

限选条款设置中的股东角色与条款治理 效果研究

郑志刚，张浩，雍红艳，赵锡军

[摘要] 根源于西方交错董事会制度的限制董事改选条款会对股东之间董事会控制权分配产生不容忽视的影响。本文基于 2011—2019 年沪深 A 股上市公司的数据,分析了第一大股东和其他大股东在限选条款设置中的角色,以及限选条款设置带来的公司治理效果。研究发现,当第一大股东控制权面临的内外部风险更大时,上市公司设置限选条款的可能性更大,说明限选条款成为第一大股东防御外部收购威胁、加强自身控制权的工具;而其他大股东却对由第一大股东主导设置的限选条款持反对态度,表现为当存在持股超过一定比例的其他大股东时,上市公司设置限选条款的可能性更小。从限选条款的公司治理效果看,限选条款能够有效保护第一大股东在股权层面和董事会层面的控制权,却加剧了股东之间董事会控制权分配不公,使得第一大股东成为董事会的主导。这为限选条款设置中的股东角色提供了解释。最终,限选条款使得第一大股东及其委派的董事“盘踞”在公司内部,引发董事超额薪酬和在职消费等代理问题,同时也不能改善公司绩效。拓展性研究发现,相较于限制换届改选,限制非换届改选的限选条款的防御意味更浓,防御效果更好,对第一大股东的“偏袒保护”也更明显。本文的研究为资本市场和监管当局规范上市公司的限选条款设置行为提供了参考。

[关键词] 限制董事改选条款；公司治理；董事会；交错任期

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2022)03-0133-19

一、引言

当前监管机构对股东权益保护给予了高度重视,例如,2021年11月19日,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)发布了《公开征集上市公司股东权利管理暂行规定》。上市公司对股东权益的保护,一方面体现为股东可以在股东大会上通过行使表决权,使符合自身利益诉求的议案通过(Grossman and Hart,1988;Nenova,2003);另一方面体现为股东可以在董事会中发挥影响力,使代表自身利益的董事进入董事会(Cai et al.,2009;Fos et al.,2018)。在公司中,委派代表自身利益的

[收稿日期] 2021-11-07

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“任人唯亲的董事会文化与独立董事更迭的‘逆淘汰’”(批准号71472177);国家自然科学基金面上项目“新经济企业的公司治理制度设计研究”(批准号72172150)。

[作者简介] 郑志刚,中国人民大学财政金融学院教授,博士生导师,经济学博士;张浩,中国人民大学财政金融学院博士研究生;雍红艳,中国人民大学财政金融学院博士研究生;赵锡军,中国人民大学财政金融学院教授,博士生导师,经济学博士。通讯作者:张浩,电子邮箱:zhanghao_sf@ruc.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

董事进入董事会，是集体享有所有者权益的公司股东享受的基本权利(Cai et al., 2009)，也是股东行使与剩余索取权所反映的责任承担义务相匹配的剩余控制权的重要方式(Grossman and Hart, 1986; Hart and Moore, 1990)。一些上市公司的董事会甚至出现了大股东超过所持股份比例委派董事的超额委派董事现象(程敏英和魏明海, 2013; 郑志刚等, 2019)。因而，无论是公司股东与外部收购方之间的“外战”，还是公司原有股东之间的“内斗”，董事会席位都将成为公司控制权争夺的“必争之地”。

一段时期内，中国的一些上市公司在章程制定与修改中引入限制董事改选条款，这无疑是影响董事会的潜在制度安排之一。以深天地 A(000023.SZ)为例，面对新进股东深圳市宝安宝利来实业有限公司连续增持所带来的控制权威胁，公司于 2014 年 4 月召开的董事会会议通过了关于修改《公司章程》部分条款的议案。修改后的公司章程增加了“董事会每年更换和改选的董事人数最多为董事会总人数的 1/4”的规定。在公司治理实践中，通常把类似的对董事改选比例或数量做出限制的条款称为“限制董事改选条款”(以下简称“限选条款”)。

理论上，在中国上市公司治理实践中，通过对董事改选施加一定条件的限制，限选条款势必影响到第一大股东、其他大股东、中小股东和外部收购方等(潜在)股东的董事会控制权分配。一方面，限选条款的设置将增加外部收购方实现公司控制的预期成本，有助于阻止收购威胁的“外战”发生；另一方面，限选条款将在公司原有股东中固化董事会控制权分配，引发其他股东对主要股东的不满，从而引发股东之间围绕限选条款设置的公司“内斗”。以南玻 A(000012.SZ)为例，2015 年 4 月 1 日，公司发布公告称董事会提出公司章程修订的相关议案，修订内容包括增加“董事会每年更换和改选的董事人数不得超过董事会总人数的 1/5”这一限选条款。然而，这一条款遭到了大股东“前海人寿”的强烈反对。前海人寿认为，该条款极端维护现有董事的董事地位以及董事会对公司的控制权，将导致公司股东无法正当行使股东权利、无法正当监督和管理公司的运营发展。最终，限选条款没有在股东大会上通过。

由此可见，限选条款设置会对不同类型股东的利益产生不同的影响。那么，第一大股东和其他大股东在限选条款设置中分别扮演怎样的角色？限选条款设置又会产生怎样的公司治理效果呢？基于 2011—2019 年沪深 A 股上市公司的数据，本文通过考察限选条款设置的影响因素，明确了第一大股东和其他大股东在限选条款设置中的公司治理角色。研究发现，当第一大股东控制权面临的内外部风险更大时，上市公司设置限选条款的可能性更大，这在一定程度上说明，限选条款成为第一大股东防御外部收购威胁、加强自身控制权的工具；而其他大股东却对由第一大股东主导设置的限选条款持反对态度，表现为当存在持股超过一定比例(5% 或 10%)的其他大股东时，上市公司设置限选条款的可能性更小。从限选条款设置的公司治理效果看，限选条款能够发挥有效的防御作用，保护第一大股东在股权层面和董事会层面的控制权；而限选条款却并不能像保护第一大股东及其关联股东的董事席位那样给予其他大股东董事席位同等程度的保护，加剧了股东之间董事会权利不公，使得第一大股东成为公司董事会的权利主导。这也解释了第一大股东和其他大股东为什么对限选条款表现出不同的态度。最终，限选条款使得第一大股东及其委派的董事“盘踞”在公司内部，引发董事超额薪酬和在职消费等代理问题。并且，限选条款的设置并不能带来公司绩效的提升。

本文可能的边际贡献体现在：①明确了第一大股东和其他大股东在限选条款设置中扮演的公司治理角色，是对限选条款设置影响因素相关文献的补充和扩展。对于限选条款这一独特的公司治理现象，国内外的研究很少探讨限选条款设置的影响因素，较为相关的文献仅有少数，如王凯等(2019)的研究。本文关于第一大股东和其他大股东影响限选条款设置可能性的分析，丰富了限选条

款影响因素相关研究。②分析限选条款设置对股东董事会席位分配的影响,解释了第一大股东和其他大股东在限选条款设置中的角色,并在此基础上完成了限选条款在人员安排这一直接层面的效果评估。不同于以往文献仅从公司价值、公司绩效和公司创新(李善民等,2016;徐明亮等,2018;徐明亮和袁天荣,2018;王凯等,2019)等相对综合的层面“远距离”探讨限选条款的公司治理效果,本文研究了限选条款设置对第一大股东和其他大股东董事会控制权产生的直接影响,为第一大股东和其他大股东如何影响限选条款设置提供了来自董事会人员安排这一更为直接层面的原因解释和经验证据。③进一步分析了限选条款设置带来的代理成本,并回答了限选条款是否能改善公司绩效的问题,从而完成了更为综合层面的公司治理效果评估,对资本市场和监管当局理解和监管上市公司设置限选条款行为具有一定的指导意义。一方面,从“显性薪酬”的角度看,限选条款的设置使得公司董事获得超过其应得薪酬的超额薪酬;另一方面,从“隐性薪酬”的角度看,限选条款的设置将会导致上市公司在职消费水平显著提升。除此之外,限选条款的设置也并未带来公司绩效的改善。④从限制改选时间的角度分析了不同类型的限选条款造成的差异性影响,从而为限选条款的细节分析和异质性讨论提供了经验证据。研究发现,相较于限制换届改选,限制了非换届改选的限选条款的防御意味和防御效果都更强,对第一大股东及其关联股东委派董事的“偏袒保护”也更加明显。这些条款细节分析为监管上市公司的限选条款设置行为提供了监管方向和“抓手”。

