

公司章程反收购条款设置的股东财富效应

——基于异质性条款的实证检验

袁春生¹ 牛世魁¹ 李鑫²

(1.山西财经大学会计学院, 山西 太原 030006; 2.上海财经大学商学院, 上海 200433)

摘要: 本文依据上市公司各种反收购条款的内涵和现实效果, 将反收购条款划分为管理层防御条款和股东保护条款, 并以A股上市公司2016—2021年数据为样本, 研究了两类反收购条款设置对股东财富的影响。研究发现, 股东保护条款设置公告产生了正向市场反应, 管理层防御条款设置公告则产生了负向市场反应。情景研究发现, 交易所监管问询会加剧管理层防御条款设置的负向市场反应并增强股东保护条款设置的正向市场反应; 分析师关注强化了管理层防御条款设置的负向市场反应; 公司较高的信息披露质量促进了股东保护条款的正向市场反应。进一步研究发现, 投资者对高科技公司设置管理层防御条款持积极态度, 显示出资本市场对高科技公司管理层控制权维护的治理需求具有包容性。

关键词: 公司章程反收购条款; 管理层防御条款; 股东保护条款; 股东财富

Abstract: This article considers the connotation and practical effects of various anti-takeover provisions of listed companies, which can be divided into management defense provisions and shareholder protection provisions. Using A-share listed companies from 2016 to 2021 as the sample, this paper studies the impact of the two types of anti-takeover provisions on shareholder wealth. The research shows that the announcements of shareholder protection provisions produce positive market reactions, while the announcements of management defense provisions produce negative market reactions. According to the scenario study, exchange regulatory inquiries will intensify the negative market reactions of the management defense provisions and enhance the positive market reactions of the shareholder protection provisions; analysts' attention can enhance the negative market reactions caused by management defense provisions; for companies, higher quality of information disclosure can promote the positive market reactions of shareholder protection provisions. Further research finds that investors have a positive attitude towards the establishment of management defense provisions by high-tech companies, which shows that the capital market accounts for the need of governing the management control maintenance of high-tech companies.

Key words: anti-takeover provisions in articles of association, management defense provisions, shareholder protection provisions, shareholder wealth

作者简介: 袁春生, 女, 管理学博士, 山西财经大学会计学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司财务与公司治理。牛世魁(通讯作者), 山西财经大学会计学院博士生, 研究方向: 公司财务与公司治理。李鑫, 女, 上海财经大学商学院博士生, 研究方向: 企业战略与创新管理。

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A

一、引言

自“宝万之争”、南玻A创业团队集体被迫离职等事件以来, 众多上市公司在公司章程中设置了反收购条款以防范敌意收购。来自巨潮资讯网的数据显示,

2016—2021年中国A股市场有超过1900家公司增设或修改公司章程中的反收购条款。分析发现, 近年来上市公司章程中的反收购条款设置纷繁复杂, 一些条款从具体内容看是为保护股东免于失去控制权, 与中国《上市公司收购管理办法》保护目标公司股东利益的初衷相一

致；但另外一些条款则明显反映出公司管理层防御特征。在日益强化对中小股东利益保护的背景下，一些上市公司的反收购条款不仅吸引了监管方的关注，也引发了法院诉讼。

从有关反收购条款设置经济后果的研究文献看，反收购条款“看似”保护现有股东利益的背后，究竟保护了谁的利益，目前还存在较大争议。一种观点认为，反收购条款可以提高并购溢价(Stulz, 1988)^[21]，保护资本市场中被无知或短视投资者低估价值的公司(Chemmanur and Jiao, 2012)^[7]，提升公司长期价值(徐明亮和张蕊, 2021)^[40]。因此，反收购条款保护了股东权益(李善民等, 2016)^[33]，修改章程中的反收购条款是“好消息”(罗进辉等, 2018)^[35]。另一种观点认为，反收购条款使控制权市场约束失效，保护了管理层利益(DeAngelo and Rice, 1983；陈玉罡和石芳, 2014)^{[12][26]}，使管理层更容易通过资本支出、公司收购等活动进行“帝国建造”，从而损害股东价值。白建军(2013)^[23]发现，遭到恶意收购而采取“毒丸计划”的公司股票价格却下降了，市场认为公司反收购公告并非为了保护股东利益，而是出于维护控制权的个人利益，从侧面证明管理层能够通过运用反收购措施进行管理防御。因此，反收购的强度越高意味着管理层“堑壕效应”越严重，公司治理质量也越差(Gompers et al., 2003；Bebchuk et al., 2009)^{[13][4]}。

现有关于反收购条款设置经济后果的研究出现相左结论的原因在于，研究中将各种反收购条款同质对待，忽略了不同反收购条款的异质性。因此，有必要对公司章程反收购条款进行分类，在此基础上研究不同性质反收购条款产生的经济后果。基于此，本文在分析各种反收购条款内涵和实际效果的基础上，首先，将反收购条款区分为管理层防御和股东保护两类条款，检验上市公司反收购条款设置(包括增设和修改两种情况)公告事件的市场反应，研究两类条款设置对股东财富产生的不同影响。其次，从交易所监管问询、外部分析师关注以及内部信息质量等方面探讨了不同情境下公司章程反收购条款设置的股东财富效应。最后，进一步讨论了敌意收购威胁更甚、具有特殊治理需求的高科技公司设置反收购条款的股东财富效应。

本文的创新点和贡献如下：第一，创新性地按照反收购条款的内涵和实际效果将目前常见的条款区分为管理层防御条款和股东保护条款。这一分类研究，一方面有助于认识上市公司反收购策略实施中存在的管理层和股东之间的利益冲突，是对公司治理中管理者固守职位代理问题研究的深化；另一方面有助于克服现有研究中将各类反收购条款同质对待的缺陷，对于理解不同结论和多种相互竞争假说之间的差异提供了分析思路。

第二，分别研究不同性质反收购条款设置的市场反应，细化了资本市场投资者对上市公司不同类型反收购条款设置是“好消息”还是“坏消息”的态度和看法，克服了已有相关文献(罗进辉等, 2018)^[35]将反收购条款同质对待、仅关注上市公司增设反收购条款对股东财富的综合影响这一局限。此外，还探究了交易所问询对公司反收购条款设置的监管以及分析师关注、公司信息质量特征等治理因素对市场反应的影响，为上市公司矫正章程不规范条款和优化治理结构、监管机构制定监管措施以及促进中小投资者保护提供了新的经验证据。

第三，充分考虑了高科技公司管理层控制权防御对于促进创新的治理需求，探究了资本市场对于高科技公司特殊的控制权配置和治理需求是否具有包容性，为促进保护高科技公司发展以及“量体裁衣、宽严并济”的针对性监管带来一定启示。

二、理论分析与研究假设

(一)公司章程反收购条款类别的再划分

为了应对潜在的敌意收购，许多公司都会在公司章程中设置反收购条款。不同类型的反收购条款产生的作用及经济后果差别迥异。Coates(2000)^[9]和Sokolyk(2011)^[19]根据对收购结果的作用强度，把反收购条款分为强作用条款和弱作用条款。Al Dah et al.(2017)^[3]根据相关条款是否会给管理层带来现金收益，将其分为货币利益条款和非货币利益条款，并发现货币利益条款是机会主义管理者谋取私利的手段。国内法学研究者从立法和监管角度对反收购条款进行了分类研究。例如，从价值判断角度出发，曹清清(2016)^[24]将最常见的反收购条款分为“以维护董事会控制权为核心”和“以增加收购难度及成本为核心”两种。陈霖(2017)^[25]依照规制的对象，将反收

