FE$	YES	
$Ind FE$	YES		$Ind FE$	YES	
N	26 170		N	26 170	
Adj R^2	0.083		Adj R^2	0.084	

注: 1. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 2. 括号内为 t 值; 标准误差经过了公司层面的 Cluster 处理.

“平行趋势假设”是采用双重差分模型的重要前提,即实验组和控制组样本在设置反收购条款之前具有相同的趋势特征^[47]. 采用动态回归模

型检验反收购条款设置对企业投资效率的影响,验证“平行趋势假设”是否成立. 具体回归模型如下

$$\begin{aligned}
IE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Treat \times Year_{t-4} + \beta_2 Treat \times Year_{t-3} + \\
& \beta_3 Treat \times Year_{t-2} + \beta_4 Treat \times Year_{t-1} + \\
& \beta_5 Treat \times Year_t + \beta_6 Treat \times Year_{t+1} + \\
& \beta_7 Treat \times Year_{t+2} + \beta_8 Treat \times Year_{t+3} + \\
& \beta_9 Treat \times Year_{t+4} + \beta_{10} Treat + \\
& \beta_{11} Post + Controls + \varepsilon
\end{aligned} \tag{3}$$

其中 $Year_{t-4}$ 至 $Year_{t-1}$ 分别为企业首次设置反收购条款的前 4 年至前 1 年的虚拟变量, $Year_t$ 为企业首次设置反收购条款当年的虚拟变量, $Year_{t+1}$ 至 $Year_{t+4}$ 为企业首次设置反收购条款的后 1 年至后 4 年的虚拟变量. 其他变量与模型 (1) 完全一致. 从表 6 平行趋势检验结果可知, $Treat \times Year_{t-4}$ 至 $Treat \times Year_{t-1}$ 的回归系数并不显著. $Treat \times Year_t$ 至 $Treat \times Year_{t+4}$ 的回归系数分别在 1% 和 5% 的水平上显著为正. 这说明, 对于首次设置反收购条款的企业而言, 企业投资效率在设置反收购条款之后有着显著的下降. 上述结论表明, 采用双重差分模型满足“平行趋势假设”, 这进一步证实了研究结论的可靠性.

为了更为直观地观测实验组和控制组投资效率的变化趋势, 研究还绘制了平行趋势图. 从图 2 中看出, $Treat \times Year_{t-4}$ 至 $Treat \times Year_{t-1}$ 的回归系数并不显著异于 0, 这表明在设置反收购条款前实验组和控制组投资效率的变化趋势没有显著差异; 而 $Treat \times Year_t$ 至 $Treat \times Year_{t+4}$ 的回归系数则显著异于 0, 这表明在设置反收购条款之后企业投资效率显著降低.

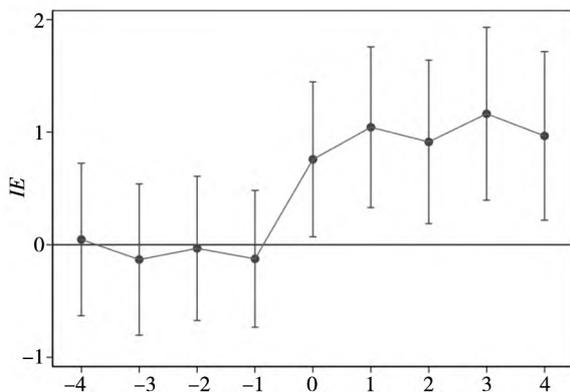


图 2 平行趋势图
Fig. 2 Parallel trend chart

同时, 为了检验 PSM 匹配的效果, 绘制了匹配前后的密度函数图, 具体请见图 3. 从图中可知, 在采用 PSM 匹配之前实验组和控制组之间的

密度函数存在较大的差异, 此时直接采用双重差分模型获得的结论可能有偏. 在采用 PSM 匹配之后, 实验组和控制组的密度函数极为相似, 这表明 PSM 可以获得与设置反收购条款企业特征类似的控制组, 为后续采用双重差分模型提供了前提基础.

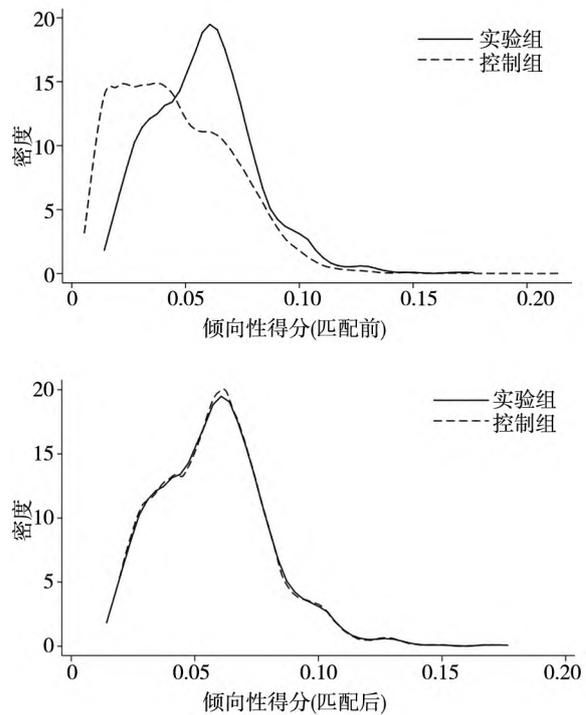


图 3 倾向性得分的匹配效果
Fig. 3 The matching effect of PSM

第二, 基于监管趋严的外生冲击. 前文采用的 PSM + DID 方法只能控制可观测因素带来的样本选择性偏差问题, 研究还尝试借助外生冲击来控制不可观测因素对论文结论的影响. 由于我国缺乏针对反收购条款的合法性规范, 导致部分上市公司设置的反收购条款不当地维护了公司管理层的利益, 因此证监会、上交所、深交所加强了对上市公司反收购条款的监管. 在 2016 年 8 月 26 日的新闻发布会中, 证监会表示已经关注到相关问题, “交易所发出监管问询, 相关证监局约谈公司有关人员, 要求公司通过信息披露, 充分、有针对性地解释相关条款设置的合法性、正当性和必要性”; 上交所和深交所也重点关注了“公司章程增设反收购条款”相关内容, 明确指出“加大对公司章程增设反收购条款的监管问询力度”. 迫于监

管压力,众多上市公司在被交易所监管问询和证监会约谈后删除了公司章程中不合理的反收购条款。由此可见,2016年8月份强化企业反收购条款监管事件是一个难得的外生冲击。

借助反收购条款监管趋严的外生冲击,以2016年之前设置反收购条款数量较多的上市公司样本为实验组,构建双重差分模型来检验外生冲击对企业投资效率的影响。具体检验模型如下

$$IE = \xi_0 + \xi_1 Shock + \xi_2 Shock \times Post_S + \xi_3 Post_S + Controls + \varepsilon \quad (4)$$

其中 *Shock* 为受到监管趋严外生冲击的实验组。

$\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ATP_{it}$ 为企业 *i* 在外生冲击之前 *n* 年中设置

反收购条款数量平均值,当企业 *i* 的 $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ATP_{it}$

