

反收购条款对上市公司风险承担的影响

邓伟,翟煜祥,张益琰

(南京财经大学 金融学院,江苏 南京 210046)

摘要:针对上市公司在公司章程中预先设定的反收购条款与该公司风险承担水平的关系,基于2008~2017年A股上市公司的面板数据,采用OLS和Tobit等实证方法,考察了累积投票制、绝对多数条款、董事提名权的时间限制和股份限制、董事会资格审查和交错董事会等6种反收购条款的数目与公司风险承担水平的关系,并用PSM-DID和工具变量法考虑了自变量的内生性问题、自变量的滞后效应和非线性影响、风险承担的度量、公司的个体效应等进行了稳健性检验。研究认为,反收购条款的数目与风险承担水平呈正相关关系,上市公司的反收购条款越多,风险承担能力就越强;当公司的股权集中度较低、CEO为创始人、CEO存在股权激励、产权性质属于民营企业及处于创新型行业时,上述反收购条款对风险承担的影响将更大。研究表明,应当鼓励创新型公司制定一些反收购条款,稳定公司的控制权,使管理层更加专注于公司的长期发展。

关键词:反收购条款;Tobit;上市公司;风险承担;股权激励;CEO

中图分类号:F830.91

文献标志码:A

文章编号:1671-6248(2020)02-0023-15

Influence of anti-takeover provisions on risk-taking of listed companies

DENG Wei, ZHAI Yuxiang, ZHANG Yixuan

(School of Finance, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210046, Jiangsu, China)

Abstract: In response to the relationship between the anti-takeover provisions preestablished in the articles of association of the listed companies and their risk-taking abilities, this paper adopts the empirical methods such as OLS and Tobit model based on the panel data of A-share listed companies from 2008 to 2017, examines the relationship between the six types of anti-takeover provisions, namely cumulative voting, supermajority provision, time and share limitation to nominate directors, qualification examination

收稿日期:2019-12-12

基金项目:江苏高校现代服务业协同创新中心专项课题(NCXTCX201725)

作者简介:邓伟(1973-),男,湖南岳阳人,教授,经济学博士。

of the board of directors and staggered board, and the companies' risk-taking abilities, and examines issues such as endogeneity of independent variables, lagged effect of independent variables, non-linear impact, measurement of risk-taking and individual effect of companies, before conducting relevant robustness tests. The research results show that there is a positive correlation between the number of anti-takeover provisions and the companies' risk-taking abilities. The more anti-takeover provisions a listed company has, the more capable it is to take risks. Furthermore, this impact is more pronounced in companies which have a more dispersive share structure, a CEO as the founder or having equity incentive, which belong to private companies in terms of the nature of property right and belong in the innovative industry. Therefore, the innovative companies should be encouraged to formulate anti-takeover provisions to stabilize their ownership structure, allowing the management to focus more on the companies' long-term development.

Key words: anti-takeover provision; Tobit; listed company; risk-taking; equity incentive; CEO

中国经济正从要素驱动向创新驱动转型,从规模扩张向结构升级转型,全面提高企业的创新能力是经济发展转型成功的关键。创新是对未知领域的探索,失败的风险很高,部分创新活动没有商业价值,甚至连任何成果都没有。因此,企业只有具备足够的风险承担能力,才愿意为创新投入大量的资源,从而实现在技术、产品、经营模式等方面的创新。在一定意义上,创新能力取决于风险承担能力,风险承担能力越强,创新能力就越强,越是那些高风险的创新,企业所需要的风险承担能力就越强。

与非上市公司相比,上市公司的股权结构更加分散,股票的流动性更强,收购者可以绕过目标公司的管理层,通过收购股票的方式来获得目标公司的控制权,故上市公司所面临的收购威胁更大。为了降低被收购的风险,上市公司通常会在公司章程中制定一些反收购条款,如绝对多数条款、交错董事会制度等。反收购条款会产生两方面的后果:一方面,反收购条款会减轻外部收购者控制市场的威胁,有助于缓减管理者的代理问题,有利于提升公司绩效^[14];另一方面,反收购条款能提高目标公司在并购中的谈判能力,减少管理者的短视行为,使得经理人更加专注于公司长期目标,不必过多担心短期的业绩压力^[5-8]。

2007年股权分置改革结束后,中国A股上市公司的股票流动性有了明显的提高,股权结构日益分

散,上市公司的并购活动日益活跃,特别是2015年以“宝万之争”为代表的敌意收购事件的出现,使公司控制权之争成为资本市场关注的焦点。公司的商业冒险行为有可能失败,使公司的业绩下滑,股价下跌,进而引发被其他公司收购的危险。但如果公司的反收购条款防御收购的能力足够强,管理者就不必太担忧这种被收购的危险,对冒险失败的容忍程度更高,风险承担能力更强。因此,反收购条款能增强上市公司的风险承担能力,有利于上市公司提高创新能力。本文将探讨反收购条款对企业风险承担的影响,并将反收购条款总结为6种:累积投票制、绝对多数条款、董事提名权的时间限制和股份限制、董事会资格审查和交错董事会条款,并计算了各家上市公司的反收购条款的数目。通过实证结果表明,上市公司的反收购条款越多,它的风险承担能力就越强,并且反收购条款的这一作用在股权集中度低、CEO为创始人的企业、民营企业及研发强度高的行业更大。

本文的研究贡献体现在如下3个方面:第一,从反收购条款的角度研究了影响企业风险承担的因素,目前国内外研究风险承担的文献虽然很多,但还没有考虑反收购条款这一角度。第二,丰富了国内有关反收购问题的研究文献,为公司章程的研究提供了新的视角。国内研究反收购问题的文献很少,有关公司章程的研究仅局限于累积投票制对公

公司治理的影响,本文则更全面地考察上述6种反收购条款如何影响企业的风险承担。第三,本文将倾向得分匹配法和双重差分法结合起来使用,考察了反收购条款的变动对风险承担的影响,克服了内生性问题,使研究结论更为严谨可靠。

一、文献回顾

本文探讨上市公司的反收购条款如何影响企业的风险承担水平,这主要涉及以下两个方面的文献:一是反收购条款的经济后果,二是企业风险承担的影响因素。

(一)反收购条款的经济后果

反收购条款对公司的经营绩效和价值存在双重影响。一类文献从管理者的“壕沟效应”角度出发,发现反收购条款会减轻外部控制权市场对管理者的威胁,加剧管理者的“壕沟效应”,降低公司绩效和价值。Gompers et al. 根据24项与股东权利相关的条款建立了反映反收购能力的G指数,发现对于G指数较大,即反收购能力较强的公司,股票的年回报率和托宾Q值都较低^[1]。Chi、Core et al.、Bebchuk et al. 运用上述G指数,进一步证实了反收购条款与公司的经营业绩或价值之间存在负向关系^[2-4]。陈玉罡等用公司章程中反收购条款的数目来代表公司的反收购能力,同样也发现反收购条款会降低公司价值^[5]。另一类文献则发现反收购条款有利于目标企业的经营业绩或价值。从并购交易中目标方的议价能力来看,反收购条款能提高目标公司在并购交易中的议价能力,从而提高目标公司的价值。Straska et al. 发现,这一效应对于那些管理者持股较少、股权集中度较低、权益价值较低的公司比较显著,而Kadyrzhanova et al. 则发现,这一效应对于那些行业集中度比较高的公司比较显著^[6-7]。另外,反收购条款的存在还可使管理层摆脱收购压力,更加专注于公司的长期目标,提高公司的长期业绩。Stein、Sanjeev et al. 都发现,反收购条款可以保护具有长期目标的公司利益,帮助其更

