

# 附录

## 正文未报告部分

### 1. 上市公司设置限选条款的年度分布情况

附表 1：限选条款数据情况

年份	样本数	限选样本数	限选样本占比
2011 年	1421	97	6.8262%
2012 年	1772	116	6.5463%
2013 年	1977	116	5.8675%
2014 年	2088	131	6.2739%
2015 年	2054	119	5.7936%
2016 年	2042	131	6.4153%
2017 年	2377	142	5.9739%
2018 年	2640	108	4.0909%
2019 年	2879	109	3.7860%
合计	19250	1069	5.5532%

### 2. 主要变量定义

附表 2：主要变量符号与定义

变量名	含义	变量定义
<i>Limit</i>	是否设置限选条款	如果上市公司章程中存在限选条款，则取值为 1，否则为 0
<i>Takeover_dum</i>	是否被举牌	如果上市公司被举牌，则取值为 1，否则为 0
<i>Takeover_num</i>	被举牌次数	上市公司被举牌次数加 1 之后取自然对数
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持有股份数/上市公司股份总数
<i>Relative_control</i>	第一大股东持股比例是否超过 1/3	如果第一大股东持股比例超过 1/3，则取值为 1，否则为 0
<i>Chairman_appointed</i>	第一大股东是否委派了董事长	如果第一大股东委派了董事长，则取值为 1，否则为 0
<i>Exist_over5</i>	是否存在其他持股超 5%的大股东	除第一大股东及其关联股东之外，如果存在其他持股超 5%的大股东，则取值为 1，否则为 0
<i>Exist_over10</i>	是否存在其他持股超 10%的大股东	除第一大股东及其关联股东之外，如果存在其他持股超 10%的大股东，则取值为 1，否则为 0
<i>Number_over5</i>	其他持股超 5%的大股东数量	除第一大股东及其关联股东之外，其他持股超 5%的大股东的数量加 1 之后取自然对数
<i>Number_over10</i>	其他持股超 10%的大股东数量	除第一大股东及其关联股东之外，其他持股超 10%的大股东的数量加 1 之后取自然对数
<i>Size</i>	公司规模	总资产的自然对数
<i>State</i>	实际控制人股权性质	如果实际控制人为国有性质，则取值为 1，否则为 0
<i>Leverage</i>	资产负债率	总负债/总资产

<i>Age</i>	公司年龄	公司成立年限的自然对数
<i>Turnover</i>	总资产周转率	营业收入/总资产
<i>Growth</i>	营业收入增长率	(当年营业收入-上一年营业收入)/上一年营业收入
<i>PE</i>	市盈率	股票价格/每股收益的自然对数
<i>Duality</i>	是否两职合一	如果董事长兼任总经理, 则取值为 1, 否则为 0
<i>Boardsize</i>	董事会规模	董事总人数的自然对数
<i>Independence</i>	董事会独立性	独立董事人数/董事总人数

### 3. 主要变量描述性统计

附表 3：主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
被解释变量						
<i>Limit</i>	19250	0.0555	0.2290	0	0	1
主要解释变量						
<i>Takeover_dum</i>	19250	0.0195	0.1382	0	0	1
<i>Takeover_num</i>	19250	0.0155	0.1147	0.0000	0.0000	1.7918
<i>Top1</i>	19250	0.3532	0.1499	0.0877	0.3346	0.7482
<i>Relative_control</i>	19250	0.5035	0.5000	0	1	1
<i>Chairman_appointed</i>	19250	0.6449	0.4786	0	1	1
<i>Exist_over5</i>	19250	0.4799	0.4996	0	0	1
<i>Exist_over10</i>	19250	0.2526	0.4345	0	0	1
<i>Number_over5</i>	19250	0.4285	0.4861	0.0000	0.0000	1.6094
<i>Number_over10</i>	19250	0.1903	0.3353	0.0000	0.0000	1.0986
控制变量						
<i>Size</i>	19250	22.1450	1.2863	19.1037	21.9782	25.9684
<i>State</i>	19250	0.3855	0.4867	0	0	1
<i>Leverage</i>	19250	0.4221	0.2065	0.0503	0.4152	0.9856
<i>Age</i>	19250	2.7975	0.3226	1.7918	2.8332	3.4965
<i>Turnover</i>	19250	0.6233	0.4311	0.0514	0.5227	2.5903
<i>Growth</i>	19250	0.2380	0.5336	-0.6590	0.1366	3.9484
<i>PE</i>	19250	3.8198	1.0375	1.7803	3.6805	6.9745
<i>Duality</i>	19250	0.2570	0.4370	0	0	1
<i>Boardsize</i>	19250	2.1424	0.1981	1.6094	2.1972	2.7081
<i>Independence</i>	19250	0.3736	0.0534	0.3000	0.3333	0.5714

