

资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响*

——基于“沪港通”的准自然实验

张 昭¹ 马草原¹ 王爱萍²



(1. 西安交通大学经济与金融学院,北京 710061;

2. 北京工商大学经济学院,北京 100048)

内容提要:本文利用沪港通开通这一“准自然实验”构造双重差分模型,实证检验了资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响。研究发现:(1)沪港通的开通显著缩小了企业内部薪酬差距,并且在剔除“限薪令”、股权激励、最低工资制度等因素的干扰之后,这一效应依然显著,其他稳健性检验方法也证实了这一结论的可靠性,因此沪港通开通并非近几年来中国企业内部薪酬差距乃至总体收入差距扩大的原因;(2)资本市场开放显著地提升了上市公司监事会持股比例,但降低了董事会持股比例,从而通过强化监事会的监督力度来缩小企业内部薪酬差距,当然内部监督的中介效应仅存在于A股企业中,因为非A股(B股、AH股、AB股)企业开放程度已经较高,受沪港通的冲击较小;(3)企业所处外部法律环境对资本市场开放影响企业内部薪酬差距产生了调节作用,A股企业相比非A股企业外部法律环境更为单一,资本市场开放使得入选沪港通标的范围的A股企业面临的外部法律环境约束增强,因而缩小企业内部薪酬差距的程度也更为显著。本文的研究有助于厘清资本市场开放的收入分配效应,可以为党的十九大报告所提出的“深化资本市场对外开放”和“促进收入分配更合理更有序”提供理论和经验证据支持。

关键词:资本市场开放 内部薪酬差距 沪港通 双重差分模型

中图分类号:F830.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2020)06—0172—20

一、引言

尽管近年来出现了所谓的“逆全球化”现象,但全球化是大势所趋。资本市场开放是全球化的重要内涵之一。中国的资本市场开放经历了发行外资股阶段、单向开放阶段和双向开放阶段。其中沪港通、深港通、沪伦通是中国资本市场双向开放的重要事件。2014年11月17日,中国正式启动沪港通,上海证券交易所市场与香港交易所市场之间建立连接通道,中国第一次实现双向资本开放。2016年12月5日,深港通正式启动,中国资本市场的国际化又迈出了坚实的一步。2019年6月17日,中国证监会和英国金融行为监管局发布沪伦通《联合公告》,同日沪伦通正式启动,这标志着中国资本市场的双向开放从大中华圈向西方发达国家延伸。资本市场开放为资本在国际间的流动提供了通道,促进了资本要素在国际间的优化配置,提高了企业的实业投资效率(陈运森和黄健峤,

收稿日期:2019-11-19

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“财富集中与财富流动的动力学机制及财产性税收效应研究”(71673030)。

作者简介:张昭,男,助理研究员、博士后,研究方向为宏观经济与收入分配,电子邮箱:zhzhxjtu@xjtu.edu.cn;马草原,男,副教授,经济学博士,研究方向为宏观政策与调控,电子邮箱:macaoyuan0931@163.com;王爱萍,女,讲师,经济学博士,研究方向为公司金融,电子邮箱:bjwangaiping@126.com。通讯作者:王爱萍。

2019)^[1]。在当前中国社会主要矛盾发生转化的背景下,资本市场的开放并非一个孤立事件,不仅会影响资本要素的配置效率,还可能对体现社会公平程度的收入分配产生影响。

收入分配是衡量不平衡发展的重要标志之一。改革开放以来,中国的收入分配不平等程度有所扩大(Piketty等,2019)^[2],这在客观上对社会主要矛盾的转化起到了推波助澜的作用。根据国家统计局公布的数据显示,中国以基尼系数衡量的收入不平等程度在2008年达到最大值(0.491)后有所下降,这在一定程度上被学界所证实(杨耀武和杨澄宇,2015)^[3]。然而,自2015年之后,中国收入差距又开始扩大,国家统计局公布的2015—2018年收入基尼系数依次为0.462、0.465、0.467和0.474。尽管人们更多地是从家庭视角研究居民收入差距,但企业薪酬差距越来越大被认为是收入差距扩大的重要因素(Chen等,2014^[4];芳芳和李实,2015^[5])。企业内部高管与员工之间的薪酬差距是企业薪酬差距的集中体现之一,并且在近年来有所扩大。根据德勤管理咨询(上海)有限公司所发布的《2018—2019年度中国A股上市公司高管薪酬及长期激励调研报告》显示,2018年中国A股上市公司高管与员工的薪酬差距系数达到9.74倍,较2016年和2017年有所提高。