好地抵御短期市场压力,使这些公司不太可能为了迎合投资者进行真实盈余管理行为^[8-9]。

反收购还会影响企业的各类财务决策。在融资方面,Chen et al. 研究了股东权利对权益资本成本的影响,发现反收购条款与权益资本成本呈显著正相关,而Klock et al. 发现反收购条款降低了债务融资的成本^[10-11]。在信息披露方面,Zhao et al. 通过对美国不同地区反收购法律的比较发现,存在反收购法律地区的公司更愿意披露信息^[12]。在盈余管理方面,Sanjeev et al. 发现,收购压力可能会导致管理层过于关注短期目标,从而忽视那些能带来长期效益的项目,因而反收购条款会减少公司的盈余管理行为^[9]。最后,在研发投资方面,Shleifer et al. 提出,当收购威胁很大时,现任经理担心有敌意的收购者会在创新产生后解雇他们,因此在创造创新产品方面投入精力和人力资本的激励措施较少^[13]。

(二)企业风险承担的影响因素

影响企业风险承担的因素包括宏观、企业和个人3个层面。首先,在宏观层面,McLean et al. 发现,当宏观经济处于繁荣发展期时,企业有较高的增长速度和较高的投资水平,能承受较高的风险^[14]。而当经济衰退、市场低迷时,企业投资决策更为保守,风险承担较低。Habib et al. 认为,当投资者情绪高昂、外部市场非理性时,外部融资的成本相对降低,管理者往往为迎合这种现象而采取更多的风险决策^[15]。

其次,在企业层面,各种公司治理机制对企业的风险承担存在重要影响。李文贵等研究了企业所有权性质和市场化进程对风险承担的影响,发现国有企业易受政府干预,行为决策多基于政治因素,因而会更多地选择稳健、低风险的投资项目^[16]。Wang 发现,小规模董事会更能提高企业承担风险,进行较多的风险投资决策^[17]。李海霞等发现,CEO 权力越大,企业风险承担越高^[18]。吴建祥等发现,经理管理防御程度越强,企业的风险承担能力越低,说明职业经理人为了维护自身职位和追求个人利益最大化,会表现出更多的风险规避行为^[19]。

最后,在企业高管的个体层面,Faccio et al.、Peltomaki et al. 分别发现,在女性高管和年龄比较大的高管所管理的企业,企业的经营比较保守,风险承担水平比较低^[20-21]。另外,高管的人生经历会塑造他的性格,进而对企业的风险承担意愿产生间接影响。Cain et al. 发现拥有私人飞行执照的 CEO 具有更多的风险偏好行为,所在企业的股票回报波动率更高^[22]。Bernile et al. 则发现,个人灾难经历能够提升 CEO 应对环境风险变化的能力与信心,使其具有更强的风险偏好^[23]。Baker et al. 发现,当 CEO 过度自信时,他会倾向于选择高风险、高收益的投资项目^[24]。

(三) 文献评述

从上述文献可以看出,反收购条款对目标公司利益的影响到底是好是坏,仍然是一个有待继续研究的问题,而且国内有关这个问题的文献比较匮乏。本文研究反收购条款是否有利于企业的风险承担,这一方面可以推进国内在反收购问题上的研究,另一方面也可以从反收购条款的新角度揭示企业风险承担能力的来源。

二、理论假说

风险承担能力决定了企业长期的发展潜力。面对着激烈的市场竞争和不断变化的市场环境,企业要么通过创新实现内涵式发展,要么通过并购实现外延式扩张,创新和并购都属于高风险的投资活动,都需要企业具备足够的风险承担能力。上市公司的股票具有流动性,它的风险承担能力受到控制权稳定性的影响。一旦商业冒险失败,企业的财务绩效将会恶化,股价也会随之下跌,进而带来企业被收购的可能。因此,企业的控制权必须具有一定的稳定性,企业才能承受冒险失败的风险,才愿意投资高风险的长期项目。

反收购条款可以增强大股东或董事会在并购交易中的权利,只要没有大股东或现任董事会的同意,收购方就很难获得目标方的控制权,即使企业

因冒险失败而出现股价大跌,企业的控制权也难以发生转移。控制权的稳定不仅有利于大股东获得高风险投资项目的长期收益,也有利于管理者职位的安全,这些都可使大股东和管理者减少经营决策上的短视行为,更加专注于公司的长期利益,不断地为有利于企业长期发展的高风险项目投资^[5,8]。除此之外,反收购条款还能提高目标公司在并购交易中的议价能力,从而提高目标公司的价值,即使企业因创新失败而被其他企业所收购,股东也能获得一定的高风险项目的收益^[6-7]。基于以上理由,我们提出本文的核心假设 1。

H1: 上市公司的反收购条款能提高企业的风险承担能力。

反收购条款对企业风险承担能力的影响与企业所面临的并购威胁有关,影响并购威胁的第一个因素是股权集中度。当上市公司的股权集中度较低时,收购方获得该目标公司控制权的成本较低,后者面临比较大的收购威胁,反收购条款此时能对降低并购威胁起到较大的作用,从而使得大股东和管理者不必过多在意公司短期的经营风险,更愿意为创新而冒险,即有更高的风险承担水平。相反,当公司的股权比较集中时,大股东的投票权比较多,容易抵御外部的收购者,反收购条款对风险承担的影响就比较小。于是我们再提出本文的假设 2。

H2: 在股权集中度低的公司中,反收购条款对风险承担的促进作用更大。

影响并购威胁的第二个因素是企业的产权性质。国有企业在经营决策上没有完全市场化,能否与收购方达成的收购协议,国有企业不能完全按照管理者的意愿来决定,还要经过该企业所属的国资委或其他主管部门的批准。一般来说,出于当地经济增长和就业稳定等方面的考虑,地方政府都倾向于它所控制的国有企业被本地的其他国有企业所收购,而非外地企业所收购^[25]。因此,反收购条款对国有企业并购活动的影响较小,从而对风险承担的促进作用也比较小。于是我们再提出假设 3。

H3: 反收购条款对风险承担的促进作用在民营企业中比在国有企业中更大。

反收购条款对企业风险承担能力的影响还与企业本身的创新激励有关,影响创新激励的第一个因素是 CEO 是否为企业的创始人。反收购条款会减轻外部控制权市场的威胁,加剧管理者的代理问题,而这会削弱反收购条款对风险承担的积极影响^[14]。与其他类型的 CEO 相比,作为企业创始人的 CEO 在个人利益和情感上更加着眼于企业的长期发展,代理问题较轻,反收购条款对风险承担的促进作用对于这类企业更为明显。于是,我们提出假设 4。

H4:当 CEO 为创始人时,反收购条款对风险承担的促进作用更大。

影响创新激励的第二个因素是 CEO 是否被授予了股权激励。当 CEO 存在股权激励时,CEO 的代理问题较小,更关注企业的长期利益,在存在反收购条款保护的条件下,他更愿意投资一些高风险高收益的创新项目,增强企业的发展后劲。相反,当 CEO 没有股权激励时,反收购条款会加剧企业内部已存在的代理问题,对风险承担的正面影响较小。于是我们再提出假设 5。

H5:当 CEO 存在股权激励时,反收购条款对风险承担的促进作用更大。

影响创新激励的第三个因素是企业本身的创新潜力。对于创新潜力比较强的企业来说,创新的必要性较大,反收购条款能降低外部控制权市场的威胁,进而促进企业的风险承担水平,使企业增加高风险高收益的投资;而对于创新潜力比较弱的企业来说,企业从事创新的必要性比较小,有没有反收购条款对它的风险承担水平影响较小。于是我们再提出假设 6。

