

公司章程反收购条款设置、治理风险与审计费用

袁春生,牛世魁

(山西财经大学 会计学院,山西 太原 030006)

[摘要]随着股权分置改革后敌意收购事件频发,众多上市公司纷纷在公司章程中设置反收购条款。现有文献尚缺乏从外部监督者视角讨论审计师如何看待公司章程反收购条款的研究。基于中国资本市场反收购实践,手工收集 2009—2019 年 A 股上市公司章程反收购条款数据,实证研究公司章程反收购条款设置对审计费用的影响。实证结果表明:公司章程反收购条款设置中的管理层自我保护性防御增加了治理风险,提高了审计费用。机制检验表明:公司章程反收购条款设置通过加剧代理冲突和信息不对称增加了审计风险与成本,进而提高审计费用,而并非反收购条款设置后的审计意见购买。考察截面上的差异性后发现,公司章程反收购条款提高审计费用的现象在市场化程度较低和法律环境较差的地区、内部控制质量较低的公司中更显著。考察审计费用增加后的经济后果发现,审计师能够通过增加自身努力提高目标企业的会计信息质量,并且资本市场整体对审计费用的增加表现为审计质量信号。从审计定价角度研究审计师对公司章程反收购条款设置的反应,丰富了反收购条款经济后果和审计费用影响因素的研究,为审计师有效降低执业风险和上市公司合理设置章程条款提供了新的经验证据。

[关键词]公司章程反收购条款;治理风险;审计费用;代理冲突;信息不对称;审计风险;审计成本

[中图分类号]F239.43 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2022)02-0046-12

一、引言

“宝万之争”、南玻 A 创业团队集体被迫离职等事件唤醒了中国上市公司的反收购意识,资本市场掀起了一股在公司章程中设置反收购条款以阻击敌意收购的热潮。在这一过程中,出现了众多上市公司管理层设置不当反收购条款、阻遏市场化收购的行为。一些反收购条款被认为是管理层用来保护自身从而形成职位堦壕的工具,其合法性不仅吸引了交易所与证券监管机构的关注,也引发了法律诉讼。

反收购条款的设置增加了公司被收购的难度,缓解了控制权市场的威胁,将改变内部人的努力程度和谈判实力。一方面,反收购条款设置通过赋予管理层更多的附加否决权,从而增强管理层议价能力,获取更高的溢价收益^[1],同时,外部收购压力的缓解也能够引导管理层规避短视行为^[2],有利于公司长远发展;另一方面,反收购条款会强化管理者的“壕沟效应”,加剧管理层与股东之间的代理冲突,损害股东利益^[3]。因此,公司章程反收购条款可以从正反两方面影响公司的治理效率。

作为资本市场中重要的信息中介,审计师对被审计单位的公司治理风险会形成预期,进而影响审计收费^[4]。反收购条款设置降低了控制权市场对管理层的威胁,作为公司决策制定者、控制环境构建者以及审计契约的谈判者之一,管理层的经营决策行为变化会影响审计师工作复杂性与执业风险。因此,在理论意义上,反收购条款应该能够对审计费用产生影响。然而,遗憾的是,现有研究主要讨论了客户规模、经济业务的复杂程度、盈余管理、内部控制等公司特征,媒体监督和行政监督等外部治理力量以及会计师事务所规模和品牌对审计费用的影响,尚未有文献系统地探讨作为外部监督者的审计师如何看待公司章程反收购条款的治理风险,进而体现在审计收费上。反收购条款设置对审计费用究竟会产生如何影响?其影响机制又是什么?目前相关的经验证据还比较匮乏。

因此,本文基于我国资本市场反收购实践,手工收集 2009—2019 年 A 股上市公司章程反收购条款数据,实证研究公司章程反收购条款设置对审计费用的影响。实证结果表明:(1)反收购条款设置中的管理层自我保护性防御增加了审计费用;(2)机制检验表明反收购条款设置通过加剧代理冲突和信息不对称增加了审计师的审

[收稿日期]2021-12-01

[基金项目]国家社会科学基金项目(19BGL060)

[作者简介]袁春生(1967—),女,山西应县人,山西财经大学会计学院教授,博士生导师,从事公司财务与公司治理研究;牛世魁(1995—),男,山西晋城人,山西财经大学会计学院博士研究生,通讯作者,从事公司财务与公司治理研究,E-mail:7695026424@qq.com。

计风险与成本,进而提高审计费用,并且审计费用提升不是因为反收购条款设置后的审计意见购买;(3)考察截面上的差异性后发现,反收购条款提高审计收费的现象在市场化程度较低和法律环境较差地区、内部控制质量较低的公司中更显著;(4)考察审计费用增加后的经济后果发现,审计师能够通过增加自身努力提高目标企业的会计信息质量,并且资本市场整体对审计费用的增加表现为审计质量信号。

本文的创新点和贡献主要在于:第一,创新性地从公司章程自治视角研究审计定价的影响因素,发现公司章程反收购条款设置通过增加公司治理风险提高了审计费用,拓展了有关审计定价决策影响因素的研究范围,为新兴市场中反收购行为对审计费用的影响机制提供了经验证据。第二,现有研究主要从实施主体角度讨论公司章程反收购条款设置对市场反应、投资效率、企业价值的影响,鲜有文献从外部监督者的视角来探究其经济后果,尤其是反收购条款如何影响审计定价的问题。本文的研究拓展了反收购条款设置经济后果的相关研究。第三,目前我国针对上市公司反收购条款设置的制度规定尚不完善,反收购条款的合法性和有用性也尚存争议。本文的研究结论有助于指导审计师加强对公司章程自治中反收购条款设置的相关治理风险的关注,降低审计师执业风险并提高执业能力,同时为企业和监管层的公司治理改革提供有益的参考借鉴。

二、文献回顾

(一)反收购条款设置的相关研究

反收购策略研究的核心在于管理者和股东之间的冲突问题^[5]。基于委托代理理论和管家理论,现有研究对反收购条款设置的经济后果形成了不同的观点。

基于委托代理理论,“管理层壕沟说”认为,由于管理者和股东目标不一致,在信息不对称情况下,管理者作为理性经济人,总是以个人利益最大化作为决策和行动的出发点,其偏离股东目标产生自利行为的可能性较大^[6]。“外部监督假说”认为,资本市场并购压力可以惩戒缺乏效率的管理层,从而有效治理管理层的自利行为^[7]。反收购条款很大程度上使现任董事会和管理者规避了控制权市场的竞争及外部并购者的威胁,强化管理层的职位壁垒,加剧管理者的代理问题^[8],使之在增强职位防御的过程中进一步强化自利动机和短视行为。Souther 发现,反收购条款会增加管理者的权力和薪酬,导致经营业绩的恶化^[9]。随着控制权防御水平的提高,管理层的“帝国”构建行为更加严重^[10],公司无效投资增加而长期价值投资减少^[3],损害了公司及股东利益。

基于管家理论,“股东利益说”认为,管理者兼具经济人与社会人角色。为维持自身的社会声望与地位,管理者努力工作并积极履行自己的受托责任。“管家”责任使反收购条款在稳固管理层职位的同时,能够削弱管理者的短视效应^[1],使之专注于公司长远目标,着力提高公司的长期业绩^[11]。Sanjeev 等发现反收购条款能够抵御短期市场压力,减少了为迎合投资者而采取的盈余管理行为^[12]。Cremers 等也发现,设置反收购条款的公司具有更高的价值^[13]。此外,稳定的管理层团队能降低外部不确定对公司内部造成的冲击,同时抵御敌意收购方的机会主义出价,提升公司在被收购时的谈判地位,使得原有股东获得更高的并购溢价。