### 4. 限选条款设置的影响因素：均值差异检验

附表 4：限选条款设置的影响因素：均值差异检验

	是		否		均值差异
	样本数	限选比例	样本数	限选比例	
上市公司是否被举牌	375	0.1573	18875	0.0535	0.1038***
第一大股东持股比例是否超过 1/3	9693	0.0311	9557	0.0804	-0.0493***
第一大股东是否委派董事长	12414	0.0464	6836	0.0721	-0.0257***
是否存在其他持股超 5% 大股东（非第一大股东关联股东）	9239	0.0507	10011	0.0600	-0.0094***
是否存在其他持股超 10% 大股东（非第一大股东关联股东）	4863	0.0436	14387	0.0596	-0.0160***

## 5. 内生性问题控制——工具变量法

在 First 大股东影响限选条款设置的分析中，对于外部收购威胁这一影响因素，考虑到上市公司被举牌风险具有比较明显的行业属性和地域属性，本文选取同行业同省份上市公司被举牌的平均水平（*Takeover\_average*）作为上市公司是否被举牌的工具变量；而对于第一大股东持股比例和第一大股东是否委派董事长这两个内部控制权稳定性因素，借鉴郑志刚等（2021）的研究，本文选取年末股东数的对数（*Holders\_num*）作为工具变量。这是因为，上市公司年末股东数越多，在一定程度上意味着股权结构越分散，股权制衡力量越强，不论是在股权层面还是董事会层面，控制权集中于第一大股东的程度将越小。而上市公司年末股东数与是否设置限选条款并没有直接关系。附表 5 的 2SLS 回归结果显示，控制内生性问题之后，本文的假说 1 仍然显著成立。

附表 5：第一大股东影响限选条款设置——工具变量法控制内生性问题

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Step1	Step2	Step1	Step2	Step1	Step2
	<i>Takeover_dum</i>	<i>Limit</i>	<i>Top1</i>	<i>Limit</i>	<i>Chairman_appointed</i>	<i>Limit</i>
<i>Takeover_average</i>	0.9950*** (0.0176)					
<i>Holders_num</i>			-0.0450*** (0.0015)		-0.0274*** (0.0053)	
<i>Takeover_dum</i>		0.3940* (0.2366)				
<i>Top1</i>				-4.2133*** (0.5413)		
<i>Chairman_appointed</i>						-7.1440*** (1.6144)
<i>Constant</i>	-0.0202 (0.0291)	-3.6115*** (0.4939)	0.2004*** (0.0312)	-2.2013*** (0.5324)	1.1501*** (0.1078)	4.9824** (2.1319)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是	是	是
Observations	19205	19205	19205	19205	19205	19205

R <sup>2</sup>	0.1559	- <sup>①</sup>	0.1847	-	0.0454	-
----------------	--------	----------------	--------	---	--------	---

