

附录

正文未报告部分

附录一敏感性测试结果

1. 模型的内生性问题

(1) 工具变量法回归结果

表 1：基于工具变量法的内生性测试结果：2SLS 回归(高管薪酬的风险补偿效应之考察)

变量	(1) $RISK_1$		(2) $RISK_2$	
	系数	Z 值	系数	Z 值
C	9.1602***	44.2054	9.1672***	44.206
$RISK$	1.6072***	3.7213	1.5960***	3.3292
$FIRST$	-0.3335***	-5.8535	-0.3310***	-5.8165
$STATE$	0.0041	0.2116	0.0047	0.2396
$BOARD$	0.0717	1.5919	0.0688	1.5281
$INDR$	0.2272	1.4744	0.2178	1.4134
$MSAHRE$	-0.1592*	-1.9586	-0.1603**	-1.9738
$DUAL$	0.0409*	1.8142	0.0410*	1.8195
$COMM$	0.0594	1.5578	0.0594	1.5588
LEV	-0.1407**	-2.3750	-0.1459**	-2.4647
$SIZE$	0.1008***	8.9311	0.1007***	8.9145
$GROW$	-0.0871***	-2.6468	-0.0850***	-2.5801
$PERF$	0.1624***	19.3560	0.1628***	19.3922
$LONG$	-0.0038**	-2.0769	-0.0037**	-2.0275
$CASH$	0.1399*	1.7505	0.1411*	1.7624
GDP	-6.2121***	-13.3846	-6.2223***	-13.3959
$INDUS/YEAR$	控制		控制	
Obs	5252		5252	
Adj R^2	0.3238		0.3234	
Wald Chi2	3843.2700***		3838.4500***	

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 Z 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

表 2：基于工具变量法的内生性测试结果：2SLS 回归(高管风险厌恶程度之调节作用)

变量	Panel A: LEV		Panel B: $CASH$	
	(1) $RISK_1$	(2) $RISK_2$	(3) $RISK_1$	(4) $RISK_2$
C	9.1465*** (44.1804)	9.1504*** (44.1184)	9.1450*** (43.5919)	9.1643*** (43.7194)
$RISK$	3.2249*** (3.5999)	3.5858*** (3.6752)	1.9747*** (2.7507)	1.6789** (2.1568)
$RISK*LEV$	-4.3485** (-1.9959)	-5.2486** (-2.2185)	—	—

<i>RISK</i> * <i>CASH</i>	— — -0.3315***	— — -0.3286***	-2.0378 (-0.6439) -0.3336***	-0.4732 (-0.1323) -0.3311***
<i>FIRST</i>	(-5.8274)	(-5.7850)	(-5.8530)	(-5.8147)
<i>STATE</i>	0.0042 (0.2129)	0.0044 (0.2229)	0.0043 (0.2191)	0.0047 (0.2415)
<i>BOARD</i>	0.0713 (1.5828)	0.0701 (1.5574)	0.0723 (1.6048)	0.0688 (1.5281)
<i>INDR</i>	0.2229 (1.4454)	0.2179 (1.4129)	0.2268 (1.4716)	0.2174 (1.4101)
<i>MSHARE</i>	-0.1556* (-1.9122)	-0.1561* (-1.9195)	-0.1604** (-1.9724)	-0.1606** (-1.9774)
<i>DUAL</i>	0.0401* (1.7833)	0.0408* (1.8117)	0.0413* (1.8335)	0.0411* (1.8228)
<i>COMM</i>	0.0608 (1.5977)	0.0606 (1.5951)	0.0593 (1.5550)	0.0594 (1.5581)
<i>LEV</i>	-0.0141 (-0.1723)	-0.0109 (-0.1349)	-0.1392** (-2.3587)	-0.1457** (-2.4676)
<i>SIZE</i>	0.0994*** (8.8035)	0.0993*** (8.7931)	0.1008*** (8.9301)	0.1007*** (8.9120)
<i>GROW</i>	-0.0893*** (-2.7225)	-0.0875*** (-2.6655)	-0.0857*** (-2.6004)	-0.0847** (-2.5671)
<i>PERF</i>	0.1624*** (19.4175)	0.1625*** (19.4120)	0.1625*** (19.3550)	0.1628*** (19.3926)
<i>LONG</i>	-0.0040** (-2.2097)	-0.0039** (-2.1410)	-0.0038** (-2.0600)	-0.0037** (-2.0268)
<i>CASH</i>	0.1390* (1.7421)	0.1411* (1.7658)	0.2038* (1.6697)	0.1539 (1.2662)
<i>GDP</i>	-6.2304*** (-13.4454)	-6.2344*** (-13.4512)	-6.2157*** (-13.3891)	-6.2229*** (-13.3958)
<i>INDUS</i> / <i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	5252	5252	5252	5252
Adj R ²	0.3241	0.3235	0.3236	0.3232
Wald Chi2	3846.2700***	3842.4800***	3845.8300***	3841.4700***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 Z 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

表 3：基于工具变量法的内生性测试结果：2SLS 回归(经理人市场有效性程度之调节作用)

变量	Panel A: <i>STATE</i>		Panel B: <i>SAME</i>		Panel C: <i>FTCITY</i>	
	(1) <i>RISK₁</i>	(2) <i>RISK₂</i>	(3) <i>RISK₁</i>	(4) <i>RISK₂</i>	(5) <i>RISK₁</i>	(6) <i>RISK₂</i>
<i>C</i>	9.2202*** (44.1599)	9.2154*** (44.1067)	8.9647*** (42.8257)	8.9750*** (42.8908)	8.6897*** (42.3049)	8.6979*** (42.2773)
<i>RISK</i>	0.0450 (0.0717)	0.1427 (0.2035)	1.1725** (2.0072)	1.0265 (1.5749)	1.5525*** (3.1167)	1.3443** (2.4812)
<i>RISK</i> * <i>STATE</i>	2.6003***	2.3831***	—	—	—	—

