

反收购条款设立会影响公司创新吗？*

徐明亮 张 蕊

(江西财经大学会计学院,江西 南昌 330013)



内容提要:随着我国控制权市场被激活,上市公司面临外部收购的隐形压力逐渐增加。为了维护公司控制权稳定以及业务活动不受干扰,上市公司有强烈动机设置反收购条款。本文利用手工搜集的上市公司反收购条款样本数据,实证检验了反收购条款与公司创新之间的关系。研究表明,反收购条款对公司创新产出具有正向驱动效应。中介机制分析表明,反收购条款通过提高管理层风险承担水平,进而增加公司创新产出数量。进一步研究发现,当股票流动性较强、管理层薪酬较高以及管理层权力较大时,反收购条款对创新产出的促进作用更加明显。本文还发现,反收购条款设立最终有利于公司长期价值提升。本文研究有助于深化对国内上市公司设立反收购条款行为本质的认识,同时也为立法机构顶层设计反收购条款提供了启示。

关键词:反收购条款 公司创新 管理层短视 风险承担 公司价值

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)11—0121—16

一、引言

科技创新是推动经济增长的动力源泉。随着我国经济迈入“新常态”,经济增长已经从要素驱动逐渐转换为创新驱动。作为中国经济最具活力的资本市场,可以为难以融资的创新项目提供资金,从而驱动企业创新。近年来,我国资本市场企业并购活动蓬勃发展,年并购交易规模达数万亿元,企业并购已经成为提升资源配置效率的一种重要途径。然而,值得注意的是,随着我国并购政策进一步宽松以及财富管理行业不断发展壮大,敌意并购事件频频发生,从“鄂武商”旷日持久的控制权之争到全民关注的“宝万”股权争夺事件,无不牵动着资本市场的神经,同时,也引发了监管层的高度关注。资本无序扩张的敌意收购行为不仅扰乱了资本市场的正常并购秩序,而且对资本市场高质量发展造成了负面影响。

面对资本市场敌意收购威胁,上市公司管理层风声鹤唳,纷纷通过设立反收购条款以稳固公司控制权。据《经济日报》报道^①,仅 2017 年上半年,就有逾 620 家上市公司修改公司章程增设反收购条款。那么,上市公司设立反收购条款会产生什么经济后果?国外文献对此有两种观点:一种观点认为,管理层设立反收购条款是出于自利动机,以此弱化控制权市场的惩戒作用,进而可能滋生管理者机会主义行为,让股东承担额外代理成本(Gompers 等,2003)^[1];另一种观点则认为,上市公

收稿日期:2021-07-02

* 基金项目:国家自然科学基金项目“发审委审核质量研究:评价、影响因素与问责机制”(71862015);江西省社会科学基金项目“反收购条款设立对会计信息质量的影响研究”(20GL09);江西省高校人文社会科学项目“上市公司反收购条款设置与投资行为研究”(GL19208)。

作者简介:徐明亮,男,讲师,博士,研究领域是企业并购与公司治理,电子邮箱:kjxy0451@126.com;张蕊,女,教授,研究领域是公司治理与绩效评价,电子邮箱:zhangr_99@163.com。通讯作者:徐明亮。

①温济聪.逾 620 家上市公司增设反收购条款[N].经济日报,2017-06-15(007)。

司收购防御能力增强有利于降低公司控制权转移风险,管理者职业安全得到更好保障,从而激励管理者发挥“管家”精神,为公司长远发展出谋划策(Chemmanur 和 Tian,2018)^[2]。作为新兴市场国家,我国资本市场制度建设尚不完善,控制权市场发展相对落后,反收购条款实施效果是否会有所不同?对此问题,值得进一步研究。然而,国内学术界对这一问题还缺乏足够重视,相关学术研究严重滞后于监管实践。目前,国内仅少部分学者从投资者利益保护(李善民等,2016^[3];许金花等,2018^[4])、投资效率(徐明亮和袁天荣,2018^[5];邓伟等,2020^[6])、公司价值(陈玉罡和石芳,2014^[7];张伟华等,2019^[8])等方面研究了反收购条款的经济后果,而且国内学者对于反收购条款的自治效应仍存分歧。在当前注重资本市场高质量发展的背景下,关于反收购条款能否助力企业长期创新发展是一个国内鲜有关注但却值得深入研究的课题。

为此,本文利用我国境内上市公司反收购条款样本数据,实证研究了反收购条款对企业创新的影响。研究发现,我国上市公司设立反收购条款有助于激活管理层创新动能,专利申请数量和授权数量得到显著增加。中介机制检验结果表明,反收购条款通过提升管理层风险承担水平,进而增加公司创新产出数量。异质性分组检验发现,当上市公司股票流动性较强、管理层薪酬较高以及管理层权力较大时,反收购条款对公司创新产出的提升作用更明显。本文还发现,反收购条款的设立最终会提升公司长期价值。本文研究有助于深刻认识国内上市公司设立反收购条款行为本质,同时也为监管当局判别反收购条款利弊增添新的经验证据。

本文可能的贡献:一是从公司创新视角分析了反收购条款的经济后果,一定程度上弥补了国内文献的不足。二是国外文献关于反收购制度对公司创新之间的影响观点分为抑制观(Atanassov,2013)^[9]和促进观(Chemmanur 和 Tian,2018)^[2]。我国属于新兴资本市场国家,法律制度的完备性、控制权市场的发达程度与国外成熟资本市场均存在差异。本文利用新兴资本市场(中国)数据,研究反收购条款对公司创新的影响,为上述争议补充新的经验证据。三是拓展分析了反收购条款对公司创新的影响机制。Atanassov(2013)^[9]、Chemmanur 和 Tian(2018)^[2]等在研究反收购条款对公司创新的影响时,忽略了股票流动性、高管激励及高管权力对两者关系的调节效果,并且缺少中介机制分析,本文补充了前述文献的不足之处。

二、文献回顾

1. 公司创新影响因素

在两权分离的现代企业中,管理层是研发活动决策者。作为理性经济人,当股东利益和管理层利益冲突时,管理层可能做出自利行为。由于创新研发难度大、风险高,创新过程复杂,很容易出现创新失败,为了个人私利,经理人可能会避免投资那些高风险创新项目。郝颖和刘星(2009)^[10]研究发现,控制权私利越大,企业越有可能削减研发投入。为了激发管理层参与企业创新积极性,企业需要设计能够缓解代理冲突的内外部公司治理机制。研究表明,注重长期绩效的薪酬契约设计以及适当股权激励能够降低高管急功近利倾向,激励高管长期创新(Manso,2011^[11];赵世芳等,2020^[12])。Aghion 等(2015)^[13]研究发现,行业竞争水平提高也有利于企业创新。为了推动管理层致力于长期创新,股东需要营造容忍创新风险与短期失败的环境(Tian 和 Wang,2014)^[14]。Chemmanur 等(2014)^[15]认为,风险投资能够容忍初创企业创新短期失败。Luong 等(2017)^[16]进一步指出,与境内机构投资者相比,境外机构投资者更少干预公司管理层创新决策。此外,分析师和新闻媒体不宜过度关注公司短期业绩表现,否则可能导致公司创新停滞不前(He 和 Tian,2013^[17];杨道广等,2017^[18])。不仅如此,证券市场投资者的短视行为也会迫使经理人牺牲公司长期价值投资,转而追逐短期利润目标,以满足投资者预期(Shleifer 和 Vishny,1990)^[19]。Fang 等(2014)^[20]研究证实,股票流动性越高,公司所面临的敌意收购风险越大,企业创新水平会越低。为

了帮助外部投资者识别出技术因素导致的创新失败,而非管理层不努力使然,提高信息透明度不失为一种有效措施(Zhong,2018)^[21]。上述文献研究表明,长效激励机制以及相对宽松的创新环境有利于调动管理层参与企业创新的积极性。