购条款划分为限制股东权利并增加股东义务、扩大董事会权力以及设置股东大会、董事会议事规则三类。

从相关文献可以看出,已有研究尚缺乏对反收购条款保护何方利益的区分,不利于解释各种反收购条款经济后果的差异。考虑到公司治理中股东与管理层存在的利益冲突,本文从各种反收购条款的内涵和现实效果出发,将上市公司章程中的反收购条款划分为管理层防御条款和股东保护条款两大类。其中,公司管理层的界定有广义和狭义之分。广义的管理层包括公司高管、董事以及监事(张本照等,2005;孔东民等,2017)^{[44][32]}。本文采用广义的管理层概念,考虑到反收购条款涉及的主体,本文所指的管理层主要包括公司的高管和董事。

1. 管理层防御条款

管理层防御条款是指通过增加管理层权力、提高管理层更替难度或增加收购方成本,有利于维护管理层利益和控制权的反收购条款。具体有以下几种:

一是扩大董事会权力、增加管理层更替难度的条款。(1)董事资格限制。控制董事会通常是并购方实施并购的战略焦点,董事资格限制通过制定严苛的考核标准、缩小适合人选的范围以阻挠新董事入主董事会,这有助于巩固现有管理层的地位。(2)分层董事会。分层董事会规定每年更替的董事不能超过一定比例,将董事分成几组,每组可设不同任期,每年只有任期届满的董事会成员才可以改选。这样新股东即使掌握股权,也无法立即获得控制权,这不仅有利于抵制敌意收购(Sokolyk, 2011)^[19],也保护了管理层的利益(陈玉罡和石芳,2014;陈玉罡等,2018)^{[26][27]}。(3)董事提名权限制。董事提名权限制旨在从董事提名权方面阻碍并购方重组董事会进而控制公司的进程,以巩固现有管理层的地位。董事提名权的门槛越高,能够行使该项权利的股东越少,中小股东对抗董事会的机会越小(傅穹,2017)^[29],投资者权利保护程度也越低(郑志刚等,2011)^[45]。

二是对管理层进行补偿或增加收购成本的条款。

(1)“金降落伞计划”。“金降落伞计划”在雇用合同中规定当公司控制权发生变动时,对被迫离职的管理人员进行丰厚的补偿。这一规定弥补了高管人员被迫离职时因人力资本专用性带来的损失,增加收购方的收购成本,但同时增加了公司代理成本,被认为是对公司管理

层的一种保护(邵军等,2013)^[38]。(2)董事高管责任保险。该条款作为“将军的头盔”,在管理层进行反收购行为等履职过程中面临可能承担赔偿责任时发挥了重要的保护作用(胡国柳等,2020)^[31],容易成为管理者谋取私利的兜底保护机制(Lin et al., 2013)^[17],加剧代理冲突(袁蓉丽等,2018)^[43]。(3)“白衣骑士”。“白衣骑士”指公司遭受恶意收购时,管理层寻找一家“友好”公司以更高价格造成竞价并购局面。“白衣骑士”与公司的协同关系往往建立于管理层的个人利益和私人交情,而并非基于公司广大原有股东的利益诉求,这增强了管理者的机会主义动机,使之挂“白衣骑士”之名,行谋取私利之实。(4)“毒丸计划”。“毒丸计划”是公司在触发恶意收购时大量低价增发新股,目的是稀释收购方的股权并增加收购成本,但其同时也稀释了公司原有股东的股权。已有研究表明,“毒丸计划”是管理者进行职位防御的最好方式(Bebchuk et al., 2009)^[4],它迎合了经理人的需求,但牺牲了股东利益(Afonso, 2011)^[2],降低了股东财富(Malatesta and Walkling, 1988)^[18]。

以上条款通过增加管理者的经济补偿、分散管理层反收购行为风险,加大管理层的更换难度来实现对控制权的保持,旨在保护管理层利益,较为明显地体现出管理堠壕动机,因此本文将归纳为管理层防御条款。

2. 股东保护条款

股东权益保护主要体现在表决权、投票权和提案权的发挥,所以股东倾向于利用以下条款维护自身权利:

一是限制目标公司股份转让的条款。(1)股份转让限制。股份转让限制指必须满足特定条件(比如持股超过180天)方可进行股份转让。(2)举牌限制。举牌限制是指股东股份变动到一定幅度,如增持或减持比例达到5%必须公告。此举一方面是为保护中小投资者利益,防止机构大户操纵股价;另一方面也提醒目标公司股东是否具有被并购的威胁。(3)增资程序。增资程序是指上市公司在股票和债券的增发、配售和发行方面设定特定程序和条件。较严格的增资程序一方面有助于防止收购方进入后疯狂增资稀释股权,起到一定反收购效果;另一方面可以明确资金的使用规范,降低代理成本(郑志刚等,2011)^[45],提高投资者的信任度。

二是增加现有股东权力保护、限制新股东权力的条

款。(1)累积投票制。累积投票制可以改善小股东在董事选举中的不利地位(Bhagat and Brickley, 1984)^[5],进而阻碍新股东选举代表自身利益的董事,降低内部人对中小股东的利益侵占程度(吴磊磊等,2011;陈玉罡和石芳,2014)^{[39][26]}。(2)绝对多数条款。设置绝对多数条款的初衷也是为了保护中小股东利益(李善民等,2016)^[33],指公司发生核心资产转让或控制权变更等重大事项时,需股东大会做出特别决议,即需要绝对比例(一般为2/3)的表决权支持,这样就使收购方必须与目标公司的少数派股东进行谈判,增加收购方获得目标公司控制权的难度,也为目标公司股东获取更高的出价提供了可能。(3)召开股东大会限制。召开股东大会限制是指必须满足特定条件(如持股比例超过5%并连续持有180天以上)方可召开股东大会。(4)提案权限制。提案权限制是指股东符合提案限制条件(必须持股180天以上,且持有表决权5%以上)方可享有董事、监事候选人名单提案权。

以上反收购条款主要通过表决权、投票权和提案权等权利的规定限制新股东权力,或通过限制股份流通等手段保护现有股东权益,较为明显地体现出股东权益保护动机,因此本文归纳为股东保护条款。

(二)反收购条款设置与股东财富效应

1.管理层防御条款设置与股东财富效应

管理层防御条款设置公告发布后,股东财富效应的产生与投资者情绪变化关系密切。首先,投资者将管理层防御条款设置理解和管理层自利的表现。外部监督假说指出,当管理层经营效率低下时,控制权市场能够通过并购方式惩戒管理层,降低管理层与股东之间的代理成本。而自利的管理层为维护自身职位稳定、追求自身利益最大化,有动机、有能力在公司反收购中设计对自己有利的方案(许金花等,2018)^[41]。管理层防御条款将使投资者认为控制权市场对管理层的惩戒作用得到弱化,加剧管理层短视和卸责行为(Stein, 1988; Grossman and Hart, 1988)^{[20][14]},损害股东价值(DeAngelo and Rice, 1983)^[12]。其次,管理层防御条款被投资者看作是阻碍公司发展的。一些收购行为的目的在于共享设备,实现协同效应(Bradley et al., 1983)^[6],管理层防御条款则不利于公司战略变革(Wang, 2018)^[22]。并且,管理层防御条款破坏了管理层及股东间的信义结构,破坏了公

司民主(曹清清,2016)^[24]。管理层防御条款被理解为将阻碍目标公司管理效率改善,股价低估的信息也不易被市场挖掘,不利于公司长远发展。最后,管理层防御条款还被视为增加了自身与目标公司的信息不对称。反收购条款会减少公司自愿性信息披露,为了掩盖损害股东利益的行为,管理层会有意隐瞒或修饰一些重要的内部信息,降低信息披露质量(邓伟等,2020)^[28]。在信息环境较差情况下,投资者将怀疑管理层利用防御条款攫取私利的动机更强。基于信号传递理论,由于投资者不能清晰地了解到公司的战略决策和经营状况,市场投资者的逆向选择行为可能导致股票价格被低估,从而导致负向的市场反应。基于此,本文提出假设:

H1: 公司章程中管理层防御条款的设置会降低股东的短期财富。

2.股东保护条款设置与股东财富效应

我国《上市公司收购管理办法》倾向于保护目标公司股东的利益。当股东保护条款设置公告发布后,市场投资者可能进行以下判断。一方面,由于市场投资者与公司存在信息不对称,投资者并不能十分清楚了解公司的经营信息,占据信息主动的股东设置股东保护条款抵御收购,能够向市场反映致力于长期稳定经营的信号。另一方面,中小投资者是我国现阶段资本市场的主要参与群体,但抗风险能力和自我保护能力较弱,合法权益容易受到侵害,一些股东保护条款除了能够防御敌意收购,还有利于增强中小投资者保护。吴磊磊等(2011)^[39]和李善民等(2016)^[33]认为,绝对多数条款和累积投票制的设置能够保护中小股东的表决权,从而降低内部人掏空的行为。Klapper and Love(2004)^[15]发现当国家层面的投资者保护不强时,累积投票制可以从公司层面起到一定的替代作用,有效提升公司绩效。此外,股东保护条款设置能够提高目标公司股东可以得到的溢价(Stulz, 1988)^[21],并保持公司经营的稳定性(Cremers and Sepe, 2016)^[10],促进长期价值项目投资(Cremers et al., 2017)^[11]。因此,对投资者而言,股东保护条款设置公告总体上是一个“好消息”,有助于保护股东权利和提升股东财富。基于此,本文提出假设:

H2: 公司章程中股东保护条款的设置会提升股东的短期财富。

(三)不同情境因素对反收购条款设置的股东财富效应的影响

1.监管问询与反收购条款设置的股东财富效应

法律法规是公司运行的根本制度,也是监管部门参与公司治理的合法性来源(李维安等,2017)^[34],而我国敌意收购与反收购实践中的一个突出问题就是公司内部治理法律制度的需求远大于现有的法律制度供给。在当前我国反收购条款立法环境不足、制度供给相对缺失的情况下,许多公司的反收购行为已违背《公司法》的基本精神,体现出“过度防御”的倾向,损害投资者利益。目前,虽然无法在正式制度层面寻求治理不规范条款的方法,监管层可借助交易所问询的方式做出行政指导性质的管制。一些上市公司的章程反收购条款已受到证券监管部门的问询和约谈,例如深交所下发关注函,要求慈文传媒说明赋予董事会直接认定“恶意收购”并采取反收购措施的规定是否违反董监高的忠实义务,是否涉嫌不合理地维护现任董事及高管的控制权、管理者地位,是否损害上市公司和投资者利益等问题;要求ST兆新、皖通科技的独立董事分别对公司增加“金色降落伞”、董事提名资格等条款发表意见。交易所针对某些反收购条款的关注问询,客观上起到了公开监管立场等作用。受到关注问询的上市公司的反收购条款在是否存在限制投资者权利、关于“恶意收购”的界定是否违反公平原则、是否涉及内部人谋求私利等方面更容易被投资者怀疑。基于此,本文提出假设:

H3:交易所监管问询会加剧管理层防御条款设置的负向市场反应,增强股东保护条款设置的正向市场反应。

2.分析师关注与反收购条款设置的股东财富效应

分析师作为信息中介,是投资者了解企业的重要渠道。与分析师关注较少的公司相比,分析师关注较多的公司会被更全面、多角度地揭示和解读(潘越等,2011)^[36]。就设置公司章程反收购条款而言,分析师拥有更专业的法律和财务知识,能够对修改公司章程条款的合理性、是否限制股东权利做出说明,对反收购条款设置是否有保护管理层不当利益之嫌进行甄别,进而向市场传递目标公司是否进行“过度防御”的相关信息。由于受到较多关注的公司被发现存在不当反收购行为和问询纠正的可能性较大,这些公司设置管理层防御条款产生的负向

市场反应可能更加明显。此外,值得注意的是,由于资本市场存在“好事不出门,坏事行千里”的倾向(杨玉龙等,2018)^[42],股东保护条款设置的市场反应可能受分析师关注的影响较小。基于此,本文提出假设:

H4:分析师关注会加剧管理层防御条款设置的负向市场反应,对股东保护条款设置市场反应的影响则可能不明显。

3.公司信息质量与反收购条款设置的股东财富效应

反收购条款设置会减少公司自愿性信息披露(邓伟等,2020)^[28],增加公司与投资者的信息不对称,投资者的逆向选择行为进一步导致股票价格下降。上市公司信息质量影响投资者保护水平,进而作用于市场投资者对公司行为的反应。已有研究发现,信息透明度较高的公司越有能力完善公司治理,增强投资者保护(La Porta et al., 2000)^[16],抑制管理层的机会主义行为(Chen et al., 2006)^[8]。公司信息质量较差时,管理者的代理行为处于不透明状态,再加上反收购条款的管理层防御效应,在此情况下管理者攫取私利的动机更强。当公司的信息质量较好时,能够使利益相关者更好地监督公司管理层的不当行为,同时也使投资者更有效地了解本公司设置反收购条款的原因,降低外部投资者与公司内部决策的信息不对称程度,缓解公司内外部之间的代理问题,促使反收购条款设置产生积极的市场反应。基于此,本文提出假设:

H5:较高的信息质量会减弱管理层防御条款的负向市场反应,增强股东保护条款的正向市场反应。

三、研究设计

(一)数据来源

自2015年7月“宝万之争”后,我国资本市场掀起公司章程反收购条款设置的浪潮。本文搜集2016年1月1日至2021年12月31日修改公司章程的公告,逐条阅读、筛选判断是否属于反收购条款,由此得到2728个反收购条款设置事件的初始样本。在数据处理的过程中,根据本文的研究目的,为了增强样本间的可比性和尽可能多地保留样本数据信息,在事件研究法过程中,剔除了金融业和ST公司、反收购条款设置公告前后三天有其他公告披露的公司以及事件窗口与估计窗口内观察值不足的

样本，得到1856个反收购条款设置事件的观测值进行研究。在此基础上，收集沪深A股上市公司2015—2020年的财务数据和治理数据，并剔除了数据缺失的样本，得到1442家公司1597个观测值进行回归分析。公司财务和公司治理数据取自CSMAR数据库。本文对所有连续型变量进行了上下1%的缩尾处理，以减小异常值对回归结果的影响。

(二)研究模型

1.事件研究法

为验证假设H1和H2，本文选用事件研究法进行研究。借鉴罗进辉等(2018)^[35]的研究，采用市场调整模型，事件日为上市公司披露设置公司章程反收购条款的公告日，估计窗口为[-60,-30]，事件窗口为[-1,1]、[-1,3]以及[-5,5]，市场收益率的计算依据为沪深300指数。因为某次公司章程修改中可能同时涉及管理层防御条款和股东保护条款设置，本文对反收购条款设置事件进行了界定和分类：在某次反收购条款设置公告中，若管理层防御条款占设置条款总数半数及以上，则将该事件定性为管理层防御主导型条款设置事件，对应的累积超额收益率用CarM表示；否则，将该事件定性为股东保护主导型条款设置事件，对应的累积超额收益率用CarS表示。

事件研究法的具体步骤如下：首先，利用最小二乘法通过模型(1)估计参数 α 和 β ，其中， $R_{i,t}$ 和 $R_{m,t}$ 分别为个股收益率和市场收益率， $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

$$R_{i,t}=\alpha_i+\beta_iR_{m,t}+\varepsilon_{i,t}$$
 (1)