	(3.1423)	(2.5921)	—	—	—	—
<i>RISK*SAME</i>	—	—	0.0085	0.0110	—	—
	—	—	(1.3849)	(1.6222)	—	—
<i>RISK*FTCITY</i>	—	—	—	—	1.1741	2.0149**
	—	—	—	—	(1.3238)	(1.9739)
<i>SAME</i>	—	—	0.0015***	0.0015***	—	—
	—	—	(6.4400)	(6.4435)	—	—
<i>FICITY</i>	—	—	—	—	0.2673***	0.2497***
	—	—	—	—	(8.4610)	(7.8824)
<i>FIRST</i>	-0.3388***	-0.3354***	-0.3243***	-0.3223***	-0.3716***	-0.3698***
	(-5.9475)	(-5.8910)	(-5.7283)	(-5.6987)	(-6.7006)	(-6.6766)
<i>STATE</i>	-0.0696**	-0.0538*	-0.0229	-0.0223	0.0278	0.0280
	(-2.3118)	(-1.8038)	(-1.1564)	(-1.1265)	(1.4427)	(1.4548)
<i>BOARD</i>	0.0625	0.0625	0.0920**	0.0890**	0.0665	0.0636
	(1.3849)	(1.3857)	(2.0590)	(1.9937)	(1.5263)	(1.4591)
<i>INDR</i>	0.2088	0.2034	0.2448	0.2368	0.1451	0.1393
	(1.3480)	(1.3169)	(1.5980)	(1.5452)	(0.9565)	(0.9170)
<i>MSHARE</i>	-0.1500*	-0.1534*	-0.2140***	-0.2159***	-0.2670***	-0.2665***
	(-1.8375)	(-1.8857)	(-2.6275)	(-2.6553)	(-3.3199)	(-3.3178)
<i>DUAL</i>	0.0383*	0.0392*	0.0299	0.0305	0.0380*	0.0379*
	(1.7019)	(1.7414)	(1.3322)	(1.3587)	(1.7128)	(1.7098)
<i>COMM</i>	0.0629*	0.0618	0.0532	0.0538	0.0420	0.0427
	(1.6587)	(1.6289)	(1.4215)	(1.4377)	(1.1144)	(1.1335)
<i>LEV</i>	-0.1428**	-0.1457**	-0.1269**	-0.1329**	-0.0765	-0.0821
	(-2.4109)	(-2.4591)	(-2.1628)	(-2.2663)	(-1.3178)	(-1.4153)
<i>SIZE</i>	0.1008***	0.1006***	0.0984***	0.0984***	0.1047***	0.1048***
	(8.9561)	(8.9205)	(8.8518)	(8.8440)	(9.5309)	(9.5185)
<i>GROW</i>	-0.0906***	-0.0875***	-0.0918***	-0.0897***	-0.1179***	-0.1150***
	(-2.7555)	(-2.6577)	(-2.7793)	(-2.7187)	(-3.5701)	(-3.4793)
<i>PERF</i>	0.1630***	0.1632***	0.1643***	0.1647***	0.1591***	0.1595***
	(19.3932)	(19.4123)	(19.7186)	(19.7505)	(19.3700)	(19.3990)
<i>LONG</i>	-0.0038**	-0.0037**	-0.0016	-0.0015	-0.0058***	-0.0056***
	(-2.1079)	(-2.0299)	(-0.8629)	(-0.8062)	(-3.2098)	(-3.1173)
<i>CASH</i>	0.1382*	0.1396*	0.1549*	0.1541*	0.0726	0.0750
	(1.7325)	(1.7467)	(1.9498)	(1.9354)	(0.9360)	(0.9654)
<i>GDP</i>	-6.1790***	-6.2011***	-4.4852***	-4.4870***	-2.2088***	-2.2453***
	(-13.3226)	(-13.3647)	(-9.1399)	(-9.1405)	(-4.0266)	(-4.0891)
<i>INDUS/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	5252	5252	5252	5252	5252	5252
<i>Adj R²</i>	0.3249	0.3242	0.3372	0.3369	0.3490	0.3486
<i>Wald Chi2</i>	3866.2300***	3856.1400***	4132.4700***	4129.1500***	4335.7200***	4331.0500***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 Z 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

