

# 修改反收购章程条款阻击“野蛮人”： 好消息还是坏消息？

罗进辉, 谭利华, 陈 熠

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:**“宝万之争”爆发以来,中国资本市场掀起了一股修改反收购章程条款以阻击“门口野蛮人”的热潮。那么,上市公司修改反收购章程条款阻击“野蛮人”到底保护了谁的利益?文章手工收集2014—2016年发生的126起上市公司增设反收购条款的公告事件,运用事件研究法对上述问题进行了探究。研究发现,总体而言,投资者普遍认为上市公司在章程中加入反收购条款是一个好消息,表现出显著为正的市場反应。在事件窗口 $[-1, 3]$ 内,目标公司的累积超常收益率平均达2.68%,说明增设反收购条款带来了显著的股东财富增长。相对而言,上市公司增设反收购条款事件的正向市场反应在民营企业、大股东持股比例较高和机构持股比例较低的公司中表现得较弱,说明产权性质、股权集中度、机构持股等股权结构特征是影响上市公司反收购条款价值的重要情境因素。文章基于中国特殊的制度背景,检验了上市公司增设反收购条款的短期市场反应,客观衡量了反收购条款对中国资本市场股东财富的影响。这既丰富了反收购条款和控制权市场等领域的研究文献,也有利于加深对中国上市公司增设反收购条款行为的理解与认识,进而为指导相关实践活动提供有价值的政策建议。

**关键词:** 控制权市场;公司章程;反收购条款;股权结构;事件研究

**中图分类号:** F275   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1001-9952(2018)12-0113-13

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.2018.12.009

## 一、引言

自20世纪80年代美国出现敌意收购潮以来,关于敌意收购和反收购条款的研究引起了国内外学者的广泛持续关注。敌意收购是指来自外部且不受目标公司管理层及大股东欢迎的公司控制权强行收购行为。2015年7月,以宝能集团为中心的资本集团(简称宝能系)通过在二级市场上大量买入万科A(000002.SZ)的股票,试图以“野蛮人”的姿态举牌入主中国最大的房地产企业——万科地产,在中国资本市场上演了一场“轰轰烈烈”的控股权争夺战。无独有偶,在万科A深陷股权之争的同时,\*ST亚星、康达尔、\*ST新梅、伊利股份、格力电器等多家上市公司也承受着“野蛮人”入侵的压力。在中国,2005年修改后的《公司法》、2006年新实施的《证券法》以及2006年新发布的《上市公司章程指引》都不同程度地扩大了公司章程的自治空间(郑志刚等,2011;李善民等,2016)。由此,面对虎视眈眈的“野蛮人”以及“宝万之争”的前车之鉴,中国A股

收稿日期:2018-04-08

基金项目:国家自然科学基金面上项目(71572160);国家自然科学基金重大项目(71790602)

作者简介:罗进辉(1983—)(通讯作者),男,福建连城人,厦门大学管理学院副教授,博士生导师;

谭利华(1994—),女,湖北利川人,厦门大学管理学院硕士研究生;

陈 熠(1995—),女,浙江慈溪人,厦门大学管理学院硕士研究生。

上市公司纷纷在公司章程中修改或增设反收购条款,试图阻击门口的“野蛮人”。

据笔者统计,从2014年1月1日至2016年12月31日,中国A股市场上发生了126起上市公司修改反收购章程条款的事件。随着中国上市公司分散股权结构时代的到来,控制权市场和敌意收购已经成为一种潜在的现实威胁(郑志刚,2017)。然而,基于中国制度背景的敌意收购与反收购研究却非常有限,迫切需要引起学者的研究关注。中国的《上市公司收购管理办法》倾向于保护目标公司股东的利益,上市公司修改或增设反收购条款“看似”保护现有股东利益的背后,实际上保护了谁的利益,目前存在较大的争议。已有研究表明,反收购条款对股东财富、收购可能性及收购结果、公司绩效等都会产生显著的影响(Straska和Waller,2014;顾慧莹等,2017),但是关于影响的大小和方向却没有达成一致的研究结论。反收购条款对股东财富究竟会产生怎样的综合影响,仍有待进一步探索。在中国资本市场,反收购条款的经济后果更是一个悬而未决的重要问题。

本文将从以下三个方面展开研究工作:首先,手工收集2014年1月1日至2016年12月31日中国A股上市公司修改反收购条款的相关公告,采用事件研究法来考察修改或增设反收购条款对股东财富的综合影响。其次,反收购条款的综合影响本质上取决于公司的治理水平以及面临的各类代理问题,而这些因素与公司的股权结构存在密切的联系。本文进一步分析了产权性质、第一大股东持股比例、机构持股比例等股权结构特征对公司反收购条款综合经济影响的调节作用。最后,反收购条款会对目标公司的股东财富产生显著的经济影响,那么中国资本市场上哪些上市公司倾向于修改或增设反收购条款呢?本文进一步探讨了股权结构特征、经营业绩表现、公司估值水平等因素对公司修改反收购条款倾向的可能影响。

本文的可能贡献在于:第一,首次在中国资本市场运用事件研究法检验了上市公司反收购条款修改公告事件的市场反应。本文以2015年“宝万之争”所引发的反收购条款修改热潮为研究背景,弥补了现有文献在处理内生性问题上的不足,研究结论更加可信。第二,本文发现产权性质、股权集中度、机构持股比例等股权结构特征是影响反收购条款经济后果的重要情境因素。这意味着在不同的股权结构下,占优的反收购条款动机假说很可能是不同的,从而有助于我们更好地理解不同文献的研究结论差异,调和多种相互竞争假说之间的矛盾。第三,公司章程是公司的一项重要内部治理机制,但在中国长期没有得到足够的重视。本文针对反收购条款的研究丰富了关于公司章程自治作用的现有文献。第四,随着中国资本市场分散股权结构时代的到来,敌意收购和反收购是企业界和监管部门需要面对的重大课题,本文的研究结论对于当下的实践活动具有重要的政策启示。