在其他大股东影响限选条款设置的分析中，本文也选择年末股东数的对数（*Holders\_num*）这一变量作为相关解释变量（*Exist\_over5*, *Number\_over5*, *Exist\_over10*, *Number\_over10*）的工具变量，主要是因为上市公司年末股东数越多，在一定程度上意味着这家上市公司的股权结构越分散，存在持股超过一定比例（5%或 10%）的其他大股东的可能性越小，并且年末股东数不会必然影响上市公司设置限选条款的相关决策。附表 6 的回归结果表明，在控制了潜在内生性问题之后，本文所发现的其他大股东的存在对限选条款设置可能性的影响仍然是显著的。

附表 6：其他大股东影响限选条款设置——工具变量法控制内生性问题

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Step1	Step2	Step1	Step2	Step1	Step2	Step1	Step2
	<i>Exist_over5</i>	<i>Limit</i>	<i>Number_over5</i>	<i>Limit</i>	<i>Exist_over10</i>	<i>Limit</i>	<i>Number_over10</i>	<i>Limit</i>
<i>Holders_num</i>	-0.1638*** (0.0054)		-0.1820*** (0.0051)		-0.1229*** (0.0048)		-0.0976*** (0.0037)	
<i>Exist_over5</i>		-0.6854*** (0.1523)						
<i>Number_over5</i>				-0.6110*** (0.1368)				
<i>Exist_over10</i>						-0.9180*** (0.2038)		
<i>Number_over10</i>								-1.1583*** (0.2565)
<i>Constant</i>	0.4103*** (0.1073)	-2.2696*** (0.5238)	0.1945* (0.1018)	-2.4357*** (0.5176)	-0.3686*** (0.0960)	-2.9141*** (0.5187)	-0.2571*** (0.0738)	-2.8713*** (0.5174)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	19205	19205	19205	19205	19205	19205	19205	19205
R <sup>2</sup>	0.1390	-	0.1800	-	0.0875	-	0.0947	-

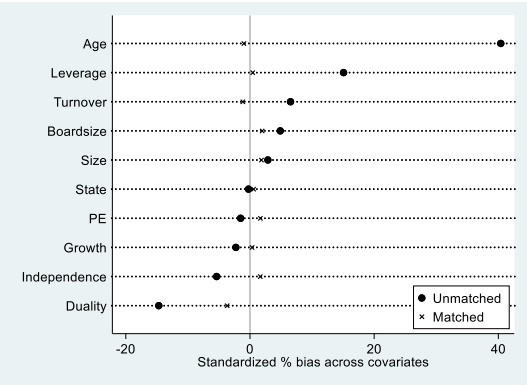
6. 内生性问题控制——倾向得分匹配

关于内生性问题，除了采用两阶段最小二乘法(2SLS)进行控制之外，增加倾向得分匹配(PSM)的检验结果。

本文将设置了限选条款的上市公司样本作为处理组，以公司规模（*Size*）、实际控制人股权性质（*State*）、资产负债率（*Leverage*）、公司年龄（*Age*）、总资产周转率（*Turnover*）、营业收入增长率（*Growth*）、市盈率（*PE*）、是否两职合一（*Duality*）、董事会规模（*Boardsize*）、董事会独立性（*Independence*）等公司特征变量和年度、行业虚拟变量作为协变量，进行 1：2 的

<sup>①</sup> R<sup>2</sup> 缺失的原因：在 2SLS 模型中，模型平方和（MSS）由实际值而并非由工具变量确定，这使得模型的残差是通过一组不同于用来拟合模型的回归方程来计算的，从而残差平方和（RSS）不再被约束为小于总平方和（TSS）。当 RSS 超过 TSS 时，MSS 和 R<sup>2</sup> 为负，由于 R<sup>2</sup> 不再具有意义，STATA 不再汇报，但不影响本文关注的估计结果和结论。

