DOI 编码：10.3969/j.issn.1672-884x.2019.03.005

董事会资本、分层董事会条款与公司风险承担研究

王 凯[1] 范合君[1] 薛坤坤[2] 许金花[3]
（1. 首都经济贸易大学工商管理学院；2. 南开大学中国公司治理研究院；
3. 广东工业大学管理学院）

摘要：聚焦中国资本市场上保护管理者控制权的重要手段——分层董事会条款设立，基于资源观和代理观，从该条款设立的影响因素和后果两个方面展开研究分析。首先，指出董事会资本是影响分层董事会条款设立的重要因素；其次，在公司风险承担的研究情境下，探讨了分层董事会条款设立之后的作用机理；然后，利用手工搜集的上市公司分层董事会条款数据，实证检验了分层董事会条款设立影响因素和后果的研究假设。研究结果发现：董事会资本越丰裕，上市公司越可能设立分层董事会条款；分层董事会条款的设立会阻碍董事将其资本应用于公司风险承担。

关键词：分层董事会条款；董事会资本；风险承担；反收购条款
中图法分类号：C93 **文献标志码**：A **文章编号**：1672-884X(2019)03-0351-09

Board Capital, Staggered Board Clause and Corporate Risk-Taking

WANG Kai[1] FAN Hejun[1] XUE Kunkun[2] XU Jinhua[3]
(1. Capital University of Economics and Business, Beijing, China; 2. Nankai University, Tianjin, China; 3. Guangdong University of Technology, Guangzhou, China)

Abstract: This paper focuses on one important way to protect managers' controlling rights in China's capital market, that is, the establishment of staggered board clause. We analyze what affects the establishment of this clause and what are the consequences. Firstly, based on resource perspective, this study proposes that board capital has an important impact on the establishment of staggered board clause. Secondly, taking corporate risk-taking as the research situation, this study explores two different mechanisms through which the staggered board clause works. One is from resource perspective, and the other is from agency perspective. Using data about staggered board clause collected from articles of association, this study empirically tests what affects the establishment of this clause and its consequences. We find that, board capital positively affects the establishment of staggered board clause, while its establishment negatively moderates the positive relationship between board capital and corporate risk-taking.

Key words: staggered board clause; board capital; risk-taking; anti-takeover clauses

1 研究背景

在中国资本市场上著名的“宝万之争”事件发生后，诸多上市公司纷纷修改了公司章程，在章程中加入了保护管理者控制权的条款。由此可见，国内企业界已意识到对管理者控制权进行保护的重要性。然而，另有一些学者指出，一直让管理者保持控制权也可能并不利于企业的发展。例如，瞿旭等[1]揭示了会计违规背景下的创始人保护现象，并通过实证检验表明这种

收稿日期：2018-04-26
基金项目：国家自然科学基金资助项目(71702114，71702036)；国家社会科学基金“研究阐释党的十九大精神”专项基金资助项目(18VSJ084)；北京市社会科学基金资助项目(18GLC076)；北京市优秀人才青年拔尖团队资助项目(2017000026833TD01)

保护会加剧“替罪羊效应”(即 CFO 替 CEO 离职),而弱化“连坐效应”(即 CEO 和 CFO 同时离职)。鉴于此,有学者认为企业创始人深处“险境”,实为中国公司之福[2]。由此,在什么条件下需要对管理者的控制权进行保护,方能有利于公司价值的提升已成为学界和企业界关注的热点问题。

关于保护管理者控制权的具体方式,在发达国家资本市场中主要采取二元股权结构的方式。即企业的股东分为 A 类和 B 类,前者每股一个投票权,向社会公众发行;后者每股拥有多个投票权,称之为超级投票权,由创始股东拥有。然而,考虑到资本市场成熟度等原因,当下中国资本市场上尚不允许二元股权结构的设计。除了二元股权结构之外,反收购条款的设立也是保护创始人控制权的一种主要方式,因此,越来越多的国内上市公司已开始在公司章程中引入该类条款。当前,反收购条款包含多种类型(如累积投票制条款、绝大多数条款、分层董事会条款等)。根据有关统计,国内 90% 以上的上市公司均在公司章程中引入了累积投票制和绝大多数条款,而分层董事会条款近年来被逐步引入和受到关注。鉴于此,本研究聚焦于分析上市公司如何利用分层董事会条款对控制权进行保护。为了回答何种条件下需要引入分层董事会条款,以及引入该类条款后的结果等问题,本研究首先从董事会资本这一概念切入,然后基于资源依赖理论分析董事会资本如何影响分层董事会条款的设立,并以公司风险承担为研究情境,讨论分层董事会条款的设立是更能促进董事会将企业的人力资本和社会资本应用于公司风险承担(资源观),还是通过该类条款为董事会成员设置了留任保障,导致控制权市场治理的有效性丧失[3,4],从而不利于董事会将资本应用于风险承担(代理观)。考虑到当下对于激发和保护企业家精神的呼吁,本研究具有较为重要的现实意义。