(二)审计费用影响因素的相关研究

已有研究表明,审计费用同时受到审计产品供给方和需求方的影响。作为供给方的会计师事务所,事务所的规模越大、品牌声誉越高,市场份额越大,审计费用也越高^[14-15]。作为需求方的上市公司,上市公司的规模越大,子公司越多,审计的成本和费用也就越高^[16]。公司的股价崩盘风险越高,审计师也会提高审计费用加以应对^[17]。此外,研发投入强度较大的公司可能有更高的财务舞弊风险,从而提高了审计费用^[18]。随着风险导向审计的推广应用,学者们更加关注公司治理风险对审计费用的影响,大量文献发现了公司治理风险影响审计决策过程及定价的证据。例如,内部控制水平越高的公司,审计费用越低^[19],披露内部控制重大缺陷的企业审计费用较高^[20],并且会计层面内部控制缺陷对审计费用的影响更显著^[21]。盈余管理程度越高的公司审计费用也越高^[22]。还有文献研究了公司内部人对审计费用的影响,发现拥有多个大股东的企业通过盈余管理、送转股和股票策略性改名三种市值管理手段提高了审计收费^[23],无实际控制人的企业审计收费也会相对更高^[24]。同时,管理者能力^[25]、管理者薪酬激励^[26]也会显著影响审计费用。

可以发现,以往有关公司治理与审计定价决策的文献已从内部控制、盈余管理、股东结构、管理者激励等方面进行了有益的探讨,但忽略了公司章程自治对审计费用的影响。公司章程作为重要的公司治理规则,是公司自我管理、自我经营的重要法律文件^[27]。随着中国控制权市场的进一步激活,在公司章程中设置反收购条款也

将对上市公司和资本市场产生更加重要的影响。那么,审计师如何看待公司章程反收购条款的治理风险并体现到审计费用上,这将是上市公司优化公司治理和审计师提高执业能力面临的重要课题。

三、理论分析与研究假设

2007年审计准则的修订确立了现代风险导向审计模式,在风险导向审计准则的指导下,注册会计师审计作为重要的外部监督机制,在缓解代理问题、降低信息使用者的信息风险、保护投资者的利益的同时,还要考虑降低审计师自身面临的审计风险。客户的公司治理状况越好,财务报告错报风险越小,审计师面临审计失败的风险越小,审计收费就越少^[28];对于治理风险较大的客户,审计师通常会提高审计收费来弥补预期的损失。Simunic提出审计收费包含两个部分:一是为完成审计工作而需投入的固有费用,审计工作需投入的资源越多,则需要收取越高的审计费用补偿成本;二是审计师要求的风险补偿,客户的经营风险会增加审计师的诉讼风险,审计师为应对潜在投资者诉讼将对高风险客户收取更高的补偿费用^[29]。

反收购条款设置的初衷是为了巩固企业的控制权,抵御敌意收购,管理层为了防止准租金消散和专用性人力资本遭到贬损,有动机也有能力在反收购策略中设计对自己有利的方案以保障其职位的稳定性。反收购条款可以巩固管理者的地位,基于管家理论,职位稳定可以使管理者更注重公司的长期目标,减少短视行为,这似乎降低了公司的治理风险。然而,值得注意的是,以英美国家为代表的普通法对股东保护力度更强,同时公司治理质量普遍较高,因此倾向于支持反收购条款设置,帮助管理者履行管家职责。我国处于新兴资本市场阶段,公司治理尚不完善,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,管理层可能更多通过设置反收购条款以服务于自利目的。陈玉罡和石芳的研究也表明,反收购条款的主要作用表现为对管理层的保护,降低了公司价值^[30]。资本市场实践中,不少公司的反收购行为已违背《公司法》的基本精神,损害了投资者利益,从而引起诉讼或受到证券监管部门的关注和问询。如中证中小投资者服务中心认为海利生物针对股东非独立董事提名权设有持股期限的要求损害了投资者权益,采取股东诉讼并得到法院支持;交易所就ST兆新、皖通科技增加恶意收购、董事提名资格等条款下发关注函,要求独立董事发表意见;交易所就山东金泰修订“恶意收购议案须由股东大会四分之三表决权以上通过”进行约谈和问询。因此,中国当前背景下反收购条款的设置更多表现为管理层壕沟效应,并从审计风险和审计投入两方面影响注册会计师审计收费。

第一,反收购条款的设置加剧了管理层与股东之间的代理冲突,引起固有风险上升。反收购条款的设置弱化了控制权市场的惩戒效应,加剧了管理层的道德风险^[31],使管理层偏离股东目标,采取自身利益最大化的目标行事,如管理层追求个人财富以及享受舒适生活等^[32]。管理者与企业的违规风险上升,固有风险的上升增加了审计师的审计风险。为了识别这些问题和风险,注册会计师需要执行更为详尽的审计程序,付出更多的额外审计努力以挖掘公司潜在风险,审计收费因此提高^[33]。

第二,反收购条款的设置加剧了审计师与企业之间的信息不对称,增加了审计成本。反收购条款的“壕沟效应”会增加管理者的各种自利行为。为了掩盖这些有损股东利益的行为,公司就会有意识地隐瞒或修饰一些重要的内部信息。已有文献证明,反收购条款的“管理层壕沟效应”会减少公司自愿性的信息披露^[34],审计师获得真实公司财务信息的难度加大。在信息不对称的情况下,处于信息劣势的外部审计师需要付出更多的努力得到准确的审计报告,因而审计收费会随之提高^[35]。同时,公司修改反收购条款的行为容易被市场和监管机构所关注,增加被审计单位的诉讼风险。诉讼风险的增加使审计师对公司财务报表的真实性和公允性产生怀疑,对此,审计师会扩大审计测试范围,增加审计程序,投入更多审计资源,这必然会增加审计成本。因此,上市公司需要向事务所支付较高的审计费用来弥补审计成本。

除审计风险补偿和审计投入方面的影响外,反收购条款的设置还可能影响被审计单位的费用支付意愿。反收购条款设置增加了管理层与股东间的代理成本^[36]。为缓解信息不对称,减轻利益相关者之间冲突,公司可能会购买更多外部审计服务^[37]。更有甚者,为掩饰机会主义行为,管理层可能倾向于寻求较为“有利”的审计机构,寻租动机使其愿意支付超额审计费用作为“准租金”,审计费用随之增加。基于此,本文提出假设H。

H:在其他条件不变的情况下,反收购条款的设置增加了审计费用。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到 2006 年中国证监会修订的《上市公司章程指引》对公司章程的影响较大, 2007 年 A 股公司的股权分置改革基本完成, 上市公司的兼并收购活动在这之后两年趋于频繁, 因此本文以 2009—2019 年 A 股公司为研究对象。首先, 在证监会指定信息披露网站——巨潮资讯网下载沪深 A 股上市公司的公司章程, 逐条阅读章程内容来判断是否属于本文所研究的反收购条款, 得到公司反收购条款设置情况的数据。其次, 在此基础上, 收集样本公司对应的财务数据和治理数据, 并剔除了金融业和 ST 公司、数据缺失的公司, 最终得到 2982 家公司 18938 个观测值。公司财务和公司治理数据取自 CSMAR 数据库。所有连续变量均在 1% 和 99% 分位进行了 Winsorize 处理。

(二) 变量定义与说明

1. 被解释变量。本文的被解释变量为审计费用 (*AuditFee*), 借鉴袁蓉丽等的研究^[33], 用上市公司每年支付的境内外合计审计费用的自然对数来衡量。