2. 反收购制度经济后果

为了稳固公司控制权,保障公司长期经营稳定,上市公司设置收购防御机制已成为发展趋势。然而,Gompers等(2003)^[1]认为,反收购条款会弱化控制权市场惩戒功能,导致管理层产生防御行为,代理成本上升,而公司价值会降低(Bebchuk等,2009)^[22]。随着控制权防御水平的提高,上市公司管理层会滥用资金进行价值毁损的并购活动,超额现金持有则会加剧这种构建“帝国”的行为(Harford等,2008)^[23]。Bertrand和Mullainathan(2003)^[24]、Giroud和Mueller(2010)^[25]等研究发现,公司防御水平增强以后,公司管理费用和工资水平呈现上升趋势,而资本性支出却减少,资产收益率也出现下降,表明管理层松懈程度增加,贪图享受安静生活(John等,2017)^[26]。Atanassov(2013)^[9]研究证实,反收购制度实施以后,公司专利数量在显著下降,而养老金持股、产品竞争等治理机制有助于缓解其负面影响。陈玉罡和石芳(2014)^[7]研究发现,反收购条款对公司价值产生负面效应,我国上市公司设立反收购条款其实是保护管理层利益。张伟华等(2019)^[8]证实,上市公司设立反收购条款以后,控股股东与中小股东之间代理冲突显著增加,说明反收购条款可能成为控股股东掏空公司利益的工具。上述文献表明,反收购制度可能产生防御效应,不利于公司创造长期价值。

与防御观点不同,另有学者认为,反收购制度实施可以提升公司长期价值。Shleifer和Vishny(1990)^[19]指出,活跃资本市场会给管理层带来巨大压力,管理层为了满足短期业绩市场预期,可能会放弃净现值为正的长期投资项目。此时,反收购条款有利于缓解市场收购压力,为公司创造长期价值(Frattaroli,2020)^[27]。双层股权结构允许现任管理层有足够票数来对抗竞争对手,不必担心在控制权竞争中处于劣势。Chemmanur和Jiao(2012)^[28]证实,双层股权结构会提升管理层风险承担水平,引导管理层进行高风险创新投资,为公司带来增值。Johnson等(2015)^[29]研究发现,上市公司反收购机制越多,公司与合作伙伴之间合作时间会越长,进而给公司业绩带来正面影响,还会给客户创造积极溢出效应。对于那些创新型公司或者需要利益相关者进行专属投资的公司而言,设置反收购条款能够显著提升公司价值(Bhojraj等,2017)^[30]。Chemmanur和Tian(2018)^[2]研究也证实,反收购条款能够促进公司创新,行业竞争与信息不对称会增强两者的正向关系。徐明亮和袁天荣(2018)^[5]、邓伟等(2020)^[6]研究也发现,反收购条款有助于促进公司投资效率提升。此外,设置反收购条款还有助于保护中小投资者利益,减少大股东掏空行为(李善民等,2016^[3];许金花等,2018^[4])。

从国内外文献来看,反收购条款设立对公司的影响是利还是弊莫衷一是。随着2005年《证券法》和《公司法》以及2006年《上市公司章程指引》修改和实施,我国上市公司章程自治空间逐渐扩大,公司章程被赋予更多自主权(郑志刚等,2011)^[31]。在资本市场对外开放程度越来越高,股权结构日趋分散以及控制权市场被激活的环境下,为了抵御“野蛮人”恶意侵袭,国内上市公司设立反收购条款的动机越发强烈。这为研究国内上市公司反收购条款经济后果提供了很好契机。然而,国内学者对此关注程度并不高,相关实证研究成果寥寥。我国上市公司设立反收购条款是否影响公司创新?如果是,其影响路径又是什么?在股票流动性、薪酬激励以及管理层权力等异质性因素影响下,两者关系会发生怎样变化?反收购条款最终会影响公司长期价值吗?这些问题国内学者鲜有深入研究。

三、理论分析和假设提出

代理理论认为,公司股东和经理人之间目标不一致,使得不受约束的经理人为了自身利益可能

做出损害公司利益的行为。由于创新研发投入资金大,回报周期长,使得公司短期经营面临较大风险。一旦创新失败,管理者财富乃至职业生涯都会受影响。创新投入会给经营管理者带来隐性成本,使其私人利益受损。为此,理性经济人的管理者通常会逆向选择风险较小、回报快的常规项目,不会花费大量精力专注于高风险的创新研发项目,长此以往,必将损害公司长期价值。Manne (1965)^[32]指出,控制权市场有助于减轻代理成本,监督和约束管理层私利行为,迫使他们专注于公司长远发展,进而投资有价值的创新项目,以缓解道德风险问题。然而,反收购条款却会削弱控制权市场的惩戒机制,使得管理者地位固若金汤,难以撼动,从而进一步构建管理层壕沟。在收购威胁减弱的情形下,管理层更容易出现工作松懈,更加贪图享受舒适生活,不利于公司创新发展。

然而,与生产、销售等日常活动不同,创新是一个充满了较高不确定性并且失败率极高的长期活动。为了增强管理层创新动能,现有股东必须提高对创新失败的容忍度,设计驱动管理层创新的长效机制。资本市场常常被指责给管理层造成了巨大的隐形压力,不利于管理层积极参与研发创新。原因可能来源于两个方面:一方面,创新信息披露存在专有成本,管理层一般不会对外公布创新研发的详细信息。然而,信息不对称会使得股东无法正确评估长期创新项目,导致公司股价被严重低估。此时,敌意收购者容易以较为低廉的成本获得公司控制权。一旦公司被接管,公司管理者往往会被接管方解聘。倘若管理层在控制权竞争中得不到充分保护,其之前的辛苦付出可能付诸东流,致使他们创新动力不足(Chakraborty和Arnott,2001)^[33]。管理层为了将公司股价维持在高位以抬高恶意收购方购入成本,可以通过削减创新支出来保障短期盈利稳定性(Graham等,2005)^[34]。然而,管理层这种短视行为与公司长期价值导向背道而驰。另一方面,当控制权市场竞争激烈时,现任经理会担心产品创新之后,收购方不用承担太多创新成本就可以获得产品创新所带来的收益,而管理层则可能一无所获。正是由于收购压力和职业担忧会迫使管理层做出短视决策,进而较少投资市场难以理解的创新项目,企业长期创新发展受到阻碍(Stein,1988)^[35]。在此情形下,上市公司通过设置反收购条款可以维护公司控制权稳定,同时,也消除了管理层对职业生涯的担忧。管理层与公司之间的长期契约关系得到进一步巩固,有利于激励管理层投入更多的专用技能,增强公司创新动力(Chintrakarn等,2013)^[36]。

上述理论分析表明,反收购条款对公司创新可能产生两种相反的影响:一是基于代理问题视角,反收购条款设立会增加管理层防御,加剧代理冲突,对公司创新产生负面影响,出现壕沟效应;二是基于市场收购压力视角,反收购条款有利于降低外部接管威胁,增强现有股东与管理者之间的长期契约关系,管理层短视行为减少,主人翁意识增强,更敢于进行创新投资,产生创新驱动效应。因此,本文提出如下竞争性假设:

H_{1a}:反收购条款设立会抑制公司创新。

H_{1b}:反收购条款设立会促进公司创新。

企业要想获得长远发展,必须通过不断创新来增强市场竞争优势。然而,创新属于高风险投资活动,要求企业具备相应的风险承受能力。在日益活跃的资本市场中,股价与业绩息息相关。公司一旦创新失败,可能导致经营业绩恶化,引起股价下跌,进而招致敌意收购方觊觎,公司控制权风险暴露无遗。为了稳定公司控制权,设置收购防御措施显得尤为重要。然而,代理理论认为,反收购条款削弱了控制权市场的惩戒功能,维护了管理当局自身的利益。在收购保护机制庇护下,碌碌无为的管理层很难离开自己构建的舒适圈,也不太愿意承担风险,对于那些高风险创新项目更是避而远之,致使公司创新动能不足。相反,管家理论则认为,在社会动机和成就动机驱动下,具有集体主义倾向的管理者会追求股东财富最大化(Davis等,1997)^[37]。反收购条款能够使得管理层免受市场压力的干扰,有利于企业家精神的发挥。反收购条款设立以后,管理者职业地位更加稳定,风险承担水平也会增强,更敢于投资风险很高的创新项目,为公司长远发展注入前进动力。上述理论分

析表明,反收购条款在稳定公司控制权的同时,可能影响管理层风险承担水平,进而影响公司创新,即管理者风险承担可能是反收购条款影响公司创新的中介变量。然而,理论观点不同,影响结果可能相反。因此,本文提出如下竞争性假设:

H_{2a}:反收购条款设立会降低管理层风险承担水平,进而抑制公司创新。

H_{2b}:反收购条款设立会提升管理层风险承担水平,进而促进公司创新。

四、研究设计

1. 样本选取与数据来源

在股票全流通环境下,我国上市公司控制权竞争日益激烈,管理层维护控制权稳定的需求也随之增加。2006年发布的《上市公司章程指引》为上市公司设置反收购条款提供了章程自治空间。此后,设立反收购条款的上市公司日益增多。本文参考李善民等(2016)^[3]和许金花等(2018)^[4]的做法,以2006年为样本时间起点。由于国泰安数据库上市公司与子公司专利数据库只能提供截至2017年12月31日数据,因此,本文样本时间终点为2017年。本文删除了已退市公司、ST、*ST类公司以及金融类公司样本和部分数据缺失的公司样本,最后获得20569个样本数据。本文对主要连续变量进行了缩尾处理(1%和99%)。

解释变量反收购条款数据来自手工搜集,其余变量来自国泰安数据库。本文从沪深证券交易所、巨潮资讯网以及新浪财经等网站下载上市公司2006—2017年公司章程,利用关键词搜索,搜集反收购条款样本数据。如果上市公司当年公司章程中已设置某一类反收购条款,则取值为1,否则为0。由于敌意收购引起的控制权竞争,中枢就在于董事会的争夺(傅穹,2017)^[38]。目前,我国上市公司反收购条款大多是围绕董事会控制权而进行的制度安排。据此,本文主要搜集七类反收购条款,其含义和搜集方法如下:

(1)交错董事会条款。该条款是指在公司章程中规定每次董事会改选人数不超过一定比例。由于交错董事会条款限制了每次董事会改选人数,因而会延缓收购方掌控目标董事会的进度,增加其接管难度。如盈峰环境在2017年公司章程中规定,“除独立董事外的其他董事,公司每年至多只能更换三分之一”。据此,本文利用“选举”“更换”“换届”等关键词查找该条款。

(2)股东持股时间限制条款。该条款是对董事候选人提名股东持股时间做出的要求。该条款设置有利于避免敌意收购方在短期内大量购入股票而获得公司董事会控制权的情形。如吉电股份在2012年公司章程中规定,“连续180日以上持有公司表决权股份的股东可以书面提名董事候选人”。据此,本文利用“候选”“提名”等关键词查找该条款样本数据。

(3)董事候选人人数限制条款。该条款是对特定股东提名董事候选人人数进行限定。该条款设置有利于削弱单一股东掌控董事会话语权的可能性。如贵州轮胎在2012年公司章程中规定,“每一位提名股东提名董事候选人不超过全体董事的五分之一”。据此,本文利用“候选”“提名”等关键词寻找此类条款样本数据。

(4)董事任职资格条款。该条款是指对董事候选人专业能力、专业知识以及业务经验提出要求。该条款设立可以防止无才无德之人混入董事会、滥用董事职权。如福星股份在2017年公司章程中规定,“董事候选人应当具有五年以上与公司业务相同的管理经验”。据此,本文利用“候选”“提名”“经验”“经历”等关键词查找该样本数据。

(5)降落伞计划条款。该条款是指公司人员因公司被收购而遭解除劳动关系获取薪资补偿条款。合理的降落伞计划能够激励管理层为股东谋取更高收购溢价,增加收购成本。如浙江震元在2011年公司章程中规定,“因公司被并购接管而辞退公司员工和管理者,由公司一次性支付相当于

该员工前一年年薪总和与劳动合同剩余年数乘积或者本市前一年社会平均工资与服务年数乘积的经济补偿”。据此,本文利用“补偿”“赔偿”“薪酬”等关键词查找样本数据。

(6)特别决议条款。该条款是指当出现公司被恶意收购或反收购条款被修改等情形时,股东大会必须以特别决议通过或者提高绝大多数表决权比例,如四分之三、或五分之四等。该条款有利于保护绝大多数股东利益。如格林美在2019年公司章程中规定,“若公司被恶意收购后,变动后的实际控制人无权向公司提名超过半数的董事候选人,而且没有经过股东大会特别决议通过,不能对此条款规定进行修改”。据此,本文利用“特别决议”“表决权”“恶意”“收购”等关键词查找该条款样本数据。

(7)其他反收购条款。该条款是指除上述条款外的其他反收购条款。如凯恩股份在2019年公司章程中规定,“为了阻碍恶意收购,可能会适当调整公司股权结构或者马上归还未到期债务,以增加收购难度”;又如,长高集团在2019年公司章程中规定,“投资者违反规定购买公司股份比例达10%以上的,不享有董事提名权,董事会有权拒绝其行使其他权利等”。据此,本文利用“反收购”“恶意”等关键词查找相关样本数据。

样本期间,我国境内上市公司反收购条款数据统计情况如表1所示。从表1中可以看出,设置交错董事会条款的样本占比约6.25%,设置股东持股时间限制条款的样本占比约9.49%,设置董事候选人人数限制条款的样本占比约5.92%,董事任职资格限制条款样本占比约0.5%,降落伞计划条款样本占比约3.92%,特别决议条款样本占比约0.37%,而其他反收购条款样本占比约0.53%。

表1 反收购条款数据统计情况

反收购条款类型	交错董事会	股东持股时间要求	董事候选人人数限制	董事任职资格	降落伞计划	特别决议条款	其他反收购条款
样本合计	1286	1952	1217	103	806	76	110
样本占比(%)	6.25	9.49	5.92	0.50	3.92	0.37	0.53

资料来源:作者整理

2. 模型设计与变量定义

为了检验前文假设,本文构建了以下OLS回归模型。

$$GRA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ATP_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$RT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ATP_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$GRA_{i,t} = \chi_0 + \chi_1 ATP_{i,t} + \chi_2 RT_{i,t} + \chi_3 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(1)用来检验反收购条款对公司创新的影响,即验证竞争性假设H_{1a}和假设H_{1b}。其中,因变量为公司创新产出(GRA)。黎文靖和郑曼妮(2016)^[39]、蔡卫星等(2019)^[40]主要采用专利申请数量和授权数量衡量创新产出。由于专利授权需要得到法律承认,能够更好地反映创新产出质量,为此,本文选择专利授权数量作为衡量创新产出(GRA)的指标。此外,本文还将利用专利申请数据作为替代指标进行稳健性检验。由于专利数据分布呈现较明显右偏性以及厚尾特征,参考李春涛等(2020)^[41],本文以专利数量加1后取自然对数测度(GRA)。