2 理论分析

2.1 董事会资本

目前,学者们分别从以下两个方面分析了董事会资本的作用[5]。

(1)**董事会人力资本** KROLL 等[6]发现,如果董事会成员中存在风险投资背景的相关人员,公司 IPO 之后的财务业绩会显著提高。一般而言,公司董事的管理经验也是企业重要的人力资本。例如,ROSENSTEIN 等[7]检验了当具有首席执行官经验的人被任命为董事时的市场反应,发现有管理经验的人担任董事是利好消息。董事的金融专业知识也发挥着重要作用。例如,MIZRUCHI 等[8]发现,董事的金融机构背景显著影响公司的债务融资水平。

(2)**董事会社会资本** 一些学者检验了基于董事连锁而形成的社会资本的作用。例如,STUART 等[9]发现,如果某公司董事会中存在与私募有关系的连锁董事,则该公司更有可能从该私募中获取股权融资。此外,还有学者分析了基于政治联系而形成的社会资本的作用。例如,王凯等[10]发现,独立董事政治联系可以带来更多的政府补贴,但这些补贴并不能得到有效的利用。

通过分析已相关研究可以发现,学者们已识别与检验了董事会资本的多种不同作用。本研究将基于这些研究,分析能够发挥重要作用的董事会资本如何影响分层董事会条款的设立,并进一步探索该类条款设立后如何反过来影响董事会资本作用的发挥。

2.2 反收购条款设立

2.2.1 反收购条款设立的影响因素

关于公司为什么要在章程中引入反收购条款,已有研究识别了一些引入反收购条款与否的影响因素。例如,BRICKLEY 等[11]实证检验了不同类型股东对反收购条款的支持力度,发现机构投资者以及其他大股东更倾向于支持反收购条款,且当其发现条款损害公司价值时也会更加反对。除了检验所有权结构对反收购条款设立的影响之外,学者们还分析了企业高层管理者权力大小的影响。在分析上市公司为什么会在公司章程中引入“毒丸”计划时,DAVIS[12]发现,当企业所有权集中度较高时,引入“毒丸”计划的可能性降低;而当内部董事比例较高时,则会增加引入“毒丸”计划的可能性。还有的学者在基于新制度理论分析制度扩散时涉及到了反收购条款采纳的影响因素。例如,DAVIS[12]的研究还发现,连锁董事的存在会促进“毒丸”计划条款的扩散。此外,“毒丸”计划条款在焦点公司所处行业中的普遍性也会影响其是否引入这一条款的可能性。与有关研究分析是否采纳反收购条款的影响因素不同,BARRY 等[13]分析了并购防御水平的影响因素,发现收购者愿意支付最高溢价的公司可能会有较强的防御水平;与股东相比,公司内部人更倾向于较强的防御水平。

本研究对董事会资本的丰裕程度是否影响

设立反收购条款进行了重点分析，以期对已有关于反收购条款设立影响因素的研究进行补充。

2.2.2　反收购条款设立的后果

DEANGELO 等[14]剖析了反收购条款发挥作用的两种内在机制：①管理层堑壕假说。该假说认为，管理者在公司章程中引入反收购条款旨在为自身的职位提供保护，抑或是在并购过程中为自己攫取利益（如在公司被并购后仍保留一定职位）。最终，反收购条款的设立会损害目标公司股东的利益。②谈判收益假说（股东利益假说）。该假说认为在设立反收购条款之后，管理者可以凭借条款对敌意收购和投机性收购进行抵制。具体地，凭借反收购条款，目标公司在并购过程中的谈判地位提高，从而其股东可以获得更高的并购溢价。

基于上述两种内在机制，学者们进行了大量研究。一些研究为管理层堑壕假说提供了实证证据[15]。与此同时，另一些研究却得出了与管理层堑壕效应相左的结论[16]。关于谈判收益假说的研究主要分析了反收购条款对并购概率以及并购溢价的影响。与管理层堑壕假说相似，学者们也并未得出统一的结论。例如，BEBCHUK 等[17]指出，设立了分层董事会条款的公司在被敌意收购后更可能保持独立性，但是并未发现设立了分层董事会和没有设立分层董事会的公司相较在被并购之后有更高的并购溢价。CHEN 等[16]的研究发现，累积投票的采纳可以降低公司被列为收购目标的可能性。

与国外研究相比，国内学者在公司章程中反收购条款方面的研究起步较晚，相关研究仍不多见。这些研究重点分析在公司章程中引入相关条款后的结果，基本上也沿循了管理层堑壕和谈判收益两种假说。例如，李善民等[18]对两种反收购条款假说进行了综合，发现分层董事会制度会增加公司的隐性代理成本，支持管理层堑壕假说。此外，分层董事会制度能够降低目标公司被并购的概率，同时增加并购溢价，支持谈判收益假说。

分析已有关于反收购条款设立后果的研究可以发现，学者们基于两种不同的研究假说，分别从反收购条款如何影响管理者的行为以及如何影响并购行为等方面进行了分析。本研究则基于组织理论，指出了反收购条款设立后可能存在两种作用路径：①基于代理观，使得董事会由于失去了控制权市场的威胁而出现代理问题，不再将董事会资本应用于风险承担；②基于资源观，反收购条款的设立为董事提供了保障，从而使他们更积极地将董事会资本应用于风险承担。这两种作用路径的讨论丰富了反收购条款设立后果的相关研究。