2. 解释变量。本文的解释变量为反收购强度 (*ATP*), 用公司章程中反收购条款的数目表示。王建文^[38]、陈玉罡^[30] 研究认为, 2006 年《上市公司章程指引》对中国上市公司章程条款设置做出了规范, 公司通常对董事选举程序和投票方式加以限制以抵御敌意收购, 而在其他方面发挥的空间较小。上市公司可以在章程中设置错列董事会、董事会资格审查、董事提名权股份和时间限制、绝对多数条款以及累积投票制等条款。

借鉴邓伟等的研究^[34], 本文以这几种反收购条款为研究对象, 分析它们对审计费用产生的影响。首先建立单个条款虚拟变量。例如, 若 i 公司第 t 年的公司章程中存在错列董事会条款 (SB), 则 $SB_{i,t}$ 取值为 1, 否则为 0, 其他条款虚拟变量设置亦如此。其次, 在此基础上, 建立反收购强度指标 (ATP), 数值等于上述几种反收购条款的总数, 取值范围在 0~5 之间, 反收购条款数目值越大, 公司的反收购能力越强。

3. 控制变量。为了控制反收购条款以外的其他重要因素对审计收费的影响, 借鉴 Griffin 等^[39]、袁蓉丽等^[33] 的研究, 本文控制了流动比率 (*Current*)、资产负债率 (*LEV*)、资产报酬率 (*ROA*)、股票年收益率 (*RET*)、公司规模 (*Size*)、是否国际四大审计 (*Big4*)、审计师是否发生变更 (*Change*)、审计复杂程度 (*Complex*)、审计意见类型 (*Opinion*)、董事会规模 (*Boardsize*)、董事会独立性 (*Indep*)、是否两职合一 (*Duality*)、股权集中度 (*Top1*) 等影响因素。此外, 本文还控制了年份 (*Year*) 和个体 (*Stkcd*) 固定效应。主要变量的定义见表 1。

表 1 主要变量定义表

变量名称	变量符号	变量说明
审计费用	<i>AuditFee</i>	上市公司每年支付的境内外合计审计费用的自然对数
错列董事会	<i>SB</i>	若公司实行错列董事会取值为 1; 否则为 0
董事会资格审查	<i>BQE</i>	若对董事候选人需进行资格审查取值为 1; 否则为 0
董事提名权股份和时间限制	<i>DNL</i>	若公司股东提名董事候选人需持股一定时间或持股比例高于 3% 取值为 1; 否则为 0
绝对多数条款	<i>AM</i>	若公司实行绝对多数条款 (表决比例高于 2/3) 取值为 1; 否则为 0
累积投票制	<i>CV</i>	若公司实行累积投票制取值为 1; 否则为 0
反收购强度	<i>ATP</i>	以上 5 种反收购条款的总数, 即上述 5 个变量之和
流动比率	<i>Current</i>	流动资产/流动负债
杠杆水平	<i>LEV</i>	负债总额/资产总额
总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/总资产余额
股票年收益率	<i>RET</i>	上市公司的年个股回报率
公司年龄	<i>Age</i>	公司上市至今年数
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产的对数
国际四大	<i>Big4</i>	上市公司审计机构为国际四大时取值为 1, 否则为 0
审计师变更	<i>Change</i>	上市公司若更换审计师事务所取值为 1, 否则为 0
审计复杂程度	<i>Complex</i>	(应收账款 + 存货)/总资产
审计意见类型	<i>Opinion</i>	审计意见为标准无保留意见时取值为 0, 否则为 1
董事会规模	<i>Boardsize</i>	董事会成员的数量
董事会独立性	<i>Indep</i>	独立董事数量与董事会总人数之比
是否两职合一	<i>Duality</i>	董事长与 CEO 是否为同一人, 是则取值为 1, 否则为 0
股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
年份虚拟变量	<i>Year</i>	用于控制不同年份的影响
个体虚拟变量	<i>Stkcd</i>	用于控制个体层面的影响

(三) 模型设计

为验证假设 H,即公司章程反收购条款对审计费用的影响,本文建立如下的回归模型(1),并在所有回归分析中经公司层面进行聚类处理以得到稳健标准误:

$$AuditFee_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ATP_{i,t} + \sum Control + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中,下标 i 和 t 分别表示公司 i 和第 t 年, $Control$ 为相关控制变量, ε 为随机扰动项,根据本文假设,预期 α_1 显著大于 0。

五、实证分析

(一) 描述性统计

本文先对主要变量进行了描述性统计,结果见表 2。上市公司审计费用的自然对数($AuditFee$)的均值为 13.80,与现有相关研究的统计结果基本一致,最小值为 12.43,最大值为 16.29,说明当前我国上市公司的审计费用差异较大。从上市公司单个条款的设置情况来看,有 2.8% 的公司设置了分层董事会条款(SB),有 10.3% 的公司设置了董事会资格审查条款(BQE),有 72.1% 的公司设置了董事提名权股份和时间限制条款(DNL),绝对多数条款(AM)和累积投票制(CV)的均值分别为 0.962 和 0.940,说明绝对多数条款和累积投票制成为大部分上市公司设置的条款。反收购强度指标(ATP)的最小值为 0,最大值为 5,说明样本上市公司中有尚未设置反收购条款的公司,也有全部设置本文提及条款的公司,差异较明显,并且均值为 2.755,说明样本上市公司中平均每家公司设置了大约 3 种反收购条款。

其他变量的描述性统计结果与现有文献基本一致,在此不再赘述。此外,本文还计算了各个变量的方差膨胀系数(VIF),各变量的 VIF 值较小,最高为 2.70,说明变量间不存在多重共线性的问题。

(二) 回归结果分析

表 3 报告了模型(1)的回归结果,其中,第(1)列为不加控制变量的回归结果,可以看出,反收购条款强度(ATP)的系数在 1% 的水平上显著为正。第(2)列加入控制变量后, ATP 的系数为 0.058,依旧在 1% 的水平上显著为正,这说明上市公司的反收购能力越强,审计费用越高。同时,本文研究了单个反收购条款与审计费用的关系,并将相关回归结果列示在第(3)列至第(7)列中。可以看出,累积投票制(CV)和绝对多数条款(AM)的系数不显著,与审计费用无显著的相关关系。从上文描述性统计的结果来看,这两类条款在上市公司章程中的同质化趋势可能使审计师对此类条款的敏感性不高,并且这两类条款建立的初衷是实现中小股东的自我救济^[40],在我国资本市场和监管部门倾向于增强中小股东保护的情况下,这两种条款的设置可能并不会引起各方强烈的反应。错列董事会(SB)、董事提名权股份和时间限制(DNL)、董事会资格审查(BQE)的系数均显著为正,说明这三种条款与审计费用均呈显著的正相关关系,同时说明反收购条款与审计费用的关系主要表现在这三种条款上,可能的原因是:一方面,因为《上市公司章程指引》等法律法规的限制以及董事会在公司决策中的核心作用,对董事选举加以限制是中国上市公司最简单、直接的有效抵御恶意收购的方式,而在其他方面发挥的空间较小;另一方面,对董事提名资格和权力的限制直接影响到股东和投资者的权利,更容易引起股东诉讼和交易所关注。总体来看,回归结果说明公司设置反收购条款增加了审计费用,这支持了假设 H。