配对，找出与处理组特征相似的对照组。附图 1 关于匹配前后各个变量的差异检验表明，经过本文的 PSM 配对，协变量在处理组和对照组已经不存在系统差异。



附图 1 匹配变量的标准化偏差图示

用匹配之后的处理组和控制组样本所开展的回归分析验证了本文影响因素分析结果的稳健性。附表 7 报告了围绕第一大股东影响限选条款设置所开展的 PSM 检验的回归结果。可以看到，在用 PSM 之后的样本所进行的回归分析中，上市公司被举牌变量（*Takeover\_dum* 和 *Takeover\_num*）对上市公司设置限选条款（*Limit*）具有显著的正向影响；第一大股东持股比例（*Top1*）越大，上市公司设置限选条款（*Limit*）的可能性越小；当第一大股东持股超过 1/3（*Relative\_control*）时，上市公司设置限选条款（*Limit*）的可能性更小；第一大股东委派了董事长（*Chairman\_appointed*）的上市公司设置限选条款（*Limit*）的可能性更小。这些结果均与之前的分析保持一致，结果表现出很好的稳健性。

附表 7：围绕第一大股东影响限选条款设置开展的 PSM 检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>
<i>Takeover_dum</i>	1.1886*** (0.2516)				
<i>Takeover_num</i>		1.3216*** (0.3067)			
<i>Top1</i>			-3.6830*** (0.6552)		
<i>Relative_control</i>				-0.9400*** (0.1663)	

<i>Chairman_appointed</i>					-0.3694*** (0.1389)
<i>Constant</i>	-1.3057 (2.3604)	-1.2881 (2.3559)	0.2583 (2.3393)	-0.5174 (2.3421)	-0.6941 (2.3136)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是	是
Observations	2967	2967	2967	2967	2967
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0109	0.0104	0.0436	0.0351	0.0086

附表 8 报告了围绕其他大股东影响限选条款设置所开展的 PSM 检验的回归结果。可以看到，在用 PSM 之后的样本所进行的回归分析中，相关影响因素的分析与之前的结果保持高度一致。具体来说，当上市公司存在持股超过 5%或 10%的其他大股东（*Exist\_over5*和*Exist\_over10*）时，上市公司设置限选条款的可能性显著更小；持股比例超过 5%或 10%的其他大股东数量（*Number\_over5*和*Number\_over10*）越多，上市公司设置限选条款的可能性越小，结果同样表现出很好的稳健性。

附表 8：围绕其他大股东影响限选条款设置开展的 PSM 检验

变量	(1) <i>Limit</i>	(2) <i>Limit</i>	(3) <i>Limit</i>	(4) <i>Limit</i>
<i>Exist_over5</i>	-0.4243*** (0.1395)			
<i>Exist_over10</i>		-0.4402*** (0.1633)		
<i>Number_over5</i>			-0.4225*** (0.1471)	
<i>Number_over10</i>				-0.5456** (0.2171)
<i>Takeover</i>	1.0194*** (0.2623)	0.9573*** (0.2610)	0.9980*** (0.2620)	0.9563*** (0.2608)
<i>Top1</i>	-3.7458*** (0.6621)	-3.5589*** (0.6480)	-3.7661*** (0.6606)	-3.5639*** (0.6488)
<i>Chairman_appointed</i>	-0.2490* (0.1432)	-0.2556* (0.1433)	-0.2495* (0.1433)	-0.2560* (0.1433)
<i>Constant</i>	1.0444 (2.3017)	0.5932 (2.3238)	1.0115 (2.3025)	0.6233 (2.3255)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是
Observations	2967	2967	2967	2967
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0566	0.0552	0.0562	0.0548

## 7. 关于董事薪酬绩效敏感性的分析

从激励的基本原理来看，只有与绩效挂钩的薪酬设计才能真正实现激励的目的，因而薪酬绩效敏感性成为评价一项薪酬设计是否产生预期激励效果的重要评价标准（Holmstrom and Milgrom,