大于所有企业平均值时 *Shock* 赋值为 1,否则赋值为 0。*Post_S* 是外生冲击的时间虚拟变量,由于外生冲击发生在 2016 年 8 月,因此 2017 年及以后年度 *Post_S* 取值为 1,否则取值为 0。需要交代的是,为了更好的识别出外生冲击的影响,此处回归样本均为设置过反收购条款的企业。

从表 8 中列 (1) 的结果可知, *Shock* × *Post_S* 的回归系数在 1% 的水平上显著为负,这表明监管趋严的外生冲击削弱了反收购条款对企业投资效率的负面影响,这从反面证明了研究的私利攫取假设。

表 8 其他内生性测试的回归结果

Table 8 Regression results of other endogeneity tests

变量	外生冲击	工具变量法	熵平衡法
	(1)	(2)	(3)
<i>Shock</i>	0.001 (0.462)		
<i>Shock</i> × <i>Post_S</i>	-0.008 *** (-2.661)		
<i>Post_S</i>	-0.266 *** (-4.361)		
<i>ATP</i>		0.006 *** (4.991)	0.005 *** (5.506)
\mathcal{E}_{ATP}			
<i>Size</i>	-0.000 (-0.249)	-0.001 ** (-2.122)	-0.001 (-1.609)
<i>Age</i>	-0.014 *** (-9.258)	-0.014 *** (-23.644)	-0.013 *** (-18.556)
<i>Growth</i>	0.010 *** (5.319)	0.010 *** (10.816)	0.011 *** (7.808)
<i>Lev</i>	0.010 * (1.880)	0.016 *** (6.281)	0.017 *** (5.331)
<i>ROA</i>	0.063 *** (4.010)	0.065 *** (8.004)	0.050 *** (4.739)
<i>CF</i>	0.126 *** (9.763)	0.136 *** (21.852)	0.129 *** (17.084)
<i>Top1</i>	0.001 (0.143)	0.004 (1.389)	0.001 (0.344)
<i>ID</i>	0.027 * (1.647)	0.021 *** (2.623)	0.015 * (1.919)

续表 8
Table 8 Continues

变量	外生冲击	工具变量法	熵平衡法
	(1)	(2)	(3)
SOE	-0.006*** (-2.601)	-0.005*** (-5.185)	-0.007*** (-6.256)
Constant	0.090*** (3.125)	0.103*** (11.068)	0.106*** (9.531)
Year FE	YES	YES	YES
Ind FE	YES	YES	YES
N	17 686	34 366	34 366
Adj R ²	0.082	0.082	0.078

注: 1. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 2. 括号内为 t 值; 标准误差经过了公司层面的 Cluster 处理。

第三, 工具变量法。为了进一步克服研究中可能存在的内生性问题, 研究以同行业其他公司设置反收购条款数量的平均值 $Industry_ATP$ 作为工具变量。在同一个行业内公司受到控制权市场压力较为相似, 因此同行业其他公司设置反收购条款数量的平均值 $Industry_ATP$ 与公司反收购条款数量 ATP 有着密切的联系, 符合工具变量的相关性要求。同时, 同行业其他公司设置反收购条款数量的平均值 $Industry_ATP$ 很难能影响到该公司的投资效率, 符合工具变量的排他性要求。因此, 在研究背景下, 同行业其他公司设置反收购条款数量的平均值 $Industry_ATP$ 是一个较为合适的工具变量。表 8 列 (2) 列示了工具变量法的回归结果, 反收购条款 ATP 的回归系数依然显著为正, 这表明在控制内生性问题后反收购条款依然会降低企业的投资效率。为了确保工具变量的有效性, 还进行了如下检验: Cragg-Donald Wald F 统计量为 6 361.29, 拒绝了存在弱工具变量的原假设; Kleibergen-Paap rk Wald F 值为 144.11, 在 1% 的水平上拒绝了工具变量识别不足的原假设。由此可知, 采用工具变量法之后研究假设依然成立, 进一步证实了结论较为可靠。

第四, 熵平衡法。近年来, Hainmueller^[48] 提出的熵平衡法 (Entropy Balancing) 在财务金融领域逐渐兴起, 越来越多的实证研究采用该方法来辅

助因果推断。与倾向得分匹配法通过计算倾向得分来寻找控制组的思路不同, 熵平衡匹配是以约束条件下的最优化解为思路, 为每一个控制组观察样本赋予一个连续性权重, 从而实现实验组和控制组在协变量分布矩 (Distribution Moments) 的相似^⑧。借鉴陈克兢等^[40]、Madsen 和 McMullin^[49]、杨国超和芮萌^[50] 类似研究, 采用熵平衡法来解决样本选择性偏差问题。从熵平衡法的匹配效果来看, 在未匹配之前不同样本组之间的公司特征在一阶矩条件 (均值)、二阶矩条件 (方差)、三阶矩条件 (偏度) 均存在差异, 而在采用熵平衡法之后样本组之间特征基本一致。具体匹配效果的数据分析, 限于篇幅未在此详细汇报。从表 8 列 (3) 的回归结果可知, 反收购条款 ATP 的回归系数在 1% 的水平上为正, 这表明在采用熵平衡法之后研究结论依然可靠。

3.4.2 其他稳健性测试

第一, 排除以残差作为因变量可能导致的估计偏差问题。在财务金融领域中, 众多文献以一阶段回归方程的残差来衡量二阶段回归方程的因变量, 例如投资效率、盈余管理、超额收益等。但是, 这种通过两阶段回归法来检验投资效率、盈余管理、超额收益的影响因素可能会存在估计偏差^[51]。针对这个问题, 主要有如下两个解决方案: 1) 借鉴 Chen 等^[51] 和 Ni^[52] 的思路, 在主检验模型

⑧ 熵平衡法的优点在于: 第一, 可以保证实验组和控制组在协变量高阶矩 (Higher-order Moments) 上分布的相近性, 而传统的 PSM 方法并不能确保这个效果; 第二, 熵平衡匹配过程中主观设定的参数只有迭代算法结果的宽容度 (Tolerance Level), 这可以有效规避 PSM 过程中众多主观设定细节的弊端。

中加入第一阶段模型所有的控制变量. 采用 Biddle 等^[42]模型来衡量企业投资效率, 该模型的控制变量为营业收入增长率. 研究已经在主检验模型中对营业收入增长率予以控制, 由此可以说明研究结论较为可靠. 2) 借鉴 Chen 等^[51]的方法, 根据 FWL 定理分两步进行估计. 第一步, 分别估计第一阶段因变量 INV 、第二阶段自变量 ATP 和控制变量 $Controls$ 关于第一阶段自变量 $Growth$ 的残差项 ε_{INV} 、 ε_{ATP} 和 $\varepsilon_{Controls}$. 第二步, 对 ε_{INV} 同时关于 ε_{ATP} 和 $\varepsilon_{Controls}$ 进行回归. 从表 8 中列(1) 回归结果可知, ε_{ATP} 的回归系数在 1% 水平上显著为正. 这表明, 在排除由于投资效率计量导致的估计偏差问题之后, 研究结论依然成立.