从表面上看,中国资本市场的双向开放发生在2014年底,而在2015年之后,中国的企业薪酬差距乃至总体收入差距均有所扩大。那么,这二者之间是否有某种关联呢?或者说,是不是资本市场开放在某种程度上导致了企业内部薪酬差距的扩大呢?2014年底启动的沪港通为廓清资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响提供了一个良好的研究契机,该事件的外生性所产生的自然实验平台为构造“准自然实验”提供了有利条件。本文的实证研究结果表明,资本市场的开放不仅没有扩大企业内部薪酬差距,还在某种程度上缩小了企业的内部薪酬差距。本文可能的创新之处体现在三个方面:第一,本研究采取多种方法来检验资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响,尽可能剔除了中央国有企业“限薪令”、股权激励、最低工资制度等因素对结论的干扰,从而确保研究结论的稳健性;第二,在探讨资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响机制时,分别从企业内部监督和外部法律环境两个层面进行了探讨,结果证实了这两种机制的存在;第三,在研究方法上,借助沪港通这一重要事件构造准自然实验,从而尽可能地规避可能的内生性问题,在探讨内在机制时根据企业内部监督和外部法律环境的特点,分别采取中介效应模型和调节效应模型进行了实证检验。本文研究的现实意义在于为当前中国深化资本市场开放和收入分配改革提供了理论与经验证据支持。

二、文献回顾与研究假设

1. 已有研究述评

资本市场开放利弊的讨论在学界存在两种不同的观点。一种观点认为,资本市场开放在微观和宏观层面均存在积极效应。Henry(2000a^[6];2000b^[7])指出,股票市场自由化可以通过风险分担的方式降低资本成本,进而对投资企业起到刺激作用。Aggarwal等(2011)^[8]基于实证研究发现,资本市场开放引入了外国机构投资者,这在一定程度上优化了企业的内部治理机制。从宏观层面来看,一些学者还发现,资本市场开放在推动经济增长、提高全要素生产率方面发挥了积极作用(Bekaert等,2011)^[9]。此外,国内一些学者还以沪港通为例证实了资本市场开放对于提升股价信息质量、优化企业投资以及维护资本市场稳定具有促进作用(钟覃琳和陆正飞,2018^[10];钟凯等,2018^[11];连立帅等,2019^[12])。然而,在20世纪90年代中后期的亚洲金融危机爆发之后,人们开始反思资本市场开放的不利影响,进而产生了另一种观点。诺贝尔经济学奖得主Stiglitz(2000)^[13]认为,资本市场开放加剧了风险在不同市场之间的传染,因而实施资本管制是防范金融危机的有效手段。Stiglitz的观点逐步被认可和证实,越来越多的学者认为资本市场开放后资本在不同市场之间频繁进出的投机活动加剧了市场波动(Bae等,2004^[14];Choe等,2005^[15];Chan等,2008^[16];Angkinand等,2010^[17])。由此可见,资本市场开放的两面性势必会从资本市场向产品市场和要素

市场延伸,进而产生收入分配效应。

企业薪酬差距可以划分为高管薪酬差距、员工薪酬差距、高管与员工之间薪酬差距等几种类型。方芳和李实(2015)^[5]基于中国A股市场上市公司的数据测算了中国企业高管薪酬差距,他们发现,2012年中国企业高管薪酬基尼系数约为0.40,高于员工薪酬基尼系数0.32,但二者均要低于中国当年整体的收入基尼系数。因此,以高管与员工之间薪酬差距所反映的企业内部薪酬差距才可能是构成中国总体收入差距的重要因素。决定企业薪酬差距的因素是多方面的(Faleye等,2013^[18];Greckhamer,2016^[19])。适度的薪酬差距所产生的激励效应可以用锦标赛理论所解释。该理论认为,复杂环境中委托代理问题不可避免,因此观测代理人的绝对绩效存在较高成本,而将代理人的薪酬依赖于其相对排名的锦标赛机制不仅可以规避这一问题,还可以强化激励效果(Lazear和Rosen,1981^[20];Rosen,1986^[21])。薪酬差距在某种程度上客观反映了企业内部管理者与普通员工在禀赋、人力资本、对企业的重要性等方面的差异。因此适度的薪酬差距对于企业的发展是有利的,锦标赛理论也在中国市场环境中被证实(黎文靖等,2014^[22];孔东民等,2017^[23])。然而,企业内部薪酬差距的持续扩大则可能产生不良后果。一方面,薪酬差距的存在可能诱导“逆向选择”行为,这意味着企业高管可能出于自利目的产生不利于股东合法收益的行为,例如提供虚假报告、隐瞒负面消息、盈余管理适当、竞争对手之间的互相拆台等(O’Keeffe等,1984^[24];Carpenter和Sanders,2004^[25];Gilpatric,2011^[26];Connelly等,2014^[27]);另一方面,薪酬差距的持续扩大所产生的不公平感也可能导致消极怠工现象,进而产生负面的激励效应(DeVaro和Gürtler,2015^[28];魏芳和耿修林,2018^[29])。