表 4：普通最小二乘法与工具变量法的比较

变量	OLS		2SLS		LIML		GMM	
	(1) <i>RISK₁</i>	(2) <i>RISK₂</i>	(3) <i>RISK₁</i>	(4) <i>RISK₂</i>	(5) <i>RISK₁</i>	(6) <i>RISK₂</i>	(7) <i>RISK₁</i>	(8) <i>RISK₂</i>
<i>C</i>	9.0148*** (50.9755)	9.0242*** (50.9729)	9.1602*** (44.2054)	9.1672*** (44.2060)	9.1602*** (44.2054)	9.1672*** (44.2060)	8.9656*** (13.6604)	9.1753*** (34.2086)
<i>RISK</i>	0.7519*** (2.7699)	0.6126** (2.1071)	1.6072*** (3.7213)	1.5960*** (3.3292)	1.6072*** (3.7213)	1.5960*** (3.3292)	1.7360*** (2.8898)	1.5881*** (3.0993)
<i>FIRST</i>	-0.3207*** (-6.8789)	-0.3197*** (-6.8590)	-0.3335*** (-5.8535)	-0.3310*** (-5.8165)	-0.3335*** (-5.8535)	-0.3310*** (-5.8165)	-0.3198*** (-4.4461)	-0.3316*** (-5.6901)
<i>STATE</i>	0.0257 (1.5600)	0.0263 (1.5942)	0.0041 (0.2116)	0.0047 (0.2396)	0.0041 (0.2116)	0.0047 (0.2396)	0.0110 (0.3739)	0.0044 (0.2158)
<i>BOARD</i>	0.0902** (2.3960)	0.0883** (2.3469)	0.0717 (1.5919)	0.0688 (1.5281)	0.0717 (1.5919)	0.0688 (1.5281)	0.0374 (0.3210)	0.0702 (1.3225)
<i>INDR</i>	0.2685** (2.0639)	0.2639** (2.0283)	0.2272 (1.4744)	0.2178 (1.4134)	0.2272 (1.4744)	0.2178 (1.4134)	0.1841 (0.8999)	0.2196 (1.3904)
<i>MSHARE</i>	-0.1360** (-2.2235)	-0.1370** (-2.2395)	-0.1592* (-1.9586)	-0.1603** (-1.9738)	-0.1592* (-1.9586)	-0.1603** (-1.9738)	-0.1812* (-1.6732)	-0.1594* (-1.9038)
<i>DUAL</i>	0.0282 (1.5105)	0.0284 (1.5183)	0.0409* (1.8142)	0.0410* (1.8195)	0.0409* (1.8142)	0.0410* (1.8195)	0.0427* (1.8388)	0.0409* (1.8142)
<i>COMMI</i>	0.0364 (1.2368)	0.0361 (1.2247)	0.0594 (1.5578)	0.0594 (1.5588)	0.0594 (1.5578)	0.0594 (1.5588)	0.0389 (0.5257)	0.0602 (1.4601)
<i>LEV</i>	-0.1480*** (-3.0304)	-0.1524*** (-3.1251)	-0.1407** (-2.3750)	-0.1459** (-2.4647)	-0.1407** (-2.3750)	-0.1459** (-2.4647)	-0.1563** (-2.0146)	-0.1453** (-2.3959)
<i>SIZE</i>	0.1071*** (11.4861)	0.1070*** (11.4754)	0.1008*** (8.9311)	0.1007*** (8.9145)	0.1008*** (8.9311)	0.1007*** (8.9145)	0.1036*** (7.1863)	0.1006*** (8.6946)
<i>GROW</i>	-0.0401 (-1.5623)	-0.0395 (-1.5409)	-0.0871*** (-2.6468)	-0.0850*** (-2.5801)	-0.0871*** (-2.6468)	-0.0850*** (-2.5801)	-0.0869*** (-2.6303)	-0.0850*** (-2.5802)
<i>PERF</i>	0.1526*** (22.3396)	0.1528*** (22.3496)	0.1624*** (19.3560)	0.1628*** (19.3922)	0.1624*** (19.3560)	0.1628*** (19.3922)	0.1637*** (17.5354)	0.1627*** (19.2372)
<i>LONG</i>	-0.0030** (-2.0154)	-0.0029* (-1.9513)	-0.0038** (-2.0769)	-0.0037** (-2.0275)	-0.0038** (-2.0769)	-0.0037** (-2.0275)	-0.0058 (-0.8735)	-0.0036 (-1.4184)
<i>CASH</i>	0.2322*** (3.6902)	0.2311*** (3.6681)	0.1399* (1.7505)	0.1411* (1.7624)	0.1399* (1.7505)	0.1411* (1.7624)	0.0902 (0.5177)	0.1431 (1.5990)
<i>GDP</i>	-5.1376*** (-13.1028)	-5.1384*** (-13.1051)	-6.2121*** (-13.3846)	-6.2223*** (-13.3959)	-6.2121*** (-13.3846)	-6.2223*** (-13.3959)	-5.9701*** (-6.6854)	-6.2321*** (-12.3416)
<i>INDUS/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	7700	7700	5252	5252	5252	5252	5252	5252
Adj R ²	0.3399	0.3396	0.3238	0.3234	0.3238	0.3234	0.1820	0.3232
F Value	108.8060**	108.7395**	3843.2700**	3838.4500**	3843.2700**	3838.4500**	2695.9600**	2697.6700**
(Wald Chi2)	*	*	*	*	*	*	*	*

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所有的 T 值和 Z 值经过年度和个体 cluster 调整。

(2) 滞后变量法

表 5：高管薪酬的风险补偿效应之考察

变量	(1) $LRISK_1$		(2) $LRISK_2$	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>C</i>	9.2448***	44.8006	9.2464***	44.7775
<i>LRISK</i>	1.3783***	3.7125	1.3356***	3.3095
<i>FIRST</i>	-0.3336***	-5.8406	-0.3314***	-5.8076
<i>STATE</i>	0.0055	0.2826	0.0061	0.3104
<i>BOARD</i>	0.0679	1.5008	0.0659	1.4576
<i>INDR</i>	0.2196	1.4208	0.2114	1.3662
<i>MSHARE</i>	-0.1551*	-1.9058	-0.1552*	-1.9070
<i>DUAL</i>	0.0416*	1.8453	0.0413*	1.8291
<i>COMM</i>	0.0604	1.5843	0.0601	1.5756
<i>LEV</i>	-0.1420**	-2.3959	-0.1492**	-2.5224
<i>SIZE</i>	0.0995***	8.7928	0.0997***	8.8044
<i>GROW</i>	-0.0869***	-2.6529	-0.0854***	-2.6089
<i>PERF</i>	0.1628***	19.3752	0.1632***	19.4085
<i>LONG</i>	-0.0038**	-2.0599	-0.0037**	-2.0052
<i>CASH</i>	0.1393*	1.7368	0.1382*	1.7217
<i>GDP</i>	-6.2070***	-13.3541	-6.2115***	-13.3541
<i>INDUS/YEAR</i>	控制		控制	
<i>Obs</i>	5256		5256	
Adj R ²	0.3260		0.3254	
F Value	75.7795***		75.5314***	