其次，将式(1)估计出的 α 和 β 代入式(2)计算个股在事件窗口内的预期收益率 $E[R_{i,t}]$ 。然后，运用式(3)计算个股实际收益率和预期收益率之间的偏离程度，得到个股超额收益率 $Ar_{i,t}$ 。

$$E[R_{i,t}]=\hat{\alpha}_i+\hat{\beta}_iR_{m,t}$$
 (2)

$$Ar_{i,t}=R_{i,t}-E[R_{i,t}]$$
 (3)

最后，通过式(4)和式(5)分别计算平均超额收益率Aar(即在事件期的时点 t ， n 只个股的超额收益率的平均值)和累积超额收益率Car(即事件期 $[t_1,t_2]$ 内平均超额收益率的累积值)。

$$Aar_t=\frac{1}{n}\sum_{i=1}^nAr_{i,t}$$
 (4)

$$Car(t_1,t_2)=\sum_{t=t_1}^{t_2}Aar_t$$
 (5)

2.多元回归模型

为验证假设H3、H4以及H5，本文选取事件窗口期[-5,5]的累积超额收益率作为被解释变量，并在稳健性检验中选取事件窗口期[-1,3]的累积超额收益率作为被解释变量，建立了如下模型(6)。其中， Sit_vars 代表情境因素相关变量，包括监管问询(CI)、分析师关注度(Ana)和信息质量(Abs_Da)， $Ctrls$ 表示影响投资者短期市场反应的相关控制变量， ε 为随机扰动项。具体变量定义如表1所示。回归过程中，为了缓解异方差和自相关问题，采用公司和时间层面的双重聚类以获得稳健标准误。

$$CarM_{i,t}/CarS_{i,t}=\beta_0+\beta_1Sit_vars_{i,t-1}+\sum Ctrls+\varepsilon_{i,t}$$
 (6)

四、实证结果与分析

(一)事件研究法结果：反收购条款设置的股东财富效应

本文首先对两种类型反收购条款设置事件窗口期间各天平均超额收益率Aar是否显著不等于0进行了t检验，结果如表2所示。在设置反收购条款公告发布前，管理层防御条款设置事件和股东保护条款设置事件的Aar均未通过显著性检验，说明设置管理层防御条款的公司和设置股东保护条款的公司公告发布前的市场表现无显著差异，公告事件提前泄露的可能性较小。在设置反收购条款公告发布的当天和后五天，管理层防御条款设置事件的

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量说明
被解释变量	Car	累积超额收益率	采用市场调整模型计算得到CarM和CarS
解释变量	CI	监管问询	公司收到相关问询函取1，否则取0
	Ana	分析师关注度	分析师人数加1的自然对数
	Abs_Da	信息质量	修正的Jones模型计算得到的应计盈余管理程度
控制变量	Mshare	管理层持股	管理者持股数/公司总股数
	Inst	机构投资者持股	机构投资者持股数/公司总股数
	Bdsize	董事会规模	公司董事会的总人数
	Indbd	董事会独立性	董事会中独立董事人数占总人数的比率
	Dual	两职合一	董事长与总经理同一人取1，否则取0
	Cost1	第一类代理成本	经营费用率
	Cost2	第二类代理成本	其他应收款占比
	Size	公司规模	企业总资产的对数
	Lev	杠杆水平	负债总额/资产总额
	Roa	总资产收益率	净利润/总资产平均余额
	Mtb	市值账面比	资产总计/市值
	To	股票换手率	流通股年内日均换手率
	Year	年度	虚拟变量
	Indus	行业	虚拟变量

表 2 事件窗口期平均超额收益率

时间	管理层防御条款设置公告			股东保护条款设置公告		
	Aar(%)	t 值	p 值	Aar(%)	t 值	p 值
-5	0.005	0.061	0.951	0.020	0.227	0.821
-4	0.007	0.059	0.953	0.140	1.077	0.282
-3	-0.236	-1.616	0.106	0.116	0.706	0.480
-2	-0.265	-1.487	0.137	0.264	1.337	0.181
-1	-0.254	-1.285	0.199	0.363	1.560	0.119
0	-0.473	-2.118	0.034	0.514	2.087	0.037
1	-0.653	-2.557	0.011	0.659	2.456	0.014
2	-0.809	-2.889	0.004	0.570	1.970	0.049
3	-0.980	-3.228	0.001	0.617	2.038	0.042
4	-0.896	-2.800	0.005	0.693	2.143	0.032
5	-0.935	-2.787	0.005	0.746	2.174	0.030

表 3 事件窗口期累积超额收益率

panel A 管理层防御条款设置的市场反应								
CarM	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	z 检验	Car<0	Car>0
[-1,1]	1040	-0.004	-0.005	-0.270	0.295	-3.447***	580	460
[-1,3]	1040	-0.007	-0.007	-0.339	0.655	-4.016***	582	458
[-5,5]	1040	-0.009	-0.009	-0.540	0.779	-3.366***	567	473
panel B 股东保护条款设置的市场反应								
CarS	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	z 检验	Car<0	Car>0
[-1,1]	816	0.004	0.003	-0.135	0.330	2.885***	384	432
[-1,3]	816	0.004	0.001	-0.124	0.443	1.723*	404	412
[-5,5]	816	0.007	0.002	-0.244	0.512	1.753*	400	416

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。下表同。

Aar在统计上显著小于0，初步说明管理层防御条款设置公告向市场传递了负面信息；股东保护条款设置事件在其公告日及公告日后五天的Aar显著大于0，初步说明股东保护条款设置事件公告向市场传递了正面信息。

表3为各事件窗口期的累积超额收益率(Car)的统计结果。本文首先对Car进行了正态分布检验，发现Car不满足正态分布，因此采用非参数Wilcoxon符号秩检验的方法检验了两种类型的反收购条款设置事件的Car的中位数是否显著不为0。可以看出，管理层防御条款设置事件各窗口期的CarM的中位数均在1%水平下显著为负，且负的CarM明显多于正的CarM，说明市场关于管理层防御条款设置的短期市场反应大多为负向。股东保护条款设置事件的各窗口期正的CarS超过了半数，且中位数至少在10%水平下显著为正，表明对于公司章程中设置股东保护条款，市场总体呈现正向反应。

综合表2和表3的检验结果，假设H1和假设H2得到验证，说明不同性质的反收购条款设置对公司股东财富的

表 4 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
CI	1597	0.230	0.421	0	1	0
Ana	1597	1.346	1.263	0	3.892	1.099
Abs_Da	1597	0.059	0.060	0.001	0.317	0.040
Mshare	1597	0.150	0.199	0	0.675	0.029
Size	1597	22.40	1.288	20.00	26.19	22.24
Roa	1597	0.040	0.066	-0.332	0.200	0.039
Lev	1597	0.426	0.194	0.061	0.904	0.417
Dual	1597	0.313	0.464	0	1	0
Bdsize	1597	8.445	1.604	5	15	9
Indbd	1597	0.376	0.051	0.333	0.571	0.364
To	1597	2.455	2.620	0.188	16.19	1.541
Mtb	1597	0.695	0.245	0.141	1.199	0.701
Cost1	1597	0.072	0.055	0.006	0.379	0.059
Cost2	1597	0.016	0.025	0	0.154	0.007
Inst	1597	0.166	0.218	0	0.855	0.071

影响是不同的，对市场而言并非都是“好消息”。股东保护条款能够保护投资者权益，其设置公告产生了正向的市场反应，有助于提升股东财富；管理层防御条款设置公告则产生了负向的市场反应，反映出投资者对上市公司管理层防御行为的负面情绪，不利于股东财富增长。