H6:反收购条款对风险承担的促进作用在创新潜力更大的企业更为明显。

三、研究设计

(一)数据和样本

考虑到 2006 年证监会修订的《上市公司章程

指引》对公司章程的影响较大,因此本文以 2008 ~ 2017 年间所有 A 股上市公司为样本。上市公司的基本数据来源于 CSMAR 数据库,剔除了 IPO 公司、金融类、ST 类以及数据缺失的公司,最后得总共 13 276 个有效的观察样本。公司章程中反收购条款的数据来源于巨潮资讯网、上交所网站、深交所网站和大智慧软件等,通过手工收集整理得到。本文采用 stata 13 软件对数据进行分析 and 模型处理。

(二)变量与模型

本文的实证模型如下

$$RT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ATP_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

式中:因变量 RT 为公司的风险承担,自变量 ATP 为公司章程中反收购条款的数目, $Controls$ 表示影响因变量的各种控制变量, Ind 和 $Year$ 分别为行业和年份的虚拟变量, i 和 t 分别表示公司个体和年份, α_0 、 α_1 、 α_2 分别为常数项、自变量 ATP 的系数及各控制变量的系数。

1. 因变量

本文采用 2 种方法度量因变量 RT 。一是根据 Boubakri et al. 的方法,用总资产报酬率 ROA 前 3 年的标准差来表示公司的风险承担。高风险的经营活动会带来盈利的波动性,故该数值越大,公司的风险承担水平越高^[26]。二是根据 Li et al. 的方法,用研发强度(研发支出/营业收入)来表示公司的风险承担^[27]。研发的产出存在一定的不确定性,故研发强度越高,公司所承担的风险就越高。以上 2 种度量风险承担的方法对应的变量符号分别为 $RT1$ 和 $RT2$ 。

2. 自变量

本文用反收购条款的个数来反映一家上市公司的反收购能力。根据证监会发布的《上市公司章程指引》,主要的反收购条款包括 6 类:累积投票制、绝对多数条款、董事提名权的时间限制和股份限制、董事会资格审查和交错董事会条款。每项条款的具体内容如下。

累积投票制:指股东大会中每一股份的股票既可以集中使用也可以分散使用。累积投票制由于原股东仍占有大部分股份,因此对公司仍具有一定的控制力,具有一定的反收购能力。

绝对多数条款:指公司的重大决策必须通过有表决权的 2/3 通过。但是该条款只是增加了收购的难度,不能降低收购方的收购意愿,反收购能力有限。

董事的提名权时间限制和股份限制:董事提名需达到持股一定时间或者一定比例的资格。这种规定可以击退在短期内想要收购目标公司的收购方,具有一定的反收购能力。

董事会资格审查:对提名的董事进行资格审查,可以缩小适合人选的范围,防止收购者轻易控制董事会,能起到一定的反收购作用。

交错董事会:董事的任期交错,每次董事会换届改选只能更换几个董事,此种“拖延效果”往往使得收购方不得不改变商业策略并为此付出高额的收购成本,起到反收购的作用。

3. 控制变量

模型(1)中的 *Controls* 表示一系列的控制变量,其中公司治理方面的变量有:股权集中度(*Top1*)、CEO 是否兼任董事长(*Duality*)、董事会规模(*BSize*),财务方面的变量有:资产负债率(*Lev*)、公司规模(*Size*)、营业收入的增长率(*Growth*)、净资产收益率(*Roe*)、公司年龄(*Age*)、账值市值比(*BM*)。除此之外,实证模型还控制了年度效应(*Year*)和行业效应(*Ind*)。表 1 是详细的变量定义表。

(三)变量的描述性统计

表 2 是主要变量的描述性统计。由于有些公司缺失反收购条款的数据,本文所用数据是非平衡面板数据,由于可得的反收购数据只有13 276条,故样本量也是13 276。所有连续变量均在 1% 和 99% 分位数进行了 Winsorize 处理。*RT1* 和 *RT2* 的平均值分别只有 2.855 和 0.029,显示出 A 股上市公司的风险承担水平不太高。*RT1* 的最小值和最大值分别为 0.104 和 20.869,标准差为 3.411;*RT2* 的最小值

和最大值分别为 0.000 和 1.694,标准差为 0.049,二者均显示出样本公司的风险承担水平的差异较大;*ATP* 的均值为 3.304,最大值和最小值分别为 6.000和 1.000,说明上市公司都具有一定的反收购能力,且差异较大。*Top1* 的平均值 35.360,说明第一大股东持股比例较大,股权集中度较高;*Duality* 的平均值 0.244,最大值和最小值分别为 1.000 和 0.000,说明上市公司董事长与总经理两职合一的情况较少。

表 1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量定义
因变量	<i>RT1</i>	盈利的波动性:未来 3 年 ROA 的标准差, ROA = 息税前利润/平均总资产
	<i>RT2</i>	研发强度:研发投入/营业收入
自变量	<i>ATP</i>	反收购条款数目:表示公司章程中反收购条款的数目,取值为上述 6 个变量之和,取值范围为 0~6
控制变量	<i>Top1</i>	第一大股东的持股比例
	<i>Duality</i>	董事长与总经理是否两职合一,若是,则取值为 1,否则为 0
	<i>BSize</i>	董事会规模,董事会总人数的对数
	<i>Lev</i>	公司杠杆率,公司负债除以总资产的比率
	<i>Size</i>	公司总资产的对数
	<i>Growth</i>	成长性,公司营业收入的增长率
	<i>Roe</i>	净资产收益率,净利润除以权益资本的期末账面价值
	<i>Age</i>	公司年龄的对数
	<i>BM</i>	账值市值比,公司账值/公司的市值

表 2 变量的描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值	样本量
<i>RT1</i>	2.855	3.411	0.104	1.711	20.869	13 276
<i>RT2</i>	0.029	0.049	0.000	0.017	1.694	13 276
<i>ATP</i>	3.304	0.703	1.000	3.000	6.000	13 276
<i>Top1</i>	35.360	15.069	8.800	33.470	75.000	13 276
<i>Duality</i>	0.244	0.430	0.000	0.000	1.000	13 276
<i>BSize</i>	8.790	1.738	5.000	9.000	15.000	13 276
<i>Lev</i>	0.438	0.216	0.047	0.433	0.952	13 276
<i>Size</i>	21.997	1.284	19.435	21.824	25.971	13 276
<i>Growth</i>	0.190	0.499	-0.569	0.099	3.430	13 276
<i>Roe</i>	7.686	10.949	-45.188	7.623	39.012	13 276
<i>Age</i>	2.802	0.311	1.946	2.833	3.466	13 276
<i>BM</i>	0.832	0.803	0.084	0.567	4.525	13276

下面再根据反收购条款数目 ATP 的取值范围, 分别计算 ATP 从 1 到 6 对应的企业的平均风险承担水平, 二者之间的关系如图 1 所示。在该图中, $RT1$ 表示盈余波动性, $100 \times RT2$ 表示研发强度的 100 倍, 由于研发强度的数值相对于盈余波动性较小, 故将研发强度的数值乘以 100。从图 1 可以看出, 随着反收购条款数目的增加, 企业风险承担也在增加。这也表明反收购条款数目的增加可使管理层摆脱收购压力, 不必过多地迎合投资者的短期收益, 而更加专注于公司的长期目标, 更具有冒险精神。

