

公司章程中反收购条款 的采用动机与经济后果研究

陈玉罡 石芳 程瑜 赵紫婷 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

国家自然科学基金面上项目“公司章程中投资者保护条款的采用动机和经济后果研究”资助

公司章程中反收购条款的 采用动机与经济后果研究

陈玉罡 石 芳 程 瑜 赵紫婷 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

公司章程中反收购条款的采用动机与经济后果研究/

陈玉罡等著. —北京: 经济科学出版社, 2016. 12

ISBN 978-7-5141-7733-6

I. ①公… II. ①陈… III. ①上市公司-企业兼并-
公司法-研究-中国 IV. ①D922.291.914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 018226 号

责任编辑: 黎子民 赵泽蓬

责任校对: 杨 海

责任印制: 邱 天

公司章程中反收购条款的采用动机与经济后果研究

陈玉罡 石 芳 程 瑜 赵紫婷 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxbs. tmall. com](http://jjkxbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710×1000 16 开 9.75 印张 200000 字

2017 年 5 月第 1 版 2017 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-7733-6 定价: 45.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010-88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

2015 年下半年万科的股权之争引起了投资者的广泛关注，也让大家意识到了公司章程的重要性。早在 2013 年，作为中山大学并购重组研究中心的课题组成员之一，在研究过程中我就意识到了公司章程的重要性。这是因为我们在研究过程中发现，2005 ~ 2007 年进行的股权分置改革以及在此期间进行的《上市公司收购管理办法》的修订必将引起中国资本市场的巨大变化，以前的非市场化并购将变成市场化的并购，而控制权的争夺也将成为“新常态”。股权分置改革使得收购方有机会通过在资本市场上收购股份成为上市公司的控股股东，《上市公司收购管理办法》将“全面要约制度”修订为“部分要约制度”则使得收购方的收购风险和成本大为降低。这两项改革为“敌意收购”打开了绿灯。敏锐的“秃鹫”已经盯上了很多“猎物”。然而，作为公司“基本法”——“公司章程”的作用却没有得到上市公司的重视，这也导致万科成为了“秃鹫”的“猎物”。

到底公司章程中有哪些条款可以对抗“秃鹫”的袭击？这些条款是提升了公司价值还是降低了公司价值？是提升了公司被收购的概率还是降低了公司被收购的概率？是为公司在被收购过程中获得更高的溢价还是让公司无法获得溢价？带着对这些问题的疑惑，我们开启了新的研究，希望读者能在本书中找到对这些问题的回答。

陈玉罡
写于康乐园

目 录

第 1 篇 公司章程中的反收购条款与公司价值

第 1 章	引言	3
1.1	研究背景	3
1.2	研究目的	5
1.3	研究方法和内容安排	5
第 2 章	文献综述	8
2.1	国外文献综述	8
2.2	国内文献综述	10
第 3 章	研究假设	13
第 4 章	数据与研究方法	16
4.1	样本选择	16
4.2	变量定义	17
4.3	描述性统计	18
4.4	研究方法	21
第 5 章	实证分析	23
5.1	反收购条款对并购概率的影响	23
5.2	反收购条款对公司价值的影响	30
5.3	单个条款作用进一步分析	32

5.4	稳健性检验	39
5.5	内生性分析	44
第6章	研究结论和政策建议	48
6.1	研究结论	48
6.2	政策建议	49

第2篇 公司章程中的投资者保护 条款与控制权稳定性

第7章	引言	53
7.1	研究背景	53
7.2	研究目的	54
7.3	研究内容安排	55
7.4	本篇创新点	55
7.5	本篇存在的不足	56
第8章	文献综述	57
8.1	投资者保护条款的内涵及发展	57
8.2	投资者保护条款与公司治理	60
8.3	投资者保护条款与控制权转移	61
第9章	研究设计	63
9.1	样本来源	63
9.2	变量描述	64
9.3	实证模型	70
第10章	实证结果	71
10.1	描述性统计	71
10.2	模型回归结果	72
第11章	研究结论与政策建议	85
11.1	研究结论	85

