

一致行动人与高管薪酬差距：监督还是激励^{*}

章琳一 张洪辉

(江西财经大学会计学院,江西 南昌 330013)



内容提要:随着股权分散化时代的到来,上市公司的非关联关系股东之间签订一致行动人协议结盟的事件屡见不鲜。这种结盟行为对公司影响如何是值得研究的问题,然而少有文献关注该问题。本文分析了一致行动人与高管薪酬差距的关系,发现结盟构成控股股东的一致行动人能够抑制高管薪酬差距;没有构成控股股东的一致行动人则促进高管薪酬差距。对于二者关系的理论解释,本文发现,一致行动人主要发挥着监督作用,能够抑制CEO代理行为,而其激励作用有限。在影响路径上,本文发现,一致行动人会影CEO权力,进而影响高管薪酬差距。在横截面上,本文发现,高质量审计能够替代一致行动人的监督作用,抑制高管薪酬差距;一致行动人抑制高管薪酬差距的监督作用,在代理问题严重的公司更为显著。在稳健性检验上,本文排除了晋升锦标赛解释、采用反事实推断方法、更换被解释变量、考虑反向因果、采用倾向值匹配和引入外生事件方法,确保了结果稳健性。本研究扩展了关于一致行动人问题研究视角,丰富了高管薪酬差距的相关文献,为后续研究起到“抛砖引玉”的作用。

关键词:一致行动人 高管 薪酬差距 监督 激励

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)08—0091—16

一、引言

一致行动人是指通过协议、合作、关联方关系等途径扩大其对一个上市公司股份的控制比例,或者巩固其对上市公司的控制地位,在行使表决权时采取相同意思表示的两个以上的自然人、法人或者其他组织^①。随着上市公司控股股东平均持股比例越来越低,两个或者多个经济主体之间签订一致行动人协议的现象越来越多。2015年引发全国轰动的宝能与万科控制权之争,钜盛华和前海人寿构成一致行动人,它们均是宝能系企业。实际上,还有更多的一致行动人现象,如2018年结束、长达6年的康达尔股权争夺战中的一致行动人行为,2020年6月口子窖三名股东解除一致行动人协议等。这些一致行动人现象的出现,反映出我国资本市场已经进入了股权分散的时代(郑志刚,2019)^[1]。在股权分散的背景下,各个股东签订一致行动人协议来强化控制地位,甚至掌握控制权,成为资本市场的“新常态”。国外关于一致行动人的研究主要从法学角度展开,Mathew(2007)^[2]分析了一致行动人协议在并购中的法律作用;Ghetti(2015)^[3]分析了欧盟国家关于一致

收稿日期:2021-03-08

^{*} **基金项目:**国家自然科学基金项目“抱团取暖:中小股东签订一致行动人协议的动因与影响研究”(72002086);教育部人文社会科学项目“高质量审计、晋升锦标赛与机会主义行为”(18YJC790227);教育部人文社会科学项目“内部控制优势富集效应、晋升锦标赛与企业社会责任研究”(19YJC790182)。

作者简介:章琳一,女,副教授,研究领域是公司审计和公司治理,电子信箱:01zhang0125@163.com;张洪辉,男,副教授,研究领域是公司财务和公司治理,电子信箱:danordio@163.com。通讯作者:张洪辉。

① 该概念来自于证监会《上市公司收购管理办法》(2008年修订)的第八十三条规定。

行动人的法律差异。国内文献中,如刘燕和楼建波(2016)^[4]、蒋学跃(2019)^[5]均从法学角度展开分析。然而,公司治理领域学者对于无任何关系股东之间(本文称之为“非关联股东”)的一致行动人行为,似乎关注不够。仅有的几篇文献中,Jenkinson 和 Ljungqvist(2001)^[6]指出,一致行动人协议有助于并购方避开反垄断法的审查,有利于实施敌意并购。Weber 等(2012)^[7]利用瑞士市场的公开数据,发现公司的一致行动人协议具有信息效应,引发股票市场反应。遗憾的是,相关研究中,少有文献关注我国资本市场的“一致行动人”现象;关于一致行动人和高管薪酬差距的研究,则更为稀缺。

在影响高管薪酬差距的原因上,代理理论和激励理论均能解释。(1)代理理论认为,CEO 的私利行为会导致高管薪酬差距扩大化。由于所有权和控制权分离,CEO 会利用手中的控制权,追求个人利益。他们会过度投资来构建自己的企业帝国(Jensen,1986)^[8];他们会利用手中的权力,策略性地影响公司决策并最终导致公司业绩波动性显著增加(权小锋和吴世农,2010)^[9];他们还会利用盈余管理手段达到业绩考核要求(Bergstresser 和 Philippon,2006)^[10];此外,他们的私利行为还表现在降低内部资本配置效率(Aktas 等,2019)^[11]。CEO 薪酬也是其代理行为的表现之一:利用手中的控制权,CEO 会影响其自身薪酬契约的制定,获取更高的薪酬,并形成 CEO 和其他高管之间薪酬差距扩大化的局面(Bebchuk 和 Fried,2004)^[12];Bebchuk 等,2011^[13];Wu 等,2018^[14];Vo 和 Canil,2019^[15])。(2)激励理论认为,CEO 和其他高管之间的薪酬差距能够形成晋升锦标赛激励效应,促使低级别高管努力工作(Lazear 和 Rosen,1981)^[16]。CEO 和其他高管之间的薪酬差距是低级别高管晋升到更高职位的奖品。为了实现职位晋升,低级别高管需要努力工作,这会提升公司绩效(Kale 等,2009)^[17]。本文关心的是,一致行动人是否会影响 CEO 与其他高管的薪酬差距,二者是怎样的关系?一方面,一致行动人可以强化股东监督效能,抑制 CEO 的代理行为,从而抑制高管薪酬差距;另一方面,一致行动人可能会加强对高管的激励,通过扩大薪酬差距强化锦标赛激励的作用,激励高管更加努力工作。对于高管薪酬差距而言,一致行动人到底发挥何种作用?到底是监督 CEO,还是激励高管层?还是二者兼而有之?现有文献并没有回答该问题。本文分析一致行动人协议与高管薪酬差距的关系,不但能够弥补现有研究的不足,还有助于深刻理解当前我国资本市场的新常态。

本文的贡献如下:首先,较早地研究了非关联股东之间签订一致行动人协议的经济后果。关于一致行动人问题的研究,国内外相关文献均较少。已有研究主要从法学角度对一致行动人进行了分析,少有文献从公司治理角度研究一致行动人问题。本文从薪酬差距角度分析了一致行动人协议的经济后果,并且分析了不同类型的一致行动人对薪酬差距的影响,发现构成控股股东的一致行动人主要发挥监督作用,弥补了现有文献的不足。其次,本文从一致行动人角度丰富了高管薪酬差距的相关研究。关于高管薪酬差距的研究,CEO 代理行为(Bebchuk 和 Fried,2004)^[12]、锦标赛激励(Coles 等,2018)^[18]均是高管薪酬差距的动因之一。本文研究表明,CEO 代理行为只是影响高管薪酬差距的中介变量,公司股权结构、控制权结构才是影响高管薪酬差距的原因。本文发现,构成控股股东的一致行动人主要发挥着监督作用,抑制 CEO 权力并最终影响高管薪酬差距;没有构成控股股东的一致行动人则不能有效地监督 CEO,抑制 CEO 权力和其代理行为,最终导致高管薪酬差距扩大化。最后,本文还从动因角度丰富了 CEO 权力的相关研究。已有关于 CEO 权力的文献,主要是分析 CEO 权力的经济后果,少有文献关注 CEO 权力的影响因素。本文研究发现,CEO 权力受到公司控制权结构的影响,当两个甚至多个股东通过一致行动人协议构成控股股东时,CEO 权力会被削弱;当两个甚至多个股东签订一致行动人协议但没有构成控股股东时,CEO 权力却会加强。这表明,控制权结构是影响 CEO 权力的原因之一。