资本市场开放是否存在收入分配效应在学术界还存在争论。一些学者认为,资本市场开放扩大了收入差距。Das和Mohapatra(2003)^[30]基于实证研究发现,股票市场自由化使得收入向最高20%的人群集中,而对收入最低20%人群并未产生明显的影响,这意味着资本市场开放加剧了收入差距。Furceri和Loungani(2018)^[31]基于149个国家1970—2010年的面板数据进行实证检验发现,资本账户自由化加剧了收入不平等程度,原因可能在于资本市场开放之后企业与员工之间的议价能力发生了变化。然而,也有一些学者发现,资本市场开放并不必然扩大收入差距。股票市场的开放在一定程度上实现风险分担,确保了资产价格的有效性,从而起到了稳定市场的效果,这有助于确保中小投资者收益和改善不平等状况(Iwata和Wu,2009^[32];Chan和Kwok,2017^[33])。此外,也有学者指出,在健康的金融体系中,金融自由化对收入分配会产生积极的影响,并且相应的影响渠道是扩大或缩小收入差距的关键(Bumann和Lensink,2015^[34];Ni和Liu,2019^[35])。尽管2014年以来的沪港通、深港通、沪伦通等举措是在深化金融体制改革背景下进行的,并且也有力地服务了实体经济,但其所发挥的收入分配效应,尤其是对企业内部薪酬差距的影响却鲜有文献涉及。

2. 研究假设

前面已经指出,资本市场开放具有两面性,既促进了资本的国际间流动、优化了投资效率甚至推动了经济发展,也加剧了国际间的投机活动和金融风险。正如一些学者所指出的,资本市场开放所带来的金融自由化对收入分配的影响取决于相应的渠道(Ni和Liu,2019)^[35],这意味着资本市场开放既可能扩大也可能缩小企业的内部薪酬差距。具体而言,资本市场开放对企业内部薪酬差距存在两方面不同的影响。一方面,资本市场的开放引入了国际资本和外国机构投资者,这对于优化企业内部治理和监督起到了积极作用(Aggarwal等,2011)^[8],从而限制了企业内部薪酬差距的扩大;另一方面,资本市场开放后,流动性和投资机会的增加将刺激不同市场之间的投资活动(Henry,2000b)^[7],机会和风险的增加势必强化管理层在企业中的作用,管理层有可能利用职权进行冒险,从而增加自身收益,这将扩大企业内部薪酬差距。由此可见,上述两种方向相反的作用可能导致资本市场开放对企业内部薪酬差距的总体影响是不确定的,具体取决于哪种力量居于主导地位。

因此,结合前面有关资本市场开放的收入分配效应的分析,本文提出如下两个待检验的开放性假设。

H_{1a}: 资本市场开放会扩大企业内部薪酬差距。

H_{1b}: 资本市场开放会缩小企业内部薪酬差距。

企业内部薪酬差距的形成与企业内部治理和外部环境密切相关,如果资本市场开放会扩大或缩小企业的内部薪酬差距,也不可避免地与这两类因素有关。因此,本文从企业内部监督机制和外部法律环境两个维度探讨沪港通影响企业内部薪酬差距的内在机制。

内部监督机制在一定程度上决定了对企业内部薪酬差距的合理范围,而资本市场开放很可能影响企业的内部监督机制。代理理论认为,信息不对称和监督成本的存在使得管理层对于盈余管理信息有优先知情权,从而会基于不同盈余管理方式进行薪酬操纵以实现现金收益最大化(Healy, 1985^[36]; 罗宏等, 2016^[37]),这在客观上使得管理层与员工之间的薪酬差距有持续扩大的倾向。因此,从优化企业内部薪酬差距的视角来看,内部监督机制的作用主要体现在三个方面。首先,内部监督机制作为公司治理的重要组成部分在约束企业管理层决策行为方面发挥了重要作用,这在一定程度上限制了委托—代理问题所产生的不利后果。因此,健全的内部监督机制通过限制管理层的自利行为使企业内部薪酬差距保持在合理水平。其次,资本市场开放使得机会与风险并存,管理层对于机会和风险的认知偏差可能导致过度自信(Lambert等, 2012)^[38],这种过度自信可能导致过度投资、盈余管理失当等,从而影响企业内部薪酬差距。完善的内部监督机制有助于限制管理层的过度自信,从而使企业的经营管理处于最优水平,这也有利于形成合理的薪酬差距。最后,正如前面所指出的,资本市场开放所引入的国际投资者不仅可能促进公司治理机制的完善,还可能弥补监督不足所产生的失灵现象,进而限制了不合理薪酬制度(Aggarwal等, 2011^[8]; 陈汉文和黄轩昊, 2019^[39])。因此,本文提出如下假设:

H_{2a}: 企业内部监督机制是资本市场开放影响企业内部薪酬的渠道。

外部法律环境则是企业内部薪酬差距形成的外在原因。外部法律环境反映了外在的监管机制的完善程度,一定程度上可能对企业的内部监督产生替代作用(洪正和周轶海, 2008)^[40]。具体而言,外部法律环境的影响主要体现在三个方面。第一,外部法律环境可以影响企业信息披露质量和内部控制质量。法治水平较高的地区,企业信息披露的质量更高,这不仅有助于企业树立良好形象,也在客观上对企业管理层的自利行为进行了限制(La Porta等, 1998)^[41]。第二,外部法律环境可以强化社会监督的效果。法治水平较高的地区,政府监管和社会公众监督的机制相对完善,这种严格的外部监管机制可以降低管理层报酬的激励强度(John等, 2006)^[42]。因此,在资本市场开放之后金融体系依然能在良好的状态下运行,从而使资本市场开放有利的一面得到发挥、不利的一面得到限制,这也会对企业内部薪酬差距产生积极影响。第三,外部法律环境决定了企业营商环境的优劣。法治水平较高的地区,企业所面临的未决纠纷可以得到妥善处理(刘慧等, 2016)^[43],营商环境的优化有助于企业的薪酬差距保持在合理水平。因此,本文提出如下假设:

H_{2b}: 外部法律环境会对资本市场开放影响企业内部薪酬产生调节作用。

三、研究设计

1. 计量模型构建

由于企业薪酬差距受到众多因素的影响,因此研究资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响时不可避免地遇到内生性问题。沪港通是中国资本市场开放的重要事件,这为实证研究提供了有利条件:一方面,企业是否进入沪港通试点范围所依赖的因素与企业薪酬差距基本是无关的;另一方面,沪港通试点机制提供了天然的实验组和对照组。因此,借助这一“准自然实验”,本文将未进入沪港通试点范围的企业作为对照组,进而通过双重差分(Difference in Difference, DID)模型检验

沪港通对企业内部薪酬差距的影响。具体而言,本文构建如下双重差分模型进行实证检验:

$$FPG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Dum \times Time + \alpha_2 X + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, FPG_{it} 为企业内部薪酬差距,定义如表 1 所示。 Dum 为沪港通虚拟变量,当企业在 2014 年 11 月 17 日被调入沪港通试点范围, $Dum = 1$;反之, $Dum = 0$ 。 $Time$ 为沪港通启动时间虚拟变量,2015 年及其以后 $Time$ 的值取 1,反之取 0。由于控制了个体固定效应 μ_i 与时间固定效应 λ_t ,上述模型中并未出现 Dum 与 $Time$ 项。交乘项 $Dum \times Time$ 的估计参数 α_1 即为双重差分统计量:当 α_1 显著为正时,表示沪港通扩大了企业内部薪酬差距;当 α_1 显著为负时,表示沪港通缩小了企业内部薪酬差距;当 α_1 不显著时,表示沪港通对企业内部薪酬差距无影响。 X 为一系列影响可能对企业内部薪酬差距产生影响的控制变量。

2. 变量定义与描述性统计

关于企业内部薪酬差距 (FPG) 的衡量,借鉴 Faleye 等 (2013)^[44]、Banker 等 (2016)^[45]、孔东民等 (2017)^[23] 的研究,将其定义为管理层平均薪酬 (AMP) 与员工平均薪酬 (AEP) 的比值。高管薪酬可以分解为现金薪酬与股权薪酬两部分,但在中国上市公司中现金薪酬比重较大(高良谋和卢建词,2015)^[46],尤其在已有文献中通常也采用薪金薪酬衡量高管薪酬(王克敏和王志超,2007^[47];方军雄,2009^[48];孔东民等,2017^[23])。因此,本文将 AMP 与 AEP 分别定义为: $AMP =$ 董事、监事及高管年薪总额/管理层规模,其中管理层规模为董事人数、高管人数、监事人数总和减去独立董事人数以及未领取薪酬的董事、监事或高管人数; $AEP =$ 支付给职工以及为职工支付的现金(扣除董事、监事及高管年薪总额)/员工人数(扣除管理层规模)。此外,在后面的分析中,本文还以前三名高管平均薪酬衡量管理层平均薪酬,进而重新测算企业内部薪酬差距(记作 FPG'),以检验分析结果稳健性。

此外结合已有的研究,本文控制了一系列可能影响企业内部薪酬差距的企业特征与行业特征变量,包括企业规模 ($Lsize$)、资产负债率 (Lev)、净资产收益率 (Roe)、企业年龄 (Age)、营业收入增长率 ($Growth$)、行业集中度 (Hhi)、独立董事占比 ($Indratio$)、管理层持股比例 (Mh)、股权集中度 ($Own1$) 和 CEO—董事长二职合一 ($Dual$)。主要变量定义如表 1 所示。

表 1 变量的定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	内部薪酬差距	FPG	高管平均薪酬/员工平均薪酬
自变量	沪港通标的与否	Dum	被调入沪港通试点范围等于 1,否则等于 0
	调入沪港通时点	$Time$	2014 年及以前等于 0,2015 年及以后等于 1
	双重差分变量	$Dum \times Time$	变量 Dum 与变量 $Time$ 的交乘项
控制变量	企业规模	$Lsize$	企业期末营业收入的自然对数
	资产负债率	Lev	企业期末负债总值与资产总值的比值
	净资产收益率	Roe	企业净利润与总资产的比值,衡量企业的盈利能力
	企业年龄	Age	$\ln(\text{当年年份} - \text{企业开业年份} + 1)$
	营业收入增长率	$Growth$	营业收入增长率,即(本期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
	行业集中度	Hhi	某行业内所有企业以销售额衡量的市场占有率的平方和
	独立董事占比	$Indratio$	独立董事人数与董事会规模的比例
	管理层持股比例	Mh	管理层持股数量占总股本的百分比
	股权集中度	$Own1$	第一大股东持股比例
	两职合一	$Dual$	董事长和总经理两职兼任时取值为 1,否则取 0