本文后续结构安排如下:第二部分在文献回顾的基础上提出本文的研究假说;第三部分为研究设计;第四部分通过分析限选条款设置的影响因素,明确第一大股东和其他大股东在限选条款设置中的角色;第五部分分析限选条款设置的公司治理效果,包括限选条款设置对董事会人员安排的影响以及由此所引发的其他代理问题;第六部分从限制改选时间的角度,对不同类型的限选条款进行异质性分析;第七部分对全文进行总结,并提出政策建议。

二、文献回顾与假说提出

1. 文献综述

随着资本市场对于公司章程的投资者权益保护作用的认识不断提高,公司章程自治空间呈现逐步扩大的趋势。关于上市公司修改公司章程的案例已有很多,而限选条款的引入是其中最为常见的形式之一。中国上市公司设置限选条款的现象也开始引起学者们的关注。但是,目前国内学术界关于公司章程条款的研究主要集中于法学层面的探讨(王建文,2017),从经济学和管理学层面研究公司章程条款设置的文献较少,专门研究限选条款的文献更甚,并且这些文献主要集中于探究限选条款设置的经济后果(李善民等,2016;徐明亮等,2018;徐明亮和袁天荣,2018)。对于探究限选条款设置影响因素的研究,较为相关的文献,如王凯等(2019)的研究,发现当董事会资本较为丰裕时,上市公司更可能在公司章程中设置限选条款以巩固现有的董事会资本。

基于中国上市公司限选条款实践开展的研究,大多数将限选条款直接称为交错董事会(或分层董事会)。交错董事会是一种交错更换任期届满董事的董事会制度安排。具体而言,公司章程规定,全体董事被分为若干个小组,每个组别董事人数大体相当并且任期相同,但不同组别的任期不同,每年只更换任期届满的董事。虽然从制度起源上,限选条款源于西方国家的交错董事会条款,并且也确实能够影响董事会的人员安排和结构,但限选条款仍然与标准的交错董事会条款存在较大差异,这主要体现在以下两个方面:①不同于交错董事会将全体董事分为若干个小组,据此更换明确人选的董事,限选条款只是对改选比例或数量进行限制,是否更换以及更换人选均具有不确定性,实践中很难形成如交错董事会那样的实际任期交错;②从董事改选的时间看,交错董事会规定在每

组董事任期届满时进行改选，而限选条款对改选时间的限制包括限制换届改选、限制非换届改选和不区分换届与否等不同类型，不会形成如交错董事会那样每年更换部分董事的局面。

交错董事会制度设立初衷是维护公司治理的稳定性，而在长期的资本市场实践中逐渐演变成了一种重要的反收购机制，交错董事会的反收购属性也得到国外学术界的广泛认可(Bebchuk and Cohen, 2005; Guo et al., 2008; Cohen and Wang, 2017)。因而，国外对于交错董事会经济后果的讨论也基本遵循了传统反收购机制的逻辑分析框架：管理层堑壕理论和谈判收益理论(DeAngelo and Rice, 1983)。持管理层堑壕理论观点的文献认为，交错董事会条款会削弱外部收购威胁这一重要外部机制的公司治理效果，降低控制权市场的治理效率(Bates et al., 2008; Bebchuk et al., 2009)，强化公司管理层的盘踞效应(Bates et al., 2008; Bebchuk and Cohen, 2005; Cohen and Wang, 2017)。持谈判收益理论观点的文献认为，交错董事会的设置赋予管理层更强的议价能力，提高目标公司在并购中的谈判地位，从而其股东能够获得更高的并购溢价(Sokolyk, 2011; Cain et al., 2017)。与此同时，谈判地位的提高有助于缓解管理层面临的外部收购压力(Jiraporn et al., 2012)，做出更多着眼于公司长远发展的经营管理决策。

限选条款并非严格意义上的交错董事会条款，不一定能够产生预期的管理层堑壕效应或谈判收益效应，因而现有文献直接将限选条款称为交错董事会条款，并将其作为一种“理所当然”的反收购机制，简单套用既有的反收购机制的逻辑分析框架来分析限选条款公司治理效果的做法并不妥当。理论上讲，限选条款通过改变董事的改选规则和董事会的人员结构，将直接影响公司股东在董事会的控制权分配。因而，公司股东出于自身在董事会利益的考虑，必然会主动干预限选条款的设置。而对于第一大股东和其他大股东在限选条款设置中分别扮演什么样的角色，已有文献并未做出回答。本文将在限选条款设置这一具体事项中探讨股东之间的矛盾与冲突，在限选条款的公司治理效果的研究中完成对股东角色的阐释，从而构成对限选条款设置影响因素和公司治理效果文献的补充和扩展。

2. 假说提出

现代产权理论认为，公司股东因享有剩余控制权和剩余索取权而成为公司治理的权威。剩余控制权和剩余索取权反映的权责匹配，决定了股东往往十分重视其对上市公司的控制权。剩余控制权赋予股东对不完全合约中未规定事项的决策权，不仅体现在基于持股比例所对应的投票表决权对股东大会事项进行最后裁决(Nenova, 2003)，还体现在通过委派董事(Cai et al., 2009; Fos et al., 2018)在董事会层面形成实际影响力，实质影响董事会的相关决策。事实上，董事会是公司治理的核心(Hermalin and Weisbach, 1998; Fos et al., 2018)，董事能够通过参与管理、了解信息，享有实质的决策控制权，因而委派董事成为股东实现其在公司控制权的重要形式之一。从某种程度上讲，只有持股超过一定比例的股东才能享有的，通过提名或委派董事对先于股东大会决策的董事会决策的控制，甚至显得更为重要。

在集体享有公司所有者权益的所有股东中，持股比例最大的第一大股东享有最大的剩余控制权和剩余索取权。这意味着，一方面，相较于其他股东，第一大股东不仅付出了最大的资金成本，还承担了最大的经营和决策风险；另一方面，第一大股东不仅在股东大会事项中享有最大的投票表决权，而且在公司董事会中一般也占据最多的董事席位和拥有最大的话语权。因而，相较于其他股东，第一大股东更为重视其对上市公司的控制权，这与控制权占有带来的控制权私人收益(Dyck and Zingales, 2004)密切相关。由此推知，在涉及公司控制权的事项上，第一大股东将表现得更为积极主动。

随着中国控制权市场的不断发展，发生在资本市场的控制权争夺事件越来越多。在与敌意收购

方为代表的“潜在”股东的“外战”中，第一大股东出于自身控制权利益的考虑往往成为反收购斗争的中坚力量。本文认为，设置限选条款是第一大股东防御外部收购威胁，加强自身控制权的重要工具，这体现为当第一大股东控制权面临的内外部风险更大时，上市公司在公司章程中设置限选条款的可能性更大。一方面，以往文献的研究表明，交错董事会通过提高改组董事会的难度而发挥抵御恶意收购的作用(Bebchuk and Cohen, 2005; Cohen and Wang, 2017)。虽然限选条款并未同标准意义上的交错董事会那样形成严格交错的董事会任期，但通过对董事改选施加一定条件的限制，在一定程度上也可以发挥类似于交错董事会的防御功能。当上市公司在公司章程中设置限选条款之后，即使恶意收购方通过二级市场举牌等方式对上市公司实现了股权层面的控制，受 1/3 最大改选比例限制等条件的制约，也难以在短时间内对董事会做出实质性改组，从而无法掌握董事会的控制权。因此，从第一大股东的角度看，限选条款的设置不仅会稳定第一大股东在股权层面的控制地位，也保障了其在董事会继续享有相应的控制权。另一方面，现代产权理论(Grossman and Hart, 1986; Hart and Moore, 1990)认为，投资者之所以愿意对上市公司投资，成为上市公司的股东，是因为成为公司股东的投资者将集体享有上市公司的所有权，能够对不完全合约中未规定事项施加实质的影响或控制。因而，对于拟取得目标公司股权的外部收购方，实现对目标公司经营管理事项的实质控制是其最大的激励。而设法在目标公司的董事会中获得相应的董事席位是外部收购方获得公司实质控制权的重要方式之一。限选条款的设置增加了外部收购方实现上述目的的难度。因而，从外部收购方的角度看，目标公司限选条款的设置将会抑制外部收购方的积极性。