二、文献回顾和研究假设

CEO 薪酬与其他高管平均薪酬的差额,被称为高管薪酬差距。关于薪酬差距的后果,Lin 和 Lu

(2009)^[19]分析了高管薪酬差距与公司绩效的关系,指出薪酬差距能够提高公司绩效。Chen等(2013)^[20]发现,高管薪酬差距影响公司权益资本成本:薪酬差距越大,权益资本成本越高。Park(2017)^[21]分析了高管薪酬差距对盈余管理行为的影响,发现高管薪酬差距越大,公司进行真实盈余管理的程度越高。Huang等(2019)^[22]发现,高管薪酬差距越大,公司债券的利息率越高。此外,还有一些研究关注了高管薪酬差距和高管变更(Kale等,2014)^[23],高管薪酬差距与公司并购溢价(Lee等,2019)^[24],高管薪酬差距与技术创新(Amore和Failla,2020)^[25]等。国内关于高管薪酬差距的经济后果研究中,张正堂(2007)^[26]分析了薪酬差距与公司绩效的关系,发现薪酬差距并没有促使公司绩效的提高,反而降低了公司绩效。杨志强和王华(2014)^[27]发现,高管薪酬差距会加剧盈余管理行为,而且这种效应在股权集中的公司更明显。张洪辉和章琳一(2016)^[28]发现,高管薪酬差距会提高风险承担水平。牛建波等(2019)^[29]分析了高管薪酬差距对公司创新的影响,发现薪酬差距能够激励公司创新。此外,高管薪酬差距还会促使高管进行销售操纵(王剑等,2020)^[30],还会导致更多公司违规行为(魏芳和耿修林,2020)^[31]等。

现有文献除了关注薪酬差距的经济后果,还有一些研究主要从CEO代理行为、激励理论关注了薪酬差距产生的原因。一方面,CEO代理行为会影响高管薪酬差距。Bebchuk和Fried(2004)^[12]、Bebchuk等(2011)^[13]、Vo和Canil(2019)^[15]认为,公司CEO会利用手中的权力,影响自身薪酬契约制定,扩大高管薪酬差距。CEO也会通过俘虏董事会,来扩大高管薪酬差距(Thomas,2004)^[32]。Chen等(2011)^[33]利用中国数据发现,CEO权力是高管薪酬差距的理论解释。国内相关研究中,步丹璐和王晓艳(2014)^[34]、陈德球和步丹璐(2015)^[35]认为,管理层权力和权力特征是高管薪酬差距影响的重要原因之一。另一方面,激励理论也能解释高管薪酬差距的产生。Lazear和Rosen(1981)^[16]、Kato和Long(2011)^[36]认为,通过设置CEO与其他高管之间的薪酬差距来体现职位晋升的好处,能够激励低级别高管为了晋升而努力工作。Rao等(2018)^[37]也发现,为了实现职位晋升,高管层会实施更多的并购,以图实现业绩增长。此外,还有一些研究从政治身份(Borghesi和Chang,2018)^[38]、海外经历(柳光强和孔高文,2018)^[39]分析了高管薪酬差距的原因。

前文中的一致行动人是指没有任何关系的股东(即非关联关系股东)通过签订一致行动人协议,在行使表决权时采取相同意思表示的两个及以下的自然人、法人或者其他组织。非关联股东签订一致行动人协议,根据其是否构成控股股东,对高管薪酬差距的影响具有多种可能。

构成控股股东的一致行动人可能发挥监督作用,对高管薪酬差距产生负面影响,理由如下:首先,按照Shleifer和Vishny(1986)^[40]关于集中股权的观点,股东集中股权的目的是强化股东对公司的控制和监督,能够抑制CEO的代理行为。非关联股东之间签订一致行动人协议,构成控股股东,其目的是为了获取控制地位,其行为类似于Shleifer和Vishny(1986)^[40]关于集中股权的观点,可以强化对CEO的监督,可以抑制CEO代理行为引发的高管薪酬差距扩大化问题。其次,构成控股股东的一致行动人,他们有动力、有能力监督CEO的代理行为。一致行动人由于他们合计持有较大比例的股份,他们的收益高度依赖于公司业绩。所以,构成控股股东的一致行动人,他们有动力监督CEO,抑制其代理行为。从监督能力上看,一致行动人构成控股股东后,他们能够影响公司相关重大决策(陈胜蓝和吕丹,2014)^[41],能够向董事会派出代表其利益的董事(Yeh和Woidtke,2005)^[42],所以一致行动人有能力抑制CEO的私利行为。本文认为,构成控股股东的一致行动人有动力、能力抑制高管薪酬差距。再次,一致行动人之间可以相互沟通信息,减弱一致行动人和CEO之间的信息不对称程度,强化监督效能,抑制薪酬差距。信息不对称是CEO代理行为重要的外部条件,不对称程度越大,CEO越能制定异常薪酬,扩大薪酬差距。一致行动人可以分享信息,能够降低其和CEO之间的不对称程度,从而抑制薪酬差距。因此,本文提出如下假设:

H_{1a}:在其他条件不变的情况下,构成控股股东的一致行动人会抑制高管薪酬差距。

构成控股股东的一致行动人可能会扩大高管薪酬差距,强化锦标赛激励作用。对于构成控股股东的一致行动人而言,他们不但可以通过监督机制实现股东价值最大化,还可以通过激励机制实现股东利益最大化。而且,相比监督,激励产生的效果要比监督效果好。股东激励高管,一条重要路径是通过扩大薪酬差距,来强化锦标赛激励作用(Coles等,2018)^[18]。Lazear和Rosen(1981)^[16]认为,晋升锦标赛是一种有效的激励机制,它能够促使参与锦标赛的个体提高努力程度。通过扩大不同层级的高管薪酬差距,能够强化晋升锦标赛激励机制。Kale等(2009)^[17]发现,高管薪酬差距越大,产生的锦标赛激励作用越强。对于构成控股股东的一致行动人而言,他们可以通过扩大高管薪酬差距,提高锦标赛激励强度,刺激低级别高管努力工作,从而缓解股东-高管之间的代理冲突。从能力角度看,一致行动人是控股股东,他们有能力制定CEO等高管薪酬契约,通过扩大不同层级间高管薪酬差距,形成一个有效的晋升锦标赛机制。因此,本文提出如下假设:

H_{1b}:在其他条件不变的情况下,构成控股股东的一致行动人会促进高管薪酬差距。

当一致行动人没有构成控股股东时,并不能抑制CEO代理行为,导致高管薪酬差距扩大化。一致行动人没有构成控股股东,意味着其监督作用有限,不能抑制CEO的代理行为。理由如下:首先,一致行动人没有构成控股股东,意味着这些一致行动人的持股比例并不高,较低的持股比例意味着股东财富是高度分散的,即一致行动人的利益与公司业绩绑定程度较低。对于股东而言,其资产组合风险小,因而对某一个公司关注不多,没有动力监督CEO和公司运营(Chen等,2014)^[43]。这会导致股东监督的“免费乘车”问题的出现,导致股东监督无效。其次,没有构成控股股东的一致行动人,其较低的持股比例导致一致行动人对公司决策影响有限,即其监督能力有限。这就可能导致CEO利用手中权力,扩大薪酬差距以追求私利。再次,从薪酬契约角度看,对于没有构成控股股东的一致行动人而言,由于没有掌握董事会的控制权,他们无法决定CEO等高管薪酬契约,他们对CEO等高管的激励作用有限。相反,CEO可以利用手中的控制权(Bebchuk等,2011)^[13],在薪酬契约制定过程中,增加自己的薪酬总额,从而形成薪酬差距扩大化的局面。因此,本文提出如下假设:

H₂:在其他条件不变的情况下,没有构成控股股东的一致行动人会促进高管薪酬差距。

三、研究设计

1. 样本选择

本文的初始样本来自CSMAR数据库,样本区间为2006—2018年。在得到初始数据后,按以下原则进行筛选:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除变量缺失的样本;(3)剔除行业不明的公司;(4)剔除财务指标异常的公司,如财务杠杆大于1或者小于0的情况。最终得到本文分析样本。关于薪酬差距变量,由于有的公司没有披露CEO等部分高管薪酬,导致该变量的观测值与控制变量观测值数目不一致。为减小极端值的影响,本文还对所有连续变量进行了上下1%的缩尾处理。

2. 一致行动人度量

其中,根据《上市公司收购管理办法》,上市公司股东之间的一致行动人按原因包含两种类型:一是关联关系的股东之间构成一致行动人,例如某上市公司的A、B两个股东的最终控制人是同一个人或者公司;二是股东之间不存在关联关系,通过签订协议构成了一致行动人。本文的研究对象是第二种类型的一致行动人,即非关联股东构成的一致行动人。为了确认这种非关联关系的一致行动人,本文从上市公司发布的年报中查询前十大股东是否存在一致行动关系,然后结合百度搜索、天眼查等渠道确定一致行动人之间是否存在关联关系。

3. 回归模型

为了验证一致行动人和高管薪酬差距的关系,本文建立以下回归模型:

$$Gap1 = a + b_1Puact + b_2Lev + b_3Roa + b_4Size + b_5Age + b_6Top1$$

$$+ b_7Board + b_8Magsh + b_9Indir + b_{10} \sum Ind + b_{11} \sum Year + \eta \quad (1)$$

其中, *Gap1* 是薪酬差距, 本文采用 CEO 与其他高管 (除了董事长、CEO) 薪酬差距来度量。*Puact* 是一致行动人, 本文采用虚拟变量来度量: 当上市公司的非关联股东之间是一致行动人, *Puact* 等于 1, 否则为 0。为了验证研究假设, 本文分别引入了 *Puact_ctr*、*Puact_ctr1*, 它们分别表示构成控股股东的一致行动人、没有构成控股股东的一致行动人。关于变量。本文控制财务杠杆 (*Lev*)、公司规模 (*Size*)、资产报酬率 (*Roa*)、公司年龄 (*Age*) 等财务类控制变量。本文还控制第一大股东持股 (*Top1*)、董事会规模 (*Board*)、独董比例 (*Indir*) 等治理类变量。本文还加入了行业 (*Ind*) 和年份虚拟变量 (*Year*)。变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	计算方法
被解释变量	<i>Gap1</i>	薪酬差距	CEO 薪酬 - 其他高管 (不包括董事长、CEO) 的平均薪酬, 采用自然对数形式并进行 IHS (Inverse Hyperbolic Sine) 变换 ^①
	<i>Gap2</i>	薪酬差距	董事长薪酬 - 其他高管 (不包括董事长) 的平均薪酬, 采用自然对数形式并进行 IHS (Inverse Hyperbolic Sine) 变换
	<i>Tobinq</i>	托宾 Q 值	公司市场价值除以重置成本
解释变量	<i>Puact</i>	一致行动人	若非关联股东之间签订了一致行动人协议, 等于 1, 否则为 0
	<i>Puact_ctr</i>	一致行动人构成控股股东	若非关联股东之间签订了一致行动人协议且构成控股股东, 等于 1, 否则为 0
	<i>Puact_ctr1</i>	一致行动人构成非控股股东	若非关联股东之间签订了一致行动人协议且没有构成控股股东, 等于 1, 否则为 0
控制变量	<i>Lev</i>	财务杠杆	总负债除以总资产
	<i>Roa</i>	资产报酬率	净利润除以总资产
	<i>Size</i>	公司规模	期末总资产取对数
	<i>Age</i>	公司年龄	样本年份减去公司成立年份后取对数
	<i>Top1</i>	第一大股东持股	第一大股东持股比例
	<i>Board</i>	董事会规模	董事会人数取对数
	<i>Magsh</i>	高管持股	高管层持股数除以总股数
	<i>Indir</i>	独董比例	独立董事人数除以董事会人数
	<i>Dual</i>	两职合一	董事长与总经理为同一人取值为 1, 其他取 0
	<i>Year</i>	年份固定效应	年度哑变量
	<i>Ind</i>	行业固定效应	行业哑变量

资料来源: 作者整理

四、实证分析

1. 描述性统计

表 2 是相关变量的描述性统计。本文根据变量 *Puact*, 把样本分为了两个子样本 *Puact* = 1、*Puact* = 0。可以看到, 当存在一致行动人时, 薪酬差距 *Gap1* 的均值是 12.1241; 当不存在一致行动人时, 薪酬差距 *Gap1* 的均值是 11.9295。相应的均值检验是显著的, 表明两个样本之间的均值存在着显著的差异; 中位数检验也是显著的, 表明两个样本之间中位数存在显著的差异。关于薪酬差距 *Gap2*, 当存在一致行动人时的均值是 10.9002, 当不存在一致行动人时的均值是 10.2886, 相应的

① 对薪酬差距进行 IHS (Inverse Hyperbolic Sine) 变换, 是为了保留薪酬差距为负值的部分观测值, 便于本文进行稳健性分析, 该方法借鉴 Kale 等 (2009)^[17] 的做法。否则, 直接采用对数变换形式, 会删除薪酬差距为负的部分观测值。

均值检验是显著的。上述结果表明,存在一致行动人时,薪酬差距更大。其他控制变量中,存在一致行动人时,公司资产报酬率更高,公司规模更小,财务杠杆更低,公司更加年轻,董事会规模更小,高管持股更多,第一大股东持股更低,两职合一的情况更少。

表 2 描述性统计

变量	$Puact = 1$						$Puact = 0$						T-test	Wilcoxon
	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值		
Gap1	865	12.1241	5.2745	-12.8715	13.1916	15.5927	16725	11.9295	5.4421	-12.8715	13.1389	15.5927	-3.1139 ***	-2.056 **
Gap2	644	10.9002	7.3422	-13.5192	13.0857	15.6906	12642	10.2886	8.1313	-13.5192	13.0981	15.6906	-3.3554 ***	-1.573
Lev	1068	0.3542	0.2133	0.0525	0.3179	0.8945	23784	0.4498	0.2074	0.0525	0.4505	0.8945	14.7202 ***	14.682 ***
Roa	1068	0.0451	0.0565	-0.2131	0.046	0.188	23784	0.0358	0.056	-0.2131	0.0341	0.188	-5.3011 ***	-7.483 ***
Size	1068	21.6414	1.167	19.5113	21.4387	25.9284	23784	22.0317	1.269	19.5113	21.8677	25.9284	9.8639 ***	10.366 ***
Age	1068	2.5721	0.4596	1.3863	2.6391	3.3673	23784	2.6527	0.4096	1.3863	2.7081	3.3673	6.2587 ***	5.327 ***
Top1	1068	0.2132	0.0978	0.0873	0.1975	0.7076	23784	0.3545	0.148	0.0873	0.3349	0.743	30.9060 ***	32.575 ***
Board	1068	2.1271	0.1922	1.6094	2.1972	2.7081	23784	2.1526	0.2006	1.6094	2.1972	2.7081	4.0566 ***	4.038 ***
Magsh	1068	0.2839	0.2195	0	0.288	0.6733	23784	0.0993	0.1797	0	0.0003	0.6733	-32.4893 ***	-28.341 ***
Indir	1068	0.3718	0.0517	0.3	0.3333	0.5714	23784	0.3713	0.0525	0.3	0.3333	0.5714	-0.3323	-0.449
Dual	1068	0.338	0.4733	0	0	1	23784	0.2331	0.4228	0	0	1	-7.8868 ***	-7.877 ***
Tobinq	1068	2.2864	1.4683	0.9041	1.8286	8.6698	23784	2.0541	1.3118	0.9041	1.6231	8.6698	-5.5194 ***	-7.085 ***