(二)多元回归分析结果：不同情境下反收购条款设置的股东财富效应

1.描述性统计

其他主要变量的描述性统计结果如表4所示。CI的均值为0.230，说明样本中大约有23%的公司收到了交易所问询函，说明设置反收购条款受到交易所关注的概率比较大。Ana的最小值为0，最大值为3.892，标准差为1.263，说明不同公司的分析师关注度存在较大差别。Abs_Da的均值为0.059，最小值为0.001，最大值为0.317，说明样本上市公司间的信息质量差别较大，这为验证截面层次反收购条款设置的市场反应是否存在异质性提供了数据基础。另外，控制变量的特征与已有文献相比基本一致，不再一一赘述。

2.监管问询与反收购条款设置的股东财富效应

表5第(1)(2)列报告了交易所监管问询与公司章程反收购条款设置市场反应的回归结果。可以看出，第(1)列中CI的系数为-0.014，第(2)列中CI的系数为0.021，且均在5%水平下显著。这表明交易所监管问询起到了影响市场预期作用，显著加剧了管理层防御条款设置的负向市

场反应，同时显著增强了股东保护条款设置的正向市场反应。

3. 分析师关注与反收购条款设置的股东财富效应

表5第(3)(4)列报告了分析师关注与公司章程反收购条款设置市场反应的回归结果。可以看出，第(3)列*Ana*的系数为-0.007，且在5%水平下显著，第(4)列*Ana*的系数不显著。这说明较多的分析师关注能够有效识别当前背景下反收购条款设置中的“管理层过度防御”行为，从而向市场传递更多的负面消息，加剧反收购条款设置的负向市场反应，不利于股东财富增加。并且，由于资本市场中不同类型信息的扩散模式存在差异，分析师关注主要对管理层防御条款设置的负向市场反应产生了影响，但对股东保护条款设置市场反应的影响则不明显。

表5 多元回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CarM</i>	<i>CarS</i>	<i>CarM</i>	<i>CarS</i>	<i>CarM</i>	<i>CarS</i>
<i>CI</i>	-0.014** (-2.178)	0.021** (2.251)				
<i>Ana</i>			-0.007** (-2.005)	-0.003 (-0.861)		
<i>Abs_Da</i>					-0.007 (-0.226)	-0.099** (-1.968)
<i>Mshare</i>	-0.006 (-0.279)	-0.001 (-0.085)	0.003 (0.183)	-0.003 (-0.165)	-0.004 (-0.229)	-0.007 (-0.367)
<i>Size</i>	-0.001 (-0.245)	0.002 (1.530)	0.004 (0.961)	0.004** (2.270)	-0.001 (-0.324)	0.002* (1.658)
<i>Roa</i>	-0.078 (-0.532)	0.090*** (2.807)	-0.037 (-0.253)	0.086** (1.967)	-0.063 (-0.458)	0.054 (1.644)
<i>Lev</i>	-0.046*** (-3.465)	-0.026*** (-3.695)	-0.014** (-2.151)	-0.022 (-0.947)	-0.042** (-1.736)	-0.029** (-2.467)
<i>Dual</i>	-0.005* (-1.743)	-0.009 (-1.069)	-0.004 (-1.610)	-0.007 (-1.028)	(-0.997)	-0.007 (-1.141)
<i>Bdsize</i>	0.003 (0.803)	-0.001* (-1.920)	0.003 (0.866)	-0.002 (-1.083)	0.003 (0.864)	-0.004** (-1.992)
<i>Indbd</i>	0.055 (0.715)	-0.070 (-0.894)	0.051 (0.613)	-0.070 (-0.923)	0.058 (0.728)	-0.071 (-0.922)
<i>To</i>	-0.002*** (-3.738)	-0.001*** (-7.443)	-0.003** (-2.227)	-0.003*** (-6.029)	-0.001 (-0.308)	-0.001 (-0.904)
<i>Mtb</i>	-0.030*** (-3.107)	0.016 (1.164)	-0.046*** (-5.329)	0.007 (0.473)	-0.029*** (-3.318)	0.008 (0.600)
<i>Cost1</i>	-0.110** (-2.258)	0.034 (0.384)	-0.042 (-0.342)	0.045 (0.518)	-0.120** (-2.189)	0.029 (0.375)
<i>Cost2</i>	-0.033 (-0.236)	-0.038 (-0.261)	-0.130** (-2.310)	0.001 (0.006)	-0.172* (-1.692)	0.025 (0.143)
<i>Inst</i>	-0.013 (-0.899)	-0.022 (-1.351)	-0.007 (-0.549)	-0.026 (-1.453)	-0.010 (-0.659)	-0.029* (-1.710)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Indus</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.039 (-0.695)	0.111 (1.012)	-0.128** (-2.546)	0.082 (0.867)	-0.034 (-0.568)	0.254** (2.577)
样本量	916	681	916	681	916	681
调整 R^2	0.067	0.073	0.067	0.064	0.064	0.067

注：括号内为经公司和年度层面双重聚类调整后的t值。下表同。

4. 信息质量与反收购条款设置的股东财富效应

表5第(5)(6)列报告了信息质量与公司章程反收购条款设置市场反应的回归结果。可以看出，虽然第(5)列中盈余信息质量(*Abs_Da*)的系数不显著，但第(6)列中*Abs_Da*的系数在5%水平下显著为负。这说明提高信息披露质量至少能够促进投资者对股东保护条款设置必要性的理解，从而强化股东保护条款设置带来的正向市场反应，提升股东财富。

(三) 稳健性检验

1. 内生性检验

投资者积极或消极的市场反应可能不仅仅是由于两种类型反收购条款设置而产生的，也可能是受到公司本身某些特征的影响。为缓解这一内生性问题，借鉴罗进辉等(2018)^[35]的方法，利用倾向得分匹配方法(PSM)匹配处理组(设置反收购条款的公司)和控制组(有潜在并购威胁但未设置反收购条款的公司)，分别分析管理层防御条款设置和股东保护条款设置的处理组和控制组的*Car*是否有显著差异。具体步骤为：首先，采用Logit模型计算各公司设置反收购条款的倾向得分值，选取公司规模(*Size*)、产权性质(*Soe*)、机构持股(*Inst*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、两职合一(*Dual*)、市值账面比(*Mtb*)以及年度和行业虚拟变量作为协变量进行对一无放回匹配。然后，分别对不同类型反收购条款的处理组和控制组[-5,5]窗口期的*Car*的中位数是否存在显著差异进行非参数检验，结果如表6所示。可以看出，两种类型条款设置的处理组和控制组都存在显著差异，说明这种市场反应是由反收购条款设置而引起的。

2. 更换估计窗口

为了减少股票价格系统性波动和估计窗口选择造成的偏差，选择估计窗口[-110,-11]进行分析，结果如表7所示。可以看出，管理层防御条款设置公告发布当天至后三天的*Aar*显著为负；股东保护条款设置在公告发布当天至后五天的*Aar*均显著为正。这说明管理层防御条款设置公告会给市场带来负向反应，而股东保护条款设置公告会给市场带来正向反应，与估计期为[-60,-30]的结果

表6 倾向得分匹配下反收购条款设置市场反应差异

	控制组		处理组		z 检验
	均值	中位数	均值	中位数	z 值
<i>CarM</i> [-5,5]	0.006	0.003	-0.010	-0.007	1.802*
<i>CarS</i> [-5,5]	0.019	0.016	0.024	0.024	-2.601***