基于以上讨论，围绕第一大股东在限选条款设置中的角色，本文提出：

假说 1：当第一大股东控制权面临的内外部风险更大时，上市公司设置限选条款的可能性更大。

第一大股东出于巩固自身控制权而在上市公司章程中主导设置的限选条款，在保护第一大股东董事席位的同时，也不可避免地促使第一大股东和其他大股东在公司董事会的力量对比发生变化，对其他大股东的董事会话语权产生影响。

虽然不像第一大股东那样掌握公司的绝对或相对控制权，但其他大股东作为同样付出了“真金白银”的投资者，与第一大股东集体享有公司的所有者权益。按持股比例享有相应份额剩余索取权和剩余控制权(Grossman and Hart, 1986)的其他大股东，同样谋求其在股东大会层面和董事会层面的合理控制地位，并有权利监督第一大股东创造公司价值(Hart and Moore, 1990)，抑制第一大股东可能的自利行为。因而，限选条款设置影响股东之间董事会控制权的分配，这将反过来影响同样谋求董事会席位的其他大股东对第一大股东主导设置的限选条款的态度，表现为上市公司设置限选条款的可能性与其他大股东所形成的制衡力量有关。

事实上，持股超过一定比例的其他大股东，具有影响第一大股东相关决策的能力。分权控制理论(Aghion and Bolton, 1992; Bennedsen and Wolfenzon, 2000)最初用来解决少数处于控制性地位的大股东过度监督经理人而产生的效率成本。随着研究的深入和实践的发展，一些文献认为，新股东加入形成的分权控制可以降低资金使用扭曲程度(Bennedsen and Wolfenzon, 2000)，阻止经理人做出符合大股东利益但损害中小股东利益的决策。分权控制逐渐发展成为建立股东之间的竞争关系，形成公司内部自动纠错程序的治理机制，能够使公司的经营管理决策更加符合公司整体和所有股东的利益。在分权控制理论的基础上，国内外大量文献研究了股权制衡对第一大股东的监督作用(Bennedsen and Wolfenzon, 2000; Laeven and Levine, 2008; Jiang et al., 2018; 朱德胜等, 2016)，其中，以其他大股东为代表的股权制衡力量能够显著抑制第一大股东的隧道挖掘等自利行为(Shleifer and Vishny, 1986)。因而，本文推测，当第一大股东主导设置限选条款加强自身控制权时，其他大股

东也可以对这一过程施加影响。

那么，持股超过一定比例的其他大股东究竟在限选条款的设置中发挥什么样的作用呢？基于以下两方面的原因，本文认为，其他大股东往往对限选条款这一可能削弱自身在董事会相对力量的事项持反对态度。一方面，虽然其他大股东和第一大股东一样都是公司的所有者，且按比例享有上市公司的剩余控制权和剩余索取权，但其他大股东并不能像第一大股东那样形成对上市公司的绝对或相对控制，无法对上市公司的经营管理决策起到决定性作用，也很难通过资金占用和关联交易等方式(Johnson et al., 2000; Jian and Wong, 2010)侵占上市公司资源。因而，在防御外部收购威胁的“外战”中，其他大股东并不会表现出如第一大股东那样的防御“热情”。另一方面，其他大股东能够对限选条款设置后的股东之间董事会控制权力量对比变化形成理性的预期。其他大股东能够理性地预期到，由第一大股东出于保护自身控制权而在上市公司中主导设置的限选条款，必将巩固第一大股东在股权层面和董事会层面的控制权，助长形成或强化以第一大股东及其委派的董事(长)为核心的内部人控制格局，扭曲股权制衡结构下的董事会控制权分配局面。从表面看，虽然限选条款对代表不同类型股东利益的董事同等对待，但在实际的董事更换中，第一大股东还是发挥主导或决定性作用，导致其他大股东在董事更换中处于不利地位。这将体现为即便在设置限选条款之后，当董事会换届或其他需要更换董事的情形出现时，相比于第一大股东及其关联股东委派的董事，其他大股东委派的董事因无法得到第一大股东的庇护而更有可能“首当其冲”被更换；而第一大股东及其关联股东委派的董事在限选条款的董事更换比例限制之下以更大的概率保留下。也就是说，公司章程中限选条款的设置并不能像保护条款设置主导方第一大股东及其关联股东的董事会席位那样，形成对其他大股东董事会席位同等程度的保护。并且，设置限选条款之后，每次董事改选需要选举的董事人数减少，选出一名董事所需要的持股数增加，这会抑制累积投票制的防止个别大股东把持董事会的作用(Bhagat and Brickley, 1984)，同样加剧其他大股东在董事会的不利地位。

基于以上两个方面的讨论，围绕其他大股东在限选条款设置中的角色，本文提出：

假说 2：当上市公司存在持股超过一定比例(5%或 10%)的其他大股东时，上市公司设置限选条款的可能性更小。

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源

本文选取 2011—2019 年沪深两市 A 股上市公司为研究对象，并按照以下原则对初始样本进行筛选：①剔除 ST 上市公司样本；②剔除金融行业的上市公司样本；③剔除主要变量数据缺失的样本。最终，共得到 19250 个公司一年份观测值。

本文用到的限选条款数据主要通过在巨潮资讯网一一检索各家上市公司的公司章程获得。参照李善民等(2016)和徐明亮等(2018)的做法，利用“更换”“改选”“不超过”“不得超”等关键词，对每家上市公司的公司章程进行检索，并结合人工判断，查找公司章程中是否设置了限选条款。如果公司章程中存在对董事改选比例或数量做出一定限制的条款，如“董事会每年更换和改选的董事人数最多为董事会总人数的 1/3”，则认为上市公司设置了限选条款。本文检索的数据结果显示^①，设置限选条款的样本数量约占样本总数的 5.55%。本文采用的其他公司特征和财务数据来自 CSMAR 数据库。为了克服极端值的影响，对所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

^① 上市公司设置限选条款的年度分布情况见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

2. 模型设计

为验证假说1和假说2,建立如下实证模型:

$$\begin{aligned} Limit_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Takeover_{i,t-1} / First_shareholder_{i,t-1} / Balance_{i,t-1} + \sum \beta_j Controls_{i,t-1}^j + \\ & \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,被解释变量 *Limit* 为上市公司是否设置限选条款。如果一家上市公司在某年度设置了限选条款,则该年度 *Limit* 取值为 1,否则为 0。