注: *、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平,下同

资料来源:作者整理

2. 回归分析

表 3 是一致行动人与薪酬差距的回归结果。回归(1)是简单二元回归结果,变量 $Puact$ 的回归系数是 -0.0127 , 但不显著;回归(2)是多变量的回归结果,变量 $Puact$ 的回归系数是 -0.0277 , 也不显著。回归(1)、回归(2)的结果表明,一致行动人似乎不能影响薪酬差距。接着,本文按照一致行动人是否构成控股股东的情况,把变量 $Puact$ 进行了细分,引入两个新的细分变量 $Puact_ctr$ 、 $Puact_ctr1$ 。当一致行动人构成了控股股东时, $Puact_ctr$ 等于 1, 否则为 0。当一致行动人没有构成控股股东时, $Puact_ctr1$ 等于 1, 否则为 0。回归(3)~回归(6)是相应的结果。按照前面的分析,对于一致行动人构成控股股东这一情形,如果变量 $Puact_ctr$ 的回归系数显著为正,表明一致行动人促进高管薪酬差距,体现了一致行动人发挥着激励作用;如果变量的 $Puact_ctr$ 回归系数显著为负,表明一致行动人抑制高管薪酬差距,体现了一致行动人的监督作用。回归(3)是简单二元回归结果,变量 $Puact_ctr$ 的回归系数是 -0.072 , 在 10% 水平上显著。回归(4)是多变量回归结果,变量 $Puact_ctr$ 的回归系数是 -0.083 , 在 5% 水平上显著为负。该结果表明,当一致行动人构成控股股东时,会显著降低高管之间的薪酬差距。其经济含义是,当构成控股股东时,高管薪酬差距会减少 8.3%。这表明,对于一致行动人构成控股股东这一情形而言,一致行动人发挥着监督的作用,抑制了 CEO 代理行为。假设 H_{1a} 得到支持。

按照前面的假设分析内容,对于一致行动人没有构成控股股东这一情形而言,本文认为,一致行动人并不能发挥监督作用,不能够抑制 CEO 代理行为。回归(5)是简单二元回归结果,变量 $Puact_ctr1$ 的回归系数是 0.2984, 在 1% 水平上显著。回归(6)是多变量回归结果,变量 $Puact_ctr1$ 的回归系数是 0.2423, 在 1% 水平上显著为正。该结果表明,当一致行动人没有构成控股股东时,会显著增加高管之间的薪酬差距。其经济含义是,当一致行动人没有构成控股股东时,高管薪酬差距会提高 24.23%。这表明,对于一致行动人构成非控股股东这一情形,它并不能发挥监督效应,反而会因 CEO 代理行为导致高管薪酬差距扩大化。假设 H_2 得到支持。

控制变量中,资产报酬率的回归系数显著为正,表明资产报酬率越高,高管薪酬差距越大;公司规模回归系数显著为正,表明公司规模与高管薪酬差距正相关;财务杠杆的回归系数显著为负,表明财务杠杆与薪酬差距负相关;第一大股东持股的回归系数显著为负,表明第一大股东与薪酬差

距负相关,这说明,第一大股东能够发挥监督作用,抑制薪酬差距;高管持股的回归系数显著为负,表明高管持股越多,薪酬差距越小,它意味着高管持股能够发挥激励效应,减少薪酬差距;独董比例的回归系数显著为正,表明独董比例与高管薪酬差距正相关,它反映出独董比例并不能抑制薪酬差距,可能意味着独立董事“花瓶”特性。

表 3 一致行动人与高管薪酬差距

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Gap1	Gap1	Gap1	Gap1	Gap1	Gap1
	总样本		构成控股股东		没有构成控股股东	
<i>Puact</i>	-0.0127 [-0.36]	-0.0277 [-0.80]				
<i>Puact_ctr</i>			-0.0720* [-1.86]	-0.0830** [-2.21]		
<i>Puact_ctr1</i>					0.2984*** [3.53]	0.2423*** [3.02]
<i>Lev</i>		-0.2672*** [-5.70]		-0.2572*** [-5.46]		-0.2743*** [-5.73]
<i>Roa</i>		3.6084*** [24.56]		3.6069*** [24.41]		3.6232*** [24.11]
<i>Size</i>		0.2288*** [29.47]		0.2273*** [29.15]		0.2293*** [29.00]
<i>Age</i>		0.0147 [0.73]		0.0191 [0.94]		0.0116 [0.55]
<i>Top1</i>		-0.5735*** [-10.95]		-0.5737*** [-10.92]		-0.5729*** [-10.82]
<i>Board</i>		0.0673 [1.51]		0.0620 [1.38]		0.0791* [1.74]
<i>Magsh</i>		-0.1485*** [-3.45]		-0.1266*** [-2.93]		-0.1053** [-2.37]
<i>Indir</i>		0.2946* [1.84]		0.2716* [1.69]		0.3268** [2.01]
常数项	11.9865*** [170.21]	7.1699*** [36.29]	11.9897*** [169.86]	7.2076*** [36.32]	11.9808*** [169.37]	7.1288*** [35.48]
行业/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	17590	17590	16474	16474	15931	15931
R ²	0.1077	0.2055	0.1074	0.2042	0.1105	0.2087

注:标准误经过聚类调整,下同
资料来源:作者整理

五、稳健性检验

1. 基于绩效角度的稳健性检验

前面的分析中,本文发现,构成控股股东的一致行动人与薪酬差距负相关,表明它能够发挥监督作用,抑制 CEO 代理行为;没有构成控股股东的一致行动人与薪酬差距正相关,表明它并不能发挥监督作用,抑制 CEO 代理行为。在前文中,一致行动人既可能发挥监督作用,抑制高管薪酬差距;又可能发挥激励作用,扩大高管薪酬差距来强化锦标赛作用。为了确保结论的稳健性,本文从公司绩效角度,排除锦标赛激励的竞争性解释。按照晋升锦标赛理论,较大的薪酬差距会提高公司绩效(Kato 和 Long,2011)^[36]。如果一致行动人能够发挥激励作用,那么薪酬差距较大时,一致行动人变量的回归系数应该显著为正;当薪酬差距较小时,一致行动人变量的回归系数应该不显著或者显著为负,这才能证明一致行动人的激励作用是存在的。

本文根据薪酬差距的中位数,将样本分为了薪酬差距大、薪酬差距小两个子样本,然后以公司绩效——托宾 Q 值,作为被解释变量,以一致行动人的两种类型变量 $Puact_ctr$ 、 $Puact_ctr1$ 作为解释变量,执行回归程序,结果如表 4 所示。回归(1)和回归(2)是构成控股股东的一致行动人分样本回归结果。回归(1)中,变量 $Puact_ctr$ 的回归系数是 -0.0597 ,不显著;回归(2)中,变量 $Puact_ctr$ 的回归系数是 0.1024 ,在 10% 水平上显著。上述结果表明,当薪酬差距较大时,一致行动人并不能提高公司绩效;相反,当薪酬差距较小时,一致行动人能够显著提高公司绩效。很明显,回归(1)和回归(2)中 $Puact_ctr$ 的回归系数结果与前面的分析相反。该结果表明,对于一致行动人构成控股股东而言,其对高管薪酬差距的激励作用不存在,也即支持前面的监督作用结果。回归(3)和回归(4)是没有构成控股股东的一致行动人分样本回归结果。回归(3)中,变量 $Puact_ctr1$ 的回归系数是 0.0348 ,不显著;回归(4)中,变量 $Puact_ctr1$ 的回归系数是 0.128 ,也不显著。上述结果表明,无论薪酬差距怎样变化,一致行动人并不能提高公司绩效。很明显,回归(3)和回归(4)中 $Puact_ctr1$ 的回归系数结果没有支持关于一致行动人通过薪酬差距激励高管的理论假设。综合该竞争性解释和前文的分析,本文认为,一致行动人对薪酬差距的影响主要体现监督的作用。