2.3　风险承担的影响因素

公司风险承担水平体现了公司在进行投资等行为时的风险偏好情况。考虑到高风险项目往往伴随着高收益，较高的风险承担水平有利于促进社会生产效率的提高。有鉴于此，一些学者也把风险承担作为企业家精神的重要组成部分[19]。考虑到当前学界和实践界对激发和保护企业家精神的重视，分析风险承担的影响因素十分关键。对此，已有相关研究多聚焦于公司治理水平或高管特征。例如，NGUYEN[20]的研究发现，集团从属、银行持股、创始人或家族控制以及所有权集中度都是影响风险承担的关键变量。国内研究也基本上类似。例如，李文贵等[21]发现，国有中小规模企业的风险承担水平较低，且在市场化进程较快的地区更明显。

基于此，可认为已有关于风险承担影响因素的研究多聚焦于高层管理者层面，并从其的动机行为出发进行分析。然而，公司进行风险承担还需要必要的资源支持，这方面已有研究则涉及较少。鉴于此，本研究聚焦董事会资本这种特殊资源，分析其对风险承担的作用，以及这种作用如何受分层董事会条款设立的影响。

3　研究假设

由于处于非正式机制为主要特征的多元化转型制度环境中，并受以“关系”为主要特征的社会习俗的影响，董事会资本在中国上市公司的发展过程中扮演着重要角色。由此，本研究在已有研究基础上，基于资源观和代理观，重点讨论董事会资本对分层董事会条款设立的影响，以及该条款设立后，如何进一步影响董事会资本对企业风险承担的作用。

3.1　董事会资本对分层董事会条款设立的影响

依据资源依赖理论，当某一主体具备了另一主体所需要的资源时，后者便会对前者产生依赖。考虑到已有研究所识别的董事会资本的诸多作用，上市公司需要依赖董事会资本，包括人力资本和社会资本实现长远发展[22]。当上市公司对董事会成员拥有的资本有所依赖时，应该为其提供一定的有利条件，而控制权保护机制的设计便是其中的一种。根据我国《公司法》

的有关规定，分层董事会等反收购条款的通过由股东大会决定。当董事会资本较为丰裕时，股东为了企业的长远发展会高度依赖这些董事，因此，更有可能为他们设立分层董事会条款。

已有研究也为董事的资本与对其控制权进行保护之间的关系进行了分析。例如，BENNEDSEN 等[23]指出，在家族企业的创始人拥有特殊性资产的条件下，当进行代际传承时需要保证企业的控制权仍掌握在家族手中，这样才更有利于企业长期发展。进一步，武立东等[24]的研究发现，在民营企业创始人存在特殊性资产的情况下，当企业进行 CEO 变更时并不太倾向于选择职业经理人，而是选择创始人的家族成员。易阳等[25]的研究则指出，创始人是否会在控制权之争中胜出是由其是否拥有专用性资产决定的。这些研究表明，董事会资本是决定董事能否取得控制权的关键因素，而作为在中国资本市场上保护控制权的一种重要手段，分层董事会条款的设立无疑也会受到董事会资本的影响。由此，提出以下假设：

假设 1 当董事会资本较为丰裕时，公司更可能在章程中引入分层董事会条款。

3.2 分层董事会条款设立对董事会资本作用的影响

如前所述，基于资源依赖，上市公司为资本充裕的董事会成员设立了分层董事会条款。那么，该类条款的设立如何对董事会资本发挥作用、产生影响值得探究。基于此，本研究进一步在公司风险承担这一情境下对该问题进行分析。

学者们从不同角度对公司风险承担行为进行了分析。例如，HOSKISSON 等[26]通过总结已有研究发现，代理理论、厂商行为理论、预期理论、社会情感财富理论及高阶理论都可以解释公司风险承担。然而，除了这些理论之外，还需要利用资源观对公司的风险承担行为进行解释。这是因为，公司必须有足够的资源方可以进行风险承担。作为一种重要的企业资源，丰裕的董事会资本可以促进更多的公司风险承担行为。一些学者也为此提供了实证证据。例如，周建等[22]发现，董事会资本可以促进高科技上市公司的风险承担。进一步地，分层董事会条款的引入会如何影响董事会资本对公司风险承担的促进作用需要深入思考。由此，本研究识别了以下两种内在机制。

(1)**代理观** 分层董事会这类反收购条款的设立消除了外部控制权市场的威胁，从而加剧了董事会成员的代理问题。这种代理问题的一种直接表现便是董事会“偷懒”。例如，FALEYE[15]发现，分层董事会条款的存在会降低董事会的监督效率。具体到本研究的风险承担情境中，该条款的存在会使董事会不再积极地将其资本应用于企业风险承担，即会削弱董事会资本和公司风险承担之间的正相关关系。