自变量为反收购条款虚拟变量(ATP)。参考陈玉罡和石芳(2014)^[7]、张伟华等(2019)^[8]、邓伟等(2020)^[6],反收购条款变量主要采用两种方法衡量:一是设置反收购条款虚拟变量,即当年公司章程中出现任何一种反收购条款时,则取值为1,否则,为0;二是构建反收购条款指数,即将相关反收购条款虚拟变量进行加总,指数值越大,反收购条款数量越多。本文在主回归分析中采用虚拟变量ATP衡量反收购条款,在稳健性检验中采用反收购条款指数作为替代指标进行验证。

为了控制公司内部特征和行业竞争对公司创新的影响,参考何玉润等(2015)^[42]、黎文靖和郑曼妮(2016)^[39]、蔡卫星等(2019)^[40]、曹春方和张超(2020)^[43]等,选择如下控制变量(Controls):公司规模(SIZ)、资产负债率(LEV)、资本密集度(CI)、经营活动现金流比率(CFO)、资产收益率(ROA)、成长机会(SG)、股权集中度(SHR)、管理层薪酬(PAY)、独立董事比例(IND)以及市场竞争程度(HHI)。此外,本文还控制行业以及年度固定效应。模型(1)中,如果 a_1 系数显著,则表明反收购条款对创新产出具有显著影响。

在模型(1)的基础上,本文分别构建模型(2)和模型(3),用以检验反收购条款影响创新产出的中介机制,即验证竞争性假设 H_{2a} 和假设 H_{2b} 。其中,变量RT表示管理层风险承担水平。借鉴Li等(2013)^[44],本文用研发投入强度(研发投入除以期末总资产)衡量管理层风险承担水平(RT),研发强度越高,意味着公司管理层风险承担水平会越高。模型(2)和模型(3)中的其余变量均与模型(1)相同。为了检验中介机制,本文首先利用模型(2)以检验反收购条款对管理层风险承担水平的影响。如果 β_1 系数显著,则表明反收购条款对风险承担会产生明显影响。然后,再利用模型(3)检验风险承担的中介效应。

本文主要变量定义与说明如表2所示。

表2 变量定义与说明

变量类别	变量符号	变量名称	变量含义
因变量	GRA	专利授权数	专利授权数量加1后取自然对数
自变量	ATP	反收购条款虚拟变量	当年章程设置上述任一条款,取值为1,否则为0
中介变量	RT	风险承担	用研发投入强度(研发投入除以期末总资产)表示
控制变量	SIZ	公司规模	期末总资产取自然对数
	LEV	资产负债率	期末负债除以期末总资产
	CI	资本密集度	期末固定资产净值除以期末总资产
	CFO	经营活动现金流比率	经营活动现金流除以平均总资产
	ROA	资产收益率	净利润/平均总资产
	SG	成长机会	营业收入增长率
	SHR	股权集中度	期末第一大股东持股比例的平方
	PAY	管理层薪酬	薪酬金额排名前三位的董监高薪酬总额取自然对数
	IND	独立董事比例	独立董事人数除以董事会总人数
	HHI	市场竞争程度	公司销售额占行业销售总额比重的平方

资料来源:作者整理

五、实证结果分析

1. 变量描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果如表3所示。从样本均值来看,上市公司年度专利授权数量对数均值为1.914;设置反收购条款样本量占比约18.6%;平均资产负债率为46.2%;资本密集度均值为0.241;经营活动现金流比率均值为0.0435;平均总资产收益率为3.89%。从均值差异检验结果来看,已设立反收购条款的上市公司专利授权数量均值(2.085)显著高于没有设立反收购条款的上市公司专利授权数量均值(1.875)。而且已设立反收购条款的上市公司股权集中度显著更低(0.127 < 0.15),高管薪酬水平明显更高(14.33 > 14.14)。从相关系数来看,反收购条款与专利

授权数量的相关系数为 0.0481,在 1% 水平上显著为正。而股权集中度与反收购条款显著负相关,即股权分散的公司更可能设立反收购条款。

表 3 变量描述性统计

变量	样本数	均值	最小值	最大值	ATP = 0		ATP = 1		均值差异检验	GRA	ATP
					样本量	均值	样本量	均值			
GRA	20569	1.9140	0.0000	6.3820	16738	1.8750	3831	2.0850	-0.2098***	1	
ATP	20569	0.1860	0.0000	1.0000	16738	0.0000	3831	1.0000	-1.0000	0.0481***	1.0000
SIZ	20569	22.0700	19.5800	25.9400	16738	22.0100	3831	22.3200	-0.3104***	0.3061***	0.0957***
LEV	20569	0.4620	0.0589	0.9040	16738	0.4610	3831	0.4660	-0.0055	-0.0367***	0.0105
CI	20569	0.2410	0.0023	0.7430	16738	0.2410	3831	0.2450	-0.0044	-0.0889***	0.0097
CFO	20569	0.0435	-0.1840	0.2510	16738	0.0425	3831	0.0479	-0.0054***	0.0050	0.0283***
ROA	20569	0.0389	-0.1640	0.2100	16738	0.0387	3831	0.0401	-0.0015	0.0933***	0.0103
SG	20569	0.2040	-0.5890	3.2460	16738	0.2090	3831	0.1830	0.0265***	-0.0021	-0.0210***
SHR	20569	0.1460	0.0077	0.5600	16738	0.1500	3831	0.1270	0.0239***	0.0221***	-0.0781***
PAY	20569	14.1800	12.2400	16.1800	16738	14.1400	3831	14.3300	-0.1848***	0.2937***	0.0961***
IND	20569	0.3700	0.3000	0.5710	16738	0.3690	3831	0.3740	-0.0044***	0.0602***	0.0327***
HHI	20569	0.0983	0.0148	0.4590	16738	0.0981	3831	0.0990	-0.0009	-0.0252***	0.0038

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著,下同

资料来源:作者整理

2. 主回归结果分析

本文采用 OLS 回归模型(1)分析反收购条款与创新产出之间的关系,回归结果如表 4 所示。从表 4 结果来看,反收购条款(ATP)与专利授权数量(GRA)在 1% 水平上显著正相关,表明反收购条款能够显著增加公司创新产出,具有创新驱动效应,假设 H_{1a} 得到验证。原因可能在于,反收购条款会弱化控制权市场竞争威胁,管理层短视行为减少,“管家”主观能动性增强,更敢于进行长期价值投资,从而提升公司创新产出数量。

表 4 反收购条款与创新产出

变量	GRA
ATP	0.125*** (5.853)
Controls	控制
_cons	-12.457*** (-56.653)
Industry/Year	Yes
N	20569
调整后 R ²	0.526

资料来源:作者整理

3. 稳健性检验

本文采用多种方法对主回归模型(1)结果进行稳健性检验:一是自变量采用滞后期数据。由于企业研发投入到创新产出需要经历较长的时间,因而需要考虑反收购条款影响公司创新的滞后效应。据此,本文将自变量滞后一期至三期,分别以 $L_1. ATP$ 、 $L_2. ATP$ 、 $L_3. ATP$ 表示,进行稳健性检验。回归结果如表 5 所示。从表 5 可以看出,滞后期反收购条款与创新产出仍然显著正相关,说明随着时间推移,反收购条款创新驱动效应依然存在。

表 5 自变量滞后期数据回归结果

变量	(1) GRA	变量	(2) GRA	变量	(3) GRA
<i>L. ATP</i>	0.119 *** (5.070)	<i>L2. ATP</i>	0.093 *** (3.603)	<i>L3. ATP</i>	0.064 ** (2.266)
<i>L. Controls</i>	控制	<i>L2. Controls</i>	控制	<i>L3. Controls</i>	控制
<i>_cons</i>	-12.445 *** (-51.680)	<i>_cons</i>	-12.229 *** (-46.784)	<i>_cons</i>	-11.835 *** (-41.635)
<i>Industry/Year</i>	Yes	<i>Industry/Year</i>	Yes	<i>Industry/Year</i>	Yes
N	17361	N	14890	N	12613
调整后 R ²	0.528	调整后 R ²	0.525	调整后 R ²	0.523