表 4 基于公司绩效角度的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Tobinq</i>	<i>Tobinq</i>	<i>Tobinq</i>	<i>Tobinq</i>
	薪酬差距大	薪酬差距小	薪酬差距大	薪酬差距小
$Puact_ctr$	$-0.0597[-1.23]$	$0.1024^*[1.68]$		
$Puact_ctr1$			$0.0348[0.38]$	$0.1280[0.87]$
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	$11.5916^{***}[51.55]$	$13.1560^{***}[40.85]$	$11.5306^{***}[50.93]$	$13.2741^{***}[40.77]$
行业/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8848	7626	8568	7363
R^2	0.3987	0.4333	0.3980	0.4355

资料来源:作者整理

2. 反事实推断

本文发现,不同类型的一致行动人能够影响高管薪酬差距:构成控股股东的一致行动人能够抑制薪酬差距,没有构成控股股东的一致行动人则促进薪酬差距。在理论解释上,本文认为,一致行动人主要发挥的是监督作用。在前面的实证分析中,本文采用的是薪酬差距大于 0 的部分,发现了不同类型一致行动人对薪酬差距存在显著的影响。从该事件反面看,当薪酬差距小于 0 时,不同类型的一致行动人应该对薪酬差距没有影响。基于该逻辑,本文采用薪酬差距小于 0 的观测值作为研究样本,执行回归程序,结果如表 5 所示。回归(1)~回归(4)中,所有解释变量的回归系数均是不显著的,这从反面验证了本文的分析,支持了前文的研究结论。

表 5 基于薪酬差距小于 0 的反事实推断

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Gap1</i>	<i>Gap1</i>	<i>Gap1</i>	<i>Gap1</i>
$Puact_ctr$	$0.0504[0.21]$	$0.2951[1.16]$		
$Puact_ctr1$			$0.7199[0.89]$	$0.7650[0.98]$
控制变量	No	Yes	No	Yes
常数项	$-11.0339^{***}[-27.71]$	$-3.9353^{***}[-3.30]$	$-11.0434^{***}[-27.52]$	$-3.8221^{***}[-3.12]$
行业/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	852	852	820	820
R^2	0.0795	0.1347	0.0767	0.1344

资料来源:作者整理

3. 更换被解释变量

为了验证结果的稳健性,本文采用新方法度量高管之间的薪酬差距。具体而言,本文采用董事长薪酬与其他高管(剔除董事长)平均薪酬的差距度量薪酬差距,用 *Gap2* 表示。表6是更换被解释变量的回归结果。回归(1)和回归(2)中,变量 *Puact* 的回归系数为负,但均不显著,这与前面主回归类似。回归(3)中,变量 *Puact_ctr* 的回归系数是 -0.1166,且在5%水平上显著,表明构成控股股东的一致行动人能够抑制高管薪酬差距;回归(4)中,变量 *Puact_ctr1* 的回归系数是0.2694,且在1%水平上显著,表明没有构成控股股东的一致行动人则促进了高管薪酬差距。上述结果与前面的主回归是一致的,这表明本文研究发现具有稳健性。

表6 更换被解释变量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Gap2</i>	<i>Gap2</i>	<i>Gap2</i>	<i>Gap2</i>
<i>Puact</i>	-0.0676[-1.53]	-0.0453[-1.06]		
<i>Puact_ctr</i>			-0.1166**[-2.49]	
<i>Puact_ctr1</i>				0.2694***[2.78]
控制变量	No	Yes	Yes	Yes
常数项	12.0558***[151.78]	6.3955***[25.88]	6.4627***[26.02]	6.2781***[24.96]
行业/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	13286	13286	11593	11221
R ²	0.0937	0.1915	0.1905	0.1950

资料来源:作者整理

4. 反向因果关系的考量

本文的研究结果表明,构成控股股东的一致行动人能够发挥监督作用,抑制薪酬差距,即抑制CEO代理行为。然而,还有一种可能性是CEO的代理行为会促使股东结盟,形成一致行动人。对于这种反向因果关系,本文采用解释变量滞后一期来解决。表7是解释变量滞后一期的回归结果。可以看到,回归(1)和回归(2)中,滞后一期的解释变量 *L. Puact* 是不显著的;回归(3)和回归(4)中,滞后一期的解释变量 *L. Puact_ctr* 的回归系数仍然显著为负;回归(5)和回归(6)中,滞后一期的解释变量 *L. Puact_ctr1* 的回归系数仍然显著为正。这一结果与前文主回归结果类似,这表明,反向因果关系不能影响本文的研究结论。

表7 解释变量滞后一期

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Gap1</i>	<i>Gap1</i>	<i>Gap1</i>	<i>Gap1</i>	<i>Gap1</i>	<i>Gap1</i>
<i>L. Puact</i>	-0.0208[-0.52]	-0.0300[-0.77]				
<i>L. Puact_ctr</i>			-0.0821*[-1.90]	-0.0919**[-2.19]		
<i>L. Puact_ctr1</i>					0.3887***[3.68]	0.3264***[3.26]
控制变量	No	Yes	No	Yes	No	Yes
常数项	12.2178***[157.13]	7.2499***[33.17]	12.3200***[160.11]	7.4393***[33.79]	12.3164***[159.79]	7.3627***[33.10]
行业/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	13905	13905	13791	13791	13374	13374
R ²	0.0832	0.1824	0.0829	0.1807	0.0853	0.1847

资料来源:作者整理

5. 倾向值匹配

本文的研究结论可能受到自选择问题的影响,具体而言,是股东自我选择地结成一致行动人,该事件发生不是随机的。为了减轻对结论的影响,本文采用倾向值匹配方法来解决。首先,本文以是否构成一致行动人 $Puact$ 作为被解释变量,以财务杠杆、资产报酬率、公司规模、公司年龄、第一大股东持股、董事会规模、高管持股、独董比例等作为解释变量,采用 LOGIT 模型,计算倾向值。其次,根据计算的倾向值构建匹配样本,然后根据匹配样本进行回归分析。表 8 的 Panel A 是第一阶段的回归结果和差异检验。可以看到,多数控制变量的回归系数均是显著的。关于差异检验,处理组和控制组之间只在财务杠杆、高管持股两个指标上表现出一定的差异性,这表明匹配效果较好。Panel B 是第二阶段的回归结果。可以看到,所有的回归系数均是显著的,构成控股股东的一致行动人依然显著抑制高管薪酬差距,没有构成控股股东的一致行动人的公司依然有更高的薪酬差距。该结果与本文前面的主回归结果一致,表明自选择问题不会影响本文的研究结论。

表 8 倾向值匹配 (PSM)

Panel A	$Puact$	Mean		T - test
		Treated	Control	
变量				
Lev	0.1154 [1.34]	0.3822	0.3963	-1.93 *
Roa	0.0704 [0.25]	0.0373	0.0352	0.98
$Size$	-0.0951 *** [-6.21]	21.559	21.602	-1.11
Age	-0.0501 [-1.41]	2.5704	2.5761	-0.38
$Top1$	-1.4674 *** [-8.38]	0.2403	0.2419	-0.39
$Board$	0.1329 [1.47]	2.1305	2.1361	-0.82
$Magsh$	0.5979 *** [6.99]	0.2213	0.2057	2.08 **
$Indir$	0.8977 *** [2.81]	0.3744	0.3737	0.44
Cons	0.3739 [0.96]			
行业固定效应	Yes			
N	24852			
R^2	0.1438			
Panel B	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	$Gap1$	$Gap1$	$Gap1$	$Gap1$
$Puact_ctr$	-0.0858 ** [-2.10]	-0.0920 ** [-2.32]		
$Puact_ctr1$			0.2661 *** [3.14]	0.1918 ** [2.39]
控制变量	No	Yes	No	Yes
常数项	12.2309 *** [91.36]	6.8234 *** [17.35]	12.1995 *** [90.58]	6.5450 *** [15.84]
行业/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4673	4673	4130	4130
R^2	0.1085	0.2072	0.1229	0.2225