(2)**资源观** 企业的资源能否得到有效利用需要一定的外部条件支持。对于董事会层面的资源而言，能否为董事会提供一定的激励便是重要的外部条件之一[27]。与薪酬、股权相同，分层董事会等反收购条款的设立也可以起到一定的激励作用，即为董事提供了一定的控制权保障，从而激励他们更积极地将资本应用于公司的风险承担。沿循该逻辑，分层董事会条款的存在将会增强董事会资本和公司风险承担之间的正相关关系。由此，提出以下假设：

假设 2a 基于代理观，分层董事会条款的设立会削弱董事会资本与公司风险承担之间的正相关关系。

假设 2b 基于资源观，分层董事会条款的设立会增强董事会资本与公司风险承担之间的正相关关系。

综上所述，本研究基于资源观推导出了董事会资本与分层董事会条款设立之间的关系。进一步地，分别基于代理观和资源观剖析了分层董事会条款设立影响董事会资本发挥作用的两种机制(见图 1)。

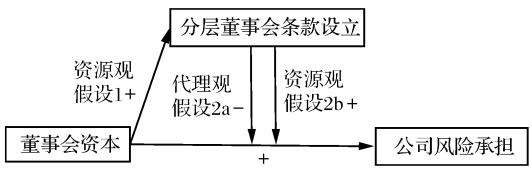

图 1 理论模型

4 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

本研究选择 2008～2015 年在深圳和上海证券交易所发行股票的 A 股上市公司作为初始样本①。在该初始样本的基础上，剔除了金

① 本研究假设 2 中的因变量——风险承担采用了下一期的数据，即 2009～2016 年。受金融危机的影响，上市公司在 2009 年之后的风险承担行为与 2009 年之前存在系统性差异。由此，本研究所选择的样本期间可以规避这种系统性差异带来的影响。

融行业、被 ST 处理及数据不全的上市公司，最终样本包含 11 844 个观测值。本研究所采用的分层董事会条款数据通过手工查找上市公司的章程获取，其他变量或直接来源于国泰安 CSMAR 数据库，或根据该数据库中的数据进行计算而得。

4.2　模型设计与变量选取

为对假设 1 进行检验，设计如下回归模型：

$$S_B = \alpha + \beta_1 \times B_C + \beta_2 \times N + \beta_3 \times I_S + \beta_4 \times D + \beta_5 \times B_S + \beta_6 \times S_I + \beta_7 \times L + \beta_8 \times R_A + \beta_9 \times I_D + \beta_{10} \times Y \text{。} \quad (1)$$

在式(1)中，α 为截距项，$\beta_1 \sim \beta_{10}$ 分别为自变量及各控制变量的系数，因变量为分层董事会条款(S_B)。该变量是表示公司章程中是否存在分层董事会条款的虚拟变量，当公司设立该条款时，该变量等于 1，否则为 0。式(1)中，自变量为董事会资本(B_C)。董事会资本包括人力资本和社会资本[5]。借鉴已有研究(如文献[28])，本研究采用公司董事的行业经验来衡量董事会人力资本，采用董事会中连锁董事关系来衡量董事会社会资本。具体而言，董事行业经验用董事会中担任过两种及以上相关行业不同岗位的董事数量除以董事会规模来计算；连锁董事关系用董事会中兼任其他公司董事职务的董事数量除以董事会规模来计算。在计算出董事会人力资本和社会资本后，分行业、年度对其分别进行标准化处理并将二者相加作为董事会资本的代理变量。

参考已有相关研究，本研究选择了如下控制变量：①第一大股东持股比例(N)，即第一大股东持股数量占总股数的比值；②机构投资者持股比例(I_S)，即机构投资者持股数量占总股数的比值；③两职合一(D)，该变量为虚拟变量，当董事长同时兼任总经理时等于 1，否则为 0；④董事会持股比例(B_S)，即董事会持股总数占总股数的比值；⑤公司规模(S_I)，用公司总资产的自然对数计算；⑥资产负债率(L)，用总负债除以总资产；⑦资产回报率(R_A)，用净利润除以总资产。此外，模型中还控制了行业(I_D)和年度(Y)虚拟变量。

为对假设 2a 和假设 2b 进行检验，设计如下回归模型：

$$R_I = \alpha + \beta_1 \times B_C + \beta_2 \times S_I + \beta_3 \times L + \beta_4 \times R_A + \beta_5 \times F + \beta_6 \times A + \beta_7 \times T + \beta_8 \times S_O + \beta_9 \times I_D + \beta_{10} \times Y \text{，} \quad (2)$$

$$R_I = \alpha + \beta_1 \times B_C + \beta_2 \times S_B + \beta_3 \times S_B \times B_C + \beta_4 \times S_I + \beta_5 \times L + \beta_6 \times R_A + \beta_7 \times F + \beta_8 \times A + \beta_9 \times T + \beta_{10} \times S_O + \beta_{11} \times I_D + \beta_{12} \times Y \text{。} \quad (3)$$

在式(2)中，因变量为公司风险承担(R_I)。具体计算方式参考了 ADAMS 等[29]的研究，用上市公司周股票收益率的年度标准差来测量。考虑到公司本年的风险承担行为在股票收益率上的反映存在一定的滞后性，本研究采用下一期的风险承担变量作为因变量。式(2)中的自变量为董事会资本(B_C)，具体测量方式与式(1)中一致。