资料来源:作者整理

二是替代因变量和自变量指标。黎文靖和郑曼妮(2016)^[39]将发明专利列为价值较高的“实质性创新”,而将实用新型与外观设计列为价值较低的“策略性创新”。反收购条款到底促进了实质性创新还是策略性创新,有待检验。为此,本文将模型(1)的因变量分别替换为发明(*I_GRA*)、实用新型(*U_GRA*)与外观设计(*D_GRA*)三类指标授权数量,再次进行回归分析,结果如表6第(1)列~第(3)列所示。从表6可以看出,*ATP*回归系数均在1%水平上显著为正,表明反收购条款设立以后,“策略性创新”和“实质性创新”得到全面提升。参考曹春方和张超(2020)^[43]的做法,将模型(1)的因变量替换为专利申请数量(*APP*),再次进行回归分析,结果如表6第(4)列所示。从表6可以看出,*ATP*回归系数在1%水平上显著为正,说明反收购条款设立还能够促进专利申请数量提升。本文参考邓伟等(2020)^[6],将上文七类条款虚拟变量进行加总,构建反收购条款指数(*ATP_Index*),反收购条款数量越多,指数值越大。本文将模型(1)的自变量更换为*ATP_Index*,再进行回归,结果如表6第(5)列所示。从表6可以看出,*ATP_Index*回归系数在1%水平上显著为正,表明反收购条款数量越多,公司控制权越稳定,公司创新产出越多。

表 6 其他稳健性检验及内生性处理结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>I_GRA</i>	<i>U_GRA</i>	<i>D_GRA</i>	<i>APP</i>	<i>GRA</i>	<i>GRA</i>	<i>ATP</i>	<i>GRA</i>
<i>ATP</i>	0.081 *** (4.625)	0.099 *** (4.878)	0.106 *** (6.126)	0.123 *** (5.370)		0.146 *** (5.299)		0.128 *** (5.987)
<i>ATP_Index</i>					0.046 *** (3.678)			
<i>AGE</i>							0.110 *** (5.587)	
<i>IMR</i>								1.009 *** (5.806)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	-10.257 *** (-58.997)	-10.940 *** (-53.931)	-4.945 *** (-28.687)	-13.532 *** (-57.491)	-12.526 *** (-57.058)	-12.727 *** (-36.186)	-5.588 *** (-20.394)	-17.583 *** (-19.336)
<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20569	20569	20569	20569	20569	7564	20529	20529
调整后 R ²	0.422	0.518	0.221	0.523	0.526	0.552		0.527

资料来源:作者整理

三是采用倾向匹配得分法处理内生性问题。参考张伟华等(2019)^[8],本文将处理组定义为已经设置上述任一反收购条款的上市公司,控制组为一直未设置反收购条款的上市公司。本文通过 Logistic 回归模型估计倾向得分,采用匹配半径为 0.03 的 1:1 近邻不可重复匹配方法进行样本匹配。本文对匹配样本进行了平衡性检验,匹配后变量不存在显著差异,满足平衡性假设。本文利用匹配后样本,采用模型(1)再次进行回归,结果如表 6 第(6)列所示,反收购条款与专利授权数量依然显著正相关,支持假设 H_{1b}。

四是采用 Heckman 两阶段模型进行检验。已有文献发现,上市年龄会影响反收购条款设立(Kadryzhanova 和 Rhodes-Kropf,2011)^[45]。面对暗流涌动的控制权市场,上市公司上市时间越久,管理层越能深刻体会资本市场风云变幻莫测,进而怀有更强的戒备心理,设置反收购条款可能性也越高。虽然上市年龄会影响反收购条款设立,但对公司创新活动不会产生实质性影响。为此,本文借鉴李善民等(2016)^[3]的做法,将上市年龄(AGE)作为反收购条款(ATP)的工具变量,采用 Heckman 两阶段模型进行回归。第一阶段,将反收购条款(ATP)作为因变量,上市年龄(AGE)为自变量,加入控制变量后进行 OLS 回归,计算逆米尔斯比率(IMR);第二阶段,将 IMR 作为新增变量加入模型(1)进行回归。两阶段回归结果如表 6 第(7)列和第(8)列所示。第(7)列上市年龄(AGE)的回归系数在 1% 水平上显著为正,说明上市时间越久,设立反收购条款可能性越高。第(8)列加入 IMR 变量以后,反收购条款对创新产出影响依然显著为正。

五是鉴于我国在 2007 年调整了企业会计准则,为了保持数据一致性,将样本起始期调整为 2007 年,再次检验,结论相同^①。

4. 中介效应检验结果分析

中介效应检验结果如表 7 所示。从表 7 结果可以看出,ATP 回归系数在 5% 水平下显著为正,表明设立反收购条款能够提升管理层风险承担水平;RT 回归系数在 1% 水平下显著为正,说明风险承担水平越高,公司专利授权数量越多。通过计算得出中介效应占比约为 11%,即存在部分中介效应。此外,如表 7 所示,本文还采用 Sobel 方法进行检验,Z 值为 2.542,在 5% 水平上显著,说明风险承担是反收购条款影响公司创新产出的路径之一。上述结果表明,我国上市公司设立反收购条款确实有助于提升管理层风险承担水平,进而促使公司创新产出数量,即验证了假设 H_{2b}。

表 7 中介机制检验结果

变量	RT	GRA
RT		23.867*** (36.234)
ATP	0.001** (2.549)	0.112*** (5.392)
Controls	控制	控制
_cons	-0.010*** (-4.407)	-12.220*** (-57.295)
Industry/Year	Yes	Yes
N	20569	20569
调整后 R ²	0.448	0.555
Sobel 检验 Z 值		2.542**

资料来源:作者整理

六、进一步分析

1. 考虑异质性因素的影响

(1) 考虑股票流动性的影响。随着我国证券市场各项改革举措的实施,资本市场资源配置功

① 限于篇幅,未列示结果,备案。

能有了极大的改善,上市公司股票流动性明显增强。然而,股票流动性增强会带来外部市场压力,影响公司管理层投资决策(Roosenboom 等,2014)^[46],对企业创新质量也会产生负面效应(林志帆等,2021)^[47]。股票流动性越强,意味着股票交易越活跃,大额交易对股价波动影响程度相对较小,一定程度上会掩盖敌意收购方在二级市场大量购入股票的行为。为了应对潜在收购方滋扰,管理层需要花费更多时间精力关注股票市场变化,进而减少对公司创新的专注力。基于市场压力观点,股票流动性提高会增加公司被市场敌意收购的风险,公司创新动能会受到抑制。本文预期,股票流动性越强时,上市公司设立反收购条款的创新驱动效应会更明显。为了检验股票流动性对反收购条款与公司创新之间关系的影响,本文根据样本股票流动性中位数进行高低分组,采用似无相关模型检验组间系数差异。股票流动性采用个股 Amihud 指标衡量,计算过程参见林志帆等(2021)^[47]。该指标数值越大,意味着股票流动性就越低。数据来源于国泰安数据库股票市场衍生指标子数据库。分组检验结果如表 8 第(1)列和第(2)列所示。股票流动性弱样本组 ATP 系数不显著,而股票流动性强样本组 ATP 系数在 1% 水平上显著为正,而且系数均值存在显著组间差异($P=0.0005$)。说明股票流动性越强,反收购条款对创新产出的促进效果越明显。其原因可能在于,股票流动性越强,上市公司面临收购压力越大,越可能引起管理层短视行为,而防御能力增强会减轻管理层短视决策,进而驱动企业创新。