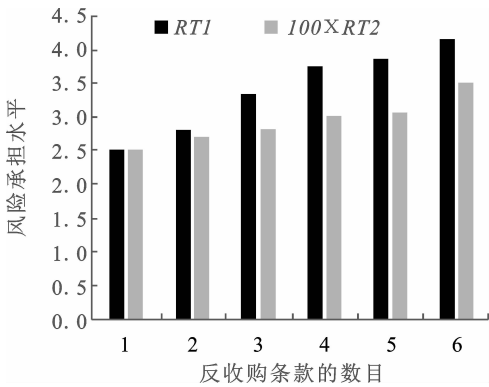


图1 反收购条款的数目与风险承担水平

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

表 3 是实证模型(1)的回归结果。其中, 列(1)和(2)的因变量是盈利波动性 ($RT1$), 采取 OLS 进行回归; 列(3)和(4)因变量是研发强度 ($RT2$), 由于很多公司没有研发投入, 因变量存在角点 0, 故采用 Tobit 模型进行回归。列(1)和(3)是解释变量只有自变量的简单回归, 列(2)和(4)则控制了包括行业和年份虚拟变量在内的所有解释变量。在列(1)中, 自变量 ATP 的系数为 0.229, 且在 1% 的水平下显著。在加入所有的控制变量后, ATP 在列(2)中的系数降至 0.167, 且仍在 1% 的水平下显著。这些结果说明反收购条款的数目对公司的风险承担有正面的影响, 假设 H1 成立。同样地, 在列(3)和(4)中, 自变量 ATP 的系数分

表 3 基本回归结果

变量	因变量: $RT1$		因变量: $RT2$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ATP	0.229 *** (4.800)	0.167 *** (2.950)	0.026 *** (11.640)	0.031 *** (10.321)
$Top1$		0.001 (0.309)		-0.000 *** (-7.262)
$Duality$		0.148 ** (2.180)		0.006 *** (4.600)
$BSize$		-0.085 *** (-4.673)		-0.000 (-0.230)
Lev		-0.529 ** (-2.160)		-0.059 *** (-12.720)
$Size$		-0.188 *** (-4.252)		0.002 * (1.711)
$Growth$		0.665 *** (6.261)		-0.001 (-0.671)
Roe		-0.0361 *** (-7.053)		-0.000 *** (-3.502)
Age		-0.174 (-1.481)		-0.019 *** (-7.552)
BM		-0.513 *** (-9.500)		-0.009 *** (-6.004)
$Constant$	3.536 *** (12.461)	9.447 *** (10.412)	-0.140 *** (-13.702)	-0.074 *** (-3.390)
$Year$	yes	yes	yes	yes
$Industry$	yes	yes	yes	yes
R^2	0.043	0.093		
N	13 276	13 276	13 276	13 276

注: 括号内为稳健标准误, *, **, *** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

别为 0.026 和 0.031, 显著性水平都达到 1%, 假设 H1 仍然成立。

控制变量的影响基本符合公司金融的理论。在公司治理方面, 第一大股东的持股比例 ($Top1$) 对研发强度 ($RT2$) 的影响显著为负。这可能是因为较高的持股比例会使第一大股东的财富风险比较集中, 导致他的风险承担意愿下降。董事长与总经理是否两职合一 ($Duality$) 在各列中均显著为正, 说明 CEO 权力更大时, 公司的风险承担水平更高。董事会规模 ($BSize$) 在列(2)中显著为负, 这可能是因为董事会规模越大, 对于公司的风险决策越难达成统一的意见, 从而降低了企业的风险承担。在公司财务方面, 公司规模 ($Size$) 对 $RT1$ 的影响显著为负, 为 $RT2$ 的影响则显著为正。这说明企业规模越大, 盈

余波动性越小,但研发强度越大。账值市值比(*BM*)、净资产收益率(*Roe*)和负债水平(*Lev*)与 *RT1* 和 *RT2* 均显著负相关,说明在账面市值比较大、净资产收益率较高和负债水平较高的情况下,企业不太愿意进行更多的风险决策。企业年龄(*Age*)对 *RT2* 的影响显著为负,说明年限长的企业缺少风险承担能力,经营行为比较保守。营业收入增长率(*Growth*)对 *RT1* 的影响显著为正,说明快速成长的企业有比较强的风险承担能力。

(二) 稳健性检验

再对上述的回归结果进行稳健性检验,以消除自变量的内生性问题和主要变量的度量所导致回归结果的扭曲。

1. 用 PSM 和 DID 法解决内生性问题

回归模型可以存在反向因果关系,公司可能为了减少外部市场的并购威胁,提高风险承担而有意增加一些反收购条款。为了克服这一内生性问题,本文先结合倾向得分匹配法(PSM)和双倍差分法(DID)分析公司的反收购条款增加后风险承担水平的变化,具体步骤如下。

第一步,删除那些反收购条款减少的公司(只有6家),只保留反收购条款的数目不变和有增加的公司;第二步,用 PSM 法把反收购条款数且有增加的公司与反收购条款数目不变的公司进行一一匹配,即对于任意一家反收购条款有增加的公司(共有330家),寻找一家其他特征都相同,但反收购条款没有变化的公司与之对应(对应的公司也有330家);第三步,将反收购条款有增加的公司作为处理组,而将反收购条款没有变化的公司作为对照组,采取双重差分法进行回归,以比较二者风险承担水平的区别。表4是相应的回归结果。

在该表中,变量 *D* 是一个虚拟变量,如公司的反收购条款有增加且时间处于反收购条款增加之后,则它取值为1,否则为0。列(1)是 logit 模型的回归结果,列(2)~(4)是经 PSM 匹配后的新样本的回归结果。在表4中,自变量 *D* 在列(2)~(4)中的系数均在5%的水平下显著为正,反收购条款的

表4 基于 PSM 和 DID 的稳健性检验

变量	因变量: <i>D</i>	因变量: <i>RT1</i>		因变量: <i>RT2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>D</i>		0.486 ** (2.281)	0.401 ** (2.010)	0.007 ** (2.060)	0.007 ** (1.990)
<i>Top1</i>	-0.001 (-0.244)		-0.001 (-0.210)		-0.000 *** (-2.712)
<i>Duality</i>	-0.002 (-0.024)		-0.035 (-0.170)		0.001 (0.210)
<i>Lev</i>	1.154 *** (3.300)		-0.676 (-0.891)		-0.058 *** (-3.870)
<i>Size</i>	0.232 *** (3.631)		-0.106 (-0.972)		0.006 *** (3.381)
<i>BSize</i>	-0.066 * (-1.862)		-0.097 ** (-2.092)		-0.000 (-0.111)
<i>Growth</i>	0.015 (0.141)		0.472 * (1.722)		0.001 (0.442)
<i>Roe</i>	-0.003 (-0.562)		-0.048 *** (-2.990)		-0.000 ** (-2.111)
<i>Age</i>	1.994 *** (9.022)		-0.359 (-0.841)		0.002 (0.223)
<i>BM</i>	-0.261 ** (-2.691)		-0.131 (-0.790)		0.005 ** (2.181)
<i>Constant</i>	-14.214 *** (-10.270)	2.768 *** (3.670)	6.898 *** (2.732)	-0.007 (-0.740)	-0.110 ** (-2.212)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes	yes
R ²		0.045	0.127		
N	13 270.000	660.000	660.000	660.000	660.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