此外，参考已有关于公司风险承担的研究[21]，在式(2)中加入了一些控制变量，包括：①公司规模(S_I)，用公司总资产的自然对数计算；②资产负债率(L)，用总负债除以总资产；③资产回报率(R_A)，用净利润除以总资产；④固定资产比例(F)，用固定资产除以总资产；⑤公司年龄(A)，用考察年份与上市年份的差值计算；⑥股权集中度(T)，用前 10 大股东持股比例之和计算；⑦所有权性质(S_O)，当样本企业为国有时，该变量为 1，否则为 0。此外，回归模型中还控制了行业(I_D)和年度(Y)虚拟变量。

式(3)在式(2)基础上加入了分层董事会条款与董事会资本的交互项 $S_B \times B_C$，用以检验分层董事会条款的调节作用。

考虑到式(1)的因变量为虚拟变量，本研究采用 Logit 回归分析方法。对于式(2)和式(3)，则采用 OLS 回归分析方法。对于上述模型中的连续变量，也均进行了上下 1% 的缩尾处理，以消除异常值的影响。

5　数据与分析

5.1　描述性统计与相关性分析

式(1)中各变量的描述性统计与相关性分析结果见表 1。由表 1 可知，仅有 3.9% 的上市公司在公司章程中设立了分层董事会条款，表明这种防止恶意收购的手段尚未得到普遍应用。董事会资本变量(B_C)的均值为 0.056，标准差为 1.382，表明不同公司的董事会资本多少存在较大差异。第一大股东持股比例(N)的均值为 0.361，足见我国上市公司“一股独大”的现象仍然较为普遍。目前，我国资本市场上机构投资者的参与程度仍然较低，表现为机构投资者持股比例(I_S)的均值仅为 0.052。与机构投资者相似，董事会的持股比例(B_S)也偏低，均值仅为 0.089。

由表 1 中各变量之间的相关性系数可以发现，董事会资本(B_C)与分层董事会条款(S_B)之间的相关系数为正，但在统计上并不显著，因此，假设 1 需要采用回归分析做进一步检验。

此外，自变量与各控制变量相互之间的相关系数总体上都较低，表明式(1)不存在多重共线性问题。

表 1　式(1)中各变量的描述性统计与相关性分析(N=11 844)

变量	均值	标准差	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 S_B	0.039	0.194	1								
2 B_C	0.056	1.382	0.007	1							
3 N	0.361	0.153	−0.096***	0.072***	1						
4 I_S	0.052	0.049	0.045***	0.003	−0.138***	1					
5 D	0.218	0.413	−0.008	0.035***	−0.064***	0.019**	1				
6 B_S	0.089	0.173	−0.053***	0.036***	−0.096***	−0.003	0.255***	1			
7 S_I	22.048	1.264	−0.002	0.064***	0.263***	0.029***	−0.177***	−0.281***	1		
8 L	0.455	0.213	0.018*	−0.036***	0.061***	−0.013	−0.154***	−0.340***	0.463***	1	
9 R_A	0.046	0.055	−0.009	0.058***	0.084***	0.219***	0.048***	0.147***	−0.017*	−0.384***	1

注：*、**、*** 分别表示 $p<0.10$、$p<0.05$、$p<0.01$，下同。

式(2)中各变量的描述性统计与相关性分析结果见表 2。由表 2 可知，公司风险承担变量 R_I 的均值为 0.067，标准差为 0.026，表明不同公司在风险承担的表现上存在一定的差异。尽管式(2)和式(1)所采用的样本在样本量上存在一定的差异，但董事会资本(B_C)、分层董事会条款(S_B)、公司规模(S_I)、资产负债率(L)以及资产回报率(R_A)等变量仍保持了与表 1 中一致的分布。固定资产比例(F)均值为 0.239，表明样本公司总体上在固定资产方面的投入较低。不同公司的成立年限差异较大，表现为公司成立年限年龄(A)这一变量存在一个较大的标准差。前 10 大股东持股比例之和(T)的均值为 0.564，再一次印证了我国上市公司股权集中程度普遍较高。此外，样本中有 46.9% 的公司属于国有企业(S_O)。

由表 2 中的各变量之间的相关性系数还可知，董事会资本(B_C)与风险承担(R_I)之间的相关系数为正，但在统计上不显著。董事会资本对公司风险承担行为的促进作用需要进一步通过回归分析进行检验。此外，自变量与各控制变量相互之间的相关系数总体上都较低，表明式(2)不存在多重共线性问题。

表 2　式(2)中各变量的描述性统计与相关性分析(N=14 463)