第二, 反收购条款识别效果的验证测试. 研究已经采用了人工随机抽样校对的方式来检验反收购条款识别效果, 识别的准确度高达 93%. 为了进一步确保研究结论的可靠性, 研究还从反收购效果的角度反向验证反收购条款识别的效果. 按照现有文献的观点, 反收购条款可以降低企业被收购或成功收购的概率^[24, 53]. 此时, 如果文本分析的效果较好, 那么反收购条款应该与企业被收购或成功收购的概率呈显著负相关关系. 基于此, 研究设计如下检验模型

$$\begin{aligned} & Takeover_Dummy_{it}/Takeover_Success_{it} \\ & = \gamma_0 + \gamma_1 ATP_{it} + Controls_{it} + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

其中 $Takeover_Dummy$ 为公司是否被收购, 当公司当年遭遇收购时为 1, 否则为 0; $Takeover_Success$ 为公司是否被成功收购, 当公司被成功收购时为 1, 否则为 0. 从表 9 列(2) 和列(3) 的结果可知, 反收购条款 ATP 的回归系数均在 1% 的水平上显著为负, 这从侧面证实了研究识别的反收购条款精准度较高. 同时, 研究还统计了是否设置反收购条款样本组被收购和被成功收购的组间差异. 结果发现, 设置反收购条款企业被收购的可能性显著低于未设置反收购条款企业. 更为重要的是, 设置反收购条款企业被成功收购的概率仅为未设置反收购条款企业的一半. 整体而言, 上述发现从侧面也证实了采用文本分析识别出的反收购条款具有较高的有效性.

第三, 更换因变量的计量方式. 以 Richardson^[54]模型残差绝对值作为企业投资效率的衡量指标, 重新回归研究的模型(1). 从表 9 列(4) 结果可知, 在采用新的投资效率衡量指标之后 ATP 的回归系数在 1% 的水平上显著为正, 与前文一致.

第四, 更换检验模型. 参考 Chen 等^[55]、Mclean 等^[56]、张训常等(2021)^[57]的做法, 采用投资—投资机会敏感性来度量企业投资效率, 构建如下的检验模型

$$Inv_{it} = \eta_0 + \eta_1 ATP_{i,t-1} + \eta_2 ATP_{i,t-1} \times TobinQ_{i,t-1} + \eta_3 TobinQ_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + \varepsilon \quad (6)$$

$$Inv_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 ATP_{i,t-1} + \gamma_2 ATP_{i,t-1} \times Growth_{i,t-1} + \gamma_3 Growth_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + \varepsilon \quad (7)$$

其中 Inv 为资本支出/年初总资产, 具体为公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金除以初期总资产. $TobinQ$ 为托宾 Q 值, $Growth$ 为企业营业收入增长率, 这两个变量反映企业的投资机会.

从表 9 中列(5) 和列(6) 的回归结果可知, 反收购条款与投资机会交乘项 $ATP \times TobinQ$ 和 $ATP \times Growth$ 的回归系数分别在 5% 和 1% 的水平上显著为负. 这表明, 反收购条款降低了企业资本投资支出与投资机会的敏感性. 即反收购条款降低了企业的投资效率, 验证了前文的研究结论.

第五, 更换自变量的计量方式. 研究设置了反收购条款的哑变量 ATP_Dummy , 当企业设置反收购条款时 ATP_Dummy 赋值为 1, 否则赋值为 0. 表 9 列(7) 的结果表明, ATP_Dummy 的回归系数显著为正, 支持研究的私利攫取假说.

第六, 控制遗漏变量的影响. 分别采用一阶差分法和固定效应模型来排除遗漏变量问题对论文结论造成的干扰. 从表 9 中列(8) 的结果可知, 反收购条款的变动值 ΔATP 的回归系数显著为正; 列(9) 的结果显示, 在控制公司固定效应之后反收购条款 ATP 的回归系数依然显著为正. 整体而言, 在排除遗漏变量的影响之后, 研究结论依然成立.

表 9 稳健性检验的回归结果

Table 9 Regression results of robustness tests

变量	排除估计	验证测试		更换	更换检验		更换	一阶差	固定效应
	偏差			因变量	模型		自变量	分法	模型
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
\mathcal{E}_{ATP}	0.658*** (3.461)								
<i>ATP</i>		-0.173*** (-2.699)	-0.473*** (-2.650)	0.003*** (2.697)	0.003** (2.513)	0.002*** (2.653)			0.007*** (3.031)
<i>ATP</i> × <i>TobinQ</i>					-0.001** (-2.034)				
<i>TobinQ</i>					0.005*** (6.375)				
<i>ATP</i> × <i>Growth</i>						-0.005*** (-2.647)			
<i>Growth</i>						0.031*** (18.893)			
<i>ATP_Dummy</i>							0.003** (2.240)		
ΔATP								0.005** (2.237)	
<i>Size</i>	-0.024 (-0.334)	0.127** (2.183)	0.130 (1.224)	-0.004*** (-7.362)	0.004*** (4.896)	0.003*** (4.196)	-0.001 (-1.068)	-0.083*** (-20.079)	-0.020*** (-13.898)
<i>Age</i>	-0.224*** (-2.979)	0.725*** (7.223)	0.251 (1.075)	-0.007*** (-10.692)	-0.019*** (-20.341)	-0.016*** (-19.288)	-0.014*** (-14.676)	0.005* (1.930)	-0.010*** (-5.776)
<i>Growth</i>		0.249*** (3.149)	0.532*** (3.268)	0.005*** (5.587)	0.004*** (4.112)		0.010*** (7.609)	0.000 (0.064)	0.008*** (6.083)
<i>Lev</i>	1.674*** (3.879)	-0.057 (-0.168)	-0.048 (-0.070)	0.011*** (3.961)	0.015*** (4.025)	0.011*** (3.175)	0.016*** (4.162)	-0.053*** (-5.154)	-0.023*** (-4.233)
<i>ROA</i>	-1.442*** (-3.022)	-1.899** (-2.191)	2.601 (1.374)	0.038*** (4.450)	0.114*** (10.997)	0.121*** (12.648)	0.067*** (6.404)	0.035*** (3.043)	0.111*** (10.654)
<i>CF</i>	-3.145** (-2.571)	-0.675 (-0.958)	-2.811** (-2.008)	0.058*** (9.126)	0.115*** (15.062)	0.124*** (16.857)	0.137*** (15.139)	-0.002 (-0.253)	0.047*** (6.414)
<i>Top1</i>	2.577*** (3.600)	-0.147 (-0.419)	-0.122 (-0.152)	0.000 (0.001)	-0.008* (-1.739)	-0.009** (-2.030)	0.003 (0.583)	0.050*** (3.019)	0.037*** (4.456)
<i>ID</i>	7.151*** (3.289)	0.801 (0.855)	-1.177 (-0.601)	0.022*** (2.800)	0.012 (1.077)	0.009 (0.913)	0.019* (1.670)	-0.020 (-1.387)	-0.007 (-0.515)
<i>SOE</i>	-0.862*** (-3.799)	0.120 (1.042)	-0.331 (-1.275)	-0.004*** (-3.857)	-0.003** (-2.166)	-0.003* (-1.954)	-0.006*** (-3.388)	0.003 (0.886)	-0.005 (-1.594)
<i>Constant</i>	-2.639 (-1.547)	-8.879*** (-7.022)	-1.405 (-0.616)	0.147*** (12.816)	0.023 (1.378)	0.041*** (2.890)	0.104*** (6.076)	-0.008*** (-2.712)	0.498*** (16.062)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Ind FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Firm FE</i>	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	YES
<i>N</i>	34 366	34 366	495	34 366	30 058	30 867	34 366	30 866	34 366
<i>Adj R²</i>	0.036	0.074	0.155	0.047	0.161	0.192	0.081	0.092	0.082