表 8 考虑异质性因素分组检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	GRA	GRA	GRA	GRA	GRA	GRA
	股票流动性弱	股票流动性强	薪酬高	薪酬低	权力大	权力小
ATP	0.037 (1.276)	0.186*** (6.124)	0.174*** (5.845)	0.072** (2.362)	0.199*** (7.080)	-0.003 (-0.082)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-9.251*** (-26.131)	-13.456*** (-40.604)	-11.601*** (-40.633)	-9.385*** (-31.926)	-12.663*** (-44.038)	-11.545*** (-32.093)
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10284	10285	10288	10281	11489	9080
调整后 R ²	0.483	0.552	0.572	0.462	0.535	0.519
P 值	0.0005		0.0179		0.0000	

资料来源:作者整理

(2)考虑激励机制的影响。为了保持市场竞争优势,企业需要创新。因此,股东会偏好高风险、高回报的创新项目,并通过持有投资组合来分散风险。然而,职业经理人的财富和职业前途却只能依赖于企业经营成败,难以有效分散风险(李春涛和宋敏,2010)^[48]。由于创新会让管理者承担较高风险,甚至可能威胁管理层职业地位,因此,管理者会试图限制甚至拒绝周期较长和风险较高的创新投资。为了缓解管理者职业担忧和减轻管理者短视行为,企业需要建立适当激励机制,鼓励管理者更多参与创新活动。薪酬激励是最常见激励方式,高额薪酬体现了管理层价值。倘若管理层没能实现既定业绩目标,更换职位的机会成本往往会很高(鲁桐和党印,2014)^[49]。而薪酬激励可以减少管理层委托代理问题,抑制高管规避投资风险,鼓励他们从事更多创新类项目的风险投资(Coles 等,2006)^[50]。高管薪酬激励越大,公司创新研发效率会越高(何玉润等,2015)^[42]。因此,薪酬激励可能会影响反收购条款与公司创新之间的正向关系。据此,本文根据样本管理层薪酬中位数进行高低分组,检验管理层激励机制的影响。分组检验结果如表 8 第(3)列和第(4)列所示。薪酬高样本组 ATP 系数为 0.174,在 1% 水平上显著为正,而薪酬低样本组 ATP 系数为 0.072,

在 5% 水平上显著,系数均值组间差异检验结果显著($P = 0.0179$),表明较高薪酬更能够促进反收购条款与创新产出的正向关系。因此,在反收购保护机制下,利益趋同的高额薪酬激励效应有助于调动管理者创新积极性,进而增强反收购条款对公司创新的正向治理效果。

(3)考虑管理层权力的影响。管理层权力大小会影响公司创新决策。代理理论认为,缺乏有效监督和约束的高管权力不利于企业创新(刘星等,2012)^[51]。然而,资源依赖理论认为,有效利用高管权力可以为公司带来关键资源,驱动企业创新。在契约不完备的情形下,经理和股东之间权力分配已成为一种重要激励机制(Aghion 和 Tirole,1994)^[52]。特别是当管理者人力资本与公司利益保持一致时,高管控制权力可以适当增加,以激励管理层投入更多创新资源。当高管拥有相对较大决策权时,其风险承担能力会提高(Lewellyn 和 Muller-Kahle,2012)^[53],从事创新的意愿也会增强。为了检验管理层权力对反收购条款与公司创新之间关系的影响,本文首先借鉴刘剑民等(2019)^[54]的做法,利用总经理任职年限、总经理和董事长是否两职合一、董事会人数、内部董事比例、管理层持股比例等五项指标,按照主成分分析法合成管理层权力指标,该指标值越大,意味着权力越大。然后根据管理层权力指标中位数对样本进行高低分组检验。结果如表 8 第(5)列和第(6)列所示。权力大样本组 ATP 系数为 0.199,在 1% 水平上显著,权力小样本组 ATP 系数为负且不显著,系数均值组间差异检验结果显著($P = 0.0000$),表明较高的管理层权力有利于促进反收购条款与公司创新的正向关系。其原因可能在于,市场收购压力缓解有利于权力较大的管理层充分发挥企业家精神,利用其人力资本和社会资本驱动企业创新。

为稳健性起见,本文还采用费舍尔组合检验,再次验证上述分组检验结果,结论相同^①。

2. 考虑反收购条款对公司长期价值的影响

我国上市公司在设立反收购条款时,大多强调其目的是为了保证公司经营稳定性,维护公司及全体股东长远利益。然而,反收购条款到底能否提升公司长期价值?学界存在两种相反的观点:即管理层防御观和长期价值创造观。前者认为,反收购条款会构建管理层与股东之间的壕沟,增加代理冲突。为了获取更高私利,管理层通常会扭曲投资策略,倾向于投资短平快项目,提升公司短期业绩,而忽略公司长期研发投入,致使公司长期价值面临下降趋势。Bebchuk 等(2009)^[22]、陈玉罡和石芳(2014)^[7]等均发现,反收购条款对公司价值产生负面影响。与之相反,长期价值创造观则认为,反收购条款能够增强公司抵御敌意收购的能力,避免受到资本市场敌意收购的威胁,管理层不敢进行高风险创新投资的短视行为减少,进而更加专注于公司研发创新,为公司未来发展获取长期竞争优势。Bhojraj 等(2017)^[30]证实了长期价值创造观点。本文拟以国内经验证据进一步验证反收购条款对公司长期价值的影响。为此,本文构建以下 OLS 回归模型(4):

$$TobinQ_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ATP_{i,t} + \gamma_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)中,因变量 *TobinQ* 为公司价值指标(陈玉罡和石芳,2014)^[7]。自变量为反收购条款虚拟变量 *ATP*。参考 Bhojraj 等(2017)^[30]、陈玉罡和石芳(2014)^[7]、张伟华等(2019)^[8],本文选取如下控制变量(*Controls*):公司规模(*SIZ*)、资产负债率(*LEV*)、资产收益率(*ROA*)、成长机会(*SG*)、股权集中度(*SHR*)、管理层薪酬(*PAY*)、两职合一(*DUA*)、独立董事比例(*IND*)、董事会规模(*SCA*)以及市场竞争程度(*HHI*)。同时,控制行业及年度固定效应。回归结果如表 9 所示。表 9 中第(1)列中 *ATP* 回归系数在 1% 水平下显著为正,说明反收购条款设立最终能够提升公司长期价值。

此外,本文将模型(4)因变量分别替换为经营绩效(*ROE*)和每股收益(*EPS*),自变量采用滞后两期和三期数据,再次进行回归,结果如表 9 第(2)列至第(5)列所示。从表 9 可以发现,反收购条款设置有利于未来两年和三年经营业绩和每股收益的提升,再次验证了我国上市公司反收购条款具有自治效应,对公司长远发展有利。

① 限于篇幅,未列示结果,备案。

表 9 反收购条款与公司价值

变量	(1) <i>TobinQ</i>	变量	(2) <i>ROE</i>	(3) <i>EPS</i>	变量	(4) <i>ROE</i>	(5) <i>EPS</i>
<i>ATP</i>	0.089*** (3.990)	<i>L2. ATP</i>	0.004* (1.667)	0.021** (2.168)	<i>L3. ATP</i>	0.005* (1.803)	0.024** (2.114)
<i>Controls</i>	控制	<i>L2. Controls</i>	控制	控制	<i>L3. Controls</i>	控制	控制
<i>_cons</i>	12.429*** (54.091)	<i>_cons</i>	-0.418*** (-16.895)	-3.396*** (-32.492)	<i>_cons</i>	-0.324*** (-12.082)	-3.053*** (-26.451)
<i>Industry/Year</i>	Yes	<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes
N	19979	N	14853	14869	N	12580	12593
调整后 R ²	0.405	调整后 R ²	0.106	0.168	调整后 R ²	0.099	0.155