变量	均值	标准差	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 R_I	0.067	0.026	1									
2 B_C	0.035	1.383	0.009	1								
3 S_B	0.038	0.192	−0.023***	0.004	1							
4 S_I	21.928	1.274	−0.156***	0.059***	0.002	1						
5 L	0.460	0.218	−0.039***	−0.049***	0.016*	0.403***	1					
6 R_A	0.042	0.058	−0.119***	0.064***	−0.003	0.033***	−0.377***	1				
7 F	0.239	0.173	−0.072***	−0.043***	−0.017**	0.068***	0.091***	−0.174***	1			
8 A	10.769	6.019	−0.009	−0.182***	0.094***	0.244***	0.365***	−0.159***	0.024***	1		
9 T	0.564	0.159	−0.036***	0.126***	−0.126***	0.197***	−0.131***	0.233***	−0.012	−0.375***	1	
10 S_O	0.469	0.499	−0.117***	−0.061***	0.004	0.330***	0.278***	−0.119***	0.186***	0.374***	−0.033***	1

5.2　回归分析

本研究采用 Logit 回归分析的方法对式(1)进行回归分析(见表 3)。表 3 中，模型 1 为仅包含式(1)中各控制变量的回归分析结果。由模型 1 可以发现，第一大股东持股比例(N)的系数为负，且在 1% 的水平上显著，支持了反收购条款设立的管理者权力观点[12]。董事会持股比例(B_S)的系数也显著为负，表明董事会持股比例越高，分层董事会条款设立的可能性越小，这也与相关研究的结论一致。模型 2 为在模型 1 基础上加入自变量后的回归结果。由模型 2 可知，自变量董事会资本(B_C)的系数为正，且在 10% 的水平上显著。这表明当董事会资本较为充裕时，上市公司更可能由于对董事会成员的资源依赖，为其设立分层董事会条款。由此，假设 1 得到支持。

本研究采用 OLS 回归分析方法对式(2)和式(3)进行回归分析(见表 4)。表 4 中，模型 3 为对式(2)进行回归分析的结果。由模型 3 可知，董事会资本变量(B_C)的系数为正，且在

10%的水平上在统计上显著，表明董事会资本是企业进行风险承担行为的必要条件。表 4 中，模型 4 为根据式(3)加入交乘项后进行回归分析的结果。由模型 4 可知，分层董事会条款(S_B)与董事会资本(B_C)交叉项的系数为负，且在 1%的水平上在统计上显著，表明分层董事会条款的设立没有促进董事更积极地将其资本应用于风险承担。相反，该类条款的存在抑制了董事会成员对其资本的应用，符合代理观的假说。由此，假设 2a 得到支持，假设 2b 没有得到支持。

表 3　式(1)的回归分析结果(N=11 443)

变量	模型 1	模型 2
B_C		0.069*(0.036)
N	−0.035***(0.004)	−0.035***(0.004)
I_S	1.563*(0.922)	1.628*(0.924)
D	0.050(0.124)	0.034(0.124)
B_S	−2.527***(0.454)	−2.546***(0.456)
S_I	0.110**(0.049)	0.101**(0.049)
L	−0.519*(0.309)	−0.484(0.310)
R_A	−0.535(1.062)	−0.595(1.066)
I_D	控制	控制
Y	控制	控制
常数项	−4.675***(1.117)	−4.522***(1.119)
Pseudo R^2	0.099	0.100
LR χ^2	383.78***	387.57***

注：括号内为标准误，下同。

表 4　式(2)和式(3)的回归分析结果(N=14 463)

变量	模型 3	模型 4
B_C	0.002*(0.001)	0.002**(0.001)
S_B		−0.010(0.007)
$S_B \times B_C$		−0.015***(0.005)
S_I	−0.047***(0.001)	−0.047***(0.001)
L	0.066***(0.008)	0.066***(0.008)
R_A	−0.351***(0.028)	−0.350***(0.028)
F	−0.060***(0.010)	−0.060***(0.010)
A	−0.001***(0.000)	−0.001**(0.000)
T	0.001***(0.000)	0.001***(0.000)
S_O	−0.009***(0.003)	−0.009***(0.003)
I_D	控制	控制
Y	控制	控制
常数项	1.681***(0.029)	1.682***(0.029)
R^2	0.585	0.585
F	604.40***	565.81***

注：考虑到 R_I 取值较小，在回归分析时进行了放大 10 倍处理。

分层董事会条款对董事会资本和风险承担之间的调节作用见图 2。由图 2 可知，分层董事会条款设立的可能性较低时，公司风险承担与董事会资本之间呈正相关关系；反之，当分层董事会条款设立的可能性较高时，公司风险承担开始随着董事会资本水平的增加而降低。可见，分层董事会条款的引入抑制了董事会资本作用的发挥。

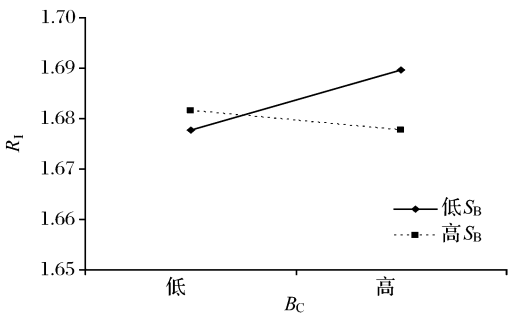

图 2　分层董事会条款的调节作用

5.3　稳健性检验

为了保证上述研究结论的稳健性，本研究进行了一些测试。首先，在式(1)回归分析的结果中，董事会资本(B_C)的系数显著为正，这也可能是由于分层董事会条款设立对董事会资本的反向影响，即二者之间可能存在内生性。为克服该问题，本研究将式(1)中的自变量进行了滞后一期处理，重新运行回归分析(见表 5)。由表 5 可知，在对内生性问题进行了控制后，本研究的相关研究结论并没有改变。