注：1. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ ；括号内为 t 值；2. 标准误差经过了公司层面的 Cluster 处理；3. 列(1)中控制变量分别为每一个控制变量与 Biddle 等^[42]模型自变量回归的残差；4. 列(2)的被解释变量为企业是否被收购 *Takeover_Dummy*；5. 列(3)的被解释变量为企业是否被成功收购 *Takeover_Success*；6. 列(5)和列(6)中的解释变量和控制变量为 $t-1$ 期；7. 列(8)回归结果中的控制变量均为变动值。

4 进一步分析

4.1 作用机制分析

私利攫取假说认为,反收购条款会巩固管理层的职位,加剧内部人控制问题,进而使得管理层可以利用非效率投资来谋求私利.为了验证上述理论逻辑,借鉴 Bhattacharya 等^[58]的做法,采用结构方程模型来检验反收购条款影响企业投资效率的作用机制^⑨.中介变量为内部人控制(Insider Control),具体包括如下两个变量:第一类代理成本 AC,具体参考 Ang 等^[59]和陈克兢^[60]的做法,采用(管理费用+销售费用)/主营业务收入来计量;管理层超额薪酬 EC,具体参考 Core 等^[61]、王克敏等^[62]的研究采用管理层薪酬减去应得薪酬

来衡量^⑩.表 10 列示了结构方程模型的检验结果 $r[ATP, IE]$ 为反收购条款与企业投资效率的总相关系数, $p[ATP, IE]$ 为直接路径系数, $p[ATP, Insider Control]$ 为反收购条款和内部人控制之间的路径系数, $p[Insider Control, IE]$ 为内部人控制与企业投资效率之间的路径系数.从表 10 结果中可知,直接路径和中介路径的作用都非常重要,所有路径的影响均显著.其中,中介路径在总影响中占 7.629%,其余 92.308%的影响均由反收购条款直接产生,这表明直接路径比中介路径的作用更为重要.整体而言,反收购条款可以直接或者间接通过内部人控制等两个路径来影响企业投资效率,该结论对于学术界和实务界全面认清反收购条款影响实体经济的传导路径有着重要的启示.

表 10 作用机制检验结果

Table 10 Results of mechanism analysis

变量	因变量: IE			
	Coefficient		t-statistic	
$r[ATP, IE]$	0.0013***		2.75	
Direct Path				
$p[ATP, IE]$	0.0012**		2.48	
percentage	92.308%			
Mediated Path	中介路径: AC		中介路径: EC	
	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic
$p[ATP, Insider Control]$	0.0127***	14.22	0.4773***	23.70
$p[Insider Control, IE]$	0.0102***	3.41	0.0003*	1.94
Total Mediated Path	0.0001***	3.32	0.0001*	1.93
percentage	7.692%			

注: 1. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 2. 括号内为 t 值.

4.2 异质性分析

4.2.1 条款特征

公司章程中反收购条款的种类繁多,不同类型反收购条款发挥的效应存在着较大的差异.基于此,研究主要从反收购强度、反收购环节和反收

购直接受益主体等三个角度出发,考察了不同类型反收购条款对企业投资影响的差异.从表 11 中的描述性统计结果可知,不同条款特征情况下企业的投资效率呈现较大的差异,这为后续的实证分析提供了初步证据.

⑨ 本文采用 Stata 命令 $sem(IE < -Insider Control ATP) (Insider Control < -ATP)$ 进行模型估计,采用 Stata 命令 $estat teffects$ 来计算中介效应.

⑩ 薪酬契约是化解第一类委托代理问题重要的措施,在薪酬契约完备的企业中管理层的实际薪酬与应得薪酬相等^[61].管理层超额薪酬指的是管理层实际薪酬超过应得薪酬的程度,超额薪酬越大时表明企业内部人控制越严重^[61, 62].

表 11 基于条款特征差异的描述性统计结果(IE)

Table 11 Results of descriptive statistics based on differences in terms characteristics(IE)

样本组		样本量	均值	标准差	P25	中位数	P75	T 检验
反收购强度	强	10 694	0.064	0.078	0.017	0.038	0.083	0.006 ***
	弱	2 216	0.058	0.073	0.014	0.034	0.070	
反收购环节	事前	11 349	0.064	0.078	0.016	0.037	0.081	0.009 ***
	事中	394	0.055	0.067	0.017	0.035	0.072	
直接受益主体	管理层	10 684	0.064	0.078	0.016	0.037	0.082	0.004 ***
	其他	2 238	0.060	0.075	0.015	0.035	0.074	

注：* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

第一,反收购强度.相对于反收购效应较弱的条款而言,反收购效应较强的条款对管理层的保护作用更大.外部投资者必须要通过操控董事会来控制公司,但是如果被收购企业的公司章程中设置了董事选举程序、投票方式等反收购条款,这将极大地提高外部投资者控制公司的难度^[12].研究按照反收购效应不同分别设置了反收购效应强条款 *SATP* 和反收购效应弱条款 *WATP* 等变量,其中 *SATP* 为企业设置绝对多数条款、错列董事会、限制董事任职资格、限制董事提名权、董事资格审查等条款的数量,*WATP* 为企业设置其他类型反收购条款的数量.表 12 中列(1)的结果可知,*SATP* 的回归系数在 5% 的水平上显著为正,而 *WATP* 的回归系数则不显著.由此说明,相对于反收购效应薄弱的条款而言,反收购效应较强条款的私利攫取效应更加显著.

第二,反收购环节.反收购条款按照所属的防御环节不同可以分为事前防御条款和事中控制条款^[63].事前防御条款可以有效地阻止收购者对公司的控制,这会增加成功收购的难度和成本,在事前降低公司被敌意收购发生的概率.然而,事中控制条款更多的是在公司已经遭遇敌意收购时所采取的一些对抗措施,所发挥的作用相对而言较弱.参考 Ryngaer 和 Scholten^[63] 的分类方法,按照反收购环节不同分别设置了事前防御条款 *BATP* 和事中控制条款 *LATP* 等变量,其中 *BATP* 为企业设

置限制董事提名权、错列董事会、董事资格审查、限制董事任职资格、限制股东提案权、信息披露、绝对多数条款、限制股东召集和主持股东大会等条款的数量,*LATP* 为企业设置其他类型反收购条款的数量.表 12 中列(2)结果显示,*BATP* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,而 *LATP* 的回归系数不显著.这说明,相对于事中控制条款而言,事前防御条款带来的管理层私利攫取效应更为严重.