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 T 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

表 6：高管薪酬的风险补偿效应：高管风险厌恶程度之调节作用

变量	Panel A: <i>LEV</i>		Panel B: <i>CASH</i>	
	(1) $LRISK_1$	(2) $LRISK_2$	(3) $LRISK_1$	(4) $LRISK_2$
<i>C</i>	9.2355*** (44.8059)	9.2356*** (44.7291)	9.2306*** (44.2606)	9.2436*** (44.3446)
<i>LRISK</i>	2.8775*** (3.6668)	3.1397*** (3.7639)	1.7238*** (2.6816)	1.4154** (2.0961)
<i>LRISK*LEV</i>	-3.9161** (-2.1333)	-4.5549** (-2.4258)	— —	— —
<i>LRISK*CASH</i>	— —	— —	-1.9056 (-0.6612)	-0.4557 (-0.1439)
<i>FIRST</i>	-0.3310*** (-5.8044)	-0.3291*** (-5.7772)	-0.3332*** (-5.8348)	-0.3313*** (-5.8081)
<i>STATE</i>	0.0050 (0.2554)	0.0052 (0.2633)	0.0057 (0.2917)	0.0061 (0.3128)
<i>BOARD</i>	0.0664 (1.4698)	0.0666 (1.4748)	0.0684 (1.5121)	0.0659 (1.4577)
<i>INDR</i>	0.2175	0.2127	0.2202	0.2111

	(1.4060)	(1.3741)	(1.4247)	(1.3644)
<i>MSHARE</i>	-0.1477*	-0.1455*	-0.1575*	-0.1557*
	(-1.8150)	(-1.7866)	(-1.9325)	(-1.9124)
<i>DUAL</i>	0.0410*	0.0406*	0.0421*	0.0414*
	(1.8182)	(1.7993)	(1.8659)	(1.8328)
<i>COMM</i>	0.0610	0.0605	0.0605	0.0601
	(1.6040)	(1.5881)	(1.5878)	(1.5763)
<i>LEV</i>	-0.0247	-0.0269	-0.1405**	-0.1490**
	(-0.3226)	(-0.3607)	(-2.3795)	(-2.5248)
<i>SIZE</i>	0.0982***	0.0981***	0.0996***	0.0997***
	(8.6723)	(8.6627)	(8.7923)	(8.7971)
<i>GROW</i>	-0.0877***	-0.0866***	-0.0860***	-0.0852***
	(-2.6851)	(-2.6551)	(-2.6232)	(-2.5999)
<i>PERF</i>	0.1627***	0.1631***	0.1628***	0.1632***
	(19.3982)	(19.4220)	(19.3762)	(19.4079)
<i>LONG</i>	-0.0040**	-0.0039**	-0.0038**	-0.0037**
	(-2.2030)	(-2.1295)	(-2.0470)	(-2.0038)
<i>CASH</i>	0.1407*	0.1395*	0.1984*	0.1506
	(1.7584)	(1.7420)	(1.7256)	(1.3304)
<i>GDP</i>	-6.2260***	-6.2317***	-6.2140***	-6.2127***
	(-13.4043)	(-13.4138)	(-13.3661)	(-13.3536)
<i>INDUS/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	5256	5256	5256	5256
Adj R ²	0.3265	0.3260	0.3259	0.3253
F Value	73.8485***	73.5792***	73.8242***	73.6242***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 T 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

表 7：高管薪酬的风险补偿效应：经理人市场有效程度之调节作用

变量	Panel A: <i>STATE</i>		Panel B: <i>SAME</i>		Panel C: <i>FTCITY</i>	
	(1) <i>LRISK₁</i>	(2) <i>LRISK₂</i>	(3) <i>LRISK₁</i>	(4) <i>LRISK₂</i>	(5) <i>LRISK₁</i>	(6) <i>LRISK₂</i>
<i>C</i>	9.2964*** (44.7857)	9.2870*** (44.7502)	9.0540*** (43.5104)	9.0581*** (43.5687)	8.7920*** (42.9934)	8.7950*** (42.9613)
<i>LRISK</i>	0.0266 (0.0520)	0.0993 (0.1834)	0.9392* (1.8922)	0.7874 (1.4691)	1.3294*** (3.1222)	1.1206** (2.4866)
<i>LRISK*STATE</i>	2.3429*** (3.3113)	2.1535*** (2.8212)	— —	— —	— —	— —
<i>LRISK*SAME</i>	— —	— —	0.0083 (1.5389)	0.0106* (1.8060)	— —	— —
<i>LRISK*FTCITY</i>	— —	— —	— —	— —	1.0399 (1.3422)	1.7666** (1.9909)
<i>SAME</i>	— —	— —	0.0015*** (6.8785)	0.0015*** (6.9268)	— —	— —
<i>FTCITY</i>	— —	— —	— —	— —	0.2705*** (9.2271)	0.2550*** (8.6664)