主要解释变量有:①外部收购威胁相关变量 *Takeover*。具体包括:上市公司当年是否被举牌 (*Takeover_dum*) 和上市公司当年被举牌次数 (*Takeover_num*,加 1 之后取对数)。②内部控制权稳定性相关变量 *First_shareholder*。具体包括:第一大股东持股比例 (*Top1*)、第一大股东持股比例是否超过代表相对控制权水平的 1/3 (*Relative_control*)^① 和第一大股东是否委派了董事长 (*Chairman_appointed*)。其中,借鉴蔡贵龙等(2018)的研究,本文将第一大股东委派董事长定义如下:若第一大股东为自然人,则该自然人在上市公司担任董事长即视为第一大股东委派了董事长;若第一大股东为法人,则以上市公司董事长是否在第一大股东单位任职作为判断依据。按照此定义,如果第一大股东委派了董事长,则 *Chairman_appointed* 取值为 1,否则 *Chairman_appointed* 取值为 0。③其他大股东的制衡相关变量 *Balance*。具体包括:除第一大股东及其关联股东之外,上市公司是否存在其他持股比例超过 5% 的大股东 (*Exist_over5*) 或其他持股比例超过 10% 的大股东 (*Exist_over10*),其他持股比例超过 5% 的大股东的数量 (*Number_over5*,加 1 之后取对数) 和其他持股比例超过 10% 的大股东的数量 (*Number_over10*,加 1 之后取对数)。外部收购威胁相关变量 *Takeover* 和内部控制权稳定性相关变量 *First_shareholder* 主要描述了第一大股东控制权面临的内外部风险,用于检验假说 1;其他大股东的制衡相关变量 *Balance* 表示上市公司是否存在发挥制衡作用的其他大股东,用于检验假说 2。

控制变量 (*Controls*) 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*)。^② 除此之外,模型还控制了年份固定效应 (*Year*) 和行业固定效应 (*Industry*)。

3. 描述性统计^③

关于被解释变量上市公司是否设置限选条款 (*Limit*),结果显示,在 19250 个公司一年份观测值中,设置限选条款的观测值共有 1069 个,占比为 5.55%,与徐明亮等(2018)的统计结果基本一致。从上市公司面临的外部收购风险看,平均有 1.95% 的上市公司样本被举牌,全样本中上市公司每年被举牌的平均次数为 0.03 次。对于内部控制权的稳定程度,从股权层面看,第一大股东平均持股比例为 35.32%,其中,有一半以上 (50.35%) 的第一大股东持股比例超过了代表相对控制权水平的 1/3;从董事会层面看,平均 64.49% 的第一大股东在董事会中委派了代表自身利益的董事长。对于其他大股东制衡相关变量,统计结果显示,除第一大股东及其关联股东之外,分别有 47.99% 和 25.26% 的上市公司存在持股比例超过 5% 和 10% 的其他大股东。

^① 通常,股东持股比例超过 1/3 便掌握了股东大会议案的“一票否决权”,可以实现对公司重大事项的控制。匿名评审专家指出,对于上市公司来说,持股 30% 和 20% 也具有明确的经济含义。因此,本文分别用 30% 和 20% 代替 1/3 持股比例开展了同样的分析,结果稳健,详见《中国工业经济》网站 (<http://ciejournal.ajcass.org>) 附件。

^② 各个变量的定义详见《中国工业经济》网站 (<http://ciejournal.ajcass.org>) 附件。

^③ 描述性统计结果详见《中国工业经济》网站 (<http://ciejournal.ajcass.org>) 附件。

四、限选条款设置中的股东角色分析

对于第一大股东和其他大股东在限选条款设置中的公司治理角色,本文预期,限选条款成为第一大股东防御外部收购威胁,加强自身控制权的工具,表现为当第一大股东控制权面临的内外部风险更大时,上市公司设置限选条款的可能性更大;而对于第一大股东主导设置的限选条款,其他大股东持反对态度,表现为当存在持股超过一定比例(5%或10%)的其他大股东时,上市公司设置限选条款的可能性更小。

1. 均值差异检验

为判断第一大股东在限选条款设置中的角色,本文按照内外部控制权稳定性因素分组,对控制权稳定组和控制权不稳定组设置限选条款的比例进行组间均值差异检验。^①具体来说,按照上市公司是否被举牌、第一大股东持股比例是否超过代表相对控制权水平的1/3和第一大股东是否委派了董事长等标准将所有样本分为两组,并对两组设置限选条款的比例进行均值差异检验。结果显示,当第一大股东面临的外部收购威胁更大,第一大股东持股比例未超过1/3和第一大股东没有委派董事长时,上市公司设置限选条款的可能性更大,从而初步验证了假说1。

为判断其他大股东在限选条款设置中的角色,本文以是否存在除第一大股东及其关联股东之外的持股超过一定比例(5%或10%)的其他大股东为标准,将所有样本分为两组,进而对两组样本的限选条款设置比例进行均值差异检验。结果显示,当存在其他持股超过5%或10%的大股东时,上市公司设置限选条款的可能性更小,这初步验证了假说2。

2. 基准回归

围绕第一大股东如何影响限选条款设置的问题,表1报告了引入相关控制变量的回归结果。从第(1)、(2)列显示的第一大股东控制权面临的外部收购威胁对上市公司设置限选条款(*Limit*)的影响看,当上市公司被举牌(*Takeover_dum*)时,上市公司设置限选条款(*Limit*)的可能性更大;上市公司被举牌的次数(*Takeover_num*)越多,上市公司设置限选条款(*Limit*)的可能性越大。以上关系均在1%的水平上显著。

从内部控制权稳定性看,第(3)列的回归结果表明,第一大股东持股比例(*Top1*)越大,也就是第一大股东在股权层面的控制权越稳定,对抗外部收购威胁的能力越强,上市公司设置限选条款的可能性(*Limit*)越小,这一关系在1%的水平上显著;第(4)列有关第一大股东持股比例(*Top1*)是否超过1/3的进一步分析表明,如果第一大股东持股比例超过了代表相对控制权水平的1/3(*Relative_control*),那么上市公司设置限选条款的可能性在1%的水平上显著更小;第(5)列报告了第一大股东在董事会的控制权稳定性对上市公司设置限选条款的影响,可以看到,如果第一大股东在公司董事会委派了董事长(*Chairman_appointed*),也就是第一大股东在董事会层面的控制权越稳定,那么上市公司设置限选条款的可能性越小。

第(6)列进一步将以上因素同时加入到以上上市公司设置限选条款(*Limit*)为被解释变量的模型中,各个变量的估计系数与第(1)—(5)列的结果保持一致。假说1得到了支持,一定程度表明,设置限选条款成为第一大股东防御外部收购威胁、加强自身控制权的重要工具。

围绕其他大股东如何影响限选条款设置的问题,表2报告了引入相关控制变量的回归结果。如表2第(1)列所示,当上市公司存在持股超过5%的其他大股东(*Exist_over5*)时,上市公司设置限选条款(*Limit*)的可能性更小,这一关系在1%的水平上显著。类似地,第(2)列的结果表明,当上市公司

^① 均值差异检验结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 1 第一大股东影响限选条款设置

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>
<i>Takeover_dum</i>	0.9607*** (0.1912)					0.6387*** (0.1924)
<i>Takeover_num</i>		1.1185*** (0.2209)				
<i>Top1</i>			-4.0256*** (0.6760)			-3.7957*** (0.6739)
<i>Relative_control</i>				-0.9494*** (0.1645)		
<i>Chairman_appointed</i>					-0.3893*** (0.1319)	-0.2542* (0.1344)
<i>Constant</i>	-7.4895*** (2.3668)	-7.4134*** (2.3604)	-5.8955** (2.3088)	-6.9921*** (2.3273)	-7.0415*** (2.3199)	-5.6264** (2.2646)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是	是	是
Observations	19205	19205	19205	19205	19205	19205
Pseudo R ²	0.0598	0.0599	0.0872	0.0779	0.0599	0.0909

注:***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平。以下各表同。

存在持股超过 10% 的其他大股东 (*Exist_over10*) 时,上市公司设置限选条款的可能性显著更小。

进一步,表 2 的第(3)、(4)列将解释变量由表示其他大股东是否存在的虚拟变量 (*Exist_over5* 和 *Exist_over10*) 替换为表示其他大股东数量的连续变量 (*Number_over5* 和 *Number_over10*)。结果表明,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。总之,表 2 的结果表明,其他大股东的存在显著抑制了第一大股东主导设置限选条款的行为,进一步支持了本文的假说 2。

3. 内生性问题^①

(1) 工具变量法。在第一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。2SLS 回归结果显示,控制内生性问题之后,本文的假说 1 仍然成立。