11.2 政策建议	86
-----------------	----

第3篇 公司章程中的反收购条款与并购溢价

第12章 引言	91
12.1 研究背景	91
12.2 研究意义及目的	93
12.3 本篇结构安排及创新点	94
12.4 本篇存在的不足	96
第13章 国内外文献综述	98
13.1 反收购条款对公司影响的相关文献研究	98
13.2 反收购条款对控制权市场影响的相关文献研究	101
13.3 反收购条款对并购溢价影响的相关文献研究	102
第14章 研究设计	104
14.1 研究假设	104
14.2 变量描述	107
14.3 样本来源	111
14.4 实证模型	112
第15章 实证结果	116
15.1 描述性统计	116
15.2 模型回归结果	118
第16章 研究结论及政策建议	133
16.1 研究结论	133
16.2 政策建议	134
参考文献	136



第 1 篇

公司章程中的反收购 条款与公司价值

第 1 章

引 言

1.1 研究背景

2005 年，我国实施了上市公司股权分置改革，将原来的非流通股变为流通股，这不仅充分体现所有股东权益的真正平等，而且给并购参与各方提供了一个公平的环境。2006 年，《上市公司收购管理办法》的实施，将强制性全面要约收购制度调整为由收购人选择的要约收购方式，赋予收购人更多的自主空间，降低了收购成本，强化了上市公司的外部治理。这两项政策的实施激活了我国的控制权市场（陆瑶，2010）。随着股票市场开放性的提高和并购活动的增多，我国上市公司逐渐加强了对反收购条款的运用，通过在章程中设置相关的条款，以抵御可能存在的敌意收购。本篇希望从上市公司章程中的反收购条款出发，研究这些条款的设置对于公司被并购的概率和公司价值的影响。

我国的股票市场起源于 20 世纪 90 年代初，发展时间较短，在反收购的实践和研究方面与国外存在较大差距。在国外成熟的市场环境下，上市公司对反收购措施运用较多，分为法律层面的规定和公司层面的反收购条款，具体包括毒丸条款、错列董事会、绝对多数、累积投票制、不平等投票等 24 种反收购策略（Gompers, Ishii, Metrick, 2003）。在我国，受法律法规和市场环境的限制，国外大部分反收购条款在我国并不适用，上市公司的反收购条款主要存在于章程中。章程作为公司经营管理的指导性文件，规定了公司组织和决策的基本规则，通过在其中设置部分限制性条款，能够很好地抵御敌意收购方的进入，起到反收购的效果。

2006 年，我国发布了《上市公司章程指引》，对章程中的具体条款设置做出规范，其中的大多数内容为格式条款，可以给上市公司自由设定的部分有

限。通过比对和分析上市公司的章程发现,上市公司只能在董事选举程序和投票方式上对并购者的进入设置障碍,在其他方面可以发挥的空间很小。我国上市公司可以章程中设置的反收购条款包括累积投票制、错列董事会、董事提名权股份限制、提名权时间限制、董事会资格审查和绝对多数条款等六类(王建华,2007),这些条款的主要作用在于延长敌意收购方控制目标公司的时间,以及限制收购方影响目标公司决策的能力。本篇将以这六类反收购条款为研究对象,分析它们对控制权市场和公司价值的具体作用。

因为上市公司的章程是公开性文件,因此在章程中设置的上述条款均为预防性条款,它们设置的主要目的是为了降低目标公司被敌意收购的可能性,增加收购方获得控制权的难度。收购方在发动并购之前,会对各潜在的目标公司做出评估,综合分析其收购难度。如果两个公司的资产吸引力相当,那么拥有较少防御措施的公司被收购的可能性较大。因此,对于有这些反收购条款的公司,被并购的概率将有所降低。

反收购条款对目标公司被并购概率的改变,将影响控制权市场作用的发挥。控制权市场又称为接管市场,当上市公司经营不善、业绩下降时,其他竞争者可以通过收购股权来取得对公司的控制,达到接管和更换不良管理层的目的。控制权市场是一种重要的外部公司治理机制,对公司的良性发展具有重要的促进作用。当上市公司在章程中设置了反收购条款,即使经营业绩不佳,其他竞争者也很难通过收购股份来取得对该公司的控制,控制权市场的作用将难以发挥。