(三) 稳健性检验

(1) 替换变量

表 2 的描述性统计和表 3 的回归结果表明,由于大多数公司都设置了累积投票制(CV)和绝对多数条款

表 2 变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
$AuditFee$	18938	13.80	0.722	12.43	16.29	13.71
ATP	18938	2.755	0.802	0	5	3
SB	18938	0.028	0.166	0	1	0
CV	18938	0.940	0.237	0	1	1
DNL	18938	0.721	0.449	0	1	1
BQE	18938	0.103	0.304	0	1	0
AM	18938	0.962	0.190	0	1	1
$Current$	18938	2.408	2.572	0.285	18.60	1.628
Lev	18938	0.430	0.204	0.048	0.916	0.425
ROA	18938	0.042	0.055	-0.235	0.195	0.039
RET	18938	0.108	0.521	-0.578	2.591	-0.018
$Size$	18938	22.30	1.278	19.72	26.09	22.12
$Big4$	18938	0.065	0.246	0	1	0
$Change$	18938	0.125	0.331	0	1	0
$Opinion$	18938	0.019	0.135	0	1	0
$Complex$	18938	0.270	0.166	0.008	0.746	0.249
$Top1$	18938	0.373	0.150	0.085	0.753	0.361
$Indep$	18938	0.374	0.053	0.333	0.571	0.333
$Boardsize$	18938	8.681	1.715	5	15	9
$Duality$	18938	0.256	0.436	0	1	0

(AM),公司间反收购条款设置的趋同性可能使 CV 和 AM 产生的影响并不大。因此,本文剔除 CV 和 AM 两种条款重新计算反收购强度指标(ATP2),同时构造公司是否设置反收购条款虚拟变量(ATP_dum),若公司设置了BQE、SB、DNL条款的其中任意一条,则 ATP_dum 取值为 1,否则为 0,以检验本文回归结果的稳健性。此外,本文采用审计费用除以资产规模(Audit-Fee2)替换被解释变量,检验结果显示替换相关变量后,本文的结论依然稳健(限于篇幅,相关表格未列示,留存备案)。

(2) 改变样本区间

考虑到 2019 年新型冠状病毒(COVID-19)可能对审计师的工作实施以及费用评估产生影响,本文删除了 2019 年的相关数据,回归结果与主检验结果一致。

(3) Heckman 两阶段回归

考虑到上市公司设置反收购条款的行为可能不是随机的,即可能存在样本选择偏差,故本文以公司是否设置了反收购条款为被解释变量,建立如下的 Probit 模型(2),采用 Heckman 两阶段方法进行检验。首先,对模型(2)进行回归得到逆米尔斯比率(IMR),其次将第一阶段回归中得到的 IMR 作为控制变量加入模型(1)中,得到第二阶段的回归结果,结果显示控制样本选择偏误后结论依然稳健。

$$ATP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Current_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 RET_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Big4_{i,t} + \beta_7 Change_{i,t} + \beta_8 Opinion_{i,t} + \beta_9 Complex_{i,t} + \beta_{10} Top1_{i,t} + \beta_{11} Indep_{i,t} + \beta_{12} Boardsize_{i,t} + \beta_{13} Duality_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(4) 倾向得分匹配(PSM)

公司章程反收购条款本质上是一种公司治理措施,反收购条款设置也可能受上市公司治理状况的影响,例如公司治理较差的公司更可能制定反收购条款以抵御可能出现的收购威胁,而这类公司的审计费用更高。为缓解由此带来的内生性问题,本文采用倾向得分匹配法(PSM),首先利用 Heckman 两阶段检验中建立的 Probit 模型,以公司是否设置了反收购条款为被解释变量,估计倾向值,其次,为设置有反收购条款的公司(处理组)匹配具有相似特征但未设置反收购条款的公司(控制组),考虑到实验组样本量相对较少,故采用 PSM(1:2)近邻匹配进行样本配对。匹配后,所有变量的偏差率均小于 5%,说明处理组与控制组无显著差异,平行假设得到满足,匹配效果良好。最后,采用 PSM 方法得到的样本重新进行回归分析,结论不受影响。

表 3 主检验回归结果

	(1) AuditFee	(2) AuditFee	(3) AuditFee	(4) AuditFee	(5) AuditFee	(6) AuditFee	(7) AuditFee
ATP	0.358 *** (13.958)	0.058 *** (3.297)					
SB			0.362 *** (5.584)				
CV				0.015 (0.228)			
DNL					0.106 *** (3.044)		
BQE						0.047 ** (2.447)	
AM							0.006 (0.777)
Current		-0.012 *** (-6.373)	-0.025 *** (-7.813)	-0.012 *** (-6.326)	-0.012 *** (-6.397)	-0.012 *** (-9.734)	-0.012 *** (-6.329)
Lev		-0.282 *** (-6.403)	0.522 *** (5.917)	-0.281 *** (-6.427)	-0.283 *** (-6.448)	-0.281 *** (-12.047)	-0.283 *** (-6.416)
ROA		-0.689 *** (-11.106)	-0.486 *** (-4.673)	-0.692 *** (-11.157)	-0.688 *** (-11.096)	-0.692 *** (-15.455)	-0.692 *** (-11.159)
RET		0.015 *** (4.311)	-0.029 *** (-6.211)	0.015 *** (4.221)	0.015 *** (4.203)	0.015 *** (4.458)	0.015 *** (4.161)
Big4		0.271 *** (6.053)	0.525 *** (6.600)	0.270 *** (6.047)	0.270 *** (6.040)	0.269 *** (14.112)	0.269 *** (6.032)
Size		0.526 *** (58.035)	0.528 *** (58.855)	0.528 *** (58.826)	0.527 *** (58.557)	0.528 *** (141.174)	0.529 *** (58.991)
Change		-0.038 *** (-6.078)	-0.097 *** (-10.321)	-0.038 *** (-6.062)	-0.038 *** (-6.045)	-0.038 *** (-6.975)	-0.038 *** (-6.075)
Opinion		0.118 *** (5.249)	0.033 (0.941)	0.119 *** (5.269)	0.119 *** (5.285)	0.119 *** (7.989)	0.120 *** (5.272)
Complex		0.011 (0.223)	-0.417 *** (-3.900)	0.010 (0.189)	0.010 (0.190)	0.011 (0.390)	0.010 (0.187)
Top1		-0.180 *** (-3.101)	-1.088 *** (-9.152)	-0.183 *** (-3.166)	-0.181 *** (-3.117)	-0.181 *** (-6.464)	-0.183 *** (-3.140)
Indep		-0.114 (-1.335)	0.013 (0.090)	-0.112 (-1.317)	-0.113 (-1.328)	-0.111 * (-1.766)	-0.112 (-1.310)
Boardsize		-0.003 (-0.914)	-0.006 (-0.768)	-0.004 (-1.023)	-0.004 (-0.943)	-0.004 (-1.465)	-0.004 (-1.004)
Duality		0.012 (1.288)	0.008 (0.442)	0.012 (1.237)	0.012 (1.258)	0.012 * (1.735)	0.011 (1.203)
Year_fe	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Stkcd_fe	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	12.813 *** (181.219)	2.204 *** (9.915)	14.187 *** (115.321)	2.095 *** (8.319)	2.261 *** (10.257)	2.324 *** (24.881)	2.303 *** (10.494)
N	18938	18938	18938	18938	18938	18938	18938
Adj-R ²	0.023	0.623	0.622	0.623	0.623	0.623	0.622

注:括号内为 t 值,*p < 0.1,**p < 0.05,***p < 0.01,经公司层面聚类处理得到稳健标准误(下同)。

(5) 工具变量检验

本文使用固定效应模型进行回归分析,在一定程度上能够降低内生性的影响,为进一步缓解遗漏变量导致的内生性问题,本文借鉴 Kadyrzhanova^[41]的研究,选取公司上市年数作为工具变量,采用两阶段工具变量(IV - 2SLS)方法进行回归,结果依然稳健。