同样地,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

^① 内生性问题的回归结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 2

其他大股东影响限选条款设置

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>	<i>Limit</i>
<i>Exist_over5</i>	-0.3942*** (0.1294)			
<i>Exist_over10</i>		-0.4470*** (0.1521)		
<i>Number_over5</i>			-0.4083*** (0.1387)	
<i>Number_over10</i>				-0.5468*** (0.2060)
<i>Top1</i>	-4.0301*** (0.6676)	-3.8741*** (0.6569)	-4.0717*** (0.6696)	-3.8801*** (0.6581)
<i>Takeover_dum</i>	0.7438*** (0.1946)	0.6801*** (0.1929)	0.7443*** (0.1952)	0.6766*** (0.1932)
<i>Chairman_appointed</i>	-0.2780** (0.1347)	-0.2900** (0.1348)	-0.2799** (0.1349)	-0.2892** (0.1349)
<i>Constant</i>	-5.4092** (2.2689)	-5.7654** (2.2771)	-5.5094** (2.2719)	-5.7421** (2.2758)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是
Observations	19205	19205	19205	19205
Pseudo R ²	0.0950	0.0947	0.0950	0.0944

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。2SLS 回归结果显示，控制内生性问题之后，假说 2 仍然成立。

(2) 倾向得分匹配(PSM)。本文采用 PSM 方法进一步缓解了内生性问题。基于匹配之后样本的回归结果与基准回归结果保持一致，假说 1 和假说 2 仍然成立。

五、限选条款设置的公司治理效果分析

限选条款为什么能够成为第一大股东防御外部收购威胁、加强自身控制权的工具？其他大股东又为什么会反对限选条款的设置？对这两个问题的回答离不开对限选条款的公司治理效果的分析。本文预期，限选条款具有实际的防御作用，能够切实保护第一大股东的控制权，而限选条款的设置也会加剧第一大股东和其他大股东的董事会权利分配不公。由第一大股东出于加强自身控制权而设置的限选条款，可能会加剧股东权利分配不公，最终引发一系列代理问题。

1. 限选条款的防御作用

为了考察限选条款设置对上市公司面临的外部控制权风险的影响。本文首先界定了反映上市公司控制权风险变化的变量(*D_Takeover_num*)，即用本年度上市公司被举牌次数(加 1 之后取对数，*Takeover_num*)减去上一年度同一指标计算得到。表 3 第(1)列显示，*Limit* 对 *D_Takeover_num* 具

有显著的负向影响,说明设置限选条款之后,上市公司被举牌的风险较上一年出现了显著的下降,限选条款设置可以发挥有效的防御作用。

考虑到在董事会成员中,董事长(和总经理)代表第一大股东利益的可能性最大,本文考察了限选条款设置对董事长是否发生变更(*Dim_chairman*)、总经理是否发生变更(*Dim_ceo*)以及董事长或总经理是否发生变更(*Dim_either*)三个虚拟变量的影响^①。表3第(2)—(4)列结果显示,限选条款设置会降低董事长和总经理职位变更的可能性,这在一定程度上说明,限选条款设置可以保护第一大股东的董事会权利。因而,限选条款设置不仅使上市公司被举牌的风险显著下降,也使第一大股东董事会权利受到更好的保护。以上两个方面的原因促使第一大股东有动机利用限选条款设置来巩固自身在股权和董事会层面的控制权,继续享有相应的控制权收益。

表3 公司治理效果评价:限选条款的防御作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>D_Takeover_num</i>	<i>Dim_chairman</i>	<i>Dim_ceo</i>	<i>Dim_either</i>
<i>Limit</i>	-0.0133*** (0.0041)	-0.2379* (0.1401)	-0.2828** (0.1152)	-0.2931*** (0.1080)
<i>Constant</i>	0.0252 (0.0261)	-6.5894*** (0.8480)	-4.7506*** (0.6976)	-4.5843*** (0.6378)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是
Observations	19250	19249	19249	19249
(Pseudo) R ²	0.0042	0.0656	0.0225	0.0359

2. 限选条款是否加剧股东权利分配不公

本文预期,由第一大股东主导设置的限选条款并不能像保护第一大股东的董事会席位那样,形成对其他大股东董事会席位的有效保护,最终加剧董事会控制权分配不公。为验证这一预期,本文将原来的公司一年份观测值拓展为公司一年份—董事观测值^②,也就是说,研究对象由上市公司个体“下沉”到董事个体。因此,观测值由原来的19250个扩增到137951个。借鉴蔡贵龙等(2018)对股东委派董事的定义^③,本文以委派董事的股东类型为标准对所有董事进行区分:在137951个董事的观测值中,由第一大股东或其关联股东委派董事的观测值共有42964个,占比为31.14%;而由其他大股东委派董事的观测值共有34386个,占比为24.93%。其中,少数董事(占比为6.69%)既在第一大股东或其关联股东单位任职,又在其他股东单位任职,因而上述两种类型的样本存在一定程度的重叠。除此之外,还有69834个观测值的董事不在股东单位任职,同时这些董事本身也不是股东,按照蔡贵龙等(2018)的定义,并未将这些董事样本纳入股东委派的范畴。

① 后文更为详细地探讨了限选条款设置对代表不同类型股东利益的董事职位的影响,发现限选条款设置能够显著降低第一大股东或其关联股东委派董事的离职概率。这是关于限选条款设置降低第一大股东董事会控制权风险的更为直接和有力的证据。

② 本文中的董事均为非独立董事。

③ 如果董事本身为公司股东或在股东单位任职,则认为董事由该股东委派。

在此基础上,本文从董事离职的角度研究限选条款设置对不同类型董事(第一大股东或其关联股东委派的董事,其他大股东委派的董事)的职位“保护”作用。

具体地,本文首先对董事离职概率进行均值差异分析。按照有无设置限选条款,本文将所有样本划分为限选和非限选两组,进而对两个组别样本的董事离职概率进行比较。表4的结果显示,对于所有董事,上市公司设置了限选条款的7782个观测值中有12.13%的概率发生了董事离职,而没有设置限选条款的130169个观测值中有13.04%的概率发生了董事离职,这在一定程度上说明了限选条款设置对董事席位具有“保护”作用。然而,对于由不同类型股东委派的董事,限选条款所能发挥的职位保护作用是不同的。由表4可知,对于第一大股东或其关联股东委派的董事,限选组别中董事离职概率为3.57%,显著低于非限选组别的董事离职概率(4.57%);而对于其他大股东委派的董事,限选组别的董事离职概率和非限选组别的董事离职概率并没有表现出显著的差别。这表明,限选条款的职位“保护”作用仅体现在第一大股东及其关联股东身上。

表4 限选条款与董事离职概率——均值差异分析

	限选		非限选		均值差异
	观测值(个)	离职概率(%)	观测值(个)	离职概率(%)	
所有(非独立)董事	7782	12.13	130169	13.04	-0.0091**
第一大股东或其关联股东委派的董事	1961	3.57	41003	4.57	-0.0100**
其他大股东委派的董事	1741	7.47	32645	7.50	-0.0003

表5报告了限选条款与股东权利分配不公的回归结果。如第(1)列所示,在以董事离职(Dim)为被解释变量的回归模型中,限选条款设置(Limit)的估计系数显著为负,表明当上市公司设置了限选条款时,公司董事离职的可能性显著更小,席位得以稳固。但限选条款的这种董事席位“保护”作用对于不同类型股东委派的董事却表现出不一样的结果,如第(2)、(3)列所示。其中,第(2)列显示,对于第一大股东或其关联股东委派的董事样本,Limit对董事离职(Dim)的影响仍然显著为负;而第(3)列显示,对于其他大股东委派的董事样本,Limit的估计系数不再显著。这表明,限选条款的设置并不能有效保护其他大股东的董事会席位,或者至少可以说,限选条款的设置并不能像保护第一大股东及其关联股东委派的董事那样同等程度地保护其他大股东委派的董事。