<i>FIRST</i>	-0.3373*** (-5.9016)	-0.3349*** (-5.8643)	-0.3243*** (-5.7140)	-0.3232*** (-5.6986)	-0.3718*** (-6.6857)	-0.3698*** (-6.6575)
<i>STATE</i>	-0.0626** (-2.2333)	-0.0486* (-1.7634)	-0.0217 (-1.0934)	-0.0211 (-1.0645)	0.0296 (1.5352)	0.0301 (1.5609)
<i>BOARD</i>	0.0600 (1.3270)	0.0607 (1.3415)	0.0878* (1.9602)	0.0862* (1.9238)	0.0625 (1.4301)	0.0618 (1.4133)
<i>INDR</i>	0.2100 (1.3531)	0.2038 (1.3144)	0.2372 (1.5439)	0.2296 (1.4932)	0.1366 (0.8973)	0.1323 (0.8682)
<i>MSHARE</i>	-0.1444* (-1.7701)	-0.1458* (-1.7897)	-0.2067** (-2.5344)	-0.2063** (-2.5315)	-0.2629*** (-3.2664)	-0.2614*** (-3.2510)
<i>DUAL</i>	0.0396* (1.7576)	0.0397* (1.7611)	0.0305 (1.3539)	0.0303 (1.3436)	0.0391* (1.7595)	0.0385* (1.7294)
<i>COMM</i>	0.0641* (1.6886)	0.0624 (1.6422)	0.0544 (1.4536)	0.0543 (1.4507)	0.0424 (1.1301)	0.0425 (1.1316)
<i>LEV</i>	-0.1451** (-2.4519)	-0.1496** (-2.5298)	-0.1276** (-2.1767)	-0.1350** (-2.3081)	-0.0790 (-1.3611)	-0.0873 (-1.5076)
<i>SIZE</i>	0.0999*** (8.8584)	0.0999*** (8.8358)	0.0969*** (8.6910)	0.0971*** (8.7120)	0.1032*** (9.3454)	0.1033*** (9.3511)
<i>GROW</i>	-0.0893*** (-2.7311)	-0.0871*** (-2.6653)	-0.0912*** (-2.7745)	-0.0899*** (-2.7397)	-0.1173*** (-3.5688)	-0.1150*** (-3.4996)
<i>PERF</i>	0.1628*** (19.3810)	0.1632*** (19.4118)	0.1647*** (19.7331)	0.1651*** (19.7542)	0.1597*** (19.3871)	0.1602*** (19.4248)
<i>LONG</i>	-0.0040** (-2.1704)	-0.0038** (-2.0863)	-0.0016 (-0.8519)	-0.0014 (-0.7937)	-0.0058*** (-3.2140)	-0.0056*** (-3.1236)
<i>CASH</i>	0.1381* (1.7230)	0.1363* (1.6980)	0.1541* (1.9324)	0.1512* (1.8924)	0.0704 (0.9050)	0.0701 (0.9001)
<i>GDP</i>	-6.1759*** (-13.2828)	-6.1939*** (-13.3153)	-4.4794*** (-9.1087)	-4.4769*** (-9.0960)	-2.1958*** (-3.9975)	-2.2228*** (-4.0416)
<i>INDUS/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	5256	5256	5256	5256	5256	5256
Adj R ²	0.3274	0.3263	0.3396	0.3392	0.3512	0.3508
F Value	74.2253***	73.8621***	76.4703***	76.3727***	81.0671***	80.7822***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 T 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

2. 极差法度量企业风险承担水平

表 8：敏感性测试：更换风险度量方式(高管薪酬的风险补偿效应之考察)

变量	(1) <i>RISK₃</i>		(2) <i>RISK₄</i>	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>C</i>	9.0105***	50.8964	9.0225***	50.9063
<i>RISK</i>	0.3172***	2.7881	0.2498**	2.0724
<i>FIRST</i>	-0.3208***	-6.8805	-0.3197***	-6.8600
<i>STATE</i>	0.0257	1.5575	0.0263	1.5902
<i>BOARD</i>	0.0905**	2.4052	0.0885**	2.3526

<i>INDR</i>	0.2687**	2.0652	0.2641**	2.0296
<i>MSHARE</i>	-0.1357**	-2.2184	-0.1367**	-2.2342
<i>DUAL</i>	0.0283	1.5144	0.0284	1.5186
<i>COMM</i>	0.0364	1.2353	0.0360	1.2202
<i>LEV</i>	-0.1478***	-3.0267	-0.1525***	-3.1268
<i>SIZE</i>	0.1071***	11.4933	0.1070***	11.4765
<i>GROW</i>	-0.0404	-1.5743	-0.0398	-1.5502
<i>PERF</i>	0.1526***	22.3513	0.1528***	22.3538
<i>LONG</i>	-0.0030**	-2.0257	-0.0029*	-1.9555
<i>CASH</i>	0.2323***	3.6922	0.2308***	3.6645
<i>GDP</i>	-5.1363***	-13.0976	-5.1376***	-13.1028
<i>INDUS/YEAR</i>	控制		控制	
<i>Obs</i>	7700		7700	
Adj R ²	0.3400		0.3396	
F Value	108.8137***		108.7579***	

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 T 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

表 9：敏感性测试：更换风险度量方式(高管风险厌恶程度之调节作用)

变量	Panel A: <i>LEV</i>		Panel B: <i>CASH</i>	
	(1) <i>RISK₃</i>	(2) <i>RISK₄</i>	(3) <i>RISK₃</i>	(4) <i>RISK₄</i>
<i>C</i>	9.0053*** (50.8381)	9.0177*** (50.8294)	9.0323*** (50.5924)	9.0510*** (50.7645)
<i>RISK</i>	0.8596*** (3.5207)	0.7373*** (2.8577)	0.1501 (0.8087)	-0.0018 (-0.0094)
<i>RISK*LEV</i>	-1.3426** (-2.5576)	-1.1714** (-2.1603)	—	—
<i>RISK*CASH</i>	—	—	0.9946 (1.1863)	1.5751* (1.7378)
<i>FIRST</i>	-0.3191*** (-6.8467)	-0.3186*** (-6.8380)	-0.3211*** (-6.8924)	-0.3204*** (-6.8809)
<i>STATE</i>	0.0254 (1.5394)	0.0259 (1.5690)	0.0254 (1.5382)	0.0257 (1.5560)
<i>BOARD</i>	0.0904** (2.3996)	0.0896** (2.3779)	0.0895** (2.3764)	0.0882** (2.3413)
<i>INDR</i>	0.2623** (2.0156)	0.2602** (1.9996)	0.2682** (2.0619)	0.2656** (2.0406)
<i>MSHARE</i>	-0.1310** (-2.1401)	-0.1323** (-2.1626)	-0.1343** (-2.1976)	-0.1344** (-2.1992)
<i>DUAL</i>	0.0276 (1.4762)	0.0280 (1.5001)	0.0279 (1.4955)	0.0280 (1.4962)
<i>COMM</i>	0.0378 (1.2836)	0.0366 (1.2444)	0.0367 (1.2459)	0.0362 (1.2276)