上市公司在章程中设置相应的反收购条款,会改变其被并购的概率,这将影响控制权市场作用的发挥。外部治理机制作用的不同,将会改变董事会的努力程度和公司的谈判实力,进而反映在公司业绩和公司价值上。一方面,反收购条款能被管理层用来作为维护自身利益的工具,抵消公司可能被收购的外部监管作用,管理层的工作积极性降低,从而对股东和公司利益造成损害。另一方面,反收购条款能作为管理层与收购者讨价还价的筹码,有利于获得对股东更有利的收购价格,同时还能延缓收购步骤,为公司管理层赢得时间寻找竞价者,使股东获得更高溢价,提高公司价值。因此,反收购条款对公司价值是否存在积极作用,取决于上述两方面作用的大小。

公司章程是公司的重要文件。在章程中设置反收购条款是否对公司有利,这是本篇研究的主要问题。对于反收购条款国内已有众多的研究,大多数学者是从理论分析的角度阐述了反收购条款的利弊和适用性。本篇试图通过实证分析,研究反收购条款对并购概率和公司价值的影响。

1.2 研究目的

随着控制权市场的激活，上市公司越来越重视对反收购条款的运用，以预防可能存在的敌意并购。我国上市公司中，大多数公司均在章程中设置了累积投票制等相关条款，希望能在面临被并购威胁时起到保护公司的目的。

我国一直致力于完善市场机制，提高市场的监督指导作用。控制权市场作为一种重要的外部公司治理机制，在促进股票市场的良性发展方面有着积极作用。上市公司在章程中设置反收购条款，将在一定程度上对其被并购的概率产生影响，从而阻碍控制权市场作用的发挥。控制权市场作用的减弱，一方面降低了目标公司管理层被替换的可能性，导致他们工作积极性下降，对公司价值产生不利影响；另一方面，提高了目标公司谈判的能力，有利于目标公司获得更有利的并购条件，对公司价值产生积极作用。控制权市场作用的变化对公司价值的影响如何，依赖于上述两种作用的大小关系。

本篇将通过实证分析，试图说明反收购条款与并购概率和公司价值之间的关系，具体包括下面两点：

- (1) 反收购条款的设置是否影响公司被并购的概率。
- (2) 反收购条款的设置与公司价值之间的关系。

1.3 研究方法和内容安排

本篇主要通过实证对反收购条款、并购概率和公司价值之间的关系进行检验，分析在公司章程中设置反收购条款的利弊。由于我国反收购措施的使用才刚刚起步，在这种情况下，如何正确利用反收购条款，使其有利于公司发展，是本篇关注的重点问题。

本篇使用的反收购条款数据来源于上市公司的章程。由于现有数据库中沒有反收购条款的数据，笔者通过手动查找上市公司章程，搜集整理反收购条款的运用情况数据。另外，上市公司的并购数据和公司特征数据来自国泰安数据库和上市公司年报。