1987; Gao and Li, 2015)。但是，限选条款下的董事薪酬增加可能仅仅反映了限选条款所导致的第一大股东盘踞在董事会内部、侵占公司资源的事实。在这种情况下，增加的薪酬仅仅是一种利益侵占或索取，并不能带来显著增加的薪酬绩效敏感性。显著增加的薪酬并未与绩效挂钩，由此演化为“超额薪酬”，成为上市公司被迫承担的代理成本。本文用限选条款的设置是否能显著提升上市公司董事的薪酬绩效敏感性这一标准来判断董事薪酬的增加是“有效激励”还是“超额薪酬”。

具体来说，参考姜付秀等（2014）、Gao and Li(2015)的研究，本文建立如下薪酬绩效敏感性模型，分析限选条款的设置对董事薪酬激励效果的影响。

$$\ln Salary_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ROA_{i,t-1} + \gamma_2 Limit_{i,t-1} + \gamma_3 ROA_{i,t-1} \times Limit_{i,t-1} + \sum \gamma_h Controls_{i,t-1}^h + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在以上模型设定中，本文用会计绩效指标 ROA 作为决定薪酬的关键绩效指标，并引入限选条款变量（Limit）与 ROA 构成交乘项（ $ROA * Limit$ ），通过观察  $ROA \times Limit$  的系数及其显著性来判断限选条款的设置对薪酬绩效敏感性的影响。模型的控制变量包括：公司规模（Size）、实际控制人股权性质（State）、资产负债率（Leverage）、公司年龄（Age）、总资产周转率（Turnover）、营业收入增长率（Growth）、市盈率（PE）、是否两职合一（Duality）、董事会规模（Boardsize）、董事会独立性（Independence）、第一大股东持股比例（Top1）、是否存在制衡大股东（Exist\_over5）、第一大股东是否委派了董事长（Chairman\_appointed）、是否被举牌（Takeover\_dum）。

正文表 6 的第 2 列报告了回归结果。可以看到，会计绩效变量 ROA 的估计系数显著为正，也就是上市公司的绩效越好，董事的薪酬水平越高，这说明总体来看，中国上市公司已经初步建立起了与绩效挂钩的薪酬评价体系。而会计绩效指标（ROA）和限选条款变量（Limit）的交乘项  $ROA \times Limit$  的估计系数并不显著，甚至从经济含义来看影响为负，这表明限选条款的设置尽管带来了董事薪酬的增长，但并没有提高薪酬绩效敏感性。也就是说，限选条款所带来的董事薪酬提升并没有发挥其应有的激励效果，一定程度上只是徒增了上市公司的管理费用，演化为与董事付出不相匹配的“超额薪酬”，成为上市公司不得不承担的代理成本。

## 8. 董事超额薪酬的直接度量

本文直接度量董事的超额薪酬，在此基础上直接考察限选条款的设置对董事超额薪酬变量的影响。计算超额薪酬的思路是：用董事实际薪酬减去通过模型拟合得到的董事应得薪酬。具体来说，参考方军雄（2012）的研究，先用样本数据估计出（2）式各个变量的系数，然后再按照每个公司当年各个变量的具体数值计算得到相应的应得薪酬（Expected\_salary）。

$$\ln Salary_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t-1} + \alpha_2 Sale_{i,t-1} + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t-1} + \alpha_5 Q_{i,t-1} + \alpha_5 Return_{i,t} + \alpha_6 Return_{i,t-1} + \alpha_7 Age_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Expected\_salary_{i,t} = \widehat{\ln Salary}_{i,t} \quad (3)$$

其中， $Size_{i,t-1}$  为滞后一期的公司规模（总资产的自然对数）； $Sale_{i,t-1}$  为滞后一期的销售规



模（营业收入的自然对数）； $ROA_{i,t}$ 和 $ROA_{i,t-1}$ 分别为当期和滞后一期的资产回报率； $Q_{i,t-1}$ 为滞后一期的托宾 Q； $Return_{i,t}$ 和 $Return_{i,t-1}$ 分别为当期和滞后一期的个股回报率； $Age_{i,t-1}$ 为滞后一期的公司年龄（公司成立年限的自然对数）。将董事的实际薪酬 $lnSalary_{i,t}$ 减去拟合得到的应得薪酬 $Expected\_salary_{i,t}$ ，即得到董事的超额薪酬 $Over\_salary_{i,t}$ ：