## 二、理论分析与研究假说

### (一)设立反收购章程条款的动机

对于公司设立反收购章程条款的动机,现有文献主要形成了管理者堦壕假说、控股股东堦壕假说和股东利益假说这三种相互竞争的理论。第一,管理者堦壕假说认为,设立反收购章程条款是公司管理层自利动机的表现(Bates等,2008;Hwang和Lee,2012;Cohen和Wang,2013,2017;Straska和Waller,2014)。在中国,陈玉罡和石芳(2014)发现反收购条款对目标公司价值具有显著的负向影响,其主要作用表现为保护管理层。第二,控股股东堦壕假说认为,反收购条款在保护管理层的同时,也巩固了控股股东的地位,从而为大股东的掏空行为提供了庇护(Johnson等,2000;Adams和Ferreira,2008)。李善民等(2016)发现,分层董事会条款降低了目标公司被并购的概率,从而削弱了控制权市场对大股东的惩戒作用,使得隐性代理成本在大股东持股比例高的

公司中更高。吴磊磊等(2011)以及陈玉罡等(2016)则发现,上市公司在章程中写入累积投票条款后,大股东占用资金等行为的掏空程度显著下降,而且这一治理效应在控股股东持股比例低的样本中更强。陈玉罡和傅豪(2012)发现,控股股东还会影响控制权市场的作用,其持股比例越高,劣质收购公司的控制权越不容易发生转移。第三,股东利益假说认为,设立反收购条款是出于股东利益的考虑。实施反收购策略不仅有利于管理层履行“管家”职责和激励管理层的专用性人力资本投资,还可以向投资者传递出管理层对于企业长期经营和发展有信心的积极信号(Stein, 1988; Straska 和 Waller, 2014; 顾慧莹等, 2017)。此外,反收购章程条款增强了管理层的议价能力,提高了股东获得收购溢价的可能性(Heron 和 Lie, 2006; 李善民等, 2016)。

关于反收购条款的经济后果,存在多种相互竞争的理论。来自美国等成熟资本市场的多数证据表明,反收购条款会加剧管理层的自利行为,最终损害公司价值。与之不同,中国等新兴市场国家的股权结构相对集中,通常存在持有大额股份的控股股东(Claessens 等, 2000; 李增泉等, 2004)。不同于中小股东的搭便车行为,控股股东具有很强的动机和控制权去监督管理层的机会主义行为(Grossman 和 Hart, 1980)。也就是说,在股权相对集中的上市公司中,股东与管理层间的第一类代理问题并不是公司面临的主要问题。虽然上市公司设立反收购条款抵御敌意收购,为管理层提供了职位庇护,但是来自控股股东的积极监督使管理层的机会主义行为不会因此变得更严重。股权相对集中的上市公司主要存在控股股东侵占中小股东利益的第二类代理问题(Shleifer 和 Vishny, 1997)。在中国等新兴市场国家,控股股东的掏空问题比较严重(Johnson 等, 2000; 沈艺峰等, 2004)。而这并不意味着敌意收购成功后,新控股股东会比原控股股东更不倾向于侵占中小股东的利益。在中国资本市场,并购方的接管动机往往不是替换不称职的管理者,大部分控制权转移事件都伴随不同程度的掏空或利益输送(李维安等, 2017)。因此,由于投资者的法律保护水平整体上仍偏低,控股股东的掏空行为并不会因反收购条款而发生明显变化。此外,随着中国经济进入新常态发展阶段,企业间的市场竞争不断加剧,经营管理型人力资本日益成为现代企业的主要竞争优势来源(罗进辉等, 2016)。而敌意收购既不利于公司管理层的稳定,也不利于鼓励管理层的专用性人力资本投资,因而会损害公司价值(Stein, 1988; Straska 和 Waller, 2014)。在中国,新近出现的敌意收购资本主要来自金融杠杆资金而不是实业企业集团,这些资本的经营多数缺乏实业经营经验,这意味着敌意收购成功后并不能给目标公司的经营管理带来明显的改善。例如,宝能系在控股入主南玻 A(000012.SZ)后对公司原有的专业管理层团队进行了“血洗”,取而代之的新管理层全部没有相关行业的经营背景,引起了社会各界的广泛质疑。而这也正是王石、董明珠等职业企业家在反收购过程中得到大量支持的主要原因。因此,反收购条款对于中国上市公司稳定现任管理层的价值更加积极。基于以上分析,本文提出研究假说 1: 在中国特定的制度背景下,上市公司修改反收购章程条款以抵御敌意收购,总体而言是一个好消息,投资者会表现出正向的市场反应。

## (二) 股权结构特征与反收购章程条款市场反应

本文认为在中国特定的制度背景下,反收购条款总体而言不会明显加剧控股股东的掏空行为,但是并不代表反收购条款所引致的控股股东堑壕效应不会损害公司价值。在中国资本市场,民营上市公司面临的主要代理问题是控股股东侵占中小股东利益的机会主义行为,而国有上市公司面临的主要代理问题是内部人控制下管理层的机会主义行为(Jiang 等, 2010; Lei 等, 2013; 陈信元等, 2009)。这意味着反收购条款的控股股东堑壕效应在民营上市公司中会更加明显和严重。由于国有企业的高管大多由各级国资委直接指派或任命,反收购条款并不会加剧国有上市公司的管理者堑壕效应。本文分析认为,反收购条款的经济影响会因上市公司的产权性质不同而存在差异。基于以上分析,本文提出研究假说 2: 民营产权性质会减弱公司修改反收购章程条