第三,反收购直接受益主体.众多上市公司设置了与管理层任免相关的反收购条款,例如限制董事提名权、错列董事会、董事资格审查、限制董事任职资格、降落伞等条款.这些条款会增加“野蛮人”更换管理层的难度和成本,巩固管理层在企业中的职位,进而会加剧内部人控制.在这种情况下,管理层的管理防御行为更为突出,即管理层会通过非效率投资来谋求私利^[64].研究按照受益主体不同分别设置了巩固管理层职位条款 *MATP* 和其他条款 *NMATP* 等变量,其中 *MATP* 为企业设置限制董事提名权、错列董事会、董事资格审查、限制董事任职资格、降落伞等条款的数量,*NMATP* 为企业设置其他类型反收购条款的数量.从表 12 中列(3)的结果可知,*MATP* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,而 *NMATP* 的回归系数却并不显著.这表明,当企业设置越多巩固管理层职位的反收购条款时,企业的非效率投资问题更为严重.

表12 基于反收购条款特征的异质性分析结果

Table 12 Results of heterogeneity analysis based on characteristics of anti-takeover provisions

变量	反收购强度	反收购环节	反收购直接受益主体
	(1)	(2)	(3)
<i>SATP</i>	0.004 ** (2.497)		
<i>WATP</i>	0.002 (0.556)		
<i>BATP</i>		0.003 *** (2.656)	
<i>LATP</i>		0.014 (1.572)	
<i>MATP</i>			0.012 *** (2.847)
<i>NMATP</i>			0.001 (1.422)
<i>Size</i>	-0.001 (-1.070)	-0.001 (-1.099)	-0.001 (-1.244)
<i>Age</i>	-0.014 *** (-14.719)	-0.014 *** (-14.681)	-0.014 *** (-14.843)
<i>Growth</i>	0.010 *** (7.615)	0.010 *** (7.615)	0.010 *** (7.525)
<i>Lev</i>	0.016 *** (4.165)	0.016 *** (4.108)	0.016 *** (4.249)
<i>ROA</i>	0.067 *** (6.394)	0.066 *** (6.348)	0.067 *** (6.427)
<i>CF</i>	0.137 *** (15.140)	0.137 *** (15.074)	0.137 *** (15.162)
<i>Top1</i>	0.003 (0.596)	0.004 (0.725)	0.004 (0.855)
<i>ID</i>	0.019 [^] (1.681)	0.019 [^] (1.719)	0.019 [^] (1.720)
<i>SOE</i>	-0.006 *** (-3.367)	-0.005 *** (-3.234)	-0.006 *** (-3.308)
<i>Constant</i>	0.104 *** (6.082)	0.103 *** (6.019)	0.106 *** (6.177)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES
<i>Ind FE</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	34 366	34 366	343 66
<i>Adj R²</i>	0.081	0.081	0.084

注: 1. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 2. 括号内为 t 值; 3. 标准误差经过了公司层面的 Cluster 处理.

4.2.2 公司特征

在不同公司特征情境下,反收购条款发挥的作用可能存在一定的差异.研究主要从产权性质、股权结构和实际控制人等三个角度出发,考察了

不同类型反收购条款对企业投资影响的差异.表13中的描述性统计结果显示,不同产权性质、股权结构和实际控制人情况下企业投资效率确实存在显著的差异.

表 13 基于公司特征差异的描述性统计结果(IE)

Table 13 Results of descriptive statistics based on differences in firm characteristics(IE)

样本组	样本量	均值	标准差	P25	中位数	P75	T 检验	
产权性质	家族	17 538	0.061	0.074	0.016	0.036	0.077	-0.003 **
	国有	13 126	0.064	0.077	0.016	0.036	0.082	-0.012 ***
	其他	3 702	0.076	0.090	0.019	0.043	0.099	
股权结构	集中	17 187	0.062	0.076	0.016	0.036	0.080	-0.008 ***
	分散	17 179	0.071	0.084	0.018	0.040	0.091	
实际控制人	有	33 260	0.066	0.079	0.017	0.038	0.085	-0.014 ***
	无	1 106	0.080	0.111	0.018	0.039	0.091	

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

第一, 产权性质. 为了细化反收购条款对不同产权性质企业的影响差异, 研究将企业分为了国有企业、家族企业和其他民营企业. 首先, 考虑到国有企业的特殊地位和性质, 监管部门对于国有企业控制权转移有着较为严格的规定和限制^①, 在这种情况下国有企业被敌意收购的可能性较低. 因此, 国有企业设置反收购条款无法加剧内部人控制, 此时反收购条款的私利攫取效应也较弱. 其次, 家族企业的管理层大部分为公司的股东或者股东的亲属, 管理层与公司的利益保持高度一致. 设置反收购条款可以确保家族企业控制权的稳定, 进而有助于管理层利用自身的专用性人力资本来从事长期价值创造的投资活动^[65]. 因此, 反收购条款在家族企业中更多发挥的是价值创造效应. 最后, 其他民营企业为民营企业中剔除家族企业之后的私企和外企, 这些企业的内部人控制较为严重^[66]. 此时, 反收购条款更容易成为管理层谋求私利的工具, 反收购条款的私利攫取效应更为突出. 表 14 中前三列的结果显示, 反收购条款 ATP 的回归系数在国有企业中并不显著, 在家族企业中显著为负, 而在其他民营企业中却显著为正. 卡方检验的结果表示, 不同产权性质样本组之间反收购条款的回归系数存在显著的差异, p 值均远小于 0.01. 由此可知, 反收购条款在家族企业中可以发挥价值创造效应, 而在其他民营企业中却发挥着私利攫取效应.

第二, 股权结构. 在不同股权结构的企业中,

反收购条款对内部人控制的作用也不一样. 在股权分散的企业中, 管理层与股东之间的代理冲突更加严重, 掌握私有信息的管理层有很强的动机最大化自身利益^[64]. 此时, 反收购条款会为管理层的私利行为提供庇护, 进而导致企业进行有利于管理层私利的非效率投资. 按照第一大股东持股比例的年度中位数将样本分为股权集中和股权分散两个样本组. 从表 14 中列(4)和列(5)的结果可知, 反收购条款 ATP 的回归系数仅在股权结构分散的样本中显著, 卡方检验显示回归系数的组间差异在 1% 的水平上显著. 整体而言, 相对于股权集中企业而言, 反收购条款对股权分散企业的私利攫取效应更加显著.

第三, 实际控制人. 虽然我国企业的股权较为集中, 但是依然存在着部分上市公司无实际控制人. CSMAR 数据库的资料显示, 截至 2020 年底我国有 237 家上市公司无实际控制人. 已经有文献证实, 实际控制人可以有效地约束管理层的私利行为^[67, 68]. 在无实际控制人企业中, 管理层从事机会主义活动的成本和风险均较低, 进而导致管理层更可能利用反收购条款来进行私利攫取. 表 14 中列(6)和列(7)的结果显示, 反收购条款 ATP 的回归系数仅在无实际控制人样本中显著, 两组回归系数的差异在 1% 水平上显著. 这表明, 相对于拥有实际控制人的企业而言, 反收购条款更容易沦为无实际控制人企业管理层谋求私利的保护伞, 此时反收购条款的私利攫取效应也更加显著.

① 在实际操作中, 国有企业股权转让的规定较为严格、流程较为繁琐. 2018 年 5 月 16 日, 国务院国有资产监督管理委员会、财政部、中国证券监督管理委员会联合发布《上市公司国有股权监督管理办法》, 对上市公司国有股权变动的各种情形进行了集中规范, 建立了一个完整、严格的国有资产交易监管制度体系.