那么,限选条款的这种作用差异究竟有多大?表5第(4)列以限选条款样本中的第一大股东或其关联股东委派的董事样本和其他大股东委派的董事样本为研究对象,考察在同样设置了限选条款的情形下,如果董事是由其他大股东委派的(变量为Appointed_others),其离职的概率比第一大股东或其关联股东委派的董事高多少。其中,如果董事由其他大股东委派,则Appointed_others取值为1,否则Appointed_others取值为0。由回归结果可以看到,Appointed_others的估计系数为0.72,在1%的水平上显著,说明即便同样都设置了限选条款,其他大股东委派董事离职的可能性显著高于第一大股东及其关联股东。而估计系数0.72对应的几率比为 $2.06(e^{0.72}=2.06)$,表明其他大股东委派董事的离职概率是第一大股东及其关联股东委派董事的两倍左右。

如表5第(5)列所示,本文以新入职董事样本中的第一大股东或其关联股东委派董事和其他大股东委派董事样本为研究对象,考察限选条款设置对不同类型董事新入职的影响,发现限选条款设置对董事由其他大股东委派这一变量(Appointed_others)并没有显著影响。相较于第一大股东及其关联股东,其他大股东并没有以更大的概率获得“新”的董事席位。这意味着,在设置了限选条款的

情形下,由于其他大股东委派的董事更有可能离职而空出的董事会席位,对第一大股东及其关联股东和其他大股东“平等开放”,这将使得其他大股东失去原本属于自己的董事会席位,董事会力量对比向第一大股东及其关联股东倾斜。

总体看,由第一大股东出于防御目的而主导设置的限选条款加剧了第一大股东和其他大股东在董事会的力量对比失衡,加剧了股东之间董事会控制权分配不公。这为本文假说2中提出的其他大股东反对限选条款设置提供了解释。需要说明的是,表5第(1)—(5)列不仅控制了公司财务和公司治理特征等公司层面的变量,还控制了董事层面的控制变量,包括是否为董事长、董事性别、董事年龄和是否从上市公司领薪。

表5 公司治理效果评价:限选条款是否加剧股东权利分配不公

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Dim</i>	<i>Dim</i>	<i>Dim</i>	<i>Dim</i>	<i>Appointed_others</i>
<i>Limit</i>	-0.1130** (0.0529)	-0.3120** (0.1321)	-0.0127 (0.1163)		0.2397 (0.1656)
<i>Appointed_others</i>				0.7218*** (0.1963)	
<i>Constant</i>	-6.5878*** (0.3579)	-8.6019*** (1.0747)	-5.7761*** (0.9177)	-0.3651 (2.6751)	1.3137 (1.1891)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是	是
Observations	137951	42963	34385	2991	7559
Pseudo R ²	0.0461	0.0482	0.0441	0.0669	0.0894

3. 限选条款引发的代理成本

本文认为,限选条款这种加剧第一大股东和其他大股东权利分配不公的条款设计,将会使得第一大股东及其委派的董事在董事会内部形成“盘踞效应”,进而引发一系列代理问题。本文将从董事的“显性薪酬”和“隐性薪酬”两个方面来刻画限选条款设置引发的代理成本。

从显性薪酬的角度看,限选条款设置将会导致董事会成员的“超额薪酬”问题。首先,本文直接考察了限选条款设置对董事薪酬的影响。采用所有非独立董事的薪酬总额(加1之后取对数)来刻画本文研究场景下的董事会整体薪酬水平^①,将其记为 *lnSalary*。表6第(1)列的回归结果显示,当上市公司设置了限选条款时,董事的薪酬水平(*lnSalary*)显著更高。第(2)列关于董事薪酬绩效敏感性的回归结果显示^②,在以 *lnSalary* 为被解释变量的模型中,会计绩效指标(*ROA*)和限选条款变量(*Limit*)的交乘项 *ROA* × *Limit* 的估计系数并不显著,甚至从经济含义看影响为负,这表明,限选条款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。其次,参考方军雄(2012)的研究,采用模型拟合的方式得到董事应得薪酬,进而计算出超额薪酬(*Over_salary*),基于此直接考

① 本文的分析不涉及独立董事,所以用所有非独立董事的薪酬总额来刻画由第一大股东主导的董事会整体薪酬水平。

② 有关薪酬绩效敏感性的模型设定详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

察限选条款设置对董事超额薪酬变量的影响^①。表6第(3)列的回归结果显示,限选条款变量(*Limit*)对超额薪酬(*Over_salary*)有显著的正向影响,说明限选条款设置会导致董事的超额薪酬现象。

从隐性薪酬的角度看,本文预期,限选条款设置将会导致董事在职消费水平显著提升。借鉴陈冬华等(2005)的研究,本文将财务报表附注管理费用明细中的办公费、差旅费、业务招待费、通讯费、出国学习费、董事会费、小车费和会议费这8项费用加总得到在职消费总额,并用营业收入进行标准化,作为本文的在职消费变量(*Perk*)。表6第(4)列的回归结果显示,当上市公司设置了限选条款(*Limit*)时,公司的在职消费水平(*Perk*)更高。

除此之外,本文还分析了限选条款对公司绩效的影响,发现限选条款设置并不能提升公司绩效。^②由此可见,限选条款在发挥防御作用的同时加剧了股东之间的权利分配不公,成为一种引发董事超额薪酬和在职消费等代理成本,并且不能提升公司绩效的条款设计。

表6 公司治理效果:限选条款引发的代理成本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>lnSalary</i>	<i>lnSalary</i>	<i>Over_salary</i>	<i>Perk</i>
<i>Limit</i>	0.1622** (0.0698)	0.1620** (0.0739)	0.1781*** (0.0678)	0.0025*** (0.0009)
<i>ROA</i>		3.2720*** (0.6947)		
<i>ROA</i> × <i>Limit</i>		-0.0515 (1.2271)		
<i>Constant</i>	10.0235*** (0.7951)	9.1374*** (0.8113)	-1.7899** (0.7854)	0.0410*** (0.0047)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是
Observations	19250	19250	18899	19250
R ²	0.0927	0.0950	0.0408	0.2175

六、拓展性研究

绝大多数上市公司设置的限选条款都对限制董事改选的时间(即在什么时候对董事改选施加条件限制)进行了说明^③,这为进一步研究限制改选时间不同的限选条款的性质和作用差异创造了条件。前文的研究表明,第一大股东主导设置的限选条款具有明显的防御意味,并且限选条款设置以后确实发挥了有效的防御效果。那么,限制改选时间不同的限选条款在防御意图和防御效果上存在差异吗?

为回答上述问题,本文定义了限制换届改选(*Limit_reelect*)、限制非换届改选(*Limit_tenure*)和限制每年改选(*Limit_eachyear*)三个变量,用于表示上市公司是否设置了对应类型的限选条款。在此基础上,本文考察外部收购风险(上市公司是否被举牌 *Takeover_dum*)对上述三个变量的影响。如表7所示,上市公司被举牌(*Takeover_dum*)对限制非换届改选(*Limit_tenure*)和限制每年改选(*Limit_eachyear*)有显著的正向影响,而对限制换届改选(*Limit_reelect*)没有显著的影响。这表明,当

① 董事超额薪酬的计算过程详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 关于限选条款设置对公司绩效影响的分析详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

③ 限选条款的类型分布详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 7 限制改选时间不同的限选条款的防御意味和防御效果差异

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	限制换届改选+非限选样本	限制非换届改选+非限选样本	限制每年改选+非限选样本	限制换届改选+非限选样本	限制非换届改选+非限选样本	限制每年改选+非限选样本
	<i>Limit_reelect</i>	<i>Limit_tenure</i>	<i>Limit_eachyear</i>	<i>D_Takeover_num</i>	<i>D_Takeover_num</i>	<i>D_Takeover_num</i>
<i>Takeover_dum</i>	-0.2329 (0.7999)	0.9875*** (0.2971)	0.6602*** (0.2457)			
<i>Limit_reelect</i>				-0.0055 (0.0045)		
<i>Limit_tenure</i>					-0.0195*** (0.0067)	
<i>Limit_eachyear</i>						-0.0129** (0.0055)
<i>Constant</i>	-32.5642*** (7.6107)	-7.9968** (3.8957)	-4.3526 (2.9713)	0.0383 (0.0264)	0.0319 (0.0264)	0.0436 (0.0268)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是	是	是	是
Observations	14192	17267	18714	18247	18524	18828
(Pseudo) R ²	0.2633	0.0820	0.0940	0.0065	0.0068	0.0072