资料来源:作者整理

6. 采用股改作为外生事件检验

本文研究的是一致行动人和高管薪酬差距的关系,这会受到内生性问题的影响。股东之间签订一致行动人协议是股东参与公司治理的机制之一,具有内生性,解决该内生性问题主要依靠工具变量法。按照本文研究情境,可以采用同行业比例作为工具变量,但这一方法由于存在行业固定效应而有效性较弱 (Larker 和 Rusticus, 2010)^[44]。因而寻找恰当的工具变量对本文而言难度较大。

本文采用另一种方法——利用股改作为外生事件来解决该内生性问题。我国的股权分置改革实现了股票的全流通,在客观上有助于大股东减持股份和资本市场股权分散化,为持股比例较低的股东之间签订一致行动人提供了可行的条件。为此,本文收集了公司股权分置改革数据,根据公司股改方案和全流通的时间,将样本分为了股改前、股改后两个子样本,然后执行回归程序,结果如表 9 所示。可以发现,在股改前,构成控股股东的一致行动人的回归系数是 0.0987,不显著;股改后,构成控股股东的一致行动人的回归系数是 -0.1069,在 1% 水平上显著。这表明,股改后,构成控股股东的一致行动人能够显著地降低高管薪酬差距。回归(3)和回归(4)是没有构成控股股东的一致行动人与薪酬差距的回归结果。回归(3)中, $Puact_ctr1$ 的回归系数是 0.2234 且在 10% 水平上显著;回归(4)中, $Puact_ctr1$ 的回归系数是 0.285,且 5% 的水平上显著。该结果表明,从股改这一外生事件看,一致行动人与高管薪酬差距之间存在显著的因果关系,且这一因果关系不受内生性问题的影响。

表 9 以股改作为外生冲击

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Gap1$	$Gap1$	$Gap1$	$Gap1$
	股改前	股改后	股改前	股改后
$Puact_ctr$	0.0987[0.95]	-0.1069***[-2.67]		
$Puact_ctr1$			0.2234*[1.79]	0.2850**[2.59]
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	6.1442***[16.52]	7.6750***[29.13]	7.6032***[28.20]	5.9420***[12.54]
行业/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5379	11095	5329	10602
R ²	0.2019	0.2069	0.2136	0.2013

资料来源:作者整理

六、进一步的分析

1. 路径分析

前面的研究发现,一致行动人会抑制高管薪酬差距,其中构成控股股东的一致行动人会抑制高管薪酬差距,没有构成控股股东一致行动人则促进高管薪酬差距。那么,一致行动人影响高管薪酬差距的路径是什么呢?从前文的结果看,构成控股股东的一致行动人能够发挥监督作用,抑制高管薪酬差距;没有构成控股股东的一致行动人则不能发挥监督作用,高管薪酬差距更大。上述因果关系反映出,存在不同类型的一致行动人时,CEO 代理行为存在着差异。CEO 代理行为依赖于 CEO 手中权力大小,CEO 权力较大时,他们能够利用手中的权力制定有利于自身的薪酬。所以,一致行动人对薪酬差距的影响,其中一条重要的路径就是 CEO 权力。按照前面不同类型的一致行动人与薪酬差距的关系,本文认为,构成控股股东的一致行动人首先能够抑制 CEO 权力,进而影响薪酬差距;没有构成控股股东的一致行动人则可能促进 CEO 权力,进而影响薪酬差距。基于该分析,本文采用两职合一($Dual$)作为 CEO 权力的度量,采用 Baron 和 Kenny(1986)^[45]的中介模型来验证。回归(1)~回归(3)是构成控股股东的一致行动人与高管薪酬差距的三阶段回归结果。可以发现,回归(1)中的 $Puact_ctr$ 的回归系数是显著为负,表明构成控股股东的一致行动人会抑制薪酬差距;回归(2)中的 $Puact_ctr$ 的回归系数也是显著为负,表明构成控股股东的一致行动人会降低两职合一的概率,抑制 CEO 权力;回归(3)中, $Puact_ctr$ 的回归系数仍然为负,其数值要比回归(1)中小,

Dual 的回归系数显著为正;Sobel Z 统计量是 1.64 且显著。该回归结果表明,CEO 权力是构成控股股东的一致行动人影响薪酬差距的路径之一。回归(4)~回归(6)是没有构成控股股东的一致行动人与高管薪酬差距的三阶段的路径检验结果。可以发现,当一致行动人没有构成控股股东时,高管薪酬差距会增大,CEO 权力也会增大,CEO 权力是一致行动人影响高管薪酬差距的路径之一。

表 10

路径分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Gap1</i>	<i>Dual</i>	<i>Gap1</i>	<i>Gap1</i>	<i>Dual</i>	<i>Gap1</i>
<i>Puact_ctr</i>	-0.0830 ** [-2.21]	-0.0245 * [-1.65]	-0.0778 ** [-2.08]			
<i>Puact_ctr1</i>				0.2423 *** [3.02]	0.0616 ** [2.02]	0.2384 *** [2.98]
<i>Dual</i>			0.1713 *** [9.68]			0.1786 *** [9.87]
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	7.2076 *** [36.32]	0.9938 *** [14.03]	7.0607 *** [35.57]	7.1288 *** [35.48]	1.0421 *** [14.63]	6.9653 *** [34.65]
行业/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
SOBEL Z		1.64 *		1.98 **		
N	16474	24852	16474	15931	24852	15931
R ²	0.2042	0.0958	0.2086	0.2087	0.0974	0.2135

资料来源:作者整理

2. 横截面分析

由于构成控股股东的一致行动人能够抑制高管薪酬差距,因此本文关心不同的情境下构成控股股东的一致行动人影响薪酬差距的差异是怎样的。具体而言,本文将从高质量审计、代理成本两个角度展开分析。

股东之间签订一致行动人协议构成控股股东,其目的是加强控制和监督 CEO。实际上,一致行动人除了自己亲自监督 CEO 外,还有一种监督机制就是聘请高质量审计师来发挥监督作用。为此,本文收集了公司聘请审计师的数据,将样本分为了四大审计、非四大审计两个子样本,分析不同质量的审计师情况下构成控股股东一致行动人与高管薪酬差距的关系。表 11 的回归(1)中,变量 *Puact_ctr* 的回归系数是 -0.3373,不显著;回归(2)中,变量 *Puact_ctr* 的回归系数是 -0.069,在 10% 水平上显著。二者的差异检验是显著的。该回归结果表明,当存在高质量审计时,一致行动人的监督效应会消失,这表明,一致行动人形成的控股股东监督和外部高质量审计监督能够相互替代。

一致行动人监督效应的强弱可能还与公司代理冲突的严重程度有关。当公司股东 - CEO 的代理冲突较为严重时,这种监督效应会更显著;当股东 - CEO 的代理冲突没有那么严重时,一致行动人的监督效应则会减弱。为此,本文收集了管理费用率数据,采用管理费用率来度量公司股东 - CEO 的代理冲突严重程度。然后执行分样本回归结果,如表 11 中的回归(3)、回归(4)所示。回归(3)中,变量 *Puact_ctr* 的回归系数是 -0.125,在 1% 水平上显著;回归(4)中,变量 *Puact_ctr* 的回归系数是 0.0832 且不显著;差异检验是显著的。该回归结果表明,当公司代理冲突问题严重时,一致行动人能够有效地抑制高管薪酬差距。

表 11

横截面分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Gap1</i>	<i>Dual</i>	<i>Gap1</i>	<i>Dual</i>
	BIG4	非 BIG4	代理成本高	代理成本低
<i>Puact_ctr</i>	-0.3373 [-1.08]	-0.0690* [-1.83]	-0.1250*** [-2.79]	0.0832 [1.19]
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	10.3769*** [8.86]	7.4124*** [34.92]	6.2817*** [21.17]	7.5873*** [27.54]
Diff. test	6.45***		9.71***	
行业/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	797	15677	8539	7935
R ²	0.2481	0.1963	0.1998	0.2226