本篇主要采用描述性统计、Logistic 回归和随机效应模型等方法进行实证检验。在分析反收购条款对被并购概率的影响方面，本篇将使用 Logistic 回归

方法；在分析反收购条款对公司价值的影响方面，本篇将采用面板数据的随机效应模型。在数据处理过程中，本篇使用的是统计软件 Stata 11。

本篇主要内容安排如下：

第1章，引言。该部分介绍本篇的研究背景和研究内容，以及本篇所要达到的目的。

第2章，文献综述。这部分将回顾国内外学者对于反收购条款所做的研究，并对前人的研究进行评述。

第3章，研究假设。结合理论分析和文献总结，对本篇研究的问题提出具体的假设。

第4章，数据与研究方法。说明数据来源和变量定义，并介绍验证假设所要使用的具体模型。

第5章，实证分析。采用实证研究的方法对研究假设进行检验，并对实证结果的稳健性进行分析，以及分析本篇是否存在内生性。

第6章，研究结论和政策建议。对实证分析结果进行总结分析，指出本篇不足，并根据本篇的结论提出几点政策建议。

文章的整体研究框架如图 1-1 所示。

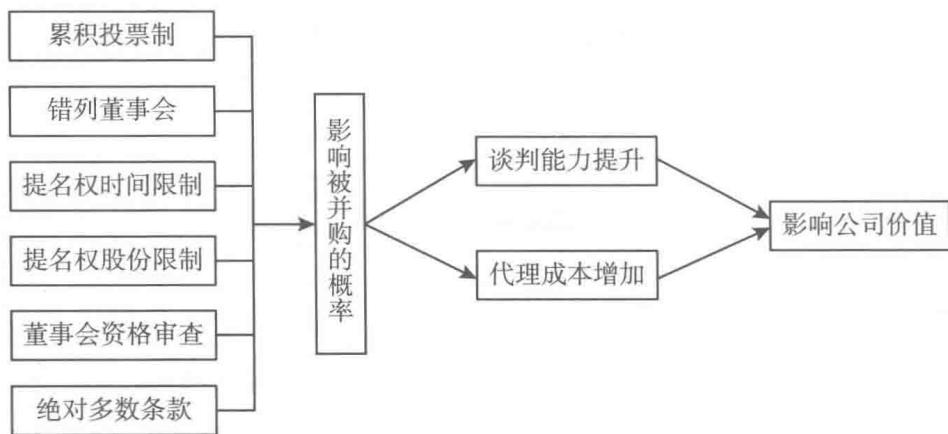


图 1-1 研究框架

在国外成熟的市场经济中，控制权市场的作用十分显著，因此反收购条款运用相当广泛。2005 年股权分置改革和 2006 年《上市公司收购管理办法》实施以后，我国的控制权市场得到了激活，并购事件迅速增加。在控制权市场作用逐渐加强的环境下，上市公司如何恰当地使用反收购条款维护自己的控制权，并且提升公司价值，这些问题需要通过实证检验得到答案。

本篇可能的创新之处包括以下几点：

第一，从实证方面检验反收购条款对控制权市场的影响。目前，上市公司章程中的反收购条款数据还未有人系统地整理分析过，笔者将通过查阅上市公司章程，搜集整理这一数据，并分析其对控制权市场作用的影响。

第二，从控制权市场的角度来分析反收购条款对于公司价值的影响。本篇先分析了反收购条款对于控制权市场的作用，进而检验其对公司价值的影响，明确了反收购条款影响公司价值的具体路径。

第三，分类讨论反收购条款对于公司价值的影响。本篇对于反收购条款的作用进行了具体的分类：一方面，反收购条款能使目标公司在并购谈判中处于有利地位，可以提升公司价值；另一方面，反收购条款使得公司被控制权市场惩戒的威胁降低，导致委托代理成本提高，从而降低公司价值。当前的众多文献主要是通过理论分析来说明反收购条款的作用，本篇将对这一问题提供实证支持。

第 2 章

文献综述

2.1 国外文献综述

多年以来，学者们一直在试图分析什么样的公司治理结构能带来更高的股东价值。反收购条款作为公司治理的一个重要手段，国内外学者进行了很多相关研究。

2.1.1 反收购条款与并购概率

自从学者们开始关注反收购条款，关于反收购条款对并购概率影响的论文就层出不穷，其中有的是单独研究某一条款的影响，有的是研究反收购条款组合的影响。

巴加特和布里克利（Bhagat & Brickley, 1984）分析了累积投票制对于少数股东投票权的影响，认为累积投票制能提高少数股东选举自己代表的能力，因此可以降低并购成本。根据他们的研究，在收购方取得少部分股权的时候，就能够通过累积投票制将自己的利益代表人选举进董事会，从而降低并购成本。从这一方面讲，累积投票制与公司被并购的概率正相关。然而，之后有学者表明，错列董事会能够改变累积投票制对于并购概率的正向影响（Bebchuk etc., 2002; Coates, 2001; Daines & Klausner, 2001）。公司如果同时使用累积投票制和错列董事会条款，被并购的概率将显著降低。

别布丘克、科茨和苏布拉玛尼安（Bebchuk, Coates & Subramanian, 2002）对错列董事会的反收购效力进行了专门研究。他们使用 1996 ~ 2000 年间的敌意收购数据，表明错列董事会条款具有很强的反收购作用。错列董事会条款对

公司提供了两方面的保护：一方面它延长了敌意收购者的等待时间，使得他们至少等待一年才能控制公司；另一方面，它提高了敌意收购方控制公司的难度，要求他们在间隔时间较长的两次选举中都能获得较多席位。别布丘克等（2007）利用1995~2004年的数据得到了相同的结论，错列董事会能够增加公司保持独立的可能性。

另外，大多数的研究表明毒丸条款、绝对多数条款、错列董事会、董事会责任、章程修改限制等对并购概率有负向影响（Bebchuk *etc.*, 2009; Bates *etc.*, 2008; Frakes, 2007; Bebchuk & Cohen, 2005; Daines & Klausner, 2001）；而金降落伞和薪酬计划等条款与并购概率正相关（Bebchuk *etc.*, 2009; Bebchuk *etc.*, 2002; Agrawal & Knoeber, 1998），这是因为金降落伞等条款能给管理层带来巨大的收益，降低了他们抵制并购的意愿。