资料来源:作者整理

七、研究结论与讨论

1. 研究结论与启示

本文利用国内上市公司反收购条款样本数据,研究了反收购条款对公司创新的影响。本文研究表明,反收购条款对公司创新具有正向驱动效应。上市公司设立反收购条款以后,专利申请数量和授权数量均会显著增加。从中介机制检验结果来看,反收购条款有利于增强管理层风险承担水平,进而提升公司创新产出数量。分组检验结果显示,当上市公司股票流动性较大、管理层薪酬水平较高以及管理层权力较大时,反收购条款对公司创新产出的驱动效应更加明显。进一步研究发现,反收购条款设立有助于提升公司长期价值。结合本文研究结果,得到以下启示:

第一,监管层可以引导上市公司合理设置反收购条款,以发挥章程自治效应。本文研究结果已证实,在外部市场压力减弱的情形下,管理层更敢于承担创新风险,增加创新研发支出,提升公司创新能力,最终提升公司长期价值。这说明,我国上市公司设立反收购条款行为具有创新驱动效应。鉴于此,本文建议监管当局引导上市公司合理设立反收购条款,在满足其控制权稳定需求的同时,充分发挥其章程自治作用。

第二,本文研究表明,反收购条款创新驱动效应还受股票流动性、薪酬激励以及管理层权力等因素影响。因此,为了增强反收购条款驱动创新效应,监管机构可以适当引导流动性较强的上市公司合理设置反收购条款。同时,上市公司可以适度提高管理层薪酬水平,赋予管理层相对较高的控制权力,以此激发管理者参与创新的主观能动性。

第三,监管当局需要建立公平竞争的控制权市场制度环境,促进资本市场高质量可持续发展。我国现行收购法律制度对收购方立场较为积极,鼓励上市公司并购重组以优化资源配置是现行立法的基本价值取向。然而,对被收购方而言,现行立法相对谨慎,至今尚未提供明晰的反收购条款范本。特别是现行立法仍然强调股东中心主义,严格限制了上市公司反收购行为的法律空间(徐明亮和张国红,2019)^[55]。正是由于我国控制权市场制度建设相对滞后,反收购制度供给远不能满足实践活动需求,一旦发生敌意收购,目标公司从开始就可能处于劣势地位,不利于收购双方公平有效竞争。本文证实了我国资本市场上反收购条款对公司创新的积极影响。因此,有必要由立法机构进行顶层制度设计,为上市公司提供明晰的、可选择反收购条款示范文本,进而搭建公平竞争的制度环境。只有在公平竞争的控制权市场环境中,企业家精神才能得到更好的保护和有效发挥,公司创新水平也会再上一个新台阶。

2. 研究局限与研究展望

一是本文仅以常见的七类反收购条款样本数据,检验反收购条款与公司创新之间的关系。除

除此之外,上市公司其他反收购机制对公司创新是否会产生不同的影响,仍有待进一步研究。二是如何解决因果关系问题是实证研究难以回避的问题。虽然本文已经采取了多种方法进行稳健性检验以及内生性处理,结果相对可靠,但是能不能找到更好的工具变量是未来需要思考的问题。三是与国外的丰富文献相比,国内反收购条款实证研究文献较少。由于市场制度背景不同,反收购条款设立效果可能各异。在当前制度环境情形下,我国上市公司设立反收购条款还会产生哪些不同的经济后果,值得国内学者继续关注。

参考文献

- [1] Gompers, P. A., J. L. Ishii, and A. Metrick. Corporate Governance and Equity Prices[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118, (1): 107 - 156.
- [2] Chemmanur, T. J., and X. Tian. Do Antitakeover Provisions Spur Corporate Innovation? A Regression Discontinuity Analysis[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 53, (3): 1163 - 1194.
- [3] 李善民,许金花,张东,陈玉罡. 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]. *天津:南开管理评论*, 2016, (4): 49 - 62.
- [4] 许金花,李善民,张东,陈玉罡. 反收购条款与投资者保护:理论模型与实证检验[J]. *北京:管理评论*, 2018, (7): 191 - 206.
- [5] 徐明亮,袁天荣. 交错董事会条款、制度环境与投资效率[J]. *北京:经济管理*, 2018, (5): 23 - 38.
- [6] 邓伟,王涛,成园园. 反收购条款、股价同步性与投资效率[J]. *北京:管理评论*, 2020, (11): 33 - 47.
- [7] 陈玉罡,石芳. 反收购条款、并购概率与公司价值[J]. *北京:会计研究*, 2014, (2): 34 - 40.
- [8] 张伟华,姚艺,王春燕. 公司章程中反收购条款设置与公司价值[J]. *北京:中国软科学*, 2019, (10): 129 - 144.
- [9] Atanassov, J. Do Hostile Takeovers Stifle Innovation? Evidence From Antitakeover Legislation and Corporate Patenting[J]. *Journal of Finance*, 2013, 68, (3): 1097 - 1131.
- [10] 郝颖,刘星. 资本投向、利益攫取与挤占效应[J]. *北京:管理世界*, 2009, (5): 128 - 144.
- [11] Manso, G. Motivating Innovation[J]. *Journal of Finance*, 2011, 66, (5): 1823 - 1860.
- [12] 赵世芳,江旭,应千伟,霍达. 股权激励能抑制高管的急功近利倾向吗——基于企业创新的视角[J]. *天津:南开管理评论*, 2020, (6): 76 - 87.
- [13] Aghion, P., P. Howitt, and S. Prantl. Patent Rights, Product Market Reforms, and Innovation[J]. *Journal of Economic Growth*, 2015, 20, (3): 223 - 262.
- [14] Tian, X., and T. Y. Wang. Tolerance for Failure and Corporate Innovation[J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27, (1): 211 - 255.
- [15] Chemmanur, T. J., E. Loutskina, and X. Tian. Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation[J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27, (8): 2434 - 2473.
- [16] Luong, H., F. Moshirian, L. Nguyen, X. Tian, and B. Zhang. How Do Foreign Institutional Investors Enhance Firm Innovation? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, 52, (4): 1449 - 1490.
- [17] He, J., and X. Tian. The Dark Side of Analyst Coverage: The Case of Innovation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109, (3): 856 - 878.
- [18] 杨道广,陈汉文,刘启亮. 媒体压力与企业创新[J]. *北京:经济研究*, 2017, (8): 125 - 139.
- [19] Shleifer, A., and R. Vishny. Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms[J]. *American Economic Review*, 1990, 80, (2): 148 - 153.
- [20] Fang, V. W., X. Tian, and S. Tice. Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation? [J]. *Journal of Finance*, 2014, 69, (5): 2085 - 2125.
- [21] Zhong, R. Transparency and Firm Innovation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2018, 66, (1): 67 - 93.
- [22] Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell. What Matters in Corporate Governance? [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22, (2): 783 - 827.
- [23] Harford, J., S. A. Mansi, and W. F. Maxwell. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the U. S. [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87, (3): 535 - 555.
- [24] Bertrand, M., and S. Mullainathan. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111, (5): 1043 - 1075.
- [25] Giroud, X., and H. M. Mueller. Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries? [J]. *Journal of Financial*

Economics,2010,95,(3):312-331.

[26] John, K., Y. Li, and J. Pang. Does Corporate Governance Matter More for Firms with High Financial Slack? [J]. Management Science,2017,63,(6):1872-1891.

[27] Frattaroli, M. Does Protectionist Anti-takeover Legislation Lead to Managerial Entrenchment? [J]. Journal of Financial Economics,2020,136,(1):106-136.

[28] Chemmanur, T. J., and Y. Jiao. Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis [J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36, (1): 305-319.