款事件的正向市场反应。

在中国资本市场,控股股东侵占中小股东利益的主要方式是通过有失公允的关联交易来转移公司的利润或资产(Jiang 等, 2010; 李增泉等, 2004)。这意味着控股股东需要拥有一定比例的投票权和董事代表,才能让有失公允的关联交易在公司董事会上得到通过,而投票权取决于控股股东持有公司的股份比例。而控股股东持有的股份比例越高,越可能追求公司发展的共同收益而不是掏空公司资产的私人收益,但这需要控股股东持有的股份比例足够高,因为此时掏空成本的大部分将由其自己承担(Claessens 等, 2000)。在中国,控股股东的掏空成本普遍偏低,这在很大程度上助长了其掏空行为,只有当持有非常高比例的股份时,才有可能追求公司发展的共同收益(沈艺峰等, 2004)。李增泉等(2004)发现,控股股东占用的上市公司资金与第一大股东的持股比例之间存在先上升后下降的非线性关系,第一大股东持股比例小于 50% 时与资金侵占呈现显著的正相关关系。公司之所以修改反收购章程条款,根本原因是股权相对分散,控股股东持有的股份比例偏低,使得公司存在被敌意收购而发生控制权转移的可能性(李维安等, 2017)。这意味着这些公司的控股股东主要存在侵占中小股东利益的行为动机。本文分析认为,第一大股东的持股比例越高,控股股东侵占中小股东利益的能力就越强。此时,反收购章程条款会更加助长控股股东的侵占行为,从而减弱反收购条款的积极影响。基于以上分析,本文提出研究假说 3: 第一大股东持股比例会减弱公司修改反收购章程条款事件的正向市场反应。

正如上文所指出的,在公司股权相对集中的背景下,如何制衡控股股东以约束其攫取控制权私人收益的代理行为是公司治理需要解决的核心问题(Shleifer 和 Vishny, 1997; Young 等, 2008)。近年来的相关研究指出,吸引机构投资者构建多个大股东的股权制衡结构,是缓解控股股东与中小股东间代理问题的一种重要机制(Luo 等, 2013)。本文认为,机构投资者持股是影响公司修改反收购章程条款事件市场反应的另一个重要因素。不同于中小投资者,专业的机构投资者持有公司较高的股份比例,既有动力又有能力监督约束控股股东的侵占行为,追求公司价值最大化(Grossman 和 Hart, 1980; Shleifer 和 Vishny, 1986)。这意味着机构投资者有利于缓解反收购条款可能引致的控股股东堑壕效应,从而强化反收购条款对公司价值的积极影响。基于以上分析,本文提出研究假说 4: 机构投资持股会增强公司修改反收购章程条款事件的正向市场反应。

### 三、研究设计

(一)样本选择与数据来源。“宝万之争”引起了中国上市公司修改反收购章程条款的热潮,这一事件爆发于 2015 年 7 月,而实际上宝能系早已在 2014 年成功举牌南玻 A 并成为了其控股股东。基于上述背景,本文选取 2014 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日发生的中国 A 股公司修改反收购章程条款公告事件作为研究样本。我们在证监会指定的信息披露网站——巨潮资讯网的上市公司历史公告平台输入关键词“章程”、“修改”、“董事会”等进行人工搜索,并按会计年度逐条翻阅公司章程(修订版)、修改章程公告和相关董事会公告。在报告中以“董事”、“提名”、“更换”、“召集”、“股东”、“提案”、“转让”、“恶意”、“反收购”等关键词来筛选确认修改反收购条款的目标样本。公司财务报告数据和治理数据来自国泰安 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。按照上述步骤,本文得到了 126 个修改反收购章程条款公告事件,在剔除了 1 个 B 股公司样本、1 个长期停牌样本和 8 个数据缺失样本后,最终使用的有效样本共 116 个。

#### (二)研究设计

1. 短期市场反应的衡量。本文采用事件研究法来估计上市公司在公司章程中修改或增设反收购条款的短期市场反应,通过计算相关董事会公告或公司章程修改公告发布后的累积超常收益率(Cumulative Abnormal Return, CAR)来衡量反收购条款的综合经济影响。具体步骤如下:(1)

事件日的确定。借鉴罗进辉(2013)等事件研究文献的做法, 本文选择相关董事会公告、公司章程修改公告或公司章程(修订版)公告发布日作为事件日。(2)事件窗口的确定。由于信息发布之前存在泄露的可能, 且A股市场存在涨跌停板的限制, 本文选取了[-1, 3]和[-5, 5]共2个事件窗口以相互验证。(3)累积超常收益率CAR的计算。现有文献中计算CAR主要有市场模型法和市场调整法。相关研究发现, 在中国资本市场上, 市场模型法和市场调整法的计算结果不存在明显差异(罗进辉等, 2016)。鉴于此, 本文主要采用市场调整法来计算事件窗口内的累积超常收益率, 而在稳健性测试部分使用市场模型法对研究结论进行检验。CAR的计算公式如下:

$$CAR_i[t_1, t_2] = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} = \sum_{t=t_1}^{t_2} (R_{i,t} - R_{m,t}) \quad (1)$$

其中,  $CAR_i[t_1, t_2]$ 为事件窗口 $[t_1, t_2]$ 内股票*i*的累积超常收益率。 $AR_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*日的超常收益率,  $R_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*日考虑现金红利再投资的收益率,  $R_{m,t}$ 为第*t*日A股市场各分市场的收益率。

2. 修改或增设反收购章程条款变量。Gompers等(2003)将反收购条款细分成毒丸计划、分层董事会、绝对多数条款、累积投票制等共24种。借鉴这种分类, 参考目前监管层通过交易所问询的内容中涉及的具体条款, 我们将反收购条款分成举牌限制、股份转让限制、召开股东大会限制、绝对多数条款、提案权限制、董高监提名限制、董高监更换限制、金色降落伞、明确提出反收购、明确允许反收购等10类。据此, 本文构建了一个反收购条款虚拟变量(*Anti\_dum*)来反映样本公司是否修改或增设了反收购章程条款。若样本公司的相关公告中披露了修改或增设上述10类反收购条款中的任意一类, 则*Anti\_dum*取值为1, 否则为0。在稳健性测试中, 本文还构建了反收购条款数目变量(*Anti\_num*), 检验了修改或增设的反收购条款数量的影响。