表 5　稳健性检验(董事会资本(B_C)滞后一期处理)(N=8 532)

变量	模型 5
$B_{C_{t-1}}$	0.108***(0.040)
N	−0.036***(0.004)
I_S	1.067(1.063)
D	0.143(0.138)
B_S	−2.568***(0.537)
S_I	0.113**(0.056)
L	−0.570(0.359)
R_A	−0.112(1.228)
I_D	控制
Y	控制
常数项	−4.651***(1.272)
Pseudo R^2	0.107
LR χ^2	323.49***

其次，参考 ADAMS 等[29]的研究，本研究又采用了公司特有股票收益率的年度标准差来对公司风险承担进行测量(R'_I)，然后对式(2)和式(3)重新进行回归分析(见表 6)。由表 6 可知，本研究关于分层董事会条款作用的研究结论仍然是稳健的。

6　结论与分析

本研究主要得到以下研究结论：①董事会

表 6　稳健性检验(更换风险承担测量方式)

(N=14 463)

变量	模型 6	模型 7
B_C	0.001(0.001)	0.002*(0.001)
S_B		−0.010(0.007)
$S_B \times B_C$		−0.019***(0.005)
S_I	−0.052***(0.001)	−0.052***(0.001)
L	0.089***(0.008)	0.089***(0.008)
R_A	−0.298***(0.028)	−0.296***(0.028)
F	−0.058***(0.098)	−0.058***(0.010)
A	−0.000(0.000)	−0.000(0.000)
T	0.001***(0.000)	0.001***(0.000)
S_O	−0.020***(0.003)	−0.020***(0.003)
I_D	控制	控制
Y	控制	控制
常数项	1.599***(0.029)	1.600***(0.029)
R^2	0.434	0.434
F	324.85***	307.44***

资本越丰富,上市公司越有可能引入分层董事会条款。②董事会资本能够促进公司的风险承担行为。然而,分层董事会条款的存在抑制了董事会资本对风险承担的促进作用。通过实证分析,本研究识别了上市公司设立分层董事会条款等反收购条款的一个重要因素,即董事会资本。上市公司为了充分利用董事会的人力资本和社会资本,专门设立了相关条款以保护他们的权益,符合资源观中的资源依赖逻辑。不过在分层董事会条款设立后,并未起到预期的激励作用,反而进一步引发了代理问题,抑制了董事会资本的积极作用。这一发现与代理观相符。

本研究的理论贡献主要在于:①已有关于反收购条款设立影响因素的研究多集中在高层管理权力或连锁董事所带来的制度同型等角度[12]。本研究则基于资源观,识别了影响分层董事会条款是否设立的一个关键因素,即董事会资本。②已有关于反收购条款设立后果的研究主要从公司的管理层堑壕假说和谈判收益假说两个角度进行分析[14],本研究则从资源观和代理观的角度剖析了分层董事会条款的设立如何影响董事会资本发挥作用的内在机制,对相关研究进行了拓展。③已有关于公司风险承担的研究主要从企业高层管理人员的行为角度挖掘风险承担的影响因素[26]。本研究则基于资源观,聚焦于影响公司风险承担的资源基础,分析了董事会资本对风险承担的影响,并进一步探索了分层董事会条款的设立如何影响二者之间的关系,为如何促进企业家精神的发挥提供了理论基础。

本研究的实践启示在于:①对于上市公司而言,为了充分利用董事会和高层管理人员的人力资本和社会资本,在符合法律规定的前提下可以考虑为其设立一些反收购条款;同时,在引入反收购条款的同时,考虑到该类条款可能带来董事和高层管理人员的堑壕行为,需要同时配套设计其他一些治理机制,实现不同治理机制之间的协同作用。②有利于进一步完善相关法律法规。例如,当董事会成员凭借反收购条款不再为企业发展做贡献时,如何让他们平稳地移交出控制权,不仅要靠上述公司层面配套内部治理机制的设计,也需要法律法规这一外部治理机制的完善。

需要指出的是,本研究也存在一些局限性,有待未来研究进一步突破和完善:①仅分析了董事会资本对分层董事会条款设立的影响,并据此识别出了一个分层董事会条款设立的前向影响因素。未来研究可以基于组织理论和公司治理实践进一步挖掘反收购条款设立的其他影响因素。②分层董事会条款的设立带来了董事的堑壕行为,抑制了公司的风险承担。未来可以进一步探讨分层董事会条款的这种负向作用在何种情况下可以得到缓解,从而为设计配套治理机制提供参考。③管理实践中,公司章程中设立的反收购条款可能包含多种类型,而本研究囿于研究主题的限制仅考虑了分层董事会条款这一种。未来可以继续对其他类型反收购条款设立的影响因素和后果进行研究检验。

参　考　文　献

[1] 瞿旭,杨丹,瞿彦卿,等.创始人保护、替罪羊与连坐效应——基于会计违规背景下的高管变更研究[J].管理世界,2012(5):137-151,156.