六、影响机制检验

(一) 反收购条款影响审计费用的机制

根据上文的理论分析,公司章程反收购条款设置主要通过以下两种渠道影响审计收费:一是反收购条款的设置强化了管理层“壕沟效应”,加剧了管理者与股东之间的代理冲突,引起固有风险上升;二是反收购条款的设置恶化了公司的信息环境,加大了内外信息不对称程度。固有风险上升和信息搜集及甄别难度加大,使得审计师采取提高审计收费的方式加以应对。因此,本文采用中介效应模型检验方法,在模型(1)的基础上建立如下模型(3)和模型(4),分别对这两种可能的影响机制加以检验。其中, *Mediator* 表示中介变量,包括代理冲突和信息不对称程度。借鉴已有研究^[42],本文采用在职消费率度量代理成本,其值等于管理费用与营业收入之比。在职消费率(*Mnf*)越高,说明管理层在职务消费等方面的支出越多,“壕沟效应”越严重。借鉴钟凯等^[43]的研究,本文采取分析师预测偏差(*Analy*)度量公司信息透明度,其值等于实际净利润减去分析师预测净利润的绝对值与营业收入之比,该值越高,表明公司信息透明度越低、信息不对称程度越强。

$$Mediator_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ATP_{i,t} + \sum Control + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$AuditFee_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 ATP_{i,t} + \delta_2 Mediator_{i,t} + \sum Control + \varepsilon_i \quad (4)$$

本部分主要关注模型(3)中的系数 γ_1 和模型(4)中的系数 δ_1 与 δ_2 , 得到的检验结果如表 4 所示。第(1)列和第(3)列 *ATP* 的系数分别为 0.008 和 0.028, 且均在 1% 的水平上显著,说明反收购条款显著增加了代理成本和信息不对称。第(2)列和第(4)列同时加入中介变量和反收购条款变量后, *ATP* 的系数均显著为正,中介变量(包括 *Mnf* 和 *Analy*)的系数也显著为正,这表明代理冲突和信息不对称均存在部分中介效应。同时,本文还对中介效应进行了 Sobel 检验,并列示了 Sobel 检验计算得出的 Z 统计值和其伴随概率 P,可以看出 *Mnf* 和 *Analy* 的中介效均显著。综上所述,机制检验结果说明,反收购条款设置通过加剧代理冲突和提高信息不对称,进而提高了审计费用。

(二) 审计师对反收购条款设置的反应

前文的理论分析和机制检验表明,反收购条款的设置加剧了管理层“壕沟效应”,上市公司固有风险上升,信息不对称程度加大。审计师一方面可能会增加审计投入以获得审计所需的信息,降低审计风险,另一方面也可能会收取更高的风险溢价以补偿审计风险成本,这都会导致审计费用的增加。本文建立了模型(5)和模型(6),进一步验证了反收购条款设置后,审计师是否因为审计风险扩散和审计投入增加而提高了审计费用。其中, *Risk* 表示审计风险, *Time* 表示审计投入。借鉴袁蓉丽等^[33]的研究,本文采用上市公司 5 年期的 *ROA* 波动率衡量审计风险,采用资产负债表日与审计报告日之间天数的自然对数(*Time*)来衡量审计投入。回归检验结果如表 5 所示,可以看出,第(1)列和第(3)列 *ATP* 的系数分别为 0.003 和 3.841,且均在 1% 的水平上显著,说明反收购条款设置显著增加了审计师的审计风险和审计投入,第(2)列与第(4)同时加入变量 *Med*(包括 *Risk* 和 *Time*)和反收购条款变量后,变量 *Med* 和 *ATP* 的系数均同时在 1% 的水平上显著为正,这进一步证明反收购条款设置通过加剧代理冲突和提高信息不对称,审计风险扩散和审计成本提高使得审计师审计收费增加。

表 4 机制检验结果

	(1) <i>Mnf</i>	(2) <i>AuditFee</i>	(3) <i>Analy</i>	(4) <i>AuditFee</i>
<i>ATP</i>	0.008 *** (3.173)	0.057 *** (3.372)	0.028 *** (2.837)	0.055 *** (3.162)
<i>Mnf</i>		0.202 ** (2.386)		
<i>Analy</i>				0.101 *** (4.675)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year_fe</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Stkcd_fe</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.497 *** (17.646)	2.103 *** (9.164)	0.875 *** (7.874)	2.116 *** (9.628)
Sobel: Z		-3.849		-1.901
Sobel: P > Z		<0.001		0.057
N	18938	18938	18938	18938
Adj-R ²	0.143	0.623	0.376	0.624

$$Risk/Time_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 ATP_{i,t} + \sum Control + \varepsilon_i \quad (5)$$

$$AuditFee_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 ATP_{i,t} + \theta_2 Med_{i,t} + \sum Control + \varepsilon_i \quad (6)$$

(三)一个替代性解释:审计费用增加是因为审计意见购买吗

如前文所述,反收购条款设置后,管理者为掩饰机会主义行为可能支付超额审计费用作为“准租金”,改善上市公司的审计意见,因此上市公司审计费用的增加也可能是因为反收购条款设置后的审计意见购买行为。为此,本文设计如下的Logit模型(7),以检验审计费用增加是否是因为上市公司审计意见购买行为所导致。其中,Opinion为审计意见,当审计意见为标准无保留意见时取值为0,否则为1;其他变量的含义与上文相同。借鉴已有文献,本文控制了其他影响审计意见的因素,包括上一年度的审计意见

(LOpinion)、杠杆水平(Lev)、总资产收益率(ROA)、个股回报率(RET)、盈余管理程度(Abs_Da)、公司规模(Size)、审计事务所规模(Big4)、审计复杂程度(Complex)。本文关注的系数为 μ_3 ,若 μ_3 显著为负,则说明反收购条款设置和审计费用的增加改善了审计意见。

$$Opinion_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 AuditFee_{i,t} + \mu_2 ATP_{i,t} + \mu_3 ATP_{i,t} \times AuditFee_{i,t} + \sum Control + \varepsilon_i \quad (7)$$

在表6的回归结果中,第(1)列和第(2)列仅加入变量ATP和AuditFee,发现AuditFee的系数在1%的水平上显著为正,说明本文样本企业的审计费用增加并没有带来审计意见的改善,被出具非标准审计意见的概率反而显著增加。第(3)列中AuditFee的系数依然显著为正,ATP×AuditFee的系数为正且不显著。总体说明反收购条款设置和审计费用的增加并没有显著改善上市公司的审计意见,审计费用的增加并不是因为审计意见购买,而主要是因为反收购条款的设置增加了审计师的投入与审计风险。

七、拓展性研究

(一)考虑外部环境差异的影响

审计费用不仅受被审计单位和审计师特征的影响,一定程度上还受特定环境的影响^[29]。地区市场化程度和法律环境是影响审计收费的重要因素之一^[44]。因此,本文研究了市场与法律环境存在差异时,反收购条款与审计费用之间的关系是否有变化。前文的分析表明,反收购条款设置强化了管理者的“壕沟效应”,加剧了管理者的道德风险和自利动机,同时增加了上市公司内外信息不对称。需要注意的是,上市公司管理者自利行为的实施,除了要考虑其自利行为可获得的收益外,还要考虑被发现后的诉讼风险。