3. 控制变量。借鉴事件研究文献的做法(罗进辉, 2013; 罗进辉等, 2016), 本文控制了公司规模(*Size*)、负债水平(*Leverage*)、总资产收益率(*ROA*)、市值账面比(*MTB*)、股票换手率(*Turnover*)、董事会规模(*Boardsize*)、独董比例(*Indboard*)、管理层持股(*Mshare*)、两职合一(*Duality*)等公司特征对投资者短期市场反应的影响。公司代理问题也可能影响修改反收购章程条款事件的市场反应, 公司的垄断行业属性是敌意收购能否成功的重要影响因素。因此, 本文进一步控制了反映第一类代理成本的经营费用率(*Cost1*)、反映第二类代理成本的其他应收款占比(*Cost2*)以及垄断行业变量(*Monopoly*)。为了减小异常数据的影响, 本文对所有连续型变量进行了上下1%的*Winsorize*缩尾处理。

4. 研究方法。为了检验假说1, 本文主要使用参数*T*检验和非参数*Wilcoxon*符号秩检验这两种方法, 分别分析反收购条款修改公告事件的累积超常收益率(*CAR*)的均值和中位数是否显著大于0。为了检验假说2—假说4中产权性质、大股东持股和机构持股等对投资者市场反应的调节效应, 本文构建了如下计量模型:

$$CAR[t_1, t_2] = \beta_0 + \beta_1 NSOE + \beta_2 Top1 + \beta_3 Institution + \sum Control + \varepsilon \quad (2)$$

其中, *NSOE*为民营产权性质虚拟变量, *Top1*表示第一大股东持股比例, *Institution*表示机构投资者持股比例, *Control*表示控制变量。

#### 四、实证结果分析

(一)设立反收购章程条款的动机。本文利用参数*T*检验和非参数*Wilcoxon*符号秩检验这两种方法, 分别检验了上市公司修改或增设反收购章程条款公告事件的累积超常收益率(*CAR*)的均值和中位数是否显著异于0, 表1列示了检验结果。在事件窗口[-10, -2]内, *CAR*的均值和中位数都与0没有显著差异。这说明在反收购条款修改公告之前, 目标公司与非目标公司在市场

表现上不存在显著差异,没有发现公告事件提前泄露的明显证据。在[-1, 1]、[-1, 3]、[-5, 5]和[-10, 20]等事件窗口内, CAR 大于 0 的样本都超过了半数,即大部分样本公司反收购条款修改公告事件的短期市场反应都是积极正向的。特别是 CAR[-1, 3]和 CAR[-5, 5]的均值和中位数都显著大于 0,说明投资者对上市公司修改或增设反收购章程条款表现出显著为正的短期市场反应。假说 1 得到验证。

表 1 各事件窗口内的累积超常收益率及显著性检验

事件窗口	均值	中位数	正负比	最小值	最大值	T 检验	Z 检验
[-10, -2]	-0.0018	-0.0112	0.7846	-0.2212	0.5574	-0.2176	-0.9449
[-1, 1]	0.0161	0.0054	1.2745	-0.1504	0.3008	2.1504**	1.5593
[-1, 3]	0.0268	0.0059	1.0714	-0.1921	0.3704	2.6961***	1.8017*
[-5, 5]	0.0315	0.0104	1.1481	-0.2365	0.6156	2.6827***	1.8954*
[-10, 20]	0.0438	0.0093	1.2745	-0.3014	0.7337	2.5465**	1.4849

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著(双尾检验)。下表同。

(二)股权结构特征与反收购章程条款市场反应。本文对式(2)进行了多元回归分析,结果见表 2。无论是以 CAR[-1, 3]还是以 CAR[-5, 5]为因变量,民营性质变量 NSOE 的系数都至少在 10% 的水平上显著为负,表明公司的民营性质会削弱投资者的正向市场反应,假说 2 得到验证。其原因可能在于,在中国资本市场,民营上市公司存在较严重的大股东侵占中小股东利益的代理行为,持有较低比例股份的民营控股股东在反收购章程条款对其控制权的保护下,会加剧对中小股东利益的侵占行为,损害公司价值(Lei 等, 2013; 李增泉等, 2004),因而投资者对民营上市公司修改反收购条款的积极市场反应较弱。

表 2 多元回归分析结果

	CAR[-1, 3]	CAR[-5, 5]	CAR[-1, 3]	CAR[-5, 5]	CAR[-1, 3]	CAR[-5, 5]	CAR[-1, 3]	CAR[-5, 5]
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
NSOE	-0.0758** (-2.2136)	-0.0767* (-1.9345)					-0.1082*** (-3.0251)	-0.1097*** (-2.6572)
Top1			-0.1052 (-1.0843)	-0.1009 (-0.9032)			-0.2124** (-2.1444)	-0.2065* (-1.8069)
Institution					0.2981* (1.6809)	0.4353** (2.1578)	0.3096* (1.8290)	0.4476** (2.2924)
Constant	0.9142** (2.0968)	1.1174** (2.2146)	0.5833 (1.4109)	0.7808 (1.6395)	0.7338* (1.7349)	1.0190** (2.1183)	1.3401*** (3.0000)	1.6306*** (3.1648)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	116	116	116	116	116	116	116	116
R <sup>2</sup>	0.2526	0.2799	0.2191	0.2545	0.2343	0.2875	0.3217	0.3508
F 值	0.8398	0.9660	0.6973	0.8482	0.7604	1.0028	1.0840	1.2353

注:括号内为经过异方差调整的稳健 T 值。受篇幅限制,表中未报告控制变量回归结果。下表同。

第一大股东持股比例(Top1)的系数在模型 3 和模型 4 中为负但不显著,而在模型 7 和模型 8 中则至少在 10% 的水平上显著为负。综合来看,假说 3 得到验证,即在反收购章程条款的保护下,现有股东间的权力格局成为影响上市公司代理问题和治理水平的关键因素。第一大股东持股比例越高,越能实现对公司的长期控制,在其平均持股比例总体偏低的情况下,越倾向于攫取

控制权私利而损害中小股东的利益, 从而损害公司价值。因此, 较高的第一大股东持股比例会削弱投资者对上市公司修改反收购章程条款公告的短期正向市场反应。

在模型 5 和模型 6 中, 机构持股比例(*Institution*)的系数至少在 10% 的水平上显著为正。假说 4 也得到验证, 即机构持股比例越高, 越倾向于积极参与公司治理并加强对管理层的监管, 也越能制衡控股股东的权力, 从而增强投资者对反收购条款修改公告的短期正向市场反应。此外, 模型 7 和模型 8 结果也较好地支持了假说 2—假说 4。