[29] Johnson, W. C., J. M. Karpoff., and S. Yi. The Bonding Hypothesis of Takeover Defenses: Evidence From IPO Firms [J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117, (2): 307-332.

[30] Bhojraj, S., P. Sengupta, and S. Zhang. Takeover Defenses: Entrenchment and Efficiency [J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 63, (1): 142-160.

[31] 郑志刚, 许荣, 徐向江, 赵锡军. 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]. 北京: 管理世界, 2011, (7): 141-153, 187-188.

[32] Manne, H. G. Mergers and Market for Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1965, 73, (2): 110-120.

[33] Chakraborty, A., and R. Arnott. Takeover Defenses and Dilution: A Welfare Analysis [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2001, 36, (3): 311-334.

[34] Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 40, (1-3): 3-73.

[35] Stein, J. C. Takeover Threats and Managerial Myopia [J]. Journal of Political Economy, 1988, 96, (1): 61-80.

[36] Chintrakarn, P., N. Jiraporn, and P. Jiraporn. The Effect of Entrenched Boards on Corporate Risk-taking: Testing the Quiet Life Hypothesis [J]. Applied Economics Letters, 2013, 20, (11): 1067-1070.

[37] Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson. Toward a Stewardship Theory of Management [J]. Academy of Management Review, 1997, 22, (1): 20-47.

[38] 傅穹. 敌意收购的法律立场 [J]. 北京: 中国法学, 2017, (3): 226-243.

[39] 黎文靖, 郑曼妮. 实质性创新还是策略性创新? ——宏观产业政策对微观企业创新的影响 [J]. 北京: 经济研究, 2016, (4): 60-73.

[40] 蔡卫星, 倪晓然, 赵盼, 杨婷婷. 企业集团对创新产出的影响: 来自制造业上市公司的经验证据 [J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (1): 141-159.

[41] 李春涛, 张计宝, 张璇. 年报可读性与企业创新 [J]. 北京: 经济管理, 2020, (10): 156-173.

[42] 何玉润, 林慧婷, 王茂林. 产品市场竞争、高管激励与企业创新——基于中国上市公司的经验证据 [J]. 北京: 财贸经济, 2015, (2): 125-135.

[43] 曹春方, 张超. 产权权利束分割与国企创新——基于中央企业分红权激励改革的证据 [J]. 北京: 管理世界, 2020, (9): 155-168.

[44] Li, K., D. Griffin, H. Yue, and L. Zhao. How Does Culture Influence Corporate Risk-taking? [J]. Journal of Corporate Finance, 2013, (23): 1-22.

[45] Kadyrzhanova, D., and M. Rhodes-kropf. Concentrating on Governance [J]. The Journal of Finance, 2011, 66, (5): 1649-1685.

[46] Roosenboom, P., F. P. Schlingemann, and M. Vasconcelos. Does Stock Liquidity Affect Incentives to Monitor? Evidence From Corporate Takeovers [J]. Review of Financial Studies, 2014, 27, (8): 2392-2433.

[47] 林志帆, 杜金岷, 龙晓旋. 股票流动性与中国企业创新策略: 流水不腐还是洪水猛兽? [J]. 北京: 金融研究, 2021, (3): 188-206.

[48] 李春涛, 宋敏. 中国制造业企业的创新活动: 所有制和 CEO 激励的作用 [J]. 北京: 经济研究, 2010, (5): 55-67.

[49] 鲁桐, 党印. 公司治理与技术创新: 分行业比较 [J]. 北京: 经济研究, 2014, (6): 115-128.

[50] Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen. Managerial Incentives and Risk-taking [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79, (2): 431-468.

[51] 刘星, 代彬, 郝颖. 高管权力与公司治理效率——基于国有上市公司高管变更的视角 [J]. 杭州: 管理工程学报, 2012, (1): 1-12.

[52] Aghion, P., and J. Tirole. The Management of Innovation [J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109, (4): 1185-1209.

[53] Lewellyn, K. B., and M. I. Muller-kahle. CEO Power and Risk Taking: Evidence From the Subprime Lending Industry [J]. Corporate Governance: An International Review, 2012, 20, (3): 289-307.

[54] 刘剑民, 张莉莉, 杨晓璇. 政府补助、管理层权力与国有企业高管超额薪酬 [J]. 北京: 会计研究, 2019, (8): 64-70.

[55] 徐明亮, 张国红. 交错董事会条款与企业投资研究——基于反收购视角的理论分析与经验证据 [J]. 南昌: 当代财经, 2019, (11): 130-140.

Does the Establishment of Antitakeover Provisions Affect Corporate Innovation?

XU Ming-liang, ZHANG Rui

(School of Accounting, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang, Jiangxi, 330013, China)

Abstract: In the face of the threat of hostile takeover, the management of Chinese listed companies have set up antitakeover provisions to maintain the stability of corporate control. According to the agency theory, antitakeover provisions are set out of the self-interest motive of managers, and will weaken the disciplinary role of control market, breed the opportunistic behavior of managers, and let shareholders bear the additional agency costs. On the other hand, the stewardship theory believes that strengthening the defense ability is conducive to reducing the risk of the transfer of corporate control, better ensuring the occupational safety of managers, encouraging managers to give full play to the spirit of “stewardship” and making suggestions for the long-term development of the company. As an emerging market country, the construction of China’s capital market system is not perfect, and the degree of development of the control market is relatively backward, what will be the effect of the implementation of antitakeover provisions? Chinese academic circles do not pay enough attention to this, resulting in academic research seriously lagging behind the regulatory practice. Under the background that China pays attention to the high-quality development of the capital market, can the antitakeover provisions help enterprises to innovate for a long time? It is a topic rarely studied in China and worthy of in-depth study.

This paper empirically examines the relationship between antitakeover provisions and enterprise innovation. The study finds that the establishment of antitakeover provisions by Chinese listed companies helps to activate the momentum of management innovation and significantly increase the number of patents. The analysis of intermediary mechanism shows that antitakeover provisions is conducive to enhance the level of risk-taking of management, and then improves the amount of innovation output. Heterogeneity grouping test shows that when listed companies have stronger stock liquidity, higher management compensation and greater management power, the positive relationship between antitakeover provisions and innovation output is more obvious. Finally, this paper also finds that the antitakeover provisions will eventually enhance the long-term value of the company. This study will not only help to deeply understand the nature of the behavior of antitakeover provisions set up by Chinese listed companies, but also add new empirical evidence for regulatory authorities to distinguish the pros and cons of antitakeover provisions.

The possible contributions of this paper include: (1) most Chinese scholars have analyzed the impact of antitakeover provisions on shareholders’ rights from the perspective of law, but few scholars have explored the economic consequences of antitakeover provisions from the perspective of corporate governance. This paper analyzes the economic consequences of antitakeover provisions from the perspective of corporate innovation, which makes up for the lack of Chinese literature to a certain extent. (2) with regard to the influence of antitakeover system on corporate innovation, the views of foreign literature can be divided into inhibition view and promotion view. As an emerging capital market country, the completeness of China’s legal system and the developed degree of the control market are different from those of the mature capital market, and this environmental difference may affect the implementation effect of the antitakeover provisions. For this reason, this paper uses the sample data of listed companies in emerging capital markets (China) to study the impact of antitakeover provisions on corporate innovation, in order to add new empirical evidence for the above disputes. (3) when studying the impact of antitakeover provisions on corporate innovation, the existing literature ignores the effect of stock liquidity, executive incentive and executive power on the relationship between them, and lacks the analysis of intermediary mechanism. For this reason, this paper makes a further supplement to this.

Key Words: antitakeover provisions; corporate innovation; short-sighted management; risk-taking; corporate value

JEL Classification: K23, P48, M19

DOI: 11.19616/j.cnki.bmj.2021.11.008

(责任编辑:弘毅)