$$Over\_salary_{i,t} = lnSalary_{i,t} - Expected\_salary_{i,t} \quad (4)$$

在获得超额薪酬的基础上，本文直接考察了限选条款的设置对董事超额薪酬的影响。回归报告在正文表 6 的第 3 列中。可以看到，在以超额薪酬（ $Over\_salary$ ）为被解释变量的模型中，限选条款变量（ $Limit$ ）的估计系数显著为正，说明限选条款的设置会导致董事超额薪酬现象。这与上文运用薪酬绩效敏感性分析所做出的判断保持一致。

## 9. 限选条款可以提升公司绩效吗？

限选条款这种由第一大股东出于防御目的设置，加剧第一大股东和其他大股东董事会权利分配不公，并且带来一些代理问题的条款制度设计最终会对上市公司绩效产生什么影响呢？

附表 9 报告了限选条款设置对公司绩效影响的考察结果。如第（1）列所示，在以 $ROA$ 为被解释变量的模型中，解释变量限选条款（ $Limit$ ）的估计系数并不显著，表明限选条款的设置并未显著改善公司绩效。作为稳健性检验，换用经行业年度中位数调整的资产回报率（ $ROA\_adj$ ）作为被解释变量，回归结果如第（2）列所示，可以看到限选条款设置对 $ROA\_adj$ 也并未产生显著的影响。考虑到限选条款的功能发挥可能需要一定的时间，本文用上市公司未来三年 $ROA$ 的平均水平（ $ROA\_ave$ ）作为公司长期绩效的度量，基于此来考察限选条款的设置对公司长期绩效的影响。第（3）列结果所示，限选条款设置（ $Limit$ ）也未带来公司长期绩效的提升。附表 9 的第（4）—（6）列则换用息税前利润/总资产（ $EBIT$ ）作为公司绩效的度量指标，做了类似前三列的考察。结果同样表明，限选条款的设置并没有显著提升上市公司绩效。

附表 9：公司治理效果：限选条款设置对公司绩效的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$ROA$	$ROA\_adj$	$ROA\_ave$	$EBIT$	$EBIT\_adj$	$EBIT\_ave$
$Limit$	0.0016 (0.0022)	0.0016 (0.0022)	0.0023 (0.0024)	0.0018 (0.0025)	0.0018 (0.0025)	0.0025 (0.0026)
$Constant$	0.2047*** (0.0172)	0.1525*** (0.0172)	0.1459*** (0.0183)	0.2251*** (0.0193)	0.1500*** (0.0193)	0.1585*** (0.0204)
$Controls/Year/Industry$	是	是	是	是	是	是
Observations	19250	19250	13726	19250	19250	13726
$R^2$	0.2270	0.2213	0.2420	0.2115	0.2018	0.2129

## 10. 限选条款的类型分布

附表 10 对本文所统计的 2011-2019 年的 1069 个限制董事改选样本（即 $Limit=1$  的样本）按照限制董事改选的时间进行了划分。具体来看，在总共 1069 个限制董事改选样本中，有 72 个样本只对董事会换届的情形进行了限制，占比 6.74%；对非换届时（即任期内）的董事改选做出条件限制的样本共有 343 个（将限制控制权转移时董事改选的 10 个样本划分到此类），占比 32.09%；



限制每年（换届和任期内）董事改选的样本有 647 个（将对连续两届董事会期间的董事改选做出限制的 3 个样本划分到此类），占比 60.52%。另外，还有 7 个样本的限选时间由于信息缺失而无法确定。

附表 10：限选条款的类型

限制董事改选时间	样本数	限选样本总数	占比
换届	72	1069	6.7353%
非换届（即任期内）	343	1069	32.0861%
其中：控制权转移时	10	1069	0.9355%
每年	647	1069	60.5239%
其中：连续两届董事会	3	1069	0.2806%
缺失	7	1069	0.6548%
合计	1069	1069	100%