表 7 更改估计窗口后平均超额收益率

时间	管理层防御条款设置公告			股东保护条款设置公告		
	Aar(%)	t 值	p 值	Aar(%)	t 值	p 值
-5	0.002	0.320	0.749	0.001	-0.002	0.999
-4	0.089	0.819	0.413	0.139	1.112	0.266
-3	-0.096	-0.696	0.486	0.112	0.716	0.474
-2	-0.143	-0.857	0.391	0.227	1.231	0.218
-1	-0.080	-0.443	0.657	0.324	1.494	0.135
0	-0.262	-1.691	0.091	0.453	1.967	0.049
1	-0.406	-1.767	0.077	0.622	2.492	0.013
2	-0.478	-1.924	0.054	0.529	1.961	0.050
3	-0.556	-2.084	0.037	0.594	2.097	0.036
4	-0.413	-1.469	0.142	0.667	2.210	0.027
5	-0.414	-1.430	0.153	0.721	2.268	0.023

表 8 更改估计窗口后累积超额收益率

panel A 管理层防御条款设置市场反应								
CarM	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	z 检验	Car<0	Car>0
[-1,1]	1024	-0.003	-0.005	-0.276	0.286	-2.893***	575	449
[-1,3]	1024	-0.004	-0.007	-0.345	0.643	-3.482***	577	447
[-5,5]	1024	-0.004	-0.010	-0.354	0.751	-2.766***	559	465
panel B 股东保护条款设置市场反应								
CarS	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	z 检验	Car<0	Car>0
[-1,1]	812	0.004	0.001	-0.143	0.341	2.553**	397	415
[-1,3]	812	0.003	0.001	-0.164	0.431	1.721*	398	414
[-5,5]	812	0.007	0.001	-0.222	0.525	1.297	402	410

基本保持一致。

表8为更改估计窗口后各事件期的Car的统计结果。可以看出，管理层防御条款设置事件各窗口的CarM均在统计上显著为负，且负的CarM明显多于正的CarM。股东保护条款设置事件各窗口期的中位数都为正，基本都通过了显著性检验，且正的CarS都超过了半数。这表明，对于公司章程中设置管理层防御条款，短期内市场总体呈现负向反应；对于设置股东保护条款，短期内市场总体呈现正向反应。这与主检验中的结果保持一致。

综合表7和表8的结果，更换估计期后的检验结果和主检验的结果保持一致。此外，本文将估计窗口变为[-110,-11]后计算所得的Car2作为被解释变量替换估计窗口为[-60,-30]计算的Car，回归结果如表9所示，与主回归中的结果基本一致。

3.更换事件窗口

本文更换了事件窗口期[-5,5]，将事件窗口期[-1,3]的Car3代入回归模型中，结果如表10所示。可以看出，结果与主回归结果一致，进一步证明本文的结论是稳健的。

表 9 更改估计窗口后各情境变量与反收购条款设置的市场反应

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CarM2	CarS2	CarM2	CarS2	CarM2	CarS2
CI	-0.011* (-1.733)	0.017** (2.566)				
Ana			-0.004* (-1.703)	-0.001 (-0.312)		
Abs_Da					-0.046 (-0.515)	-0.116* (-1.804)
Mshare	0.008 (0.406)	0.003 (0.151)	0.014 (0.932)	-0.000 (-0.018)	0.009 (0.534)	-0.002 (-0.079)
Size	-0.002 (-0.606)	0.004* (1.838)	0.001 (0.360)	0.005*** (4.405)	-0.002 (-0.664)	0.004** (1.972)
Roa	-0.053** (-1.986)	0.071** (2.098)	-0.016 (-0.100)	0.061 (1.485)	-0.046 (-0.304)	0.033 (1.372)
Lev	-0.028*** (-4.734)	-0.044* (-1.807)	-0.006 (-0.340)	-0.041* (-1.701)	-0.024*** (-4.600)	-0.043* (-1.737)
Dual	-0.003 (-1.047)	-0.007 (-1.116)	-0.003 (-0.967)	-0.006 (-1.102)	-0.003 (-1.088)	-0.006 (-1.283)
Bdsize	-0.000 (-0.113)	-0.004*** (-3.195)	-0.000 (-0.015)	-0.004*** (-3.049)	-0.000 (-0.064)	-0.004*** (-2.936)
Indbd	0.022 (0.525)	-0.091 (-1.566)	0.019 (0.420)	-0.092 (-1.589)	-0.031** (-2.412)	-0.092 (-1.607)
To	-0.001*** (-5.542)	-0.002 (-0.964)	-0.002*** (-6.514)	-0.002 (-1.101)	-0.001*** (-4.653)	-0.002 (-0.867)
Mtb	-0.010 (-1.099)	0.021 (0.982)	-0.020** (-2.199)	0.016 (0.742)	-0.011 (-1.215)	0.013 (0.660)
Cost1	0.006 (0.063)	0.015 (0.188)	-0.215*** (-2.629)	0.020 (0.250)	-0.005 (-0.050)	0.005 (0.083)
Cost2	0.043*** (2.653)	0.164 (0.957)	0.002 (0.023)	0.201 (1.086)	0.025 (0.259)	0.232 (1.159)
Inst	-0.005 (-0.503)	-0.061** (-2.450)	-0.001 (-0.088)	-0.065** (-2.550)	-0.003 (-0.297)	-0.066*** (-2.762)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Indus	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.013 (0.353)	0.048 (0.412)	-0.043 (-1.509)	0.050 (0.477)	0.026 (0.686)	0.074 (0.603)
样本量	896	674	896	674	896	674
调整 R ²	0.070	0.064	0.070	0.057	0.069	0.063

五、进一步研究：投资者对高科技公司
设置管理层防御条款具有积极反应吗？

上文的理论分析和实证结果表明，在公司章程中设置管理层防御条款总体会产生负向的市场反应，表现出投资者对上市公司管理层防御行为存在负面情绪。然而，在以互联网技术为标志的第四次工业革命兴起的背景下，一些高科技企业的管理层防御行为却得到资本市场的包容和认可。例如，同样作为防范敌意收购、维护创始人地位的事前制度安排，双重股权结构一度被认为不利于投资者保护，如今却成为各国鼓励高科技企业快速发展的普遍政策工具(郑志刚，2020)^[46]，我国科创板和创业板也相继放开双重股权结构公司的上市限制。同样，通过设置反收购条款维护管理层地位，也成为当前鼓励高科技公司创

表 10 更改事件窗口后各情境变量与反收购条款设置的市场反应

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CarM3	CarS3	CarM3	CarS3	CarM3	CarS3
CI	-0.009** (-2.284)	0.012** (1.986)				
Ana			-0.003** (-1.980)	0.001 (0.119)		
Abs_Da					-0.036 (-1.034)	-0.062*** (-9.607)
Mshare	-0.019 (-1.626)	0.021*** (3.133)	-0.015 (-1.282)	0.019** (2.365)	-0.019* (-1.686)	0.019** (2.177)
Size	0.004 (1.298)	0.004 (1.151)	0.006 (1.644)	0.004 (1.012)	0.003 (1.274)	0.005 (1.154)
Roa	-0.077*** (-2.597)	0.064** (2.038)	-0.040 (-0.548)	0.058* (1.727)	-0.061 (-0.891)	0.046 (1.258)
Lev	-0.041** (-2.156)	-0.017 (-0.810)	-0.039** (-2.093)	-0.015 (-0.733)	-0.040** (-2.108)	-0.017 (-0.836)
Dual	-0.002 (-1.093)	-0.007* (-1.751)	-0.001 (-0.875)	-0.006* (-1.816)	-0.002 (-0.999)	-0.007** (-2.034)
Bdsize	0.002 (1.345)	-0.001** (-2.138)	0.003 (1.455)	-0.001* (-1.905)	0.003 (1.413)	-0.001** (-1.981)
Indbd	0.064 (1.197)	-0.051 (-1.295)	0.063 (1.150)	-0.051 (-1.345)	0.066 (1.240)	-0.051 (-1.363)
To	-0.001*** (-5.156)	-0.002 (-1.622)	0.000 (0.154)	-0.002 (-1.605)	0.000 (0.241)	-0.002 (-1.328)
Mtb	-0.019*** (-2.693)	0.010 (0.743)	-0.026*** (-5.157)	0.009 (0.659)	-0.020*** (-2.641)	0.006 (0.462)
Cost1	0.005 (0.059)	0.044 (1.219)	-0.001 (-0.010)	0.047 (1.266)	-0.002 (-0.028)	0.035*** (2.885)
Cost2	0.102* (1.852)	-0.037 (-0.772)	0.048*** (3.289)	-0.022 (-0.447)	0.088 (1.359)	-0.009 (-0.213)
Inst	-0.003 (-0.398)	-0.004 (-0.280)	0.000 (0.020)	-0.006 (-0.446)	-0.001 (-0.187)	-0.006 (-0.474)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Indus	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.119*** (-3.449)	-0.023 (-0.441)	-0.158*** (-3.712)	-0.016 (-0.361)	-0.111*** (-3.632)	-0.016 (-0.296)
样本量	916	681	916	681	916	681
调整 R ²	0.053	0.072	0.052	0.069	0.051	0.072