在市场化程度较高和法律环境较好的地区,上市公司故意隐瞒信息变得较为困难,监管机构也可以更加及时、准确地辨别管理层“颇费心机的安排”,其自利行为被发现的成本较高。同时,市场化程度较高和法律环境较好的地区,投资者保护的意识也更强,管理者借反收购条款保护的自利行为面临的诉讼风险也很高。因此本文预期,相较于市场化程度较高和法律环境较好的地区,反收购条款对审计费用的影响在市场化程度较低和法律环境较差的地区更为显著。

本文采用王小鲁等^[45]研究中的“市场化指数”以及“市场中介组织发育和法律指数”衡量上市公司所处地区市场化程度及法律环境好坏,将超过中位数水平的省份视为市场化程度较高和法律环境较好的地区,其他为市场化程度较低和法律环境较差的地区。然后采取分组回归方式将不同组别的样本按照模型(1)进行回归,得

表5 反收购条款、审计风险(审计投入)与审计费用的回归结果

	(1) Risk	(2) AuditFee	(3) Time	(4) AuditFee
ATP	0.003 *** (3.363)	0.052 *** (3.018)	3.841 *** (4.556)	0.055 *** (3.161)
Risk		1.775 *** (10.630)		
Time				0.001 *** (4.775)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Stkcd_fe	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.042 *** (5.027)	2.130 *** (10.007)	-106.959 *** (-10.100)	2.283 *** (10.216)
Soble:Z		-1.998		8.705
Sobel:P> Z		.0457		<0.001
N	18938	18938	18938	18938
Adj-R ²	0.148	0.632	0.114	0.624

表6 审计费用与审计意见的回归结果

	(1) Opinion	(2) Opinion	(3) Opinion
ATP	-0.054 (-0.639)		-0.339 (-0.211)
AuditFee		0.639 *** (3.810)	0.591 * (1.702)
ATP×AuditFee			0.019 (0.170)
Controls	Yes	Yes	Yes
Year_fe	Yes	Yes	Yes
Stkcd_fe	Yes	Yes	Yes
_cons	-1.778 (-1.146)	-4.924 *** (-2.888)	-4.034 (-0.902)
/Insig2u	-1.007 (-1.186)	-0.761 (-1.071)	-0.776 (-1.072)
N	15306	15306	15306
Adj-R ²	0.100	0.124	0.123

到的结果如表 7 所示。从表 7 可以看出,市场化程度较高组 ATP 的系数为 0.045,且在 1% 的水平上显著,市场化程度较低组 ATP 的系数为 0.070,依然在 1% 的水平上显著。本文在此基础上进行组间系数差异检验,结果表明两组之间存在显著差异。与此类似,法律环境较好组中 ATP 的系数为 0.041,在 1% 的水平上显著,法律环境较差组中 ATP 的系数为 0.074,也在 1% 的水平上显著。并且,ATP 变量的组间差异检验也显著。由此可以看出,反收购条款对审计费用的影响在市场化程度较低或法律环境较差的地区更为显著。

表 7 考虑外部环境差异的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	市场化程度较高组	市场化程度较低组	法律环境较好组	法律环境较差组
ATP	0.045 *** (3.137)	0.070 *** (4.394)	0.041 *** (2.826)	0.074 *** (4.681)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Stkcd_fe	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.012 *** (6.033)	-0.007 *** (-3.074)	0.007 *** (3.535)	-0.005 ** (-2.046)
N	9358.000	9580.000	9530.000	9408.000
Adj-R ²	0.591	0.631	0.609	0.625
Chow 检验	chi2 = 3.32, Prob > chi2 = 0.068		chi2 = 2.78, Prob > chi2 = 0.095	

(二) 考虑内部控制差异的影响

内部控制是公司治理的重要组成部分,深刻影响企业风险管控。高质量的内部控制能够加强内部权力制衡,抑制管理者的机会主义行为,提高公司信息透明度与信息披露质量,降低经营风险^[46]。因此,上市公司的内部控制质量会影响审计师的审计风险与信息成本,从而影响审计收费。本文选取迪博内部控制指数(IC)衡量上市公司内部控制质量,研究内部控制差异是否影响反收购条款设置与审计费用之间的关系。本文预期,相较于内部控制质量较高的公司,反收购条款对审计费用的影响在内部控制质量较低的公司更为显著。若内部控制指数(IC)高于中位数水平则认为公司是高质量的内部控制,取值为 1;反之,低于中位数水平则认为低质量的内部控制,取值为 0,之后按照模型(1)进行分样本回归,得到的回归结果如表 8 所示。

表 8 考虑内部控制差异的影响

	(1)	(2)
	高内控质量组	低内控质量组
ATP	0.031 * (1.916)	0.079 *** (5.549)
Controls	Yes	Yes
Year_fe	Yes	Yes
Stkcd_fe	Yes	Yes
_cons	-0.010 *** (-4.561)	0.015 *** (6.794)
N	9853	9085
Adj-R ²	0.638	0.593
Chow 检验	chi2 = 4.38, Prob > chi2 = 0.036	

从表 8 中可以看出,高内控质量组 ATP 的系数为 0.031,在 10% 的水平上显著;低内控质量组 ATP 的系数为 0.079,在 1% 的水平上显著,并且组间系数差异检验的结果显示,两组之间 ATP 的系数存在显著差异(P 值为 0.036)。由此证明,上市公司高的内部控制质量可以降低审计师的审计风险与信息成本,从而降低反收购条款对审计费用的正向影响。

(三) 审计费用增加提高了会计信息质量吗

反收购条款设置显著增加了审计费用,然而,高收费并不等于高质量。审计费用提高是否部分源于审计师提供了更为优质的审计服务,还是仅仅为了补偿风险和弥补成本。若审计师对设置反收购条款的公司投入更多的审计资源,执行更严格的审计工作,能够压缩管理层操纵财务报表以获取自利的空间,缓解公司的信息不对称,提高会计报表信息质量。对此,本文以基于修正的 Jones 模型计算的操控性应计利润的绝对值度量会计信息质量(|DA|),其值越大,公司的会计信息质量越差,并建立如下的模型(8),以考察反收购条款设置提高审计收费后,是否通过审计师的努力改善了目标公司的会计信息质量。

$$|DA|_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 ATP_{i,t} + \varphi_2 AuditFee_{i,t} + \varphi_3 ATP_{i,t} \times AuditFee_{i,t} + \sum Control + \varepsilon_i \quad (8)$$

表 9 为反收购条款、审计费用与会计信息质量的回归结果,第(1)列汇报了反收购条款增加审计费用后对当年会计信息质量的影响,第(2)列汇报了对下一年会计信息质量的影响。可以看出,虽然第(1)列交互项的系数不显著,但第(2)列交互项的系数显著为负。这说明反收购条款增加审计费用后,通过审计师的努力能够提高目标公司的会计信息质量,但这种影响具有滞后性。

(四) 审计收费的信号功能

由于审计市场存在信息不对称,审计师声誉和审计服务价格(对客户来说是审计费用)作为一种信号显示机制,能够影响投资者对企业经营状况和财务报表可信度的看法。一方面,生产者通常会以高于同类产品的价格来显示产品是高质量的信号,投资者可能认为高的审计服务价格意味着高的审计质量,企业的财务报表可信

度更高;另一方面,高的审计服务价格又可能包含被审计企业经营状况复杂,审计师风险溢价较高的信息。针对研究问题,本文探讨了资本市场整体上对反收购条款增加审计费用的看法。反收购条款增加审计费用后,审计收费上升是作为审计质量的信号,还是价值损失风险的信号存在呢?借鉴刘佳伟和周中胜的研究^[24],本文通过设计模型(9)来检验审计收费上升的信号功能,其中被解释变量(Tq)用企业托宾Q值来衡量,若企业的市场价值随着反收购条款设置和审计费用上升而增加,则支持审计收费是审计质量信号,若企业的市场价值随着反收购条款设置和审计费用上升而下降,则支持审计收费是价值损失风险的信号。

$$Tq_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 AuditFee_{i,t} + \varphi_2 ATP_{i,t} + \varphi_3 ATP_{i,t} \times AuditFee_{i,t} + \sum Control + \varepsilon_i \quad (9)$$