表 14 基于公司特征的异质性分析结果

Table 14 Results of heterogeneity analysis based on firm characteristics

变量	产权性质			股权结构		实际控制人	
	家族企业	国有企业	其他企业	集中	分散	有	无
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>ATP</i>	-0.003 ** (-2.149)	0.001 (1.105)	0.013 *** (4.493)	0.000 (0.127)	0.007 *** (3.335)	0.001 (1.424)	0.031 *** (7.247)
<i>Size</i>	-0.002 (-1.056)	-0.000 (-0.257)	-0.001 (-0.634)	-0.001 (-1.240)	-0.001 (-0.905)	-0.001 (-1.306)	-0.006 (-1.265)
<i>Age</i>	-0.014 *** (-8.177)	-0.013 *** (-7.001)	-0.012 *** (-8.308)	-0.015 *** (-11.440)	-0.013 *** (-9.867)	-0.014 *** (-15.017)	-0.001 (-0.157)
<i>Growth</i>	0.013 *** (4.446)	0.005 *** (3.336)	0.011 *** (5.148)	0.014 *** (6.452)	0.005 *** (3.683)	0.009 *** (7.243)	0.028 *** (2.670)
<i>Lev</i>	0.038 *** (4.395)	0.008 (1.331)	0.009 (1.545)	0.020 *** (3.301)	0.017 *** (3.629)	0.016 *** (4.223)	-0.002 (-0.080)
<i>ROA</i>	0.093 *** (4.726)	0.069 *** (3.361)	0.028 ** (1.970)	0.086 *** (4.539)	0.057 *** (4.700)	0.064 *** (6.121)	0.100 (1.618)
<i>CF</i>	0.133 *** (7.995)	0.155 *** (11.767)	0.106 *** (7.094)	0.158 *** (12.549)	0.112 *** (9.193)	0.140 *** (15.564)	-0.039 (-0.644)
<i>Top1</i>	0.010 (0.997)	-0.012* (-1.678)	0.016* (1.724)	-0.006 (-0.702)	-0.002 (-0.107)	0.005 (1.000)	0.283 *** (3.880)
<i>ID</i>	0.038* (1.783)	0.015 (0.859)	-0.011 (-0.610)	0.032 ** (2.028)	0.011 (0.739)	0.024 ** (2.128)	-0.105 (-1.628)
<i>SOE</i>				-0.010 *** (-4.083)	-0.001 (-0.648)	-0.005 *** (-3.008)	0.004 (0.243)
<i>Constant</i>	0.166 *** (4.145)	0.086 *** (3.468)	0.090 *** (3.261)	0.128 *** (5.077)	0.090 *** (4.312)	0.104 *** (5.969)	0.345 *** (2.887)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Ind FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	17 538	13 126	3 702	17 187	17 179	33 260	1 106
<i>Adj R²</i>	0.085	0.112	0.172	0.106	0.063	0.085	0.258

注: 1. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; 2. 括号内为 t 值; 3. 标准误差经过了公司层面的 Cluster 处理。

5 结束语

随着我国资本市场的发展,公司控制权争夺事件屡见不鲜,上市公司纷纷在公司章程中设置反收购条款来抵御“门口的野蛮人”。然而学术界关于反收购条款对企业价值的影响却一直存在分歧,在这样的背景下探讨反收购条款对实体经济投资活动的影响具有重要意义。研究以沪深两市 A 股上市公司为研究对象,利用文本分析技术构建了中国上市公司反收购条款数据库,实证检验反收购条款对企业投资的影响机理。主要研究结

论如下:第一,反收购条款会降低企业投资效率,这种作用更多地表现为加剧企业过度投资而非投资不足。经过一系列稳健性检验后该结论依然成立。第二,作用机制分析结果表明,反收购条款会加剧内部人控制进而导致企业的非效率投资行为。第三,反收购条款异质性分析结果表明,当企业设置反收购效应较强条款、事前防御条款和巩固管理层职位条款时,反收购条款的私利攫取效应更为显著。第四,公司特质异质性分析结果显示,在家族企业中设置反收购条款存在价值创造效应,而在其他民营企业、股权分散企业或无实际控制人企业中设置反收购条款却存在私利攫取

效应。

在中国控制权市场纷争频发的现实背景下,本研究从企业投资的视角揭示了反收购条款存在的私利攫取效应,具有如下的政策意义:一方面,监管部门应加强对上市公司反收购条款的审查,对上市公司的反收购行为进行有序、规范的引导,坚持“宽严并济”的监管理念。《上市公司章程指

引》和《上市公司收购管理办法》应列出明确清晰、操作性较强及合法性确定的示范性清单,为上市公司设置合法合规的反收购条款提供参考依据。另一方面,上市公司要结合自身的股权结构和公司治理情境设置反收购条款,切实保护投资者的合法权益,不应让反收购条款沦为庇护特定人群利益的工具。

参考文献:

- [1]Manne H G. Mergers and the market for corporate control[J]. *Journal of Political Economy*, 1965, 73(2): 351-351.
- [2]Fama F E. Agency problems and the theory of the firm[J]. *Journal of Political Economy*, 1980, 88(2): 288-307.
- [3]Jensen M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems[J]. *Journal of Finance*, 1993, 48(3): 831-880.
- [4]Bhojraj S, Sengupta P, Zhang S. Takeover defenses: Entrenchment and efficiency[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2017, 63(1): 142-160.
- [5]Borokhovich K A, Brunarski K R, Parrino R. CEO contracting and anti-takeover amendments[J]. *The Journal of Finance*, 1997, (52): 1495-1517.
- [6]Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5): 1043-1075.
- [7]Low A. Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 470-490.
- [8]Gompers P, Ishii J, Metrick A. Corporate governance and equity prices[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(1): 107-156.
- [9]Bebchuk L A, Cohen A. The costs of entrenched boards[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 78(2): 409-433.
- [10]Bebchuk L, Cohen A, Ferrell A. What matters in corporate governance? [J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(2): 783-827.
- [11]Cohen A, Wang C Y. How do staggered boards affect shareholder value? Evidence from a natural experiment[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(3): 627-641.
- [12]陈玉罡,石芳. 反收购条款、并购概率与公司价值[J]. *会计研究*, 2014, (2): 34-40.
Chen Yugang, Shi Fang. Anti-takeover provisions, takeover probability and firm value[J]. *Accounting Research*, 2014, (2): 34-40. (in Chinese)
- [13]Frattaroli M. Does protectionist anti-takeover legislation lead to managerial entrenchment? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2020, 136(1): 106-136.
- [14]Stein J C. Takeover threats and managerial myopia[J]. *Journal of Political Economy*, 1988, 96(1): 61-80.
- [15]Danielson M G, Karpoff J M. Do pills poison operating performance? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(3): 536-559.
- [16]Straska M, Waller G. Do anti-takeover provisions harm shareholders? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16(4): 487-497.
- [17]罗进辉,谭利华,陈熠. 修改反收购章程条款阻击“野蛮人”: 好消息还是坏消息? [J]. *财经研究*, 2018, 44(12): 113-125.
Luo Jinhui, Tan Lihua, Chen Yi. Amending anti-takeover provisions: Good news or bad news? [J]. *Journal of Finance*