增加导致风险承担水平的提高,假设 H1 保持稳健。

2. 用工具变量法解决内生性问题

以上 PSM 法解决内生性问题存在一定的局限性,它必须假设企业的自选择可以基于可观察的个体特征。为此,本文再进一步采用工具变量法假设企业的自选择基于不可观察的个体特征。考虑到高管的超额薪酬更容易出现反收购条款多的公司,而高管的超额薪酬不影响公司的风险承担,故本文选取采用高管的超额薪酬(*Exexp*)作为自变量 *ATP* 的工具变量来解决内生性问题。表5是2sls的回归结果。其中,列(1)为第一阶段的回归结果,列(2)和(3)为第二阶段的回归结果。

在表 5 中,内生性检验的 p 值都在 1% 的水平下显著,拒绝原模型不存在内生性问题的假设。而且,弱工具检验的 F 值为 12.116,工具变量在 15% 水平下的 F 值为 8.960,通过了弱工具变量检验,高管的超额薪酬($Exexp$)与自变量 ATP 是相关的。在列(2)和(3)中,自变量 ATP 的系数仍然都显著为正,且系数都大于表 3 中对应的列(2)和(4)的系数,进一步说明了反收购条款对风险承担具有正向影响。假设 H1 仍然成立。

表 5 2sls 的回归结果

变量	因变量: ATP	因变量: $RT1$	因变量: $RT2$
	(1)	(2)	(3)
ATP		4.812 ** (2.481)	0.152 *** (3.284)
$Exexp$	0.047 *** (3.481)		
$Top1$	-0.003 *** (-6.840)	0.018 *** (2.751)	0.000 * (1.722)
$Duality$	-0.035 ** (-2.530)	0.256 ** (2.180)	0.011 *** (3.960)
Lev	-0.021 (-0.542)	0.144 (0.551)	-0.046 *** (-7.172)
$Size$	0.026 *** (3.262)	-0.339 *** (-4.431)	-0.004 ** (-2.142)
$BSize$	0.006 (1.600)	-0.110 *** (-3.892)	-0.001 * (-1.941)
$Growth$	-0.015 (-1.213)	0.822 *** (8.852)	0.002 (0.653)
Roe	-0.001 (-1.020)	-0.037 *** (-8.970)	-0.000 (-0.941)
Age	0.141 *** (6.020)	-0.790 ** (-2.440)	-0.037 *** (-4.790)
BM	-0.022 * (-1.872)	-0.413 *** (-4.312)	0.003 (1.363)
$Constant$	2.483 *** (14.872)	-2.075 (-0.431)	-0.312 *** (-2.670)
$Year$	yes	yes	yes
$Industry$	yes	yes	yes
弱工具变量检验	$F = 12.116$		
内生性问题(P 值)		0.000	0.000
R^2	0.028		
N	13 276.000	13 276.000	13 276.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

3. 考虑自变量影响的滞后性

反收购条款改变后,可能不能立刻反映到公司当年的决策上,对风险承担的影响可能存在一定的滞后期。为此,本文再将自变量 ATP 滞后一期或两期, $L. ATP$ 表示滞后一期, $L2. ATP$ 表示滞后两期,表 6 报告了相应的回归结果。从表 6 可以看出, $L. ATP$ 和 $L2. ATP$ 在各列中均在 1% 的水平下显著为正,且相比之下, $L. ATP$ 的系数相对更大。前面的回归结果仍然保持稳健。

4. 重新度量公司的风险承担

风险承担的度量会影响回归结果。为确保回

表 6 自变量滞后一期和两期的回归结果

变量	因变量: $RT1$		因变量: $RT2$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$L. ATP$	0.212 *** (3.420)		0.027 *** (8.840)	
$L2. ATP$		0.195 *** (2.951)		0.027 *** (7.470)
$Top1$	-0.001 (-0.472)	-0.003 (-1.582)	-0.000 *** (-7.092)	-0.000 *** (-7.370)
$Duality$	0.008 (0.112)	-0.169 ** (-2.361)	0.006 *** (3.960)	0.006 *** (3.990)
Lev	0.351 (1.411)	1.510 *** (5.881)	-0.060 *** (-12.241)	-0.060 *** (-11.743)
$Size$	-0.147 *** (-3.181)	-0.168 *** (-3.361)	0.002 ** (2.071)	0.003 *** (3.423)
$BSize$	-0.079 *** (-4.121)	-0.059 *** (-2.933)	-0.000 (-0.331)	-0.000 (-0.411)
$Growth$	0.658 *** (6.044)	0.793 *** (6.861)	-0.002 (-0.671)	-0.001 (-0.361)
Roe	-0.039 *** (-7.171)	-0.030 *** (-4.932)	-0.000 *** (-4.041)	-0.000 *** (-4.792)
Age	0.197 (1.633)	0.734 *** (5.990)	-0.020 *** (-7.030)	-0.020 *** (-6.550)
BM	-0.555 *** (-9.733)	-0.571 *** (-9.821)	-0.008 *** (-5.600)	-0.008 *** (-6.031)
$Constant$	7.309 *** (7.341)	5.184 *** (4.792)	-0.060 ** (-2.551)	-0.063 *** (-2.590)
$Year$	yes	yes	yes	yes
$Industry$	yes	yes	yes	yes
R^2	0.080	0.079		
N	13 276.000	13 276.000	13 276.000	13 276.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

归结果的稳健性,我们重新度量风险承担。改变计算公司风险承担的窗口期,以前 5 年作为一个观测时段,计算企业 ROA 在 5 年内的标准差,得到新的风险承担指标 *RT3*。然后再用研发投入/总资产来刻画公司的研发投入的水平,得到新的风险承担指标 *RT4*。表 7 是对应的回归结果。从表 7 可以看出,自变量 *ATP* 在各列中均显著为正,基本的回归结果保持稳健。

5. 考虑自变量的非线性影响

反收购条款对风险承担可能存在非线性的影响:适当的反收购能力能减轻外部市场的收购威胁,使管理层更专注于公司的长远发展,但太强的

反收购能力又会增加管理层的壕沟行为,使管理层不愿意增加风险性的投资。为了排除 *ATP* 对风险承担可能存在的非线性影响,本文在解释变量增加 *ATP* 的平方项 *ATP_sq*。表 8 是相应的回归结果。从表 8 可以看出,*ATP* 在各列中都显著为正,但它的平方项 *ATP_sq* 在各列中均不显著,说明反收购条款对风险承担不存在非线性影响。前面的回归结果保持稳健。

6. 考虑公司的个体效应

不同的公司在风险承担水平上存在一定的差异,考虑到这种个体差异,本文再用固定效应模型

表 7 改变企业风险承担的度量

变量	因变量:RT3		因变量:RT4	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ATP</i>	0.252 *** (4.451)	0.188 *** (2.832)	0.019 *** (13.244)	0.025 *** (11.081)
<i>Top1</i>		0.007 *** (2.721)		-0.000 *** (-2.170)
<i>Duality</i>		0.271 *** (3.200)		0.004 *** (6.201)
<i>Lev</i>		-1.607 *** (-5.141)		-0.042 *** (-8.122)
<i>Size</i>		-0.340 *** (-5.663)		-0.002 (-1.751)
<i>BSize</i>		-0.125 *** (-5.490)		0.000 (0.359)
<i>Growth</i>		0.938 *** (7.516)		-0.003 (-0.435)
<i>Roe</i>		-0.031 *** (-5.110)		-0.001 ** (-6.399)
<i>Age</i>		-0.436 *** (-2.890)		-0.009 *** (-5.211)
<i>BM</i>		-0.597 *** (-8.992)		-0.007 ** (-7.035)
<i>Constant</i>	3.922 *** (12.762)	14.291 *** (12.291)	-0.115 *** (-15.200)	-0.053 *** (-5.740)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
R ²	0.046	0.116		
N	13 276.000	13 276.000	13 276.000	13 276.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