资料来源:本文整理

本文选取 2012—2018 年沪深两市上市公司作为初始样本。在样本选择上,进行了如下考虑:在实验组的选择上,本文仅将 2014 年 11 月 17 日调入沪港通试点范围的 568 家上市公司作为实验

组,而未考虑该时点之后沪港通标的的范围的变动,这是因为在沪港通启动之后,未被调入的企业会将沪港通企业作为“榜样”对自身的特征进行调整,从而导致2014年11月17日之后入选沪港通试点的企业存在一定程度的“自选择”,这将难以保证沪港通这一政策冲击的严格外生性;在对照组样本的选择上,考虑到深港通于2016年12月6日正式开通,这会破坏自然实验平台,因此在对照组样本中还剔除了2016年12月6日被调入深港通试点范围的881家上市公司样本。此外,结合已有文献,对初始样本进行如下预处理:(1)剔除2012年以后上市的公司;(2)删除金融类上市公司;(3)剔除数据存在缺失的样本。经配对处理后,共获取1342家上市公司9394个公司年度平衡面板样本观测值。其中,实验组为沪股通标的公司,共计428家上市公司2996个观测值;对照组为沪股通标的配对公司,共计914家上市公司6398个观测值。数据源自CSMAR、锐思与色诺芬数据库,全部连续变量均在1%(99%)分位上进行了Winsorize处理。表2列示了实验组和对照组企业内部薪酬差距在沪港通启动前后的描述性统计及检验。可以看出,均值差检验的t统计量、Wilcoxon秩和检验的Z统计量均显示,实验组企业内部薪酬差距显著下降,而对照组企业内部薪酬差距则并未发生明显的变化。

表2 企业薪酬差距在沪港通启动前后描述性统计及检验

组别	变量	沪港通启动前			沪港通启动后			均值差检验	Wilcoxon 检验
		均值	标准差	中位数	均值	标准差	中位数	t 统计量	Z 统计量
实验组	FPG	5.499	0.121	4.247	5.060	0.090	3.977	2.982***	2.668***
	FPG'	9.636	0.244	6.995	8.949	0.193	6.456	2.236**	3.109***
对照组	FPG	3.609	0.045	3.053	3.682	0.041	3.090	1.196	-0.442
	FPG'	6.316	0.086	5.221	6.442	0.079	5.225	-1.068	-0.079

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著

资料来源: 本文整理

为检验双重差分模型在本文研究的适用性,在进行实证检验之前,需对实验组与对照组样本的内部薪酬差距进行平行趋势检验。换句话说,如果两组样本的内部薪酬差距随时间变化趋势在沪港通开通之前是平行的,就可以认为关于实验组和对照组的划分是合适的。2012—2018年沪港通与非沪港通企业内部薪酬差距平均值变化如图1所示。

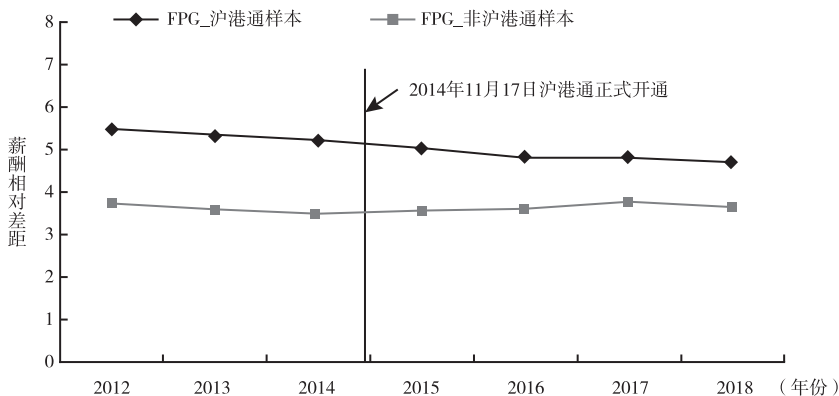


图1 沪港通与非沪港通企业内部薪酬差距平均值变化

资料来源: 本文绘制

根据图1,可以得出两点判断:在整个考察期内,沪港通企业的内部薪酬差距平均而言要明显高于非沪港通企业;在沪港通开通之前,沪港通与非沪港通企业内部薪酬差距的变动趋势基本平行,而在沪港通开通之后,两者的变动趋势不再保持平行,不仅沪港通企业内部薪酬差距有所下降,

而且沪港通样本与非沪港通样本内部薪酬差距之间的差值也有所缩小。从图 1 所反映的趋势可以看出,沪港通开通之后,实验组与对照组样本内部薪酬差距之间的平行趋势被打破,这初步说明了资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响。