苏科里克（Sokolyk, 2011）对反收购条款对并购概率的影响进行了细致的分析。他以1990~2004年的并购事件为样本，利用多因素风险模型，研究发现反收购条款数目对于并购概率并没有显著影响。作者认为这可能是由于不同的反收购条款作用不同，因此整体影响并不显著。之后，他还分析了单个反收购条款的影响效果，结果表明，错列董事会和毒丸条款的组合是最有效的反收购措施，而薪酬计划和金降落伞将显著提高被并购的概率。

从之前的研究文献来看，利用不同的样本和研究方法，可能会得到不同的结果。并且，不同的反收购条款作用方向可能不同，因此在整体上可能对并购概率并没有影响，而单个条款对并购概率存在显著影响。

本篇研究的条款包括累积投票制、错列董事会、董事提名权限制、董事会资格审查、绝对多数条款等几类，将从反收购条款整体和单个条款两个方面来研究它们的具体作用。从国外学者的研究结果推测，错列董事会将降低目标公司被并购的概率，累积投票制对并购概率的影响较弱，影响方向不确定。

2.1.2 反收购条款与公司价值

国外学者从20世纪80年代开始关注反收购条款，最初的大多数研究只是针对单个反收购的效果进行分析，检验其对股东利益的影响（Karpoff & Malatesta, 1989; Swartz, 1998）。

最早全面的分析反收购条款的是冈珀斯、石井和迈特里克（Gompers, Ishii & Metrick, 2003），三位学者首次系统的归纳了反收购条款的种类，将24个反收购条款分为延迟、保护、投票、法律保护和其他五个大类，并利用24

个条款构建了一个“治理指数”（简称 G 指数），利用这个指数来分析反收购条款和公司价值之间的关系。他们利用美国 20 世纪 90 年代的数据研究发现，反收购条款数量较少的公司相对于条款较多的公司，业绩表现更好，它们之间年超常回报率的差异为 8.5%。此外，他们还发现，反收购条款较少的公司，有更高的公司价值、更高的利润率等。也就是说，他们的研究表明，反收购条款与公司价值之间是显著的负相关关系。科尔、瓜伊和拉斯蒂克斯（Core, Guay & Rusticus, 2006）采用与冈珀斯等（2003）相同的方法，采用更新的数据进行实证，结果表明反收购条款多的公司，业绩并未显著低于条款数目少的公司。另外，还有很多其他学者也利用“治理指数”进行了研究（Cremers & Nair, 2005；Villalonga & Amit, 2004）。

别布丘克和科恩（Cohen, 2005）分析了错列董事会与公司价值（Tobin's Q）之间的关系，结果表明二者之间显著负相关。别布丘克、科恩和费雷尔（Ferrell, 2009）在冈珀斯等（2003）的基础上，对 24 个反收购条款进行了分析，发现其中的 18 个条款对于公司价值和股票回报没有影响，因此利用剩余的 6 个条款构造了“堑壕指数”（简称 E 指数）。他们的研究发现，随着反收购条款的增多，公司价值显著的下降，反收购条款与公司价值之间存在显著的负向关系。但是，他们没有进一步分析公司价值的降低是否是由堑壕作用导致的。

尽管之前的大多数学者认为反收购条款有损公司价值，但是斯特拉斯卡和沃勒（Stráska & Waller, 2010）的研究表明，反收购条款并不一定导致公司价值的降低。他们对反收购条款的两方面作用进行了检验，即谈判力增强作用和管理层保护作用。研究发现，对于谈判能力弱的公司，反收购条款的主要作用是提高公司的谈判能力，因此，反收购条款与公司价值正相关。他们的研究表明，目标公司的某些特征决定了反收购条款对公司价值的作用方向。

从国外的研究结果来看，反收购条款对公司价值有正反两个方面的作用，一方面它能提高谈判能力，提高公司价值；另一方面，它会产生堑壕作用，保护低效的管理者。这两方面作用的大小，决定了反收购条款是提高公司价值还是降低公司价值。

2.2 国内文献综述

随着我国股市改革的不断发展，控制权市场得到了快速发展，并购事件显