### (三) 稳健性测试

1. 内生性检验。投资者的正向市场反应可能不是源自公司修改反收购章程条款的事件公告, 而是源自这些目标公司本身所具有的价值特征。为了缓解这一内生性问题, 本文利用倾向得分匹配方法(*PSM*), 对比了实验组(发布公告修改反收购章程条款的公司)和对照组(可能被并购但没有公告反收购章程条款的公司)累积超常收益率的差异。首先, 运用 *Logit* 模型估算出各样本公司修改反收购章程条款的倾向得分值。参考以往文献(孙菁等, 2016)的做法, 本文选取企业规模(*Size*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、产权性质(*NSOE*)、机构持股(*Institution*)、市值账面比(*MTB*)、两职合一(*Duality*)以及年度和行业虚拟变量作为匹配变量进行一对一配对。然后, 检验实验组(*Treat=1*)和对照组(*Treat=0*)在事件窗口 $[-1, 3]$ 和 $[-5, 5]$ 内 *CAR* 的均值和中位数是否存在显著差异, 结果见表 3 中 *Panel A*。从中可以看到, 实验组和对照组的 *CAR* 至少在 5% 的水平上存在显著差异。由于实验组的样本量远小于对照组, 这可能会使选取的对照组存在偶然性。出于稳健性的考虑, 本文还将实验组和对照组进行了一对二匹配。由表 3 中 *Panel B* 可知, 实验组和对照组的 *CAR* 在 1% 的水平上存在显著差异。实验组和对照组的被收购可能性等各方面特征都类似, 因此正向的累积超常收益率是由修改反收购章程条款的事件公告所致。

表 3 倾向得分匹配方法下的累积超常收益率差异检验

Panel A: 一对一匹配						
	<i>Treat=0</i>		<i>Treat=1</i>		<i>T</i> 检验	<i>Z</i> 检验
	均值	中位数	均值	中位数		
<i>CAR</i> $[-1, 3]$	-0.0130	-0.0151	0.0268	0.0059	-2.0065**	-2.3012**
<i>CAR</i> $[-5, 5]$	-0.0049	-0.0128	0.0315	0.0104	-2.3100**	-2.9100***
Panel B: 一对二匹配						
	<i>Treat=0</i>		<i>Treat=1</i>		<i>T</i> 检验	<i>Z</i> 检验
	均值	中位数	均值	中位数		
<i>CAR</i> $[-1, 3]$	-0.0045	-0.0144	0.0268	0.0059	-2.6838***	-2.6910***
<i>CAR</i> $[-5, 5]$	-0.0074	-0.0213	0.0315	0.0104	-2.6439***	-2.8817***

2. 累积超常收益率估计模型的稳健性检验。本文利用市场模型法重新计算了各事件窗口内的累积超常收益率 *CAR*, 并重新进行了多元回归分析, 结果见表 4。与表 2 基于市场调整法的分析结果相比, 三个解释变量的回归结果基本保持不变。假说 2—假说 4 仍得到验证。

表 4 基于市场模型法的稳健性测试

	<i>CAR</i> $[-1, 3]$	<i>CAR</i> $[-5, 5]$	<i>CAR</i> $[-1, 3]$	<i>CAR</i> $[-5, 5]$	<i>CAR</i> $[-1, 3]$	<i>CAR</i> $[-5, 5]$	<i>CAR</i> $[-1, 3]$	<i>CAR</i> $[-5, 5]$
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
<i>NSOE</i>	-0.0717** (-2.0808)	-0.0757* (-1.8459)					-0.1033*** (-2.8586)	-0.1074** (-2.4922)
<i>Top1</i>			-0.1050 (-1.0793)	-0.0964 (-0.8349)			-0.2074** (-2.0723)	-0.2005* (-1.6797)

续表 4 基于市场模型法的稳健性测试

	CAR[-1,3]	CAR[-5,5]	CAR[-1,3]	CAR[-5,5]	CAR[-1,3]	CAR[-5,5]	CAR[-1,3]	CAR[-5,5]
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
<i>Institution</i>					0.2863 (1.6067)	0.3960* (1.8898)	0.2969* (1.7361)	0.4083** (2.0016)
<i>Constant</i>	0.8381* (1.9098)	1.0511** (2.0140)	0.5270 (1.2705)	0.7178 (1.4588)	0.6700 (1.5769)	0.9328* (1.8667)	1.2502*** (2.7705)	1.5316*** (2.8456)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	116	116	116	116	116	116	116	116
$R^2$	0.2419	0.2762	0.2131	0.2525	0.2262	0.2776	0.3069	0.3345
$F$ 值	0.7929	0.9482	0.6728	0.8393	0.7266	0.9548	1.0119	1.1487

3. 采用修改反收购章程条款数量。本文还考虑了公司修改反收购章程条款数量(*Anti\_num*)的可能影响,回归分析结果见表 5。由模型 1—模型 6 结果可知,截距项的系数都在 1% 的水平上显著为正,说明控制其他因素的影响后,投资者对公司修改反收购章程条款公告的市场反应是积极正向的,与假说 1 的预期相符。更重要的是,修改反收购章程条款数量(*Anti\_num*)及其与 3 个股权结构变量的交互项没有得到一致显著的回归系数,说明投资者对公司修改反收购章程条款公告的市场反应不会因修改数量而产生差异。这可能是由于目前中国上市公司修改或增设的任意一条反收购章程条款都能较好地抵御门口“野蛮人”的入侵,达到保护公司控股股东和管理层对公司控制权的目的。例如,本文发现超过半数的样本公司对可能入主的新控股股东或新大股东提名和更换董监高的权力进行了限制,仅这一条反收购章程条款的修改就能实质性地保护现有高管团队和控股股东对公司的控制权。