四、实证结果分析

1. 基准估计

下面通过双重差分模型实证检验沪港通对企业内部薪酬的影响,表 3 列示了相应的实证检验结果。其中,模型(1)与模型(2)为普通最小二乘(OLS)估计,后者相比前者考虑了控制变量的影响;模型(3)与模型(4)为面板固定效应(FE)估计,前者仅考虑了个体与时间固定效应,后者在此基础上也考虑了控制变量的影响。此外,考虑到同一行业的企业可能会产生相互模仿学习而存在关联性,这里汇报了行业层面的聚类稳健标准误。

表 3 基准估计结果

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	OLS	FE	FE
	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>
<i>Dum × Time</i>	-0.5118 *** (0.1215)	-0.3421 *** (0.1053)	-0.5118 *** (0.1215)	-0.3973 *** (0.0915)
<i>Dum</i>	1.8900 *** (0.1399)	0.9571 *** (0.1064)		
<i>Time</i>	0.0731 (0.0469)	-0.2888 *** (0.0816)		
<i>Lnsiz</i>		0.5696 *** (0.0472)		0.3430 *** (0.0613)
<i>Lev</i>		-0.8098 ** (0.3142)		-0.4655 (0.4808)
<i>Roe</i>		0.9712 *** (0.2300)		0.0358 (0.1493)
<i>Age</i>		0.0090 (0.0119)		-0.0508 *** (0.0138)
<i>Growth</i>		0.6898 *** (0.1209)		0.6826 *** (0.0798)
<i>Hhi</i>		-1.0239 * (0.5505)		2.1621 * (1.0296)
<i>Indratio</i>		1.3620 * (0.7669)		4.2372 *** (0.5979)
<i>Mh</i>		-0.6639 *** (0.2076)		-0.3404 (0.6538)
<i>Own1</i>		-2.6353 *** (0.4053)		-0.4440 (0.5629)
<i>Dual</i>		-0.1403 (0.1245)		-0.2081 ** (0.0926)
个体固定效应	否	否	是	是
时间固定效应	否	否	是	是
<i>Constant</i>	3.6087 *** (0.0969)	-7.4913 *** (0.8922)	4.3344 *** (0.0635)	-3.4134 ** (1.3827)

续表 3

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	OLS	FE	FE
	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>
调整 R ²	0.0593	0.1296	0.0080	0.0428
N	9394	9394	9394	9394

注:括号内为行业层面聚类稳健标准误;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著;“是”表示控制了相应的影响,“否”表示没有考虑相应的影响

资料来源:本文整理

从表3的估计结果可以看出:在不同估计方法下,不论是否考虑控制变量的影响,沪港开通都显著降低了企业的内部薪酬差距。具体而言,模型(3)和模型(4)加入控制变量和固定效应之后,*Dum × Time*的估计参数有所下降,但依然在1%水平显著为负。因此,资本市场开放所表现出的收入分配效应是有利于缩小企业内部薪酬差距的,这也说明沪港通并非是近年来中国企业内部薪酬差距乃至总体收入差距扩大的原因。

2. 政策冲击的持续性

由于沪港开通之后最先对资本要素的流动产生影响,进而逐步向企业的经营管理等各领域延伸,因此资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响可能存在滞后性。此外,沪港通的开通是中国资本市场开放的重要一步,这意味着中国此后的资本市场乃至整个金融市场将发生深刻变化,因此沪港通对企业内部薪酬差距的影响很可能存在持续性。为了检验这种滞后性与持续性,本文设置了*Time15*、*Time16*、*Time17*和*Time18*四个时间虚拟变量,当年份依次为2015年、2016年、2017年和2018年时上述虚拟变量取值为1,否则为0;然后将上述虚拟变量与沪港通标的虚拟变量交乘,并将交乘项加入到计量模型中,估计结果如表4所示。

表 4 政策冲击的持续性

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	OLS	FE	FE
	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>
<i>Dum × Time15</i>	-0.2453* (0.1208)	-0.1654 (0.0986)	-0.2453* (0.1208)	-0.1877 (0.1235)
<i>Dum × Time16</i>	-0.5177*** (0.1011)	-0.2966*** (0.0907)	-0.5177*** (0.1012)	-0.3706** (0.1569)
<i>Dum × Time17</i>	-0.6749*** (0.1478)	-0.4491*** (0.1308)	-0.6749*** (0.1478)	-0.5309*** (0.1672)
<i>Dum × Time18</i>	-0.6095*** (0.1673)	-0.4577** (0.1620)	-0.6095*** (0.1673)	-0.5120*** (0.1808)
<i>Dum</i>	1.8900*** (0.1400)	0.9479*** (0.1066)		
<i>Time15</i>	0.0086 (0.0398)	-0.1552** (0.0646)	-0.1143** (0.0525)	0.1848** (0.0862)
<i>Time16</i>	0.0164 (0.0691)	-0.3825*** (0.1144)	-0.1065 (0.0871)	0.2258** (0.1071)
<i>Time17</i>	0.1920*** (0.0636)	-0.3108*** (0.0952)	0.0691 (0.0819)	0.5071*** (0.1329)