资料来源:作者整理

七、研究结论与启示

1. 研究结论

非关联关系股东之间签订一致行动人协议,是我国资本市场早已出现的现象。遗憾的是,少有文献关注该问题。本文分析了非关联股东通过签订一致行动人协议结盟行为对高管薪酬差距的影响,发现构成控股股东的一致行动人能够抑制高管薪酬差距,表明构成控股股东的一致行动人能够发挥监督作用,抑制 CEO 代理行为。本文还发现,没有构成控股股东的一致行动人则促进高管薪酬差距,表明这种类型的一致行动人不能发挥监督作用,不能抑制 CEO 私利行为。在影响路径上,本文发现,一致行动人会影响 CEO 权力,并最终影响高管薪酬差距。本文还分析了一致行动人对高管薪酬差距的影响在横截面上的差异,发现高质量审计能够替代构成一致行动人的监督效应;一致行动人对高管薪酬差距的抑制作用,在代理冲突严重的公司更显著。本文还采用了一系列的稳健性检验方法,包括排除晋升锦标赛解释、采用反事实推断方法、更换被解释变量、考虑反向因果、采用倾向值匹配和引入外生事件方法,确保结果稳健性。

2. 启示

本文的启示如下:首先,相关部门可以积极鼓励非关联股东签订一致行动人协议,通过结盟协议强化股东监督效能,抑制 CEO 等高管人代理行为,改善公司治理。随着我国资本市场的发展,公司大股东持股比例逐步下降,公司可能成为没有控股股东、股权分散式的公众公司。这时,如何抑制 CEO 的代理行为成为亟需解决的问题。本文研究表明,股东之间结盟有助于发挥股东的监督作用,抑制高管的代理行为。虽然股东之间签订一致行动人协议是一种市场行为,但相关政府部门可以发挥一定的作用,促进更多的一致行动人行为的出现。例如各级国资委可以鼓励上市公司的国有股东与其他类型的股东签订一致行动人协议,通过股东联合来强化股东的监督作用,改善参股企业的公司治理。同时,混合所有制背景下,各种类型股东参股一家公司,他们之间也可以签订一致行动人协议,来强化股东监督。其次,建议进一步活跃控制权市场竞争,改善资本市场资源配置效率。本文的研究表明,股东强化控制权的会对公司治理产生影响,它意味着在我国资本市场上,控制权竞争具有治理效应。一致行动人现象的出现,体现出我国资本市场在控制权市场竞争方面的进步,但我国仍然有进步的空间。例如,可以鼓励在上市公司中进一步发展累积投票权制度,来活跃公司内部控制权市场竞争程度,改善上市公司的治理水平。再次,进一步加强外部治理机

制建设,仍然是我国资本市场未来努力的方向。本文研究发现,外部的审计监督能够替代控股股东的监督,发挥治理作用,抑制CEO代理行为。这表明了外部审计监督是有效的治理机制。尽管国内知名事务所瑞华因涉入康得新等舞弊案件,影响了外部审计师的整体声誉,但外部审计师发挥的监督作用毋宁质疑。改善公司治理,不仅依靠内部股东等利益相关者的努力,也与外部治理机制,如独立审计师、证券分析师等高度相关。要进一步加强外部治理机制建设,培育真正高质量的独立审计师、证券分析师等中介机构,强化这些中介机构的执业质量,有助于提升资本市场的公司治理水平。

3. 研究展望

尽管本文比较细致地分析了一致行动人对高管薪酬差距的影响,但还存在不足之处。第一,本文仅从虚拟变量角度考虑非关联股东签订一致行动人行为对高管薪酬差距的影响。非关联股东签订一致行动人协议,可以表现为一致行动人合计持股比例。采用一致行动人合计持股比例分析其对高管薪酬差距的影响,可以更加细致刻画非关联股东签订一致行动人行为和相应的经济后果,这是下一步的研究方向。第二,本研究主要关注了CEO权力的作用路径,可能还存在其他的作用路径。本文研究发现,CEO权力在一致行动人与高管薪酬差距之间,发挥着中介效应。但实际上,可能还存在其他的作用路径,如一致行动人改变了董事会结构,一致行动人影响了薪酬委员会构成,一致行动人影响了高管任命等,这些均是可能的路径。未来研究中,需要关注这几个方面的影响,有助于全面认识非关联股东签订一致行动人在公司治理中的作用。

参考文献

- [1]郑志刚. 分权控制与国企混改的理论基础[J]. 深圳: 证券市场导报, 2019, (1): 4 - 10.
- [2] Mathew, S. Hostile Takeovers in India: New Perspective, Challenges, and Regulatory Opportunities[J]. Columbia Business Law Review, 2007, (3): 800 - 843.
- [3] Ghetti, R. Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbour can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights[J]. European Company and Financial Law Review, 2015, 11, (4): 594 - 632.
- [4] 刘燕, 楼建波. 企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架[J]. 北京: 清华法学, 2016, (6): 63 - 83.
- [5] 蒋学跃. 证券市场一致行动协议问题探讨[J]. 深圳: 证券市场导报, 2019, (9): 71 - 78.
- [6] Jenkinson, T., and A. Ljungqvist. The Role of Hostile Stakes in German Corporate Governance[J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7, (4): 397 - 446.
- [7] Weber, P., Zimmermann, H. and B. Brändli. The Price Effects of the Disclosure of Significant Holdings in Listed Companies: The Case of Groups Acting in Concert[J]. Schweizerische Zeitschrift Für Wirtschafts-Und Finanzmarktrecht (SZW), 2012, (3): 198 - 216.
- [8] Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76, (2): 323 - 329.
- [9] 权小锋, 吴世农. CEO权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2010, (4): 142 - 153.
- [10] Bergstresser, D. and T. Philippon. CEO Incentives and Earnings Management[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80, (3): 511 - 529.
- [11] Aktas, N., Andreou, P., Karasamani, I. and D. Philip. CEO Duality, Agency Costs, and Internal Capital Allocation Efficiency[J]. British Journal of Management, 2019, 30, (2): 473 - 493.
- [12] Bebchuk, L. and J. Fried. Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation[M]. Harvard University Press, 2004.
- [13] Bebchuk, L., Cremers, K. and U. Peyer. The CEO Pay Slice[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 102, (1): 199 - 221.
- [14] Wu, H., Li, S., Ying, S. and X. Chen. Politically Connected CEOs, Firm Performance, and CEO Pay[J]. Journal of Business Research, 2018, 91, (10): 169 - 180.
- [15] Vo, T. and J. Canil. CEO Pay Disparity: Efficient Contracting Or Managerial Power? [J]. Journal of Corporate Finance, 2019, (54): 168 - 190.
- [16] Lazear, E. and S. Rosen. Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts[J]. Journal of Political Economy, 1981, 89, (5):

841 - 864.