- and Economics ,2018 ,44(12) : 113 – 125. (in Chinese)
- [18]谢光华,韩丹妮,郝颖,等. 政府补贴、资本投资与经济增长质量[J]. 管理科学学报,2020 ,23(5) : 24 – 53.
Xie Guanghua , Han Danni , Hao Ying , et al. Government subsidy , capital investment and economic growth quality [J].
Journal of Management Sciences in China ,2020 ,23(5) : 24 – 53. (in Chinese)
- [19]Gormley T A , Matsa D A. Playing it safe? Managerial preferences , risk , and agency conflicts [J]. Journal of Financial Economics ,2016 ,122(3) : 431 – 455.
- [20]徐明亮,袁天荣. 交错董事会条款、制度环境与投资效率[J]. 经济管理,2018 ,40(5) : 21 – 36.
Xu Mingliang , Yuan Tianrong. Staggered boards , institutional environment and investment efficiency [J]. Business Management Journal ,2018 ,40(5) : 21 – 36. (in Chinese)
- [21]郑志刚,许荣,徐向江,等. 公司章程条款的设立、法律对投资者权力保护和公司治理——基于我国A股上市公司的证据[J]. 管理世界,2011 ,(7) : 141 – 153.
Zheng Zhigang , Xu Rong , Xu Xiangjiang , et al. The framing of the clauses of the company regulations , the protection of the law for the right of investors , and the company governance: Evidences from China's A-share listed companies [J].
Management World ,2011 ,(7) : 141 – 153. (in Chinese)
- [22]李善民,许金花,张东,等. 公司章程设立的反收购条款能保护中小投资者利益吗——基于我国A股上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2016 ,19(4) : 49 – 62.
Li Shanmin , Xu Jinhua , Zhang Dong , et al. Do anti-takeover provisions protect the rights of minority investors? Evidence from China's A type-share listed companies [J]. Nankai Business Review ,2016 ,19(4) : 49 – 62. (in Chinese)
- [23]Brusa J , Lee W L , Shook C. Golden parachutes , managerial incentives and shareholders' wealth [J]. Managerial Finance ,2009 ,35(4) : 346 – 356.
- [24]Giroud X , Mueller H M. Does corporate governance matter in competitive industries? [J]. Journal of Financial Economics ,2010 ,(95) : 312 – 331.
- [25]许金花,曾燕,李善民,等. 反收购条款的作用机制——基于大股东掏空研究视角[J]. 管理科学学报,2018 ,21(2) : 37 – 47.
Xu Jinhua , Zeng Yan , Li Shanmin , et al. Mechanism of anti-takeover provisions: A perspective of controlling shareholder's tunneling [J]. Journal of Management Sciences in China ,2018 ,21(2) : 37 – 47. (in Chinese)
- [26]Ryngaert M. The effect of poison pill securities on shareholder wealth [J]. Journal of Financial Economics ,1988 ,20(88) : 377 – 417.
- [27]Bebchuk L A , Coates I J C , Subramanian G. The powerful anti-takeover force of staggered boards: Theory , evidence , and policy [J]. Stanford Law Review ,2002 ,(54) : 887 – 951.
- [28]Morck R , Shleifer A , Vishny R. Alternative mechanisms for corporate control [J]. American Economic Review ,1989 ,79(4) : 842 – 852.
- [29]Dechow P , Skinner D. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics , practitioners , and regulators [J]. Accounting Horizons ,2000 ,14(2) : 235 – 250.
- [30]Bushee B. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior [J]. The Accounting Review ,1998 ,73(3) : 305 – 333.
- [31]Johnson M S , Rao R P. The impact of anti-takeover amendments on corporate financial performance [J]. Financial Review ,1997 ,32(4) : 659 – 690.
- [32]Chemmanur T J , Tian X. Do anti-takeover provisions spur corporate innovation? A regression discontinuity analysis [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis ,2018 ,53(3) : 1163 – 1194.
- [33]陈克兢,康艳玲,万清清,等. 外部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) : 202 – 214.

- Chen Kejing , Kang Yanling , Wan Qingqing , et al. Can outside blockholders promote corporate innovation?: An empirical analysis from the perspective of exit threats [J]. *Nankai Business Review* , 2021 , 24(3) : 202 - 214. (in Chinese)
- [34] Cen L , Dasgupta S , Sen R. Discipline or disruption? Stakeholder relationships and the effect of takeover threat [J]. *Management Science* , 2016 , 62 (10) : 2820 - 2841.
- [35] Shleifer A , Summers L H. *Breach of Trust in Hostile Takeovers* [M]. Chicago: University of Chicago Press , 1988.
- [36] Jensen M. Agency costs of free cash flows , corporate finance and takeovers [J]. *American Economic Review* , 1986 , 76 (2) : 323 - 329.
- [37] 林 灵 , 曾海帆. 社会保险成本过高是否抑制企业投资? [J]. *管理科学学报* , 2020 , 23(7) : 57 - 75.
Lin Ling , Zeng Haijian. Does high social insurance cost discourage firm investment? [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2020 , 23(7) : 57 - 75. (in Chinese)
- [38] 吴育辉 , 吴世农. 企业高管自利行为及其影响因素研究——基于我国上市公司股权激励草案的证据 [J]. *管理世界* , 2010 , (5) : 141 - 149.
Wu Yuhui , Wu Shinong. Research on the self-interest behavior of enterprise executives and its influencing factors: Evidence based on the equity incentive draft of Listed Companies in China [J]. *Management World* , 2010 , (5) : 141 - 149. (in Chinese)
- [39] 曾 燕 , 许金花 , 涂虹羽. “共生”关系下的控制权防御机制设计——以“万科与宝能系之争”为例 [J]. *管理科学学报* , 2018 , 21(10) : 97 - 111.
Zeng Yan , Xu Jinhua , Tu Hongyu. Theoretical mechanism of control rights defenses under symbiotic relationship: A case study of control rights fight between Vanke and Baoneng [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2018 , 21(10) : 97 - 111. (in Chinese)
- [40] 陈克兢 , 万清清 , 康艳玲 , 等. 自治性公司章程条款会沦为高管自利行为的保护伞吗——基于反收购条款的视角 [J]. *会计研究* , 2021 , (11) : 102 - 113.
Chen Kejing , Wan Qingqing , Kang Yanling , et al. Will autonomous provisions of company's articles of association become an umbrella for executive self-interests behavior?: Evidence from the anti-takeover provisions [J]. *Accounting Research* , 2021 , (11) : 102 - 113. (in Chinese)
- [41] 许金花 , 戴媛媛 , 李善民 , 等. 控制权防御是企业创新的“绊脚石”吗? [J]. *管理科学学报* , 2021 , 24(7) : 21 - 48.
Xu Jinhua , Dai Yuanyuan , Li Shanmin , et al. Will corporate defense hamper corporate innovation? [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2021 , 24(7) : 21 - 48. (in Chinese)
- [42] Biddle G C , Hilary G , Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. *Journal of Accounting & Economics* , 2009 , 48(2 - 3) : 112 - 131.
- [43] 王克敏 , 刘 静 , 李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究 [J]. *管理世界* , 2017 , (3) : 113 - 124.
Wang Kemin , Liu Jing , Li Xiaoxi. Industrial policy , government support and corporate investment efficiency [J]. *Management World* , 2017 , (3) : 113 - 124. (in Chinese)
- [44] Choi J , Menon A , Tabakovic H. Using machine learning to revisit the diversification-performance relationship [J]. *Strategic Management Journal* , 2021 , 42(9) : 1632 - 1661.
- [45] 马长峰 , 陈志娟 , 张顺明. 基于文本大数据分析的会计和金融研究综述 [J]. *管理科学学报* , 2020 , 23(9) : 19 - 30.
Ma Changfeng , Chen Zhijuan , Zhang Shunming. A survey on accounting and finance research based on textual big data-analysis [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2020 , 23(9) : 19 - 30. (in Chinese)
- [46] 李延喜 , 曾伟强 , 马 壮 , 等. 外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率 [J]. *南开管理评论* , 2015 , 18(1) : 25 - 36.
Li Yanxi , Zeng Weiqiang , Ma Zhuang , et al. External governance environment , ownership and efficiency of listed compa-