表 8 考虑自变量的非线性影响

变量	因变量:RT1		因变量:RT2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ATP</i>	0.256 *** (1.248)	0.217 *** (1.150)	0.011 *** (3.020)	0.009 *** (2.280)
<i>ATP_sq</i>	-0.048 (-1.582)	-0.037 (-1.500)	-0.002 (-3.240)	-0.001 (-1.962)
<i>Top1</i>		0.002 (1.109)		-0.000 *** (-7.736)
<i>Duality</i>		0.163 ** (2.445)		0.007 *** (6.920)
<i>Lev</i>		-0.526 ** (-2.180)		-0.061 *** (-19.780)
<i>Size</i>		-0.208 *** (-4.770)		0.002 *** (2.630)
<i>BSize</i>		-0.077 *** (-4.445)		0.000 (0.400)
<i>Growth</i>		0.687 *** (6.500)		-0.002 ** (-2.240)
<i>Roe</i>		-0.035 *** (-6.901)		-0.000 ** (-2.293)
<i>Age</i>		-0.213 * (-1.844)		-0.021 *** (-11.742)
<i>BM</i>		-0.488 *** (-9.223)		-0.002 ** (-2.312)
<i>Constant</i>	3.946 *** (9.611)	9.804 *** (9.884)	-0.070 *** (-8.724)	-0.023 * (-10.654)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
R ²	0.045	0.099		
N	13 276.000	13 276.000	13 276.000	13 276.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

进行回归,表 9 是相应的回归结果。可以看出,自变量 *ATP* 的系数在各列中仍显著为正,前面的基本结论仍然成立。

7. 调整数据样本

最后再考虑数据样本的问题。第一,考虑到周期性行业的盈余回报率波动性很大,再根据陈武朝的方法,剔除采掘业、制造业、金属非金属、交通运输仓储、房地产行业等周期性强的行业,得到的回归结果仍然证实了假设 H1^[28]。第二,考虑到创业板的公司属于高科技行业的比较多,研发强度高,故将这个板块的公司剔除重新做回归,得到的回归结果仍然证实了假设 H1。

表 9 固定效应的回归结果

变量	因变量:RT1		因变量:RT2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ATP</i>	0.149 *** (3.140)	0.129 ** (2.030)	0.012 ** (1.980)	0.017 ** (2.210)
<i>Top1</i>		0.011 ** (2.340)		-0.000 * (-1.930)
<i>Duality</i>		0.073 (0.780)		0.000 (0.380)
<i>Lev</i>		-0.927 *** (-3.340)		-0.032 *** (-11.290)
<i>Size</i>		-0.188 ** (-2.420)		-0.001 ** (-1.980)
<i>Bsize</i>		-0.060 ** (-1.980)		0.000 (0.620)
<i>Growth</i>		0.326 *** (5.760)		-0.003 *** (-5.160)
<i>Roe</i>		-0.017 *** (-5.541)		-0.000 *** (-4.870)
<i>Age</i>		-5.456 *** (-8.760)		-0.0323 *** (-10.300)
<i>BM</i>		-0.451 *** (-6.430)		-0.001 (-1.290)
<i>Constant</i>	2.291 *** (3.630)	20.384 *** (8.790)	-0.043 *** (-6.290)	0.101 *** (5.940)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
R ²	0.054	0.086		
N	13 276.000	13 276.000	13 276.000	13 276.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

(三)对回归结果的进一步讨论

1. 股权集中度的调节效应

先考虑影响外部并购威胁的公司股权的集中度。根据假设 2,股权集中度会影响反收购条款对风险承担的作用。下面再按照第一大股东持股比例是否大于样本的中位数 33.5%,将样本分为股权集中度小的公司和股权集中度大的公司,做分组回归,表 10 是分组回归得到的结果。表 10 中,列(1)和(3)对应股权集中度高的样本,列(2)和(4)对应股权集中度低的样本。可以看出,无论因变量是 *RT1* 还是 *RT2*,*ATP* 的系数在股权集中度低的公司比在股权集中度高的公司更大,且系数的组间差异检验都至少在 5% 的水平下显著,这说明反收购条款的影响在股权集中度低的公司都比在股权集中度高的公司更大,即假设 2 成立。

表 10 按股权集中度大小进行分组的回归结果

变量	因变量:RT1		因变量:RT2	
	股权集中度高	股权集中度低	股权集中度高	股权集中度低
<i>ATP</i>	0.206 *** (3.621)	0.461 *** (6.810)	0.002 ** (2.360)	0.054 *** (28.010)
<i>Top1</i>	0.014 *** (3.980)	0.006 (0.616)	-0.000 *** (-2.624)	0.000 * (1.679)
<i>Duality</i>	0.260 *** (3.179)	0.021 (0.190)	0.007 *** (6.263)	0.009 *** (2.879)
<i>Lev</i>	-1.651 *** (-7.137)	0.520 * (1.750)	-0.036 *** (-12.024)	-0.089 *** (-10.479)
<i>Size</i>	-0.020 (-0.437)	-0.452 *** (-6.863)	-0.001 ** (-2.010)	0.003 (1.624)
<i>BSize</i>	-0.066 *** (-2.974)	-0.129 *** (-4.263)	-0.000 (-0.437)	-0.001 (-0.763)
<i>Growth</i>	0.699 *** (9.10)	0.594 *** (5.737)	-0.002 ** (-2.179)	-0.001 (-0.431)
<i>Roe</i>	-0.026 *** (-6.674)	-0.040 *** (-8.70)	-0.000 (-0.963)	-0.001 *** (-3.390)
<i>Age</i>	-0.526 *** (-3.90)	0.254 (1.350)	-0.012 *** (-6.874)	-0.032 *** (-6.163)
<i>BM</i>	-0.395 *** (-5.80)	-0.581 *** (-5.550)	-0.003 *** (-3.150)	-0.013 *** (-4.210)
<i>Constant</i>	6.679 *** (6.824)	12.709 *** (8.963)	0.049 *** (3.779)	-0.159 *** (-3.937)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
ATP 系数的组间	-0.256 **		-0.052 ***	
差异检验	(4.250)		(109.74)	
R ²	0.109	0.104		
N	7 731.000	5 545.000	7 731.000	5 545.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

2. 企业产权性质的调节效应

根据前面的假设 3,企业的产权性质会影响反收购条款的作用。下面再将样本分为国有企业和民营企业两类进行分组回归,表 11 是相应的回归结果。从表 11 可以看出,自变量 *ATP* 的系数在民营企业样本中比在国有企业样本中更大,且这种差异通过了组间差异检验。这说明在民营企业中,反收购条款对风险承担的正面影响越大,故假设 3 成立。

3. CEO 是否为企业创始人的调节效应

再考虑影响 CEO 长期激励的一个因素——CEO 是否为企业的创始人。根据假设 4,现任 CEO 是否为企业的创始人会影响反收购条款对风险承

担的作用。下面再将样本分为两类:一类是 CEO 为企业创始人的样本,另一类是 CEO 不是企业创始人的样本,然后进行分组回归研究,表 12 是相应的结果。表 12 中,列(1)和(3)对应 CEO 非创始人的样本,列(2)和(4)对应 CEO 为创始人的样本。可以看出,无论因变量为 *RT1* 还是 *RT2*,自变量 *ATP* 的系数在列(2)和(4)中比在列(1)和(3)中更大,且其差异能通过组间差异检验。这说明反收购条款对风险承担的影响在 CEO 为创始人的样本中更大,于是假设 4 成立。