续表 4

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	OLS	FE	FE
	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>
<i>Time18</i>	0.0754 (0.0539)	-0.3542*** (0.0856)	-0.0475 (0.0577)	0.5780*** (0.1627)
控制变量	否	是	否	是
个体固定效应	否	否	是	是
时间固定效应	否	否	是	是
<i>Constant</i>	3.6087*** (0.0969)	-7.6675*** (0.9029)	4.3344*** (0.0635)	-1.8436 (1.4826)
调整 R ²	0.0588	0.1288	0.0082	0.0417
N	9394	9394	9394	9394

注:括号内为行业层面聚类稳健标准误;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著;控制变量的估计参数限于篇幅未能报告,备索,下同

资料来源:本文整理

从表4可以看出:在不同估计法下,不论是否考虑控制变量的影响,*Dum × Time15*估计参数的显著性最差,绝对值也是最小的,这可能意味着沪港通对企业内部薪酬差距影响的滞后性。值得一提的是,模型(3)与模型(4)的估计结果显示,沪港通缩小企业内部薪酬差距的效应在逐步增强,这或许是因为随着中国资本市场的开放,企业所面临的内部及外部环境正在发生深刻的变化,从而使企业的内部薪酬差距逐步向合理水平趋近。结合表3和表4的估计结果来看,假设 H_{1a} 得到检验。

3. 稳健性检验

为了确保实证结果的可靠性,下面采取四种不同的方法进行稳健性检验。

(1)倾向得分匹配-双重差分(PSM-DID)估计。为了准确评估资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响,理想做法是比较同一个企业在调入沪港通试点范围与未调入沪港通试点范围的内部薪酬差距,但现实中无法观测到这一“反事实”。因此,为了控制潜在的选择性偏差,本文采取倾向得分匹配方法对样本进行分析。为确保匹配方法的有效性,本文选取前文提到的与企业内部薪酬差距有关的控制变量作为匹配变量,并采取最近邻匹配方法进行了倾向得分匹配^①:对每一个沪港通标的企业,在对照组中只保留一个与之倾向得分最为接近的企业。然后,剔除其他没有成功匹配的实验组和对照组样本再进行双重差分估计,估计结果如表5所示。可以看出:在进行PSM-DID估计之后,*Dum × Time*的估计参数依然显著为负。具体而言,比较表5与表3中的模型(4)可以看出,*Dum × Time*的估计参数显著性以及大小均未发生明显的变化,这印证了资本市场开放对企业内部薪酬差距影响的稳健性。

表5 PSM-DID估计结果

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	OLS	FE	FE
	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>
<i>Dum × Time</i>	-0.4104*** (0.1340)	-0.3346** (0.1239)	-0.4847*** (0.1227)	-0.3843*** (0.0837)

① 在采取不同匹配方法进行倾向得分匹配之后,对匹配样本的估计结果均显示,*Dum × Time*的估计参数依然显著为负,限于篇幅,备索。

续表 5

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	OLS	FE	FE
	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>
<i>Dum</i>	2.3148*** (0.1565)	0.8634*** (0.2101)		
<i>Time</i>	-0.0201 (0.0443)	-0.3331*** (0.0776)		
控制变量	否	是	否	是
个体固定效应	否	否	是	是
时间固定效应	否	否	是	是
<i>Constant</i>	3.1695*** (0.0794)	-8.3275*** (1.8395)	4.3866*** (0.0688)	-2.9669 (2.2173)
调整 R ²	0.1021	0.1652	0.0099	0.0412
N	5952	5952	5952	5952

注:括号内为行业层面聚类稳健标准误;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著

资料来源:本文整理

(2) 替换薪酬差距度量指标。企业内部薪酬差距的衡量指标具有多样性,很可能因为本文所选择企业内部薪酬差距度量指标具有特殊性,从而使得上述基准回归结果比较显著。因此为了规避度量指标本身对回归结果产生影响,这里借鉴方军雄(2009)^[48]、高良谋和卢建词(2015)^[46]的做法,采取董事监事及高管前三名薪酬总额的平均值,用以反映管理层平均薪酬,进而重新计算企业员工平均薪酬以及内部薪酬差距(后者记作 *FPG'*)。在此基础上,重新采用双重差分模型估计沪港通对企业内部薪酬差距的影响,结果如表 6 所示。