业团队人力资本投入的一项重要的公司章程自治安排。

具体来说,由于创新投入的滞后性和高风险性,创新投入无法短期内转换为产出,这将导致高科技公司的价值明显被低估,更容易沦为敌意收购的目标,打击投资人的信心。在公司章程中设置管理层防御条款对于高科技公司将具有更大的价值。原因在于,与传统企业相比,高科技公司始终处于高度不确定的经营环境之中,对技术人才尤其是创始人的依赖程度相对更高,创始团队独到的管理理念或先进的前沿技术可能是其高成长性的动力源泉,外部投资者则可能缺乏相应的理解能力。公司一旦发生控制权转移,带给公司的很可能是经营策略的调整和发展战略的重新定位(Adams and Mansi, 2009)^[1],管理上的不连续将影响公司绩效和股东财富(龚玉池, 2001)^[30]。公司章程反收购条款设置可以维护公司控制权

(傅穹, 2017)^[29],不仅有助于管理层避免过度受到资本市场短期利益行为的干扰,做出长期战略性决策,也有助于传递出对未来业务模式及盈利前景等方面的坚定信心。因此,为获得优质成长型企业的投资机会,投资者会将高科技公司设置管理层防御条款理解为保护公司独立性、维持经营策略和管理活动的必要手段。投资者往往也更看重高科技公司未来巨大的成长空间与盈利能力,因此可能对高科技公司设置反收购条款持积极态度。这也正是长园集团、格力电器等公司的管理层在实施反收购策略中得到资本市场投资者认同的主要原因。

基于以上分析,本文进一步研究了高科技公司设置管理层防御条款对股东财富的影响。参考彭红星和毛新述(2017)^[37]的研究,对照《上市公司行业分类指引(2012年修订)》,筛选得到489个高科技上市公司设置管理层防御条款事件的样本,占设置管理层防御条款事件总样本的47%;样本涉及三个门类(制造业,信息传输、软件和信息技术服务业,科学研究和技术服务业)和19个大类(C25、C26、C27、C28、C29、C31、C32、C34、C35、C36、C37、C38、C39、C40、C41、I63、I64、I65和M73)。这说明在公司章程中增设或修改管理层防御条款的公司中有相当比例的高科技公司,单独研究这种特殊类型的企业设置管理层防御条款的影响具有重要意义。

本文采用主检验中的事件研究法,首先检验了高科技公司设置管理层防御条款事件窗口期各天平均超额收益率Aar是否显著不等于0,结果如表11所示。在公告日之后的第一天至五天的Aar均在统计上显著大于0,说明高科技公司的管理层防御条款设置公告向市场传递了正

表 11 高科技公司设置管理层防御条款事件窗口期的平均超额收益率

时间	Aar(%)	t 值	p 值
-5	0.150	1.283	0.120
-4	0.207	1.280	0.201
-3	-0.124	-0.622	0.534
-2	-0.077	-0.338	0.735
-1	0.109	0.417	0.677
0	0.437	1.510	0.131
1	0.642	2.003	0.045
2	0.722	2.084	0.037
3	0.822	2.150	0.032
4	0.925	2.243	0.025
5	0.908	2.153	0.031

面信息。之后,检验了高科技型公司设置管理层防御条款事件的 $CarM$ 的中位数是否显著不为0,结果如表12所示。可以看出,管理层防御条款设置事件的各窗口 $CarM$ 均显著为正,且正的 $CarM$ 明显多于负的 $CarM$,说明市场投资者对于高科技型企业的管理层防御条款设置的短期市场反应大多为正向。综上,检验结果说明,资本市场对高科技公司设置管理层防御条款持积极态度,表现为正向市场反应,显示出资本市场对高科技公司特殊的控制权配置和治理需求具有包容性。

六、结论与启示

随着中国资本市场开放程度提高和控制权市场进一步激活,在公司章程中设置反收购条款已成为上市公司防御敌意收购的有力“武器”;但纷繁复杂的反收购条款到底保护了谁的利益,是否可以提升股东财富,依然是理论界和实务界共同争议的话题。区别于以往研究将反收购条款同质对待而研究其影响,本文将反收购条款划分为管理层防御条款和股东保护条款,并手工收集沪深A股上市公司2016—2021年反收购条款设置数据,针对不同类型反收购条款设置对股东财富的影响进行了理论分析与实证检验。在此基础上,分析了交易所监管问询、分析师关注、公司信息质量等情境因素如何影响这一关系。研究表明:(1)公司章程反收购条款设置公告并非都有利于提升股东财富,这是因为不同类型的条款倾向保护不同主体的利益。股东保护条款设置有助于保护投资者权益,这类条款设置公告产生了正向的市场反应,有利于提升股东财富;管理层防御条款设置公告则会引起投资者“用脚投票”的负面情绪,这类条款设置总体产生了负向的市场反应,降低了股东财富。(2)在监管部门日益强化对中小股东利益保护的背景下,交易所关注问询能对市场预期产生作用,加剧管理层防御条款设置的负向市场反应并增强股东保护条款的正向市场反应;分析师关注通过识别并传递“管理层过度防御”的负面消息,加剧管理层防御条款设置的负向市场反应;

表 12 高科技公司反收购条款设置事件窗口期累积超额收益率

$CarM$	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	z 检验	$Car<0$	$Car>0$
$[-1,1]$	489	0.007	0.001	-0.099	0.277	2.077**	244	245
$[-1,3]$	489	0.009	0.001	-0.0147	0.655	2.665***	237	252
$[-5,5]$	489	0.009	0.003	-0.192	0.779	1.972**	236	253

公司较高的信息质量则能缓解公司股东与投资者的信息不对称,促进股东保护条款的正向市场反应。(3)进一步研究发现,投资者对高科技公司设置管理层防御条款持积极态度,表现为正向的市场反应,显示出资本市场对高科技公司特殊的控制权配置和治理需求具有包容性。

本文的研究启示在于:

第一,反收购条款设置对投资者而言并非都是“好消息”。不同类型的反收购条款设置对股东财富的影响是不同的,上市公司在促进投资者权益保护以提高股东财富的同时,要特别注意投资者针对公司章程反收购条款设置中管理层防御行为“用脚投票”的负面情绪不利于股东财富提升。因此,上市公司要完善公司治理,规范公司章程反收购条款设置,协调股东和管理者在反收购策略中的利益冲突,防范反收购条款设置中的管理者过度防御和自利行为。