表 12 按 CEO 是否为创始人进行分组的回归结果

变量	因变量:RT1		因变量:RT2	
	CEO 不是创始人	CEO 是创始人	CEO 不是创始人	CEO 是创始人
<i>ATP</i>	0.252 *** (3.910)	0.547 *** (8.790)	0.002 *** (2.950)	0.011 *** (9.737)
<i>Top1</i>	-0.004 (-1.224)	-0.001 (-0.531)	-0.000 *** (-6.002)	-0.000 *** (-7.210)
<i>Duality</i>	0.215 (1.600)	0.204 *** (2.631)	-0.003 (-1.601)	0.006 *** (4.124)
<i>Lev</i>	2.326 *** (8.324)	-3.654 *** (-13.874)	-0.026 *** (-8.231)	-0.066 *** (-14.324)
<i>Size</i>	-0.383 *** (-6.679)	0.164 *** (2.963)	0.003 *** (4.963)	0.001 (1.363)
<i>BSize</i>	-0.036 (-1.350)	-0.129 *** (-4.974)	-0.000 (-0.979)	0.000 (0.00)
<i>Growth</i>	0.802 *** (9.737)	0.039 (0.350)	-0.002 ** (-1.990)	-0.003 * (-1.763)
<i>Roe</i>	-0.022 *** (-5.390)	-0.051 *** (-10.474)	-0.000 (-0.137)	-0.001 *** (-5.950)
<i>Age</i>	0.719 *** (3.363)	-0.939 *** (-6.890)	-0.029 *** (-11.579)	-0.009 *** (-3.937)
<i>BM</i>	-0.693 *** (-8.937)	-0.331 *** (-3.237)	-0.004 *** (-4.50)	-0.010 *** (-5.179)
<i>Constant</i>	9.195 *** (7.374)	5.320 *** (4.590)	-0.023 (-1.563)	-0.002 (-0.090)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
ATP 组间	-0.197 *		-0.026 ***	
差异检验	(2.990)		(46.237)	
R ²	0.114	0.106		
N	4 909.000	8 367.000	4 909.000	8 367.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

变量	因变量:RT1		因变量:RT2	
	CEO 不是创始人	CEO 是创始人	CEO 不是创始人	CEO 是创始人
<i>ATP</i>	0.252 *** (3.910)	0.547 *** (8.790)	0.002 *** (2.950)	0.011 *** (9.737)
<i>Top1</i>	-0.004 (-1.224)	-0.001 (-0.531)	-0.000 *** (-6.002)	-0.000 *** (-7.210)
<i>Duality</i>	0.215 (1.600)	0.204 *** (2.631)	-0.003 (-1.601)	0.006 *** (4.124)
<i>Lev</i>	2.326 *** (8.324)	-3.654 *** (-13.874)	-0.026 *** (-8.231)	-0.066 *** (-14.324)
<i>Size</i>	-0.383 *** (-6.679)	0.164 *** (2.963)	0.003 *** (4.963)	0.001 (1.363)
<i>BSize</i>	-0.036 (-1.350)	-0.129 *** (-4.974)	-0.000 (-0.979)	0.000 (0.00)
<i>Growth</i>	0.802 *** (9.737)	0.039 (0.350)	-0.002 ** (-1.990)	-0.003 * (-1.763)
<i>Roe</i>	-0.022 *** (-5.390)	-0.051 *** (-10.474)	-0.000 (-0.137)	-0.001 *** (-5.950)
<i>Age</i>	0.719 *** (3.363)	-0.939 *** (-6.890)	-0.029 *** (-11.579)	-0.009 *** (-3.937)
<i>BM</i>	-0.693 *** (-8.937)	-0.331 *** (-3.237)	-0.004 *** (-4.50)	-0.010 *** (-5.179)
<i>Constant</i>	9.195 *** (7.374)	5.320 *** (4.590)	-0.023 (-1.563)	-0.002 (-0.090)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
ATP 组间	-0.295 **		-0.009 ***	
差异检验	(4.190)		(18.263)	
R ²	0.109	0.157		
N	6 489.000	6 787.000	6 489.000	6 787.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

4. CEO 股权激励的调节效应

影响 CEO 长期激励的另一个因素是他的股权激励。根据前面的假设 5,存在股权激励的 CEO 具有更强的激励,更关心公司的长期利益,因而反收购条款对风险承担的促进作用更强。表 13 是对应的回归结果。从表 13 可以看出,自变量 *ATP* 的系数在 CEO 存在股权激励的样本要比没有股权激励的样本中更大,且这种差异通过了组间差异检验。这说明在前一类公司中,反收购条款对风险承担的促进影响越大,故假设 5 成立。

表 13 按 CEO 是否被授予股权激励进行分组的回归结果

变量	因变量:RT1		因变量:RT2	
	CEO 没有股权激励	CEO 有股权激励	CEO 没有股权激励	CEO 有股权激励
<i>ATP</i>	0.202 *** (4.131)	0.430 *** (2.750)	0.002 *** (2.890)	0.006 *** (3.163)
<i>Top1</i>	0.000 (0.051)	0.017 ** (2.331)	-0.000 *** (-7.651)	-0.000 (-1.524)
<i>Duality</i>	0.178 ** (2.431)	-0.350 * (-1.863)	0.007 *** (6.837)	-0.000 (-0.037)
<i>Lev</i>	-0.777 *** (-3.837)	0.418 (0.610)	-0.063 *** (-20.990)	-0.068 *** (-5.279)
<i>Size</i>	-0.236 *** (-5.474)	-0.071 (-0.537)	0.002 *** (3.737)	0.004 (1.437)
<i>BSize</i>	-0.069 *** (-3.374)	-0.094 (-1.474)	0.000 (0.110)	0.001 (0.437)
<i>Growth</i>	0.672 *** (9.710)	0.423 * (1.851)	-0.002 (-1.431)	-0.014 *** (-3.074)
<i>Roe</i>	-0.028 *** (-8.163)	-0.013 (-0.990)	-0.000 *** (-4.824)	-0.001 *** (-4.010)
<i>Age</i>	-0.180 (-1.437)	-0.846 ** (-2.524)	-0.021 *** (-11.279)	-0.008 (-1.301)
<i>BM</i>	-0.404 *** (-6.274)	-0.343 (-1.074)	-0.003 *** (-2.674)	-0.023 *** (-3.251)
<i>Constant</i>	10.282 *** (11.051)	5.271 * (1.790)	0.019 (1.390)	-0.020 (-0.351)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
ATP 组间	-0.228 **		-0.004 **	
差异检验	(4.851)		(4.090)	
R ²	0.094	0.100		
N	12 317	959	12 317	959

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

5. 行业创新属性的调节效应

最后,再根据假设 6 讨论按行业的创新属性。根据样本中各行业研发强度 R&D 的中位数 0.03 将样本分为两组,一类属于研发强度较低的非创新型行业(R&D<0.03),另一类属于研发强度较高的创新型行业(R&D≥0.03),表 14 是分类回归得到的结果。从表 14 可以看出,自变量 *ATP* 的系数在创新型行业的样本中比在非创新型行业的样本中更大,且这种差异通过了组间差异检验。这说明在创新型行业中,反收购条款对风险承担的正面影响越大,故假设 6 成立。