实证回归结果如表10所示,第(1)列和第(2)列仅加入变量 ATP 和 $AuditFee$,发现 ATP 的系数在1%的水平上显著为负, $AuditFee$ 的系数在1%的水平上显著为正,说明本文中样本企业的反收购条款显著降低了企业价值,审计费用上升增加了企业价值。第(3)列中 $ATP \times AuditFee$ 的系数在5%的水平上显著为正,表明反收购条款增加审计收费后伴随着企业市场价值的增加,验证了审计收费上升作为审计质量信号显著存在。

八、结论与启示

公司章程中反收购条款设置是事前应对敌意收购的有效措施,会对公司治理机制作用的发挥以及资本市场价值发现功能的实现产生深刻的影响,是当前公司治理研究和监管层强化监管的重要课题。本文从审计定价角度,探究作为外部监督者的审计师如何看待公司章程反收购条款。利用2009—2019年A股上市公司数据实证研究发现:公司章程反收购条款设置会增加公司治理

风险,通过加剧内部代理问题和提高内外信息不对称增加审计风险与成本,从而提高了审计费用。并且,反收购条款设置提高审计费用的现象在处于市场化程度较低、法律环境较差地区的公司以及内控质量较差的公司中更为显著。此外,考察审计费用增加后的经济后果发现,审计师能够通过增加自身努力提高目标企业的会计信息质量,并且资本市场整体对审计费用的增加表现为审计质量信号。

本文的发现丰富了反收购条款经济后果和审计费用影响因素两方面的研究,并有以下的政策启示:(1)本文的研究结果表明,在公司章程中设置反收购条款在增强管理层自治的同时,也存在潜在的公司治理风险。因此,审计师在执业过程中不能只关注内部控制、盈余管理、董事会建设等治理因素,还应该警惕上市公司章程反收购条款设置中潜在的治理风险,尤其是容易导致公司管理层控制的“壕沟效应”。第一,审计师要结合上市公司内部控制等情况,全面客观地评估章程反收购条款设置的治理风险,保证审计定价的合理性。第二,审计师也要关注反收购条款设置章程公告的市场反应、监管部门出具的相关问询函等,从而提高自身的风险识别能力与执业能力,降低审计失败风险,发挥审计师对上市公司章程自治的第三方鉴证作用。(2)企业应积极规范公司章程,合理设置反收购条款,规避反收购条款设置中由管理层“过度防御”带来的治理风险。一方面,本文的经验证据表明,现阶段在董事选举权利和任职资格等方面加以限制的反收购条款对审计费用的影响更为显著,上市公司可以重点优化股东提名和董事任职制度,对反收购条款设置中管理层可自主决策的事项范围科学恰当地进行规范,增强独立董事在章程反收购条款设置中的履职效率;另一方面,上市公司可以通过提高信息披露质量,降低信息不对称,从而提高公司治理效率,减少章程反收购条款设置带来的额外审计监督成本。(3)2018年

表9 反收购条款、审计费用与会计信息质量的回归结果

	(1) DA	(2) L. DA
ATP	0.025 (0.885)	0.059* (1.716)
$AuditFee$	-0.008 (-1.456)	0.004 (0.515)
$AuditFee \times ATP$	-0.002 (-0.988)	-0.005* (-1.894)
$Controls$	Yes	Yes
$Year_fe$	Yes	Yes
$Stked_fe$	Yes	Yes
$_cons$	0.251*** (3.134)	0.055 (0.558)
N	18625	15244
Adj-R ²	0.016	0.018

表10 反收购条款、审计收费与企业市场价值

	(1) Tq	(2) Tq	(3) Tq
ATP	-0.072*** (-4.979)		-0.514** (-2.532)
$AuditFee$		0.124*** (6.144)	0.048 (1.107)
$AuditFee \times ATP$			0.031** (2.151)
$Controls$	Yes	Yes	Yes
$Year_fe$	Yes	Yes	Yes
$Year_fe$	Yes	Yes	Yes
$_cons$	10.512*** (48.273)	9.787*** (43.533)	11.192*** (19.169)
N	18,517	18,517	18,517
Adj-R ²	0.304	0.306	0.305

新颁布的《上市公司治理准则》倡议广大中小投资者积极参与上市公司治理。因此,投资者也有必要关注公司章程反收购对公司经营活动的影响,正确理解和识别审计费用变化信号,通过股东诉讼、持股行权等多种方式保障自身权益。“海利生物案^①”就成功为广大中小投资者的行权、维权做出了表率。(4)对于监管部门,首先,应该不断完善公司章程反收购条款设置的制度规范,在法律框架内对上市公司设置章程反收购条款的行为进行严格监管,可以要求其在设置条款时披露所受敌意收购威胁的状况和所设条款的合理性,降低公司治理风险,保护投资者利益。其次,虽然本文的经验证据表明公司章程反收购条款设置后的审计费用增加并不是审计意见购买所导致,但是,政府监管部门还是应该防微杜渐,加强对会计师事务所独立性的监督,防止反收购条款设置中的管理层机会主义行为和审计师寻租行为。最后,相关部门还应进一步改善资本市场生态环境,推进地区市场化和法制化进程,为资本市场的有序运行提供良好环境。

当然,本文还存在一些不足之处,有待于未来进一步探索:第一,由于手工收集大样本数据存在局限性,本研究以中国当前法制框架和市场实践中设置较为普遍的几种条款为对象进行了研究,随着反收购条款形式的日益多样化,未来可以结合其他反收购条款进行进一步研究。第二,本文虽检验了单个反收购条款设置对审计费用的不同影响,但不同反收购条款设置在不同情景下的效用如何,未来可进行进一步的研究。

参考文献:

- [1] Cain M D , McKeon S B, Solomon S D. Do Takeover laws matter? Evidence from five decades of Hhostile takeovers[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 124(3): 464 - 485.
- [2] Stein J C. Takeover threats and managerial myopia[J]. Journal of Political Economy, 1988, 96(1): 61 - 80.
- [3] Gornley T A, Matsa D A. Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 122(3): 431 - 455.
- [4] 倪小雅,戴德明,张东旭. 股权激励与审计收费——来自中国的经验证据[J]. 审计研究, 2017(1): 69 - 77.
- [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] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure- ScienceDirect[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305 - 360.
- [7] Haan M A , Riyanto Y . The effects of takeover threats on shareholders and firm value[J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2006, 59(1): 45 - 68.
- [8] Deangelo H , Rice E M. Antitakeover charter amendments and stockholder wealth[J]. Journal of Financial Economics, 1983, 11(1): 329 - 359.
- [9] Souther M E. The effects of takeover defenses: Evidence from closed-end funds[J]. Journal of Financial Economics , 2016, 119(2): 420 - 440.
- [10] Harford J , Mansi S A, Maxwell W F. Corporate governance and firm cash holdings in the U. S. [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87(3): 535 - 555.
- [11] Johnson W C , Karpoff J M, Yi S. The bonding hypothesis of takeover defenses: Evidence from IPO firms[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117(2): 307 - 332.
- [12] Sanjeev B J , Partha S, Suning Z. Takeover defenses: Entrenchment and efficiency[J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 63(1): 142 - 160.
- [13] Cremers K, Litov L P, Sepe S M. Staggered boards and long-term firm value, revisited[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126(2): 422 - 444.
- [14] 田利辉,刘霞. 国际“四大”的品牌溢价和我国上市公司的审计收费[J]. 中国会计评论, 2013(1): 55 - 70.
- [15] 王立彦, 湛嘉席, 伍利娜. 我国上市公司审计费用存在“粘性”吗? [J]. 审计与经济研究, 2014(3): 3 - 12.
- [16] 刘斌,叶建中,廖莹毅. 我国上市公司审计收费影响因素的实证研究——深沪市 2001 年报的经验证据[J]. 审计研究, 2003(1): 44 - 47.
- [17] 褚剑,方军雄. 政府审计的外部治理效应: 基于股价崩盘风险的研究[J]. 财经研究, 2017(4): 133 - 145.
- [18] 马广奇,张保平,沈李欢. 研发投资、舞弊风险与审计费用[J]. 南京审计大学学报, 2020(3): 1 - 12.
- [19] 牟韶红,李启航,于林平. 内部控制、高管权力与审计费用——基于 2009—2012 年非金融上市公司数据的经验研究[J]. 审计与经济研究, 2014(4): 40 - 49.
- [20] Raghunandan K, Rama D V. SOX Section 404 material weakness disclosures and audit fees[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2006, 25(1): 99 - 114.
- [21] 张红英,高晨星. 内部控制缺陷和审计费用关系的实证研究——基于内部控制缺陷细化视角[J]. 财经论丛, 2014(8): 51 - 59.
- [22] 宋英慧,陈军胜. 真实盈余管理对审计费用的影响——来自中国 A 股上市公司的数据[J]. 税务与经济, 2017(4): 65 - 73.
- [23] 牛瑞阳,陈琳,李瑞涛,等. 多个大股东与审计定价——基于中国家族企业的研究[J]. 外国经济与管理, 2021(6): 57 - 73.
- [24] 刘佳伟,周中胜. 企业无实际控制人和审计收费[J]. 审计研究, 2021(3): 51 - 61.
- [25] 鲁清仿,杨雪晴. 管理层能力对信息披露质量的影响研究[J]. 科研管理, 2020(7): 210 - 220.

^①2017 年中证中小投资者服务中心发现海利生物公司章程第 82 条对股东提名董事设置了持股比例和期限的要求,随后向海利生物发送《股东质询建议函》,建议其取消此限制性条款,而海利生物认为此条款是相关法律法规并未禁止的公司自治性条款并拒绝改正,投服中心因此采取股东诉讼方式依法维权,最终维护了广大投资者的合法权益。

- [26]张娟,黄志忠. 高管报酬、机会主义盈余管理和审计费用——基于盈余管理异质性的视角[J]. 南开管理评论,2014(3):74-83.
- [27]柳建华,卢锐,孙亮. 公司章程中董事会对外投资权限的设置与企业投资效率——基于公司章程自治的视角[J]. 管理世界,2015(7):130-142.
- [28]Bedard J C,Zehms K M. Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors' planning and pricing decisions[J]. Social Science Electronic Publishing,2004,79(2):277-304.
- [29]Simunic D A. The pricing of audit services: Theory and evidence[J]. Journal of accounting research,1980,18(1):161-190.
- [30]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.
- [31]Bebchuk L A,Cohen A. The costs of entrenched boards[J]. Journal of Financial Economics,2005,78(2):409-433.
- [32]Bertrand M ,Mullainathan S . Enjoying the quiet life? Managerial behavior following anti-takeover legislation[J]. Journal of Political Economy,2003,111(5):1042-1075.
- [33]袁蓉丽,李瑞敬,李百兴. 董事高管责任保险与审计费用[J]. 审计研究,2018(2):55-63.
- [34]邓伟,王涛,成园园. 反收购条款、股价同步性与投资效率[J]. 管理评论,2020(11):33-47.
- [35]熊毅,洪蕊. 投资者情绪与审计收费——基于审计师执业风险视角[J]. 审计与经济研究,2021(3):43-55.
- [36]Bebchuk L,Cohen A,Ferrell A. What matters in corporate governance? [J]. Review of Financial Studies,2009,22(2):783-827
- [37]高雷,张杰. 代理成本、管理层持股与审计质量[J]. 财经研究,2021(1):48-58.
- [38]王建文. 我国公司章程反收购条款:制度空间与适用方法[J]. 法学评论,2007(2):135-140.
- [39]Griffin P,Lont D,Sun Y. Agency problems and audit fee: Further tests of the free cash flow hypothesis[J]. Accounting and Finance,2010,50(2):321-350.
- [40]郑国坚,蔡贵龙,卢昕. “深康佳”中小股东维权:“庶民的胜利”抑或“百日维新”? ——一个中小股东参与治理的分析框架[J]. 管理世界,2016(12):145-158.
- [41]D Kadyrzhanova,Rhodes-Keopf M. Concentrating on Governance[J]. Journal of Finance,2011,66(5):1649-1685.
- [42]秦海林,张婧旭. 强制分红政策与公司代理成本:博弈模型与 DID 检验[J]. 审计与经济研究,2020(3):81-92.
- [43]钟凯,程小可,张伟华. 货币政策、信息透明度与企业信贷期限结构[J]. 财贸经济,2016(3):60-77.
- [44]胡国强,傅绍正,朱锦余. 低层次公允价值计量导致更高审计收费吗? ——来自中国上市银行的证据[J]. 会计研究,2020(5):17-29.
- [45]王小鲁,樊纲,胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京:社会科学文献出版社,2019.
- [46]董小红,孙文祥. 企业金融化、内部控制与审计质量[J]. 审计与经济研究,2021(1):26-36.

[责任编辑:刘 茜]

Anti-takeover Provisions in Articles of Association, Governance Risks and Audit Fees

YUAN Chunsheng, NIU Shikui

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030000, China)

Abstract: With the frequent hostile takeover events after the split share structure reform, many listed companies have set up anti-takeover provisions in their articles of association. The existing literature is still lack of research on how auditors view the anti-takeover provisions of the articles of association from the perspective of external supervisors. Based on the practice of anti-takeover in China's capital market, this paper manually collects the data of anti-takeover provisions in the articles of association of A-share listed companies from 2009 to 2019, and empirically studies the impact of anti-takeover provisions in the articles of association on audit fees. The empirical results show that the management's self-protective defense in the anti-takeover clauses of the company's articles of association increases governance risks and audit costs; The mechanism test shows that the setting of anti-takeover provisions in the articles of association increases the audit risk and cost by aggravating agency conflict and information asymmetry, and then increases the audit expenses, rather than the purchase of audit opinions after the setting of anti-takeover provisions. After examining the cross-sectional differences, it is found that the relationship between the anti-takeover provisions of the articles of association and the improvement of audit fees is more significant in the companies with poor marketization, poor legal environment and low internal control governance. Examining the economic consequences of the increase of audit fees, it is found that auditors can improve the quality of accounting information of the target enterprise by increasing their own efforts, and the increase of audit fees in the capital market as a whole is a signal of audit quality. From the perspective of audit pricing, this paper studies the auditors' response to the setting of anti-takeover provisions in the articles of association, enriches the research on the economic consequences of anti-takeover provisions and the influencing factors of audit fees, and provides new empirical evidence for auditors to effectively reduce their practice risk and listed companies to reasonably set up articles of association.

Key Words: anti-takeover provisions in articles of association; governance risks; audit fees; agency conflict; information asymmetry; audit risks; audit cost