面临外部收购威胁时,第一大股东更倾向于设置限制非换届改选或限制每年改选的限选条款,这两种限选条款的防御意味更浓。从系数大小看,强调了限制非换届改选的限选条款的防御意味可能比不加区分地限制每年改选的限选条款更为明显。

对于不同类型限选条款的防御效果的分析则呈现出逻辑一致的结果。在以上市公司被举牌次数较上一年的变化(*D_Takeover_num*)为被解释变量的模型中,限制换届改选(*Limit_reelect*)的估计系数不显著,而限制非换届改选(*Limit_tenure*)和限制每年改选(*Limit_eachyear*)的估计系数分别在1%和5%的水平上显著为负。这表明,防御意味不明显的限制换届改选(*Limit_reelect*)确实没有发挥防御作用,而限制非换届改选(*Limit_tenure*)和限制每年改选(*Limit_eachyear*)则显著降低了上市公司所面临的外部收购风险,具有明显的防御效果。与防御意味的分析相一致的是,从系数大小看,相较于不加区分地限制每年改选,强调了限制非换届改选的限选条款的防御效果更为明显。

关于对第一大股东及其关联股东委派董事存在“偏袒保护”这一问题,限制改选时间不同的限选条款也存在差异。具体结果如表8所示。对于限制换届改选的样本,董事是否由其他大股东委派(*Appointed_others*)对董事离职(*Dim*)并没有显著的影响。换句话说,相较于第一大股东或其关联股东委派的董事,其他大股东委派的董事离职的概率并没有显著更高,“偏袒保护”现象不明显。然而,对于限制非换届改选样本和限制每年改选样本,本文的研究发现,如果董事是由其他大股东委派的(*Appointed_others*)而非第一大股东或其关联股东,那么其离职的可能性显著更高。从数值上看,在同样限制了非换届董事改选的情形下,其他股东委派的董事离职的概率比第一大股东及其关联股东显著高1.29倍(几率比为2.29);而在同样限制了每年董事改选的情形下,其他股东委派董事的离职概率比第一大股东及其关联股东显著高1.15倍(几率比为2.15)。后两种类型的限选条款对第一大股东及其关联股东委派董事的“偏袒保护”都很明显。这与前文分析的不同类型的限选条款的

表 8 不同类型的限选条款对第一大股东及其关联股东委派董事的“偏袒保护”

变量	(1)	(2)	(3)
	限制换届改选样本	限制非换届改选样本	限制每年改选样本
	<i>Dim</i>	<i>Dim</i>	<i>Dim</i>
<i>Appointed_others</i>	-0.4512 (1.2306)	0.8273** (0.3668)	0.7650*** (0.2556)
<i>Constant</i>	2.9486 (18.5638)	-4.1049 (4.9850)	0.4868 (4.2560)
<i>Controls/Year/Industry</i>	是	是	是
Observations	100	971	1828
Pseudo R ²	0.4279	0.0920	0.0826

防御意味和防御效果保持较强的逻辑一致性,防御意味越浓,防御效果越好,对第一大股东及其关联股东委派董事的“偏袒保护”越明显。

七、结论和政策建议

本文运用 2011—2019 年沪深 A 股上市公司的数据,通过考察限选条款设置的影响因素,明确了第一大股东和其他大股东在限选条款设置中的公司治理角色。在此基础上,本文研究了限选条款所产生的公司治理效果。研究发现:①当上市公司面临的外部收购威胁更大,第一大股东的控制权稳定性更弱时,上市公司设置限选条款的可能性更大,表明限选条款成为第一大股东防御外部收购威胁、加强控制权的工具;而当存在持股超过 5% 或 10% 的其他制衡大股东时,上市公司设置限选条款的可能性更小,说明其他大股东反对由第一大股东主导设置的限选条款。②从限选条款的公司治理效果看,一方面,限选条款可以发挥有效的防御作用,保护第一大股东的控制权;另一方面,限选条款也加剧了股东之间董事会权利分配不公,使得第一大股东成为董事会的主导。最终,限选条款使得第一大股东及其委派的董事“盘踞”在公司内部,引发董事的超额薪酬和在职消费等代理问题,并且不能带来公司绩效的提升。③限制改选时间不同的限选条款的作用和效果存在差异。相较于限制换届改选,限制了非换届改选的限选条款的防御意图和防御效果都更强,对第一大股东及其关联股东的“偏袒保护”也更加明显。立足于本文的研究内容和主要结论,提出如下建议:

(1) 在恶意收购等必要情况出现时,上市公司可以运用限选条款这一工具进行防御。上市公司控制权的稳定性对于上市公司本身和整个实体经济运行都至关重要。控制权的稳定性不仅关系到上市公司治理结构的稳定性、管理团队的连续性、主营业务的持续性和未来规划的可行性,更关系到上市公司从创建以来形成的公司文化的传承以及公司员工对于公司价值的认同。一旦控制权发生变更,上市公司的生产经营将会受到严重的打击,在资本市场上也会遭受投资者“用脚投票”,甚至,个别上市公司的控制权变更会引发系统性的风险。因而,防御手段的存在是合理的,在紧急情况下采取防御手段也是必要的。

(2) 提高植入限选条款的表决比例,严格植入流程。限选条款的植入需要经过董事会审议、股东大会审议等必要流程。在此过程中,要严格把握流程的规范性,防止第一大股东在限选条款设置的过程中大搞“一言堂”。限选条款的最终设立应反映全体股东的共同意志。由于限选条款改变了股东基础权利的配置结构,因此,在对限选条款是否植入进行表决时,实际上是股东对归属于自身固有权利是否选择予以限制的表决。如果将限选条款的植入与普通的公司章程条款修改的表决程序等同,则容易导致其他股东“淹没”在第一大股东强势的声音中。所以,对于植入限选条款的议案,应当

提高通过的表决比例,以维护股东的权利公平,避免限选条款成为个别大股东追求个人私利的工具。

(3)警惕限选条款的制度成本。上市公司的第一大股东和管理层应该意识到,为防止敌意收购而设置的限选条款可能引发其他大股东的不满,加剧股东之间的利益冲突,最终造成公司整体效率下降。因而,在运用限选条款防御外部威胁时,第一大股东以及管理层应在董事会会议和股东大会上对设置限选条款的目的进行充分说明,做到信息透明。在设置限选条款之后,公司的董事任免也应做到公平、公正,限选条款的执行应该做到对不同类型的股东同等对待。另外,健全公司内外部治理机制,抑制由限选条款设置带来的超额薪酬和在职消费等代理问题。

(4)对不同类型的限选条款采取不同的监管手段。相较于限制换届改选,限制了非换届改选的限选条款的防御意味和防御效果都更强,对第一大股东及其关联股东委派董事的“偏袒保护”也更加明显。这为监管当局监管上市公司设置限选条款的行为提供了参考和依据。监管当局应加大对限制非换届改选的限选条款的监管力度,一方面要求上市公司在设置相关类型条款时做出解释和说明,并进行详细的信息披露,另一方面通过监管问询等方式对设置相关类型条款的上市公司的经营管理进行监督。

(5)促使限选条款发挥形成合理制衡结构的功能。目前看,中国上市公司植入的限选条款并未帮助上市公司形成更加合理的制衡结构,反而强化了股东之间董事会权利分配不公,最终引发一系列代理问题。监管当局应规范上市公司限选条款的条款设计和实际运行,严格董事改选按照规范程序进行,避免部分董事长期占据董事席位形成“盘踞效应”,促使上市公司股东在董事会层面形成合理的制衡结构,抑制股东之间的代理冲突,进一步完善中国上市公司治理机制。