### 11. 用 30%和 20%替换 1/3 持股比例开展稳健性检验

本文用 30%和 20%代替 1/3 持股比例作稳健性检验。

具体来说，定义第一大股东持股比例是否达到 30%（*Percent30*）和第一大股东持股比例是否达到 20%（*Percent20*）两个虚拟变量：如果第一大股东持股比例达到 30%（20%），那么 *Percent30*（*Percent20*）取值为 1，否则为 0。

附表 11 报告了均值差异检验结果。可以看到，在第一大股东持股比例达到 30%的组中，设置限选条款的比例为 3.17%，远远小于第一大股东持股比例未达到 30%的组；同样地，在第一大股东持股比例达到 20%的组中，设置限选条款的比例为 4.47%，也是远远小于第一大股东持股比例未达到 20%的组。这与本文以“1/3 持股比例”开展的均值差异检验保持一致。

附表 11：第一大股东持股比例与限选条款设置——均值差异检验

	是		否		均值差异
	样本数	限选样本比例	样本数	限选样本比例	
第一大股东持股比例是否达到 30%	11286	0.0317	7964	0.0893	-0.0576***
第一大股东持股比例是否达到 20%	16195	0.0447	3055	0.1129	-0.0682***

附表 12 报告了多元回归的结果。如附表 12 的第（1）列所示，在以上市公司是否设置限选条款（*Limit*）为被解释变量的模型中，主要解释变量第一大股东持股比例是否达到 30%（*Percent30*）的估计系数显著为负，也就是说，如果第一大股东持股比例达到了 30%，那么上市公司设置限选条款的可能性更小。同样的，第（2）列的回归结果表明，如果第一大股东持股比例达到了 20%，那么上市公司设置限选条款的可能性更小。

这些证据表明，当第一大股东的控制权更为稳定时，上市公司设置限选条款的可能性更小。与本文以“1/3 持股比例”作为控制权稳定性分界线所开展的研究保持高度一致，这也说明了本文结论的稳健性。

附表 12：第一大股东持股比例与限选条款设置——多元回归

变量	(1)	(2)
	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>
<i>Percent30</i>	-1.0492*** (0.1557)	
<i>Percent20</i>		-0.8975*** (0.1555)
<i>Constant</i>	-6.6822*** (2.3110)	-6.1515*** (2.3704)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是
Observations	19205	19205
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0846	0.0729

#### 附录部分参考文献

- [1] 方军雄. 高管超额薪酬与公司治理决策[J]. 管理世界, 2012, (11): 144-155.
- [2] 姜付秀, 朱冰, 王运通. 国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗?[J]. 管理世界, 2014, (9): 143-159.
- [3] 郑志刚, 雍红艳, 黄继承. 员工持股计划的实施动机：激励还是防御[J]. 中国工业经济, 2021, (3): 118-136.
- [4] Gao, H., and K. Li. A Comparison of CEO Pay-Performance Sensitivity in Privately-Held and Public Firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 35: 370-388.
- [5] Holmstrom, B., and P. Milgrom. Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives[J]. Econometrica, 1987, 55(2): 303-328.

**注：该附录是期刊所发表论文的组成部分，同样视为作者公开发表的内容。如研究中使用该附录中的内容，请务必在研究成果上注明引文和下载附件出处。**

引用示例：

#### 参考文献引用范例：

- [1] 朱军. 技术吸收、政府推动与中国全要素生产率提升[J]. 中国工业经济. 2017, (1): 5-24.

如果研究中使用了未在《中国工业经济》纸质版刊发、但在杂志网站上正式公开发表的数字内容（包括数据、程序、附录文件），请务必在研究成果正文中注明：

数据（及程序等附件）来自朱军（2017），参见在《中国工业经济》网站（<http://ciejournal.ajcass.org>）附件下载。