<i>LEV</i>	-0.0411 (-0.6651)	-0.0676 (-1.1190)	-0.1486*** (-3.0433)	-0.1528*** (-3.1290)
<i>SIZE</i>	0.1060*** (11.3714)	0.1061*** (11.3665)	0.1071*** (11.4907)	0.1069*** (11.4642)
<i>GROW</i>	-0.0410 (-1.6012)	-0.0403 (-1.5736)	-0.0417 (-1.6268)	-0.0412 (-1.6060)
<i>PERF</i>	0.1523*** (22.3454)	0.1525*** (22.3173)	0.1524*** (22.3286)	0.1525*** (22.3337)
<i>LONG</i>	-0.0032** (-2.1647)	-0.0031** (-2.0605)	-0.0031** (-2.0761)	-0.0030** (-2.0148)
<i>CASH</i>	0.2358*** (3.7583)	0.2340*** (3.7226)	0.1554* (1.7789)	0.1228 (1.4357)
<i>GDP</i>	-5.1617*** (-13.1735)	-5.1566*** (-13.1610)	-5.1403*** (-13.1074)	-5.1449*** (-13.1229)
<i>INDUS/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	7700	7700	7700	7700
Adj R ²	0.3405	0.3399	0.3400	0.3398
F Value	106.0842***	106.0153***	106.3024***	106.2700***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 T 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

表 10：敏感性测试：更换风险度量方式(经理人市场有效性程度之调节作用)

变量	Panel A: <i>STATE</i>		Panel B: <i>SAME</i>		Panel C: <i>FTCITY</i>	
	(1) <i>RISK₁</i>	(2) <i>RISK₂</i>	(3) <i>RISK₁</i>	(4) <i>RISK₂</i>	(5) <i>RISK₁</i>	(6) <i>RISK₂</i>
<i>C</i>	9.0663*** (50.9618)	9.0706*** (50.9473)	8.7932*** (49.2736)	8.8054*** (49.3388)	8.4360*** (48.0086)	8.4551*** (48.0191)
<i>RISK</i>	-0.2362 (-1.4482)	-0.2658 (-1.5563)	0.1700 (1.1493)	0.0864 (0.5562)	0.2480* (1.8839)	0.1334 (0.9723)
<i>RISK*STATE</i>	0.9235*** (4.1990)	0.8484*** (3.6723)	—	—	—	—
<i>RISK*SAME</i>	—	—	0.0031* (1.8967)	0.0037** (2.2034)	—	—
<i>RISK*FTCITY</i>	—	—	—	—	0.3764 (1.5923)	0.5337** (2.0604)
<i>SAME</i>	—	—	0.0016*** (8.8330)	0.0015*** (8.9981)	—	—
<i>FTCITY</i>	—	—	—	—	0.2928*** (12.5123)	0.2851*** (12.3139)
<i>FIRST</i>	-0.3244*** (-6.9592)	-0.3228*** (-6.9248)	-0.3099*** (-6.6866)	-0.3094*** (-6.6778)	-0.3578*** (-7.9143)	-0.3571*** (-7.9019)
<i>STATE</i>	-0.0430* (-1.8772)	-0.0300 (-1.3398)	-0.0009 (-0.0563)	-0.0004 (-0.0231)	0.0474*** (2.9372)	0.0480*** (2.9760)
<i>BOARD</i>	0.0837** (2.2184)	0.0838** (2.2205)	0.1080*** (2.8973)	0.1063*** (2.8528)	0.0876** (2.4129)	0.0856** (2.3594)
<i>INDR</i>	0.2567**	0.2543*	0.2693**	0.2657**	0.1832	0.1806

	(1.9657)	(1.9499)	(2.0784)	(2.0503)	(1.4363)	(1.4149)
<i>MSHARE</i>	-0.1238**	-0.1263**	-0.1696***	-0.1707***	-0.2460***	-0.2468***
	(-2.0205)	(-2.0623)	(-2.7846)	(-2.8031)	(-4.0657)	(-4.0785)
<i>DUAL</i>	0.0261	0.0267	0.0167	0.0170	0.0262	0.0263
	(1.3972)	(1.4270)	(0.8936)	(0.9123)	(1.4261)	(1.4296)
<i>COMM</i>	0.0409	0.0401	0.0280	0.0278	0.0245	0.0235
	(1.3912)	(1.3645)	(0.9628)	(0.9560)	(0.8476)	(0.8127)
<i>LEV</i>	-0.1505***	-0.1535***	-0.1331***	-0.1377***	-0.0793*	-0.0833*
	(-3.0838)	(-3.1468)	(-2.7547)	(-2.8521)	(-1.6620)	(-1.7479)
<i>SIZE</i>	0.1075***	0.1073***	0.1041***	0.1040***	0.1094***	0.1092***
	(11.5374)	(11.5089)	(11.3171)	(11.3098)	(12.0687)	(12.0252)
<i>GROW</i>	-0.0413	-0.0404	-0.0418	-0.0411	-0.0661***	-0.0657**
	(-1.6122)	(-1.5725)	(-1.6234)	(-1.5978)	(-2.5903)	(-2.5712)
<i>PERF</i>	0.1525***	0.1526***	0.1546***	0.1548***	0.1499***	0.1501***
	(22.3167)	(22.2855)	(22.8229)	(22.8252)	(22.4794)	(22.4576)
<i>LONG</i>	-0.0031**	-0.0030**	-0.0009	-0.0008	-0.0051***	-0.0050***
	(-2.0939)	(-2.0124)	(-0.6070)	(-0.5457)	(-3.4774)	(-3.3877)
<i>CASH</i>	0.2326***	0.2307***	0.2365***	0.2341***	0.1523**	0.1516**
	(3.7038)	(3.6661)	(3.7981)	(3.7536)	(2.4836)	(2.4681)
<i>GDP</i>	-5.1267***	-5.1417***	-3.3872***	-3.3852***	-1.0738**	-1.0931**
	(-13.0680)	(-13.1055)	(-8.1145)	(-8.1117)	(-2.3824)	(-2.4256)
<i>INDUS/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	7700	7700	7700	7700	7700	7700
Adj R ²	0.3415	0.3407	0.3533	0.3531	0.3697	0.3694
F Value	106.1942**	105.9567**	109.9554**	109.9028**	117.8389**	117.7846**
	*	*	*	*	*	*