[2] 李四海,周泳彤.中国创始人与控制权:王朝思维还是契约精神?[J].清华管理评论,2016(10):22-28.

[3] ATANASSOV J. Do Hostile Takeovers Stifle Innovation? Evidence from Antitakeover Legislation and Corporate Patenting[J]. Journal of Finance, 2013, 68(3): 1 097-1 131.

[4] STRASKA M, WALLER H G. Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2014, 49(4): 933-956.

[5] JOHNSON S, SCHNATTERLY K, HILL A D. Board Composition beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics[J]. Journal of Management, 2013, 39(1): 232-262.

[6] KROLL M, WALTERS B A, LE S A. The Impact of Board Composition and Top Management Team

Owner-Ship Structure on Post-IPO Performance in Young Entrepreneurial Firms[J]. Academy of Management Journal, 2007, 50(5): 1 198-1 216.

[7] ROSENSTEIN J, BRUNO A V, BYGRAVE W D, et al. The CEO, Venture Capitalists, and the Board [J]. Journal of Business Venturing, 1993, 8(1): 99-113.

[8] MIZRUCHI M S, STEARNS L B. A Longitudinal-Study of Borrowing by Large American Corporations [J]. Administrative Science Quarterly, 1994, 39(1): 118-140.

[9] STUART T E, YIM S. Board Interlocks and the Propensity to Be Targeted in Private Equity Transactions[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 97(1): 174-189.

[10] 王凯,武立东,薛坤坤.独立董事政治关联的"好"与"坏"——基于上市公司政府补贴的实证研究[J].预测,2017, 36(1): 54-60.

[11] BRICKLEY J A, LEASE R C, SMITH C W. Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1-3): 267-291.

[12] DAVIS G F. Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network [J]. Administrative Science Quarterly, 1991, 36(4): 583-613.

[13] BARRY J M, HATFIELD J W. Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses [J]. University of Pennsylvania Law Review, 2012, 160(3): 633-713.

[14] DEANGELO H, RICE E M. Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth[J]. Journal of Financial Economics, 1983, 11(1-4): 329-360.

[15] FALEYE O. Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 83(2): 501-529.

[16] CHEN Y, LI W, LIN K J. Cumulative Voting: Investor Protection or Antitakeover? Evidence from Family Firms in China[J]. Corporate Governance: An International Review, 2015, 23(3): 234-248.

[17] BEBCHUK L A, COATES I J C, SUBRAMANIAN G. The Powerful Antitakeover force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy [J]. Stanford Law Review, 2002, 54(5): 887-951.

[18] 李善民,许金花,张东.分层董事会制度与公司价值——基于公司章程的视角[J].厦门大学学报:哲学社会科学版,2016(2): 111-121.

[19] 中国企业家调查系统.企业经营者对企业家精神的认识与评价——2009 年中国企业经营者成长与发展专题调查报告[J].管理世界, 2009(6): 91-101.

[20] NGUYEN P. Corporate Governance and Risk-Taking: Evidence from Japanese Firms[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2011, 19(3): 278-297.

[21] 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, 32(12): 115-127.

[22] 周建,任尚华,金媛媛,等.董事会资本对企业 R&D 支出的影响研究——基于中国沪深两市高科技上市公司的经验证据[J].研究与发展管理,2012, 24(1): 67-77.

[23] BENNEDSEN M, FAN J P H, JIAN M, et al. The Family Business Map: Framework, Selective Survey, and Evidence from Chinese Firm Succession [J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 62(4): 212-226.

[24] 武立东,丁昊杰,王凯.民营企业创始人特质与公司治理机制完善程度对职业经理人引入影响研究[J].管理学报,2016, 13(4): 505-515.

[25] 易阳,宋顺林,谢新敏,等.创始人专用性资产、堑壕效应与公司控制权配置——基于雷士照明的案例分析[J].会计研究,2016 (1): 63-70,96.

[26] HOSKISSON R E, CHIRICO F, ZYUNG J D, et al. Managerial Risk Taking: A Multitheoretical Review an Future Research Agenda [J]. Journal of Management, 2017, 43(1): 137-169.

[27] HILLMAN A, DALZIEL T. Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives [J]. Academy of Management Review, 2003, 28(3): 383-396.

[28] 严若森,钱晶晶.董事会资本、CEO 股权激励与企业 R&D 投入——基于中国 A 股高科技电子行业上市公司的经验证据[J].经济管理, 2016, 38(7): 60-70.

[29] ADAMS R B, ALMEIDA H, FERREIRA D. Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance[J]. Review of Financial Studies, 2005, 18(4): 1 403-1 432.

(编辑　郭恺)

通讯作者：范合君(1978～),男,山东泰安人。首都经济贸易大学(北京市　100070)工商管理学院教授、博士研究生导师。研究方向为公司治理、产业组织理论等。E-mail:fanhj@cueb.edu.cn