- [17] Kale, J. , Reis, E. and A. Venkateswaran. Rank-order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect on Firm Performance [J]. *Journal of Finance*, 2009, 64, (3) : 1479 - 1512.
- [18] Coles, J. , Li, Z. and A. Wang. Industry Tournament Incentives [J]. *Review of Financial Studies*, 2018, 31, (4) : 1418 - 1459.
- [19] Lin, B. and R. Lu. Managerial Power, Compensation Gap and Firm Performance-Evidence from Chinese Public Listed Companies [J]. *Global Finance Journal*, 2009, 20, (2) : 110 - 120.
- [20] Chen, Z. , Yuan, H. and K. Wei. Executive Pay Disparity and the Cost of Equity Capital [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013, 48, (3) : 849 - 885.
- [21] Park, K. Pay Disparities within Top Management Teams and Earning Management [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2017, 36, (1) : 59 - 81.
- [22] Huang, G. , Huang, H. and C. Lee. Is CEO Pay Disparity Relevant to Seasoned Bondholders? [J]. *International Review of Economics and Finance*, 2019, 64, (11) : 271 - 289.
- [23] Kale, J. , Reis, E. and A. Venkateswaran. Pay Inequalities and Managerial Turnover [J]. *Journal of Empirical Finance*, 2014, 27, (6) : 21 - 39.
- [24] Lee, G. , Cho, S. , Arthurs, J. and E. Lee. CEO Pay Inequity, CEO-TMT Pay Gap, and Acquisition Premiums [J]. *Journal of Business Research*, 2019, 98, (5) : 105 - 116.
- [25] Amore, M. and V. Failla. Pay Dispersion and Executive Behaviour: Evidence From Innovation [J]. *British Journal of Management*, 2020, 31, (3) : 487 - 504.
- [26] 张正堂. 高层管理团队协作需要、薪酬差距和企业绩效: 竞赛理论的视角 [J]. *天津: 南开管理评论*, 2007, (2) : 4 - 11.
- [27] 杨志强, 王华. 公司内部薪酬差距、股权集中度与盈余管理行为——基于高管团队内和高管与员工之间薪酬的比较分析 [J]. *北京: 会计研究*, 2014, (6) : 57 - 65.
- [28] 张洪辉, 章琳一. 产权差异、晋升激励与风险承担 [J]. *北京: 经济管理*, 2016, (5) : 110 - 121.
- [29] 牛建波, 李胜楠, 杨育龙, 董晨悄. 高管薪酬差距、治理模式和企业创新 [J]. *哈尔滨: 管理科学*, 2019, (2) : 77 - 93.
- [30] 王剑, 余思明, 孙辉东. 薪酬差距与管理层业绩目标: 基于机会主义行为的“遮掩效应” [J]. *合肥: 预测*, 2020, (5) : 45 - 52.
- [31] 魏芳, 耿修林. 高管团队垂直薪酬差距与企业违规行为——基于管理层行为视角的研究 [J]. *厦门: 中国经济问题*, 2020, (2) : 63 - 75.
- [32] Thomas, R. Explaining the International CEO Pay Gap: Board Capture or Market Driven? [J]. *Vanderbilt Law Review*, 2004, 57, (4) : 1171 - 1181.
- [33] Chen, J. , Ezzamel, M. and Z. Cai. Managerial Power Theory, Tournament Theory, and Executive Pay in China [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17, (4) : 1176 - 1199.
- [34] 步丹璐, 王晓艳. 政府补助、软约束与薪酬差距 [J]. *天津: 南开管理评论*, 2014, (2) : 23 - 33.
- [35] 陈德球, 步丹璐. 管理层能力、权力特征与薪酬差距 [J]. *太原: 山西财经大学学报*, 2015, (3) : 91 - 101.
- [36] Kato, T. and C. Long. Tournaments and Managerial Incentives in China's Listed Firms: New Evidence [J]. *China Economic Review*, 2011, 22, (1) : 1 - 10.
- [37] Rao, S. , Gerwin, V. and V. Hans. The Tide that Lifts All Boats? Acquisitions and CEO-TMT Pay Disparity in the Netherlands [J]. *Management Decision*, 2018, 56, (9) : 2038 - 2059.
- [38] Borghesi, R. and K. Chang. Political Affiliation and Pay Slice: Do Blue CEOs Accept Less Green? [J]. *International Review of Finance*, 2018, 18, (3) : 453 - 461.
- [39] 柳光强, 孔高文. 高管海外经历是否提升了薪酬差距 [J]. *北京: 管理世界*, 2018, (8) : 130 - 142.
- [40] Shleifer, A. and W. Vishny. Large Shareholders and Corporate Control [J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94, (3) : 461 - 488.
- [41] 陈胜蓝, 吕丹. 控股股东委派董事能降低公司盈余管理吗? [J]. *上海财经大学学报*, 2014, (4) : 74 - 85.
- [42] Yeh, Y. and T. Woidtke. Commitment Or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2005, 29, (7) : 1857 - 1885.
- [43] Chen, V. , Li, J. , Shapiro, D. and X. Zhang. Ownership Structure and Innovation: An Emerging Market Perspective [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2014, 31, (1) : 1 - 24.
- [44] Larker, D. and T. Rusticus. On the Use of Instrumental Variables in Accounting Research [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49, (3) : 186 - 205.
- [45] Baron, R. and D. Kenny. The Moderator-mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations [J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1986, 51, (6) : 1173 - 1182.

People Acting-In-Concert and Managerial Pay Gap: Monitoring or Incentive?

ZHANG Lin-yi, ZHANG Hong-hui

(School of Accounting, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang, Jiangxi, 330013, China)

Abstract: With the advent of the era of equity diversification, it is common for unaffiliated shareholders of listed companies to sign agreements with people acting in concert. Why do unaffiliated shareholders of listed companies sign this agreement and what is the influence of people acting in concert? According to our statistics, there are lots of controlling shareholders forming through signing the agreement of people acting in concert. Therefore, there are two categories about people acting in concert: controlling shareholders formed by people acting in concert, minority shareholders formed by people acting in concert. The extant literature on shareholders posit that controlling shareholders can be a good monitoring mechanism, to restrain the agency behavior of managers. As to the pay gap, there are two explanation. One is the managerial power, which can affect the compensation, reflecting the agency problem between managers and shareholders. The other is the incentive from shareholders, who want to motivate the managers to work hard, by enlarging the pay gap between different levels and forming a tournament contest. Since the shareholders can affect the pay gap between different levels of managers, what would the pay gap be when shareholders acted in concert? It is an interesting question worth studying. And analyzing the effect of shareholders acted in concert on the pay gap of the management is helpful for us to understanding the emerging phenomenon in China's capital market.

Based on the data of China, this article analyzes the impact of people acting in concert on the pay gap of executives and finds that the people acting in concert that constitute the controlling shareholder can play a supervisory role and suppress the executive pay gap; the people acting in concert that do not constitute the controlling shareholder cannot curb the executive pay gap. This result shows that different types of concerted actors have different effects on the managerial pay gap. Regarding the channel, this article finds that people acting in concert will affect CEO power, which in turn affects the executive pay gap. In cross-section, this article finds that high-quality audits can replace the supervisory role of the concerted actors constituting the controlling shareholder and suppress the executive pay gap; the supervisory role of concerted actors inhibiting the executive pay gap is more pronounced in companies with serious agency problems. In the robustness test, this article excludes promotion tournament interpretation, adopts counter-factual inference methods, replaces explained variables, considers reverse causality, adopts propensity value matching, and introduces exogenous event methods to ensure the robustness of the results.

The contributions of this paper are as follows: First, it studies the economic consequences of signing a concerted action agreement between non-related shareholders firstly. Existing studies about people acting in concert were made from the perspective of law, but few literature studies the issue of people acting in concert from the perspective of corporate governance. This article analyzes the economic consequences of the concerted action agreement from the perspective of the pay gap, and analyzes the different types of concerted action people's different impacts on the pay gap, which fill the research gap. Second, this article enriches the relevant research on the executive pay gap from the perspective of people acting in concert. This paper finds that the concerted actors who constitute the controlling shareholder mainly play a supervisory role, restraining the power of the CEO and ultimately affect the executive pay gap; the concerted actors who do not constitute the controlling shareholder cannot effectively supervise the CEO and restrain the CEO's power and its agency behavior. Eventually lead to a widening of the executive pay gap. Finally, this article enriches the related research on CEO power from the perspective of motivation. The existing literature on CEO power mainly analyzes the economic consequences of CEO power. Few literature focuses on the drivers of CEO power. This study finds that CEO power is affected by the company's control structure. When two or more shareholders form a controlling shareholder through a concerted people agreement, the CEO power will be weakened. This shows that the structure of control power is one of the causes that affect the CEO's power.

Key Words: people acting in concert; executives; pay gap; monitoring; incentive

JEL Classification: M12, G30, G38

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.08.006

(责任编辑:刘建丽)