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 T 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

3. 删除准则期观测值

表 11：敏感性测试：删除准则变更期观测值(高管薪酬的风险补偿效应之考察)

变量	(1) <i>RISK₁</i>		(2) <i>RISK₂</i>	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>C</i>	9.2523***	49.7324	9.2609***	49.7362
<i>RISK</i>	0.7624**	2.5675	0.6783**	2.1173
<i>FIRST</i>	-0.2915***	-5.8454	-0.2900***	-5.8181
<i>STATE</i>	0.0228	1.2648	0.0232	1.2861
<i>BOARD</i>	0.1032**	2.5367	0.1015**	2.4972
<i>INDR</i>	0.2056	1.5072	0.2008	1.472
<i>MSHARE</i>	-0.1626***	-2.6201	-0.1636***	-2.6377
<i>DUAL</i>	0.0224	1.1529	0.0227	1.1678
<i>COMM</i>	0.0436	1.3414	0.0434	1.3342
<i>LEV</i>	-0.1322**	-2.4654	-0.1355**	-2.5289

<i>SIZE</i>	0.1026***	10.0383	0.1025***	10.0265
<i>GROW</i>	-0.0358	-1.2583	-0.0354	-1.2429
<i>PERF</i>	0.1515***	20.1704	0.1517***	20.1749
<i>LONG</i>	-0.0027*	-1.7469	-0.0027*	-1.6895
<i>CASH</i>	0.2113***	3.1331	0.2111***	3.126
<i>GDP</i>	-5.8357***	-13.9674	-5.8406***	-13.9773
<i>INDUS/YEAR</i>	控制		控制	
<i>Obs</i>	6305		6305	
Adj R ²	0.3090		0.3087	
F Value	83.4786***		83.4304***	

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 T 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

表 12：敏感性测试：删除准则变更期观测值(高管风险厌恶程度之调节作用)

变量	Panel A: <i>LEV</i>		Panel B: <i>CASH</i>	
	(1) <i>RISK₁</i>	(2) <i>RISK₂</i>	(3) <i>RISK₁</i>	(4) <i>RISK₂</i>
<i>C</i>	9.2500*** (49.7016)	9.2566*** (49.6692)	9.2783*** (49.3679)	9.2908*** (49.5183)
<i>RISK</i>	2.1729*** (3.5275)	2.1113*** (3.1726)	0.2835 (0.5669)	0.0301 (0.0568)
<i>RISK*LEV</i>	-3.6316*** (-2.6421)	-3.5865** (-2.4761)	— —	— —
<i>RISK*CASH</i>	— —	— —	2.7106 (1.2357)	3.8621 (1.5892)
<i>FIRST</i>	-0.2901*** (-5.8212)	-0.2888*** (-5.7968)	-0.2914*** (-5.8455)	-0.2901*** (-5.8233)
<i>STATE</i>	0.0225 (1.2480)	0.0229 (1.2701)	0.0225 (1.2435)	0.0226 (1.2482)
<i>BOARD</i>	0.1017** (2.4943)	0.1011** (2.4822)	0.1017** (2.4996)	0.1008** (2.4774)
<i>INDR</i>	0.1980 (1.4501)	0.1950 (1.4290)	0.2040 (1.4967)	0.2014 (1.4764)
<i>MSHARE</i>	-0.1581** (-2.5495)	-0.1590** (-2.5633)	-0.1615*** (-2.6058)	-0.1616*** (-2.6073)
<i>DUAL</i>	0.0213 (1.0940)	0.0219 (1.1281)	0.0220 (1.1303)	0.0221 (1.1370)
<i>COMM</i>	0.0451 (1.3889)	0.0440 (1.3535)	0.0434 (1.3344)	0.0431 (1.3229)
<i>LEV</i>	-0.0180 (-0.2739)	-0.0340 (-0.5248)	-0.1332** (-2.4836)	-0.1357** (-2.5305)
<i>SIZE</i>	0.1013*** (9.9214)	0.1014*** (9.9132)	0.1025*** (10.0297)	0.1024*** (10.0054)
<i>GROW</i>	-0.0367 (-1.2936)	-0.0364 (-1.2797)	-0.0372 (-1.3068)	-0.0369 (-1.2948)