- nies' investment [J]. *Nankai Business Review*, 2015, 18(1): 25–36. (in Chinese)
- [47] 陈克兢, 康艳玲, 闵霞, 等. 高铁开通与股价同步性: 信息效应还是治理效应? [J]. *管理科学学报*, 2021, 24(12): 1–17.
- Chen Kejing, Kang Yanling, Min Xia, et al. The introduction of high-speed rail and stock price synchronization: Information-content effect or governance effect? [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2021, 24(12): 1–17. (in Chinese)
- [48] Hainmueller J. Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies [J]. *Political Analysis*, 2012, 20(1): 25–46.
- [49] Madsen J, McMullin J L. Economic consequences of risk and ability disclosures: Evidence from crowdfunding [J]. *The Accounting Review*, 2021, 95(4): 331–363.
- [50] 杨国超, 芮萌. 高新技术企业税收减免政策的激励效应与迎合效应 [J]. *经济研究*, 2020, 55(9): 174–191.
- Yang Guochao, Rui Meng. The incentive effect and catering effect of tax-reducing policy for high-tech enterprises [J]. *Economic Research Journal*, 2020, 55(9): 174–191. (in Chinese)
- [51] Chen W, Hribar P, Melessa S. Incorrect inferences when using residuals as dependent variables [J]. *Journal of Accounting Research*, 2018, 56(3): 751–796.
- [52] Ni X. Does stakeholder orientation matter for earnings management: Evidence from non-shareholder constituency statutes [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, (62): 101616.
- [53] Field L C, Karpoff J M. Takeover defenses of IPO firms [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(5): 1857–1889.
- [54] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2–3): 159–189.
- [55] Chen Y, Ng J, Yang X. Talk less, learn more: Strategic disclosure in response to managerial learning from the options market [J]. *Journal of Accounting Research*, 2021, 59(5): 1609–1649.
- [56] Mclean R D, Zhang T, Zhao M. Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth [J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 313–350.
- [57] 张训常, 刘晔, 周颖刚. “政资分开”能改善国有企业投资效率吗? [J]. *管理科学学报*, 2021, 24(4): 1–18.
- Zhang Xunchang, Liu Ye, Zhou Yinggang. Can “government-capital separation” improve investment efficiency in state-owned enterprises? [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2021, 24(4): 1–18. (in Chinese)
- [58] Bhattacharya N F, Ecker P O, Schipper K. Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity [J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(2): 449–482.
- [59] Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure [J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 81–106.
- [60] 陈克兢. 非控股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): 161–175.
- Chen Kejing. Can non-controlling large shareholders' exit threats reduce agency cost [J]. *Nankai Business Review*, 2019, 22(4): 161–175. (in Chinese)
- [61] Core J E, Holthausen R W, Larcker D F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(2): 141–152.
- [62] 王克敏, 王华杰, 李栋栋, 等. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据 [J]. *管理世界*, 2018, 34(12): 120–132.
- Wang Kemin, Wang Huajie, Li Dongdong, et al. Complexity of annual report and management self-interest: Empirical evidence from Chinese listed firms [J]. *Management World*, 2018, 34(12): 120–132. (in Chinese)
- [63] Ryngaert M, Scholten R. Have changing takeover defense rules and strategies entrenched management and damaged shareholders? The case of defeated takeover bids [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16(1): 16–37.
- [64] Shleifer A, Vishny R W. Management entrenchment: The case of manager-specific investments [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25(1): 123–139.

- [65] Subramaniam M , Youndt M A. The influence of intellectual capital on the types of innovative capabilities [J]. *Academy of Management Journal* , 2005 , 48(3) : 450 – 463.
- [66] 陈湘永, 张剑文, 张伟文. 我国上市公司“内部人控制”研究 [J]. *管理世界* , 2000 , (4) : 103 – 109.
Chen Xiangyong , Zhang Jianwen , Zhang Weiwen. Research on “insider control” of listed companies in China [J]. *Management World* , 2000 , (4) : 103 – 109. (in Chinese)
- [67] Stulz R M. The limits of financial globalization [J]. *The Journal of Finance* , 2005 , 60(4) : 1595 – 1638.
- [68] 邵 帅, 吕长江. 实际控制人直接持股可以提升公司价值吗? ——来自中国民营上市公司的证据 [J]. *管理世界* , 2015 , (5) : 134 – 146.
Shao Shuai , Lü Changjiang. Can the actual controllers’ directly holding stocks increase the company’ s value? A study from the evidence of China’ s private listed companies [J]. *Management World* , 2015 , (5) : 134 – 146. (in Chinese)

Anti-takeover provisions in the articles of association: Value creation or private-interest grabbing?

CHEN Ke-jing¹ , WAN Qing-qing¹ , YANG Guo-chao^{2*} , KANG Yan-ling¹

1. School of Accounting / China Internal Control Research Center , Dongbei University of Finance and Economics , Dalian 116025 , China;
2. School of Accounting / Institute of Income Distribution and Public Finance , Zhongnan University of Economics and Law , Wuhan 430073 , China

Abstract: This paper constructs a database of anti-takeover provisions through text analysis. The two hypotheses of value creation and private-interest grabbing are tested based on anti-takeover provisions from the perspective of corporate investment. Our results supports the hypothesis of private-interest grabbing on the whole: the enterprises having anti-takeover provisions will reduce corporate investment efficiency. Specifically , the management of firms having anti-takeover provisions tends to seek over-investment in "empire building" rather than under-investment in enjoying “quiet life”. Mechanism test shows that anti-takeover provisions will intensify corporate insider control and affect corporate investment behavior. Furthermore , the private-interest grabbing is more significant when an enterprise has stronger effect anti-takeover provisions , pre-defensive effect provisions or strengthening management position provisions. Anti-takeover provisions in family enterprises has a value creation effect , but a private-interest grabbing effect in other private enterprises , share dispersing enterprises or enterprises without actual controller. This paper reveals the path of corporate terms on economic behavior , and provides ideas for deepening the reform of the capital market and promoting the improvement of corporate governance.

Key words: anti-takeover provisions; corporate investment; value creation; private-interest grabbing; insider control