(6)营造“任人唯贤”的董事会文化,遏制内部人控制问题。限选条款之所以会强化股东之间的董事会控制权分配不公的局面,从根源上讲,是因为中国的上市公司普遍存在内部人控制问题。在中国独特的制度背景下,金字塔控股结构、政治关联、社会连接等因素的广泛存在导致第一大股东有能力通过委派董事的方式在董事会内部形成内部人控制。这种“中国式”内部人控制问题的存在使得第一大股东具有影响董事会安排的能力,他们运用自己的权利对董事和高管的任免进行不恰当的人为干预,任免过程“任人唯亲”,进一步巩固自己主导的内部人控制格局。为了减小限选条款以及相关条款的潜在制度成本,监管当局应督促上市公司建立权利制衡的股权结构和董事会结构,加强内外部监督机制建设,逐步建立起任人唯贤的董事会文化,让董事任免结果和董事会人员结构真正反映全体股东的利益诉求。

当然,公司董事类型多样,通过考察股东之间董事会控制权分配的影响来评估限选条款的公司治理效果只是一个方面。不可避免地,限选条款也会对独立董事等的任期结构和人事任免产生影响,这些问题可以在未来继续研究。

[参考文献]

- [1]蔡贵龙,柳建华,马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J]. 管理世界,2018,(5):137-149.
- [2]陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究,2005,(2):92-101.
- [3]程敏英,魏明海. 关系股东的权力超额配置[J]. 中国工业经济,2013,(10):108-120.
- [4]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.
- [5]李善民,许金花,张东. 分层董事会制度与公司价值——基于公司章程的视角[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版),2016,(2):111-121.
- [6]王建文. 论我国引入公司章程防御性条款的制度构造[J]. 中国法学,2017,(5):133-151.
- [7]王凯,范合君,薛坤坤,许金花. 董事会资本、分层董事会条款与公司风险承担研究[J]. 管理学报,2019,(3):351-359.

- [8]徐明亮,袁天荣.交错董事会条款、制度环境与投资效率[J].经济管理,2018,(5):21–36.
- [9]徐明亮,袁天荣,许汝俊.交错董事会、制度环境与公司绩效[J].现代财经(天津财经大学学报),2018,(5):101–113.
- [10]郑志刚,胡晓霁,黄继承.超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为[J].中国工业经济,2019,(10):155–174.
- [11]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.
- [12]朱德胜,周晓珮.股权制衡、高管持股与企业创新效率[J].南开管理评论,2016,(3):136–144.
- [13]Aghion, P., and P. Bolton. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting[J]. Review of Economic Studies, 1992,59(3):473–494.
- [14]Bates, T. W., D. A. Becher, and M. L. Lemmon. Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control[J]. Journal of Financial Economics, 2008,87(3):656–677.
- [15]Bebchuk, L. A., and A. Cohen. The Costs of Entrenched Boards[J]. Journal of Financial Economics, 2005,78(2):409–433.
- [16]Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell. What Matters in Corporate Governance [J]. Review of Financial Studies, 2009,22(2):783–827.
- [17]Bennedsen, M., and D. Wolfson. The Balance of Power in Closely Held Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1–2):113–139.
- [18]Bhagat, S., and J. A. Brickley. Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights [J]. Journal of Law and Economics, 1984,27(2):339–365.
- [19]Cai, J., J. L. Garner, and R. A. Walkling. Electing Directors[J]. Journal of Finance, 2009,64(5):2389–2421.
- [20]Cain, M. D., S. B. McKeon, and S. D. Solomon. Do Takeover Laws Matter? Evidence from Five Decades of Hostile Takeovers[J]. Journal of Financial Economics, 2017,124(3):464–485.
- [21]Cohen, A., and C. C. Wang. Reexamining Staggered Boards and Shareholder Value [J]. Journal of Financial Economics, 2017,125(3):637–647.
- [22]DeAngelo, H., and E. M. Rice. Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth [J]. Journal of Financial Economics, 1983,11(1–4):329–359.
- [23]Dyck, A., and L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. Journal of Finance, 2004,59(2):537–600.
- [24]Fos, V., K. Li, and M. Tsoutsoura. Do Director Elections Matter [J]. Review of Financial Studies, 2018, 31(4):1499–1531.
- [25]Grossman, S. J., and O. D. Hart. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration[J]. Journal of Political Economy, 1986,94(4):691–719.
- [26]Grossman, S. J., and O. D. Hart. One Share–One Vote and the Market for Corporate Control [J]. Journal of Financial Economics, 1988,20:175–202.
- [27]Guo, R. J., T. A. Kruse, and T. Nohel. Undoing the Powerful Anti–Takeover Force of Staggered Boards[J]. Journal of Corporate Finance, 2008,14(3):274–288.
- [28]Hart, O., and J. Moore. Property Rights and the Nature of the Firm [J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(6):1119–1158.
- [29]Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO[J]. American Economic Review, 1998,88(1):96–118.
- [30]Jian, M., and T. J. Wong. Propping through Related Party Transactions [J]. Review of Accounting Studies, 2010,15(1):70–105.
- [31]Jiang, F., W. Cai, X. Wang, and B. Zhu. Multiple Large Shareholders and Corporate Investment: Evidence

- from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2018,50:66–83.
- [32]Jiraporn, P., P. Chintrakarn, and Y. S. Kim. Analyst Following, Staggered Boards, and Managerial Entrenchment[J]. Journal of Banking and Finance, 2012,36(11):3091–3100.
- [33]Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000,90(2):22–27.
- [34]Laeven, L., and R. Levine. Complex Ownership Structures and Corporate Valuations [J]. Review of Financial Studies, 2008,21(2):579–604.
- [35]Nenova, T. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 2003,68(3):325–351.
- [36]Shleifer, A., and R. W. Vishny. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1986,94(3):461–488.
- [37]Sokolyk, T. The Effects of Antitakeover Provisions on Acquisition Targets [J]. Journal of Corporate Finance, 2011,17(3):612–627.

Research on the Roles of Shareholders in the Setting of Restriction Provisions and the Effect of Restriction Provisions on Corporate Governance

ZHENG Zhi-gang, ZHANG Hao, YONG Hong-yan, ZHAO Xi-jun

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: Rooted in the Staggered Board System, restriction provisions will have a significant impact on the distribution of the control rights of the board of directors among shareholders. Based on the data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2011 to 2019, this paper analyzes the roles of the first largest shareholder and other major shareholders in the setting of restriction provisions, as well as the corporate governance effect brought by the setting of restriction provisions. The study finds that when the internal and external control risks faced by the largest shareholders are greater, listed companies are more likely to set up restriction provisions, which shows that restriction provisions have become a tool for the largest shareholder to defend against the threat of external takeover and strengthen its own control. However, other major shareholders are opposed to the restriction provisions set by the largest shareholder, which is reflected in that when there are other major shareholders holding more than a certain proportion, the listed company is less likely to set restriction provisions. From the perspective of corporate governance effect, the restriction provisions can effectively protect the control right of the first largest shareholder at the equity level and the board level, but aggravate the unfair distribution of the control right of the board of directors among shareholders, making the first largest shareholder become the dominant shareholder of the board of directors. This provides an explanation for the roles of shareholders in the setting of restriction provisions. Finally, the restriction provisions make the largest shareholder and its appointed directors “entrenched” in the company, causing agency problems such as directors’ excess compensation and perk consumption. Meanwhile, the restriction provisions can not effectively improve the corporate performance. In the extended research, this paper finds that compared with provisions restricting the general election, the provisions restricting the non general election have stronger defense meaning, better defense effect, and more obvious “partial protection” for the largest shareholder. The conclusion of this paper brings policy enlightenment to the capital market and regulatory authorities to regulate the setting of restriction provisions of listed companies.

Key Words: restriction provisions; corporate governance; board of directors; staggered tenure

JEL Classification: G32 M21 G34

[责任编辑:崔志新]