<i>PERF</i>	0.1512*** (20.1764)	0.1512*** (20.1451)	0.1513*** (20.1581)	0.1515*** (20.1703)
<i>LONG</i>	-0.0030* (-1.8836)	-0.0028* (-1.7947)	-0.0028* (-1.8021)	-0.0027* (-1.7438)
<i>CASH</i>	0.2147*** (3.1938)	0.2148*** (3.1886)	0.1272 (1.4018)	0.1059 (1.1832)
<i>GDP</i>	-5.8507*** (-14.0276)	-5.8488*** (-14.0223)	-5.8393*** (-13.9754)	-5.8461*** (-13.9917)
<i>INDUS/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	6305	6305	6305	6305
Adj R ²	0.3097	0.3093	0.3091	0.3089
F Value	81.4296***	81.3476***	81.4819***	81.4542***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 T 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

表 13：敏感性测试：删除准则变更期观测值(经理人市场有效性程度之调节作用)

变量	Panel A: <i>STATE</i>		Panel B: <i>SAME</i>		Panel C: <i>FTCITY</i>	
	(1) <i>RISK₁</i>	(2) <i>RISK₂</i>	(3) <i>RISK₁</i>	(4) <i>RISK₂</i>	(5) <i>RISK₁</i>	(6) <i>RISK₂</i>
<i>C</i>	9.3103*** (49.9014)	9.3038*** (49.8314)	9.0687*** (48.5140)	9.0766*** (48.5432)	8.7661*** (47.1412)	8.7779*** (47.1312)
<i>RISK</i>	-0.6784 (-1.5523)	-0.5859 (-1.2367)	0.5105 (1.3094)	0.3894 (0.9276)	0.5473 (1.5820)	0.3957 (1.0789)
<i>RISK*STATE</i>	2.2218*** (3.8276)	1.9301*** (3.0851)	—	—	—	—
<i>RISK*SAME</i>	—	—	0.0049 (1.2723)	0.0061 (1.4735)	—	—
<i>RISK*FTCITY</i>	—	—	—	—	1.0278* (1.6544)	1.2015* (1.7310)
<i>SAME</i>	—	—	0.0014*** (7.6755)	0.0014*** (7.7518)	—	—
<i>FTCITY</i>	—	—	—	—	0.2653*** (10.5731)	0.2641*** (10.6428)
<i>FIRST</i>	-0.2952*** (-5.9170)	-0.2931*** (-5.8758)	-0.2842*** (-5.7297)	-0.2831*** (-5.7084)	-0.3267*** (-6.7292)	-0.3251*** (-6.7017)
<i>STATE</i>	-0.0417* (-1.7072)	-0.0257 (-1.0749)	-0.0012 (-0.0655)	-0.0008 (-0.0438)	0.0462*** (2.6160)	0.0468*** (2.6491)
<i>BOARD</i>	0.0960** (2.3532)	0.0968** (2.3731)	0.1205*** (2.9857)	0.1190*** (2.9498)	0.0958** (2.4202)	0.0942** (2.3794)
<i>INDR</i>	0.1913 (1.4013)	0.1894 (1.3881)	0.2052 (1.5090)	0.2013 (1.4798)	0.1038 (0.7688)	0.1001 (0.7411)
<i>MSHARE</i>	-0.1519** (-2.4454)	-0.1553** (-2.5014)	-0.1842*** (-2.9800)	-0.1854*** (-3.0014)	-0.2463*** (-4.0126)	-0.2475*** (-4.0317)
<i>DUAL</i>	0.0196 (1.0094)	0.0205 (1.0540)	0.0121 (0.6233)	0.0126 (0.6477)	0.0217 (1.1281)	0.0221 (1.1506)
<i>COMM</i>	0.0470	0.0455	0.0343	0.0343	0.0237	0.0232

	(1.4505)	(1.4053)	(1.0701)	(1.0677)	(0.7373)	(0.7215)
<i>LEV</i>	-0.1353**	-0.1374**	-0.1237**	-0.1270**	-0.0769	-0.0799
	(-2.5253)	(-2.5656)	(-2.3281)	(-2.3916)	(-1.4677)	(-1.5255)
<i>SIZE</i>	0.1031***	0.1031***	0.1010***	0.1009***	0.1070***	0.1069***
	(10.0888)	(10.0781)	(10.0247)	(10.0192)	(10.7653)	(10.7420)
<i>GROW</i>	-0.0363	-0.0359	-0.0402	-0.0397	-0.0707**	-0.0706**
	(-1.2794)	(-1.2604)	(-1.4072)	(-1.3895)	(-2.4989)	(-2.4910)
<i>PERF</i>	0.1512***	0.1511***	0.1528***	0.1530***	0.1495***	0.1496***
	(20.1125)	(20.0801)	(20.5242)	(20.5329)	(20.3882)	(20.3655)
<i>LONG</i>	-0.0028*	-0.0027*	-0.0010	-0.0009	-0.0043***	-0.0042***
	(-1.7577)	(-1.7036)	(-0.6173)	(-0.5656)	(-2.8012)	(-2.7263)
<i>CASH</i>	0.2133***	0.2119***	0.2175***	0.2166***	0.1402**	0.1406**
	(3.1684)	(3.1420)	(3.2547)	(3.2371)	(2.1236)	(2.1271)
<i>GDP</i>	-5.8214***	-5.8322***	-4.0923***	-4.0920***	-1.7166***	-1.7274***
	(-13.9314)	(-13.9571)	(-9.0941)	(-9.0945)	(-3.4416)	(-3.4636)
<i>INDUS/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	6305	6305	6305	6305	6305	6305
<i>Adj R²</i>	0.3106	0.3097	0.3210	0.3207	0.3355	0.3351
<i>F Value</i>	81.6759***	81.4153***	83.6541***	83.6050***	88.6312***	88.5136***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著(双尾)，所报告的 T 值已经过年度和个体层面的 cluster 调整。

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://www.ciejjournal.org>)附件下载。