第二,在当前反收购条款立法环境不足、制度供给相对缺失的情况下,监管层借助交易所问询的形式对市场预期产生了影响,起到了一定的治理作用。但相关部门要尽快完善反收购立法,建立收购与反收购监管制度,为公司章程反收购条款提供法律遵循,探索适合我国国情的反收购措施。

第三,较多的分析师关注可以识别反收购行为中的不当做法并传递到股票市场,应充分利用外部治理力量对公司反收购条款的监督作用。

第四,公司较好的信息披露质量有助于改善反收购条款市场反应。为此,上市公司应提高信息披露质量,积极主动地披露受到的收购威胁现状、充分说明并购双方的策略和意图以及所采取措施的适当性。

第五,投资者对于高科技企业设置反收购条款的态度与一般企业不同,对这类企业的管理层防御条款设置反而呈现正向的市场反应。因此,为促进高科技企业发展、增强中国资本市场的竞争力,对公司章程反收购条款的规制不能采取“一刀切”式的方法,应给予高科技公司相应的自治空间,容忍有潜力公司自我保护。量体裁衣的监管更能适应资本市场发展的需求。 ■

[基金项目:国家社会科学基金项目“公司章程反收购条款设立中的管理层防御及经济后果研究”(19BGL060)、教育部人文社会科学基金项目“投资者与创始股东控制权争夺的冲突来源与演化机制研究——基于团队断裂带理论视角”(17YJA630126)]

参考文献:

- [1] Adams J C, Mansi S A. CEO turnover and bondholder wealth[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(3): 522-533.
- [2] Afonso E L. State poison pill endorsement statutes and the market for corporate control[J]. SSRN Electronic Journal, 2011.
- [3] Al Dah B, Michael A, Dixon R. Antitakeover provisions and CEO monetary benefits: revisiting the E-index[J]. Research in International Business and Finance, 2017, 42: 992-1004.
- [4] Bebchuk L, Cohen A, Ferrell A. What matters in corporate governance?[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(2): 783-827.
- [5] Bhagat S, Brickley J A. Cumulative voting: the value of minority shareholder voting rights[J]. Journal of Law and Economics, 1984, 27(2): 339-365.
- [6] Bradley M, Desai A, Kim E H. The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy?[J]. Journal of Financial Economics, 1983, 11(1-4): 183-206.
- [7] Chemmanur T J, Jiao Y. Dual class IPOs: a theoretical analysis[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(1): 305-319.
- [8] Chen G, Firth M, Rui O. Have China's enterprise reforms led to improved efficiency and profitability?[J]. Emerging Markets Review, 2006, 7(1): 82-109.
- [9] Coates J C. Takeover defenses in the shadow of the pill: a critique of the scientific evidence[J]. Social Science Electronic Publishing, 2000, 79(2): 271-382.
- [10] Cremers K J M, Sepe S M. The shareholder value of empowered boards[J]. Stanford Law Review, 2016, 68(1): 108-149.
- [11] Cremers K J M, Litov L P, Sepe S M. Staggered boards and long-term firm value, revisited[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126(2): 422-444.
- [12] DeAngelo H, Rice E M. Antitakeover charter amendments and stockholder wealth[J]. Journal of Financial Economics, 1983, 11(1-4): 329-359.
- [13] Gompers P, Ishii J, Metrick A. Corporate governance and equity prices[J]. Quarterly Journal of Economics, 2003, 118(1): 107-156.
- [14] Grossman S J, Hart O D. One share-one vote and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 175-202.
- [15] Klapper L F, Love I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets[J]. Journal of Corporate Finance, 2004, 10(5): 703-728.
- [16] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2): 3-27.
- [17] Lin C, Officer M S, Wang R, et al. Directors' and officers' liability insurance and loan spreads[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 110(1): 37-60.
- [18] Malatesta P H, Walkling R A. Poison pill securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 347-376.
- [19] Sokolyk T. The effects of antitakeover provisions on acquisition targets[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(3): 612-627.
- [20] Stein J C. Takeover threats and managerial myopia[J]. Journal of Political Economy, 1988, 96(1): 61-80.
- [21] Stulz R M. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 25-54.
- [22] Wang Y. An analysis of synergies under strategic mergers and acquisitions[C]//Proceedings of the 2018 3rd International Conference on Education, Sports, Arts and Management Engineering (ICESAME 2018). Atlantis Press, 2018: 307-313.
- [23] 白建军. 关于经理管理防御行为研究综述[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2013, 33(1): 108-117.
- [24] 曹清清. 公司章程反收购条款——以价值判断与效力剖析为视角[J]. 学术交流, 2016, (11): 92-98.
- [25] 陈霖. 上市公司修改章程设置反收购条款的合法性检视与监管探讨[J]. 证券法苑, 2017, 19(1): 97-117.
- [26] 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.
- [27] 陈玉罡, 杨元君, 刘彧. 董事轮换制增加了公司的代理成本吗?[J]. 证券市场导报, 2018, (4): 35-41+59.
- [28] 邓伟, 王涛, 成国园. 反收购条款、股价同步性与投资效率[J]. 管理评论, 2020, 32(11): 33-47.
- [29] 傅穹. 敌意收购的法律立场[J]. 中国法学, 2017, (3): 226-243.
- [30] 龚玉池. 公司绩效与高层更换[J]. 经济研究, 2001, (10): 75-82.
- [31] 胡国柳, 李源, 赵阳. 董事高管责任保险与公司高质量审计服务需求[J]. 审计研究, 2020, (6): 97-105.
- [32] 孔东民, 徐茗丽, 孔高文. 企业内部薪酬差距与创新[J]. 经济研究, 2017, (10): 144-157.
- [33] 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, (4): 49-62.
- [34] 李维安, 齐鲁骏, 李元祯. 从“宝万之争”的治理启示解读“杠杆收购”[J]. 清华金融评论, 2017, (1): 34-37.
- [35] 罗进辉, 谭利华, 陈耀. 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, (12): 113-125.
- [36] 潘越, 戴亦一, 刘思超. 我国承销商利用分析师报告托市了吗?[J]. 经济研究, 2011, 46(3): 131-144.
- [37] 彭红星, 毛新述. 政府创新补贴、公司高管背景与研发投入——来自我国高科技行业的经验证据[J]. 财贸经济, 2017, 38(3): 147-161.
- [38] 邵军, 刘志远, 于小溪. 法律对投资者利益保护、公司治理与反收购条款的设立——基于我国A股上市公司的证据[J]. 中国会计评论, 2013, (4): 369-390.
- [39] 吴磊磊, 陈伟忠, 刘敏慧. 公司章程和中小股东保护——来自累积投票条款的实证检验[J]. 金融研究, 2011, (2): 160-171.
- [40] 徐明亮, 张蕊. 反收购条款设立会影响公司创新吗?[J]. 经济管理, 2021, 43(11): 121-136.
- [41] 许金花, 李善民, 张东, 等. 反收购条款与投资者保护: 理论模型与实证检验[J]. 管理评论, 2018, (7): 191-206.
- [42] 杨玉龙, 吴文, 高永靖, 等. 新闻媒体、资讯特征与资本市场信息效率[J]. 财经研究, 2018, (6): 109-125.
- [43] 袁蓉丽, 孙沛楠, 李瑞敬. 董事高管责任保险对企业战略激进度影响研究——基于中国A股上市公司的实证分析[J]. 中央财经大学学报, 2021, (4): 101-113.
- [44] 张本照, 杨善林, 朱志雄. 国外反收购对策股东财富效应的影响因素研究[J]. 世界经济, 2005, (7): 69-78.
- [45] 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.
- [46] 郑志刚. 投票权重向创业团队的倾斜配置及股权结构设计[J]. 证券市场导报, 2020, (1): 38-43.

(责任编辑: 冯山)