表 5 关于修改反收购章程条款数量和长时间窗口的稳健性测试

	CAR[-1,3]	CAR[-5,5]	CAR[-1,3]	CAR[-5,5]	CAR[-1,3]	CAR[-5,5]	CAR[-5,20]
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7
<i>Anti_num</i>	0.0316 (1.1557)	0.0316 (0.9940)	-0.0018 (-0.1288)	-0.0067 (-0.4086)	0.0156 (1.4797)	0.0206* (1.6919)	
<i>Anti_num</i> × <i>NSOE</i>	-0.0219 (-0.7877)	-0.0256 (-0.7894)					
<i>Anti_num</i> × <i>Top1</i>			0.0581 (1.0136)	0.0650 (0.9733)			
<i>Anti_num</i> × <i>Institution</i>					-0.0915 (-0.6079)	-0.2495 (-1.4385)	
<i>Constant</i>	1.4200*** (3.1388)	1.6672*** (3.1632)	1.4113*** (3.1287)	1.6592*** (3.1557)	1.4139*** (3.0994)	1.5933*** (3.0303)	2.0399*** (3.0587)
控制变量	控制						
样本量	116	116	116	116	116	116	116
$R^2$	0.3473	0.3627	0.3507	0.3654	0.3452	0.3743	0.3438
$F$ 值	1.1219	1.2000	1.1386	1.2137	1.1116	1.2609	1.1976

4. 更换事件窗口。本文还尝试分析了投资者对上市公司修改反收购章程条款公告的长期市场反应,即事件窗口[-5,20]内的累积超常收益率,结果见表 5 中模型 7。从中可以看到,截距项的系数在 1% 的水平上显著为正,说明投资者对公司修改反收购章程条款公告的长期市场反应也

是积极正向的。因此, 本文的相关研究结论在较长的事件窗口内也具有一定的稳健性。

(四) 进一步研究。既然修改反收购章程条款有利于抵御门口“野蛮人”的入侵, 而且相关事件公告还会引起广大投资者积极正向的市场反应, 那么中国资本市场上究竟哪些公司更倾向于通过修改或增设反收购章程条款来防止敌意收购呢? 李维安等(2017)指出敌意收购的目标公司通常具有三大特征: 股价不高, 公司价值被低估; 股权高度分散; 盈利能力强, 经营业绩好。此外, Heron 和 Lie(2006)发现, 管理层持股越少的公司越有可能面临敌意收购。当公司面临敌意收购时, 修改反收购章程被认为是一种有效阻击“野蛮人”的手段。鉴于此, 结合中国特殊的国情和现有文献的观点, 本文从股权集中度、管理层持股、机构持股、产权性质、行业垄断性质、公司估值水平、经营业绩和管理层任期等多个维度来探究上市公司修改反收购章程条款的决定因素。为此, 本文构建了如下计量模型:

$$\Pr(\text{Anti\_dum} = 1) = \beta_0 + \beta_1 \text{Top1} + \beta_2 \text{Mshare} + \beta_3 \text{Institution} + \beta_4 \text{NSOE} + \beta_5 \text{Monopoly} + \beta_6 \text{PE} + \beta_7 \text{ROA} + \beta_8 \text{Tenure} + \sum \text{Control} + \varepsilon \quad (3)$$

其中, *Anti\_dum* 为因变量, *Top1* 表示第一大股东持股比例, *Mshare* 表示管理层持股比例, *Institution* 表示机构投资者持股比例, *NSOE* 为民营产权性质哑变量, *Monopoly* 为垄断行业哑变量。PE 表示市盈率, 等于公司上年期末收盘价/(净利润上年年报值/实收资本期末值); ROA 表示资产收益率, 等于公司上年净利润占总资产的比率; *Tenure* 表示高管任期, 等于事件日所在年份与董事长、总经理或总裁开始任职的年份之差。Control 表示控制变量, 包括公司规模(*Size*)、负债水平(*Leverage*)、市值账面比(*MTB*)、股票换手率(*Turnover*)、董事会规模(*Boardsize*)、独董比例(*Indboard*)、两职合一(*Duality*)、经营费用率(*Cost1*)、其他应收款占比(*Cost2*)等公司特征。

由于因变量 *Anti\_dum* 是一个二元虚拟变量, 本文对式(3)进行 Logit 回归, 研究样本是 2014—2016 年所有 A 股公司剔除缺失数据后的 6 369 个观测值, 回归结果见表 6。从中可以看到, 第一大股东持股比例(*Top1*)、管理层持股(*Mshare*)以及垄断行业变量(*Monopoly*)的系数至少在 5% 的水平上显著为负。这说明上市公司的股权越集中, 管理层持股比例越高, 处于垄断地位, 则越不倾向于修改或增设反收购章程条款以阻击“野蛮人”的敌意收购。这些结果与文献中的理论预期相符, 因为这些公司面临的敌意收购威胁相对较小。公司市盈率(*PE*)的系数在模型 6 中显著为正, 而在模型 9 中不显著。这意味着公司的市盈率越高, 越倾向于修改反收购章程条款以防止敌意收购。这与我们的预期相反, 相关结果也并不稳健, 因而具体的经济含义有待后续研究的进一步检验。机构持股比例(*Institution*)、民营产权性质(*NSOE*)、资产收益率(*ROA*)以及高管任期(*Tenure*)都不显著, 说明这些因素不是上市公司修改反收购章程条款的主要决定因素。

表 6 上市公司修改反收购章程条款倾向的 Logit 回归结果

	因变量: <i>Anti_dum</i>								
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
<i>Top1</i>	-6.7696*** (-6.8456)								-6.6838*** (-6.6780)
<i>Mshare</i>		-1.7325*** (-2.6246)							-1.8349** (-2.3769)
<i>Institution</i>			1.2046 (0.8376)						0.6071 (0.3701)
<i>NSOE</i>				-0.0071 (-0.0268)					-0.0692 (-0.2498)