表 14 按研发强度不同分类回归结果

变量	因变量:RT1		因变量:RT2	
	研发强度低的行业	研发强度高的行业	研发强度高的行业	研发强度高的行业
<i>ATP</i>	0.214 *** (4.401)	0.463 *** (5.363)	0.028 *** (21.501)	0.041 *** (21.463)
<i>Top1</i>	-0.002 (-0.863)	0.014 *** (3.651)	-0.001 *** (-9.374)	-0.000 *** (-8.290)
<i>Duality</i>	0.242 *** (3.063)	-0.094 (-0.801)	0.012 *** (5.137)	0.013 *** (4.874)
<i>Lev</i>	-0.313 (-1.563)	-0.665 ** (-2.063)	-0.092 *** (-16.531)	-0.094 *** (-12.92)
<i>Size</i>	-0.356 *** (-9.101)	-0.412 *** (-6.251)	0.006 *** (5.801)	0.005 *** (3.479)
<i>BSize</i>	-0.013 (-0.651)	-0.059 * (-1.831)	-0.002 *** (-3.963)	-0.002 ** (-2.531)
<i>Growth</i>	0.580 *** (8.151)	0.944 *** (8.001)	-0.001 (-0.310)	0.000 (0.031)
<i>Roe</i>	-0.023 *** (-6.734)	-0.036 *** (-6.790)	-0.001 *** (-7.337)	-0.000 * (-1.663)
<i>Age</i>	-0.667 ** (-5.637)	-0.670 *** (-3.637)	-0.016 *** (-4.831)	-0.006 (-1.490)
<i>BM</i>	-0.255 *** (-4.479)	-0.364 *** (-3.637)	-0.021 *** (-12.451)	-0.009 *** (-4.02)
<i>Constant</i>	12.290 *** (15.101)	13.177 *** (10.079)	-0.070 *** (-3.131)	-0.116 *** (-3.951)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Industry</i>	yes	yes	yes	yes
ATP 组间	-0.249 *		-0.013 **	
差异检验	(3.131)		(4.320)	
R ²	0.067	0.062		
N	8 433.000	4 843.000	8 433.000	4 843.000

注:括号内为稳健标准误,*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 统计显著性。

五、结语

反收购条款是上市公司在公司章程中设定的一种反收购措施。本文总结了 A 股上市公司章程的 6 种反收购条款,并考察了上市公司的反收购条款数目与它风险承担水平的关系。实证结果表明,反收购条款数目与风险承担水平呈正相关关系,即上市公司的反收购条款越多,它的风险承担能力就越强。在考虑了自变量的内生性问题、滞后效应、非线性影响及重新度量风险承担、公司层面的个体效应等问题之后,这一结论仍保持稳健。进一步的研究还表明,上述反收购条款对风险承担的促进作用在股权集中度低、CEO 为创始人的企业、CEO 存在股权激励的公司、民营企业及研发强度高的创新型行业更为明显。

中国的 A 股市场正进入股权分散的阶段,上市公司的股权结构呈越来越分散的趋势。尽管活跃的控制权市场有助于对上市公司的管理层进行外部监督,但如果控制权没有适当的保护,大股东和管理层的短视行为将成为一个比较严重的问题,会导致公司风险承担水平的降低。因此,在法律允许的范围内,应当允许上市公司制定一些反收购条款,稳定公司的控制权。特别是对于科技类公司和创始人控制的公司,创新活动和公司创始人的控制对公司的长期发展特别重要,这类公司更有必要制定一些反收购条款。

本文的研究存在一定的局限,仅研究了写入公司章程中显性的反收购条款,没有考虑一些隐性的反收购措施,如管理层的权利、实际控制人的产权特征等等;对风险承担的度量只采用了盈利的波动性和研发强度,这两种方法仍不够完善。本文所涉及样本区间仅至 2017 年,随着中国股票市场的进一步发展,反收购条款对风险承担的影响可能会有所变化。

参考文献:

[1] Gompers P, Ishii J, Metrick A. Corporate governance and

equity prices [J]. Journal of Finance, 2003, 118 (4): 107-156.

[2] Chi D. Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights [J]. Financial Management, 2005 (34): 65-76.

[3] Core J E, Guay W R, Rusticus T O. Does weak governance cause weak stock returns? an examination of firm operating performance and investors' expectations [J]. Journal of Finance, 2006 (61): 655-687.

[4] Bebchuk L A, Cohen A, Ferrell A. What matters in corporate governance? [J]. Review of Financial Studies, 2009 (22): 783-827.

[5] 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.

[6] Straska M, Waller H G. Antitakeover provisions and shareholder wealth: a survey of the literature [J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2014, 49 (4): 933-956.

[7] Kadyrzhanova D, Rhodes-Kropf M. Concentrating on governance [J]. Journal of Finance, 2011 (66): 1649-1685.

[8] Stein J C. Takeover threats and managerial myopia [J]. Journal of Political Economy, 1988, 96 (1): 61-80.

[9] Sanjeev B, Sengupta P, Zhang S. Takeover defenses: entrenchment and efficiency [J]. Journal of Accounting and Economics, 2017 (63): 142-160.

[10] Chen K C W, Chen Z, Wei K C J. Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2011, 46 (1): 171-207.

[11] Klock M S, Mansi S A, Maxwell W F. Does corporate governance matter to bondholders? [J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2005, 40 (4): 693-719.

[12] Zhao Y, Allen A. State antitakeover laws and voluntary disclosure [J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2013, 48 (2): 637-668.

[13] Shleifer A, Summers L H. Breach of trust in hostile takeovers [J]. Social Science Electronic Publishing, 1987, 11 (1): 100-120.

[14] Mclean R D, Zhao M. The business cycle, investor sentiment, and costly external finance [J]. Journal of Finance, 2014, 69 (3): 1377-1409.

[15] Habib A, Hasan M M. Firm life cycle, corporate risk-tak-

- ing and investor sentiment[J]. Accounting & Finance, 2015,57(1): 18-37.
- [16] 李文贵,余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济,2012(12): 115-127.
- [17] Wang C J. Board size and firm risk-taking[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting,2012,38(4): 519-542.
- [18] 李海霞,王振山. CEO 权力与公司风险承担——基于投资者保护的调节效应研究[J]. 经济管理,2015(8): 76-87.
- [19] 吴建祥,李秉祥. 经理管理防御与企业风险承担——股权激励的调节作用[J]. 经济经纬,2017(5): 104-108.
- [20] Faccio M, Marchica M T, Mura R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation[J]. Journal of Corporate Finance,2016(39): 193-209.
- [21] Peltomaki J, Swidler S, Vähämaa S. Age, gender, and risk-taking: evidence from the S&P 1 500 executives and firm riskiness[J]. Social Science Electronic Publishing,2015, 18(3): 121-139.
- [22] Cain M D, McKeon S B, Solomon S D. Do takeover laws matter? Evidence from five decades of hostile takeovers[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 124(3): 464-485.
- [23] Bernile G, Bhagwat V, Rau P R. What doesn't kill you will only make you more risk-loving: early-life disasters and CEO behavior[J]. Journal of Finance,2015(72): 14-35.
- [24] Baker M P, Wurgler J. Behavioral corporate finance: an updated survey[J]. Social Science Electronic Publishing,2011(2): 357-424.
- [25] 方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 管理世界,2008(9):118-148.
- [26] Boubakri N J, Cosset J, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization[J]. Journal of Finance and Economics, 2013,108(3): 641-658.
- [27] Li K, Griffin D, Heng Y, et al. How does culture influence corporate risk-taking[J]. Journal of Corporate Finance,2013,23(4):1-22.
- [28] 陈武朝. 经济周期、行业周期性与盈余管理程度——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013(8):26-35.