续表 6 上市公司修改反收购章程条款倾向的 Logit 回归结果

	因变量: <i>Anti_dum</i>								
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
<i>Monopoly</i>					-2.0141*** (-2.9053)				-1.3992* (-1.9474)
<i>PE</i>						0.0010** (2.1857)			0.0006 (1.2303)
<i>ROA</i>							-3.3622 (-1.5577)		-1.8285 (-0.7970)
<i>Tenure</i>								-0.0035 (-0.1098)	-0.0155 (-0.4851)
<i>Constant</i>	5.9587* (1.7648)	6.6678** (2.0320)	6.7909** (2.0321)	6.4845* (1.9517)	6.4720** (1.9673)	5.4024 (1.6363)	5.6362* (1.6858)	6.4748** (1.9687)	5.1933 (1.4860)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	6 369	6 369	6 369	6 369	6 369	6 369	6 369	6 369	6 369
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.1761	0.1272	0.1205	0.1198	0.1198	0.1240	0.1221	0.1198	0.1871
<i>Chi</i> <sup>2</sup>	181.29	130.96	123.97	123.32	123.32	127.58	125.69	123.33	192.54

### 五、结论与政策启示

“宝万之争”及其引起的上市公司修改反收购章程条款热潮,说明反收购条款作为抵御门口“野蛮人”敌意收购的有力“武器”,已经在实务界展露锋芒。而迫切需要回答的问题是,上市公司修改反收购章程条款到底保护了谁的利益?对广大中小投资者而言是好消息还是坏消息?本文通过手工收集中国 A 股公司 2014 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日发生的 126 起反收购条款修改公告事件,试图通过事件研究方法为上述问题提供一个可供参考的答案。研究发现:第一,与 DeAngelo 和 Rice(1983)等国外文献的研究结论不同,中国 A 股市场投资者总体上认为上市公司修改反收购章程条款的公告事件是一个好消息,反收购条款有利于提升公司价值,因而表现出显著为正的短期市场反应。第二,民营产权性质和第一大股东持股比例显著弱化了修改反收购条款公告事件的短期正向市场反应,而机构投资者持股比例则显著增强了短期正向市场反应。这说明由于民营控股股东特别是持有较多股份的控股股东具有较强的动机侵占中小股东利益,反收购章程条款保护现有股东控制权的作用会被强化;而机构投资者作为长期价值投资者,能够发挥一定的监督治理作用,较好地监督制衡公司的大股东,从而减弱反收购章程条款的负面影响。第三,第一大股东持股比例、管理层持股比例以及行业的垄断属性是公司是否修改反收购章程条款的重要决定因素。上市公司的第一大股东持股比例越低、管理层持股比例越低,或者属于竞争性行业,面临的敌意收购威胁就越大,也就越倾向于修改反收购条款以抵御敌意收购。

本文的研究结论具有重要的启示。第一,本文的研究结论能够为证券监管部门提供有价值的政策启示。近年来,面对不少上市公司修改反收购章程条款的行为,中国证监会和交易所大多采取问询和约谈的形式,重点关注公司的相关行为是否存在“防卫过当”以及超出《公司法》和《证券法》允许的自治边界。本文研究表明,监管部门目前采取的相关温和措施是恰当有效的,这是因为:一方面,广大中小投资者对上市公司修改反收购章程条款的行为总体上是欢迎认可的。另一方面,虽然代理理论认为修改反收购条款是现任管理层的堑壕行为,会加剧代理问题,而敌意收购等控制权竞争有利于缓解上述问题,但是在中国特殊的制度背景下,敌意收购的行为主体大多为缺乏企业经营管理经验的金融财团。正因如此,证监会刘士余主席才告诫说:“我希望资产管理人,不当奢淫无度的土豪、不做兴风作浪的妖精、不做坑民害民的害人精。”因此,结合

中国的制度背景, 证券监管部门应允许上市公司在遵守相关法律法规的前提下, 在公司章程的自治范围内修改或增设反收购条款, 以保护经营管理层的稳定性。第二, 虽然反收购章程条款总体上对公司是积极有益的, 但是我们仍要时刻关注反收购章程条款的负面影响。本文研究表明, 反收购章程条款的正向市场反应会因公司的股权结构而存在差异, 股权结构在很大程度上决定了公司面临的主要代理问题及其严重程度。因此, 投资者和监管部门应特别关注代理问题比较严重且修改反收购章程条款的上市公司, 避免得到反收购条款保护的现任大股东和管理层侵害广大中小股东的合法权益。第三, 上市公司特别是民营上市公司的企业主应积极采取有效措施防御敌意收购等控制权竞争。本文研究表明, 中国上市公司特别是民营上市公司的股权结构日益分散, 控制权竞争和敌意收购日益成为一种可能和常态。这就要求民营企业家摒弃股权集中的传统意识, 正确认识分散化股权投资的趋势及其优缺点, 采取反收购条款等必要措施来加强对公司的控制, 从而助力其实现基业长青的经营目标。

#### 主要参考文献:

- [1]陈信元, 陈冬华, 万华林, 等. 地区差异、薪酬管制与高管腐败[J]. 管理世界, 2009, (11): 130-143.
- [2]陈玉罡, 傅豪. 控股股东影响了控制权市场的作用吗?[J]. 财经研究, 2012, (4): 80-90.
- [3]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.
- [4]陈玉罡, 许金花, 李善民. 对累积投票制的强制性规定有效吗?[J]. 管理科学学报, 2016, (3): 34-47.
- [5]顾慧莹, 王小妹, 姚铮. 管理者反收购策略研究评述和展望[J]. 外国经济与管理, 2017, (5): 115-128.
- [6]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.
- [7]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.
- [8]李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究, 2004, (12): 3-13.
- [9]罗进辉. “国进民退”: 好消息还是坏消息[J]. 金融研究, 2013, (5): 99-113.
- [10]罗进辉, 李雪, 黄泽悦. 关键高管的人力资本价值评估——基于关键高管突然去世事件的经验研究[J]. 中国工业经济, 2016, (5): 127-143.
- [11]沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验[J]. 经济研究, 2004, (9): 90-100.
- [12]吴磊磊, 陈伟忠, 刘敏慧. 公司章程和小股东保护——来自累积投票条款的实证检验[J]. 金融研究, 2011, (2): 160-171.
- [13]郑志刚. 从万科到阿里: 分散股权时代的公司治理[M]. 北京: 北京大学出版社, 2017.
- [14]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.
- [15]Bates T W, Becher D A, Lemmon M L. Board classification and managerial entrenchment: Evidence from the market for corporate control[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3): 656-677.
- [16]Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2): 81-112.
- [17]Cohen A, Wang C C Y. How do staggered boards affect shareholder value? Evidence from a natural experiment[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(3): 627-641.
- [18]DeAngelo H, Rice E M. Antitakeover charter amendments and stockholder wealth[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(1-4): 329-359.
- [19]Gompers P, Ishii J, Metrick A. Corporate governance and equity prices[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2003,

- 118(1): 107–156.
- [20]Grossman S J, Hart O D. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation[J]. *The Bell Journal of Economics*, 1980, 11(1): 42–64.
- [21]Heron R A, Lie E. On the use of poison pills and defensive payouts by takeover targets[J]. *Journal of Business*, 2006, 79(4): 1783–1807.
- [22]Hwang L S, Lee W J. Do takeover defenses impair equity investors' perception of "Higher Quality" earnings?[J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2012, 27(3): 325–358.
- [23]Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 90(2): 22–27.
- [24]Luo J H, Wan D F, Cai D, et al. Multiple large shareholder structure and governance: The role of shareholder numbers, contest for control, and formal institutions in Chinese family firms[J]. *Management and Organization Review*, 2013, 9(2): 265–294.
- [25]Shleifer A, Vishny R W. Greenmail, white knights, and shareholders' interest[J]. *The RAND Journal of Economics*, 1986, 17(3): 293–309.
- [26]Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737–783.
- [27]Stein J C. Takeover threats and managerial myopia[J]. *Journal of Political Economy*, 1988, 96(1): 61–80.
- [28]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.

## Amending Antitakeover Provisions: Good News or Bad News?

Luo Jinhui, Tan Lihua, Chen Yi

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Summary:** Since the battle of *Vanke* broke out, there emerges a surge of antitakeover provision amendment trying to protect the company from corporate raiders in China's capital markets, which induces a debate about whether the provisions are in favor of existing shareholders' benefits. However, this debate still remains unsolved. Therefore, this paper aims to figure out whose interests on earth are protected by amending listed companies' antitakeover provisions.

Researches about hostile takeover and antitakeover provisions have aroused extensive and constant attentions since 1980s. In July 2015, Baoneng Group bought a large amount of Vanke's stocks from the capital markets, which led to a tide for antitakeover provision amendment among listed companies in China. According to our results, there are 126 antitakeover provision amendment events of listed companies from 2014 to 2016. From this perspective, the market for corporate control and hostile takeover seem to be a potential threat. However, researches about the above problems under Chinese specific institution background are still quite limited, and these antitakeover provision amendment events provide us a good way to investigate the influence of takeover defense, which has not been clarified by scholars under Chinese capital market yet.

This study manually collects 116 announcement events of listed companies' antitakeover provision amendment during the period of 2014–2016, and uses the method of event study to investigate the above question. It finds that: (1) Investors perceive that the event of antitakeover provision amendment is good news on the whole, and thus react positively to related event announcements. During the event window of  $[-1, 3]$ , the accumulated abnormal return of focal firms is up to about 2.68%, indicating that antitakeover provisions can improve focal firms' shareholder wealth. (2) Relatively speaking, the positive market reaction to the an-

nouncement event of antitakeover provision amendment is less pronounced in private enterprises, in firms having the largest shareholder with higher ownership, and in firms with lower institutional ownership, suggesting that the characteristics of the ownership structure including the nature of property rights, ownership concentration, and institutional ownership are important contingent factors in influencing the value of antitakeover provisions. In addition, this study further finds that ownership concentration, managerial ownership, and the nature of industry monopoly are important determinants of the likelihood of amending antitakeover provisions for listed companies.

Overall, the potential contributions of this study are as follows: First, this study takes advantage of China's special institutional background to investigate the short-term market reaction to the event announcement of listed companies' antitakeover provision amendment by use of the event study method, and in such way we measure the effect of antitakeover provisions on shareholder wealth in China's capital markets. Second, we find that under different contingent factors, the value of antitakeover provision amending could be varied, which may help us understand the controversial research conclusions before. What's more, it not only can enrich the literature regarding antitakeover provisions and the market for corporate control, but also can deepen our understanding of listed companies' antitakeover provision amending behavior, and thus provide some valuable implications for practitioners and references for policy makers about hostile takeover and takeover defense.

**Key words:** market for corporate control; corporate provisions; antitakeover provisions; ownership structure; event study

(责任编辑 康健)

---

(上接第 112 页)

asset holdings they have, the easier it is to increase financial risks faced by enterprises.

This paper gives three policy recommendations: (1) Real enterprises should reasonably grasp the limits of financial asset holdings based on their own free cash flow status and long-term development goals, and combined with the national macro-control policies. They should not hold too many and too-long-term financial assets due to the excessive pursuit of immediate interests. (2) When formulating the asset allocation strategy, enterprises should optimize the financial asset allocation structure and reasonably allocate the term of financial assets to better meet the capital needs of the enterprise's main business. (3) Rational allocation of financial assets and prevention of financial risks should also take full account of the impact of financing constraints, property nature and monetary policies.

The marginal contributions of this paper can be elaborated from three aspects: (1) It can further enrich relevant theories on financialization and reality-to-fiction, and provide empirical evidence and policy guidance for deepening China's financial reform and national strategic transformation. (2) It provides necessary micro-level evidence for rational allocation of financial assets, curbing excessive financialization and preventing major systemic risks. (3) It provides necessary empirical evidence for reasonably distinguishing the financialization approach rather than blindly regarding financial asset allocation as a negative behavior. (4) It can guide enterprises to reasonably grasp the total amount, term and increment of financial asset allocation under different internal and external constraints.

**Key words:** financial assets; financial risks; financialization; removing reality to virtual; financing constraints

(责任编辑 康健)