表 6 替换薪酬差距度量指标估计结果

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	OLS	FE	FE
	<i>FPG'</i>	<i>FPG'</i>	<i>FPG'</i>	<i>FPG'</i>
<i>Dum × Time</i>	-0.8134*** (0.2500)	-0.5603** (0.2042)	-0.8134*** (0.2501)	-0.5929*** (0.1651)
<i>Dum</i>	3.3201*** (0.3331)	1.7574*** (0.1645)		
<i>Time</i>	0.1260 (0.1001)	-0.4908*** (0.1505)		
控制变量	否	是	否	是
个体固定效应	否	否	是	是
时间固定效应	否	否	是	是
<i>Constant</i>	6.3162*** (0.2393)	-13.7562*** (1.6638)	7.6271*** (0.0972)	-8.2241*** (2.4547)
调整 R ²	0.0464	0.1199	0.0053	0.0348
N	9394	9394	9394	9394

注:括号内为行业层面聚类稳健标准误;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著

资料来源:本文整理

表 6 的估计结果显示:即使替换企业内部薪酬差距的度量指标,沪港通对企业薪酬差距的负向影响依然存在。由于前三名高管的平均薪酬一般要高于企业管理层的平均薪酬,因此以前三名高管所

计算得到的企业内部薪酬差距要比以管理层平均薪酬计算得到的企业内部薪酬差距更大。比较表 6 和表 3 可以看出,替换企业内部薪酬差距的度量指标之后, $Dum \times Time$ 的估计参数的绝对值更大,这意味着资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响更多地体现在对前三名高管平均薪酬的约束上。

(3) 剔除干扰因素的影响。企业内部薪酬差距的决定因素很多,这也是本文构造“准自然实验”来规避内生性的原因之一。然而,构造“准自然实验”依然不能完全规避内生性,这是因为考察期内正值中国经济处于转型调整阶段,很多政策或冲击都出现在这一阶段,干扰了本文的研究结论。因此,这里着重剔除三种因素的干扰,以检验资本市场开放缩小企业内部薪酬差距的稳健性。

第一,剔除“限薪令”的影响。所谓“限薪令”是指于 2015 年 1 月 1 日开始实施的《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》,该《方案》于 2014 年 8 月 29 日的中央政治局会议审议通过。2015 年的“限薪令”相比 2009 年“限薪令”更为严格:央企高管薪酬上限由原来员工平均工资的 20 倍下调为 8 倍(孔东民,2017)^[23]。由于 2015 年的“限薪令”不可避免地对央企及其控股上市公司内部薪酬差距产生影响,且该政策冲击与沪港通启动时间几乎重合,这在很大程度上干扰了本文的分析结果。因此,这里有必要剔除“限薪令”的影响:考虑到很多地方国有企业也可能间接受到“限薪令”的影响,本文逐步剔除基准估计样本中的中央国企和地方国企样本,然后再进行 DID 估计,结果如表 7 中的模型(1)~模型(3)所示。

第二,剔除股权激励的影响。正是因为有了“限薪令”等政策出台,企业也采取了相应的对策。近年来,股权激励越来越成为企业激励高管的重要形式。股权激励的出现意味着企业高管现金薪酬的相对下降,这在客观上导致了高管与员工之间薪酬差距的缩小,因而干扰了资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响。为此,有必要剔除股权激励的干扰以检验估计结果的稳健性。具体而言,本文将每个上市公司所有高管“激励权益占授予时公司总股数的比例”加总到公司层面,当该比例大于 0 则表示公司存在股权激励。然后,在基准估计的样本基础上剔除存在股权激励的企业样本,最后再进行 DID 估计,结果如表 7 中的模型(4)所示。

表 7 剔除干扰因素后的估计结果

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	剔除“限薪令”影响			剔除股权激励的影响	剔除薪酬上升过快的影响	同时剔除上述三类干扰因素
	剔除央企	剔除地方国企	剔除国企			
	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>
<i>Dum × Time</i>	-0.4163*** (0.0957)	-0.3407** (0.1185)	-0.3373** (0.1449)	-0.4385*** (0.1101)	-0.4993*** (0.0952)	-0.6384*** (0.2275)
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
<i>Constant</i>	-3.9589** (1.6457)	-4.4729*** (0.9482)	-5.1147*** (1.2206)	-1.9122 (1.9017)	-3.4292** (1.4125)	-28216* (1.4493)
调整 R ²	0.0448	0.0452	0.0509	0.0439	0.0474	0.0661
N	8106	6599	5311	8042	5689	2399

注:括号内为行业层面聚类稳健标准误;*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著

资料来源:本文整理

第三,剔除最低工资制度的影响。近年来,普通企业职工的收入水平在逐年攀升,这与最低工资制度不无关系。中国的最低工资制度于 2004 年正式实施以来,各省份的最低工资标准在逐年提高。企业用工成本的不断上升,在客观上缩小了企业员工与高管之间的薪酬差距,因而也会干扰资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响。考虑到最低工资标准在不同地区之间存在差异,本文按

照如下方式剔除其影响:首先,计算考察期内每个企业内员工平均薪酬的增速,并计算地级市层面的平均增速;其次,剔除员工平均薪酬增速高于所在城市平均增速的企业样本,从而保留员工薪酬增速缓慢的样本;最后,对于剩余样本进行 DID 估计,如果估计结果依然显著,则不能排除资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响。估计结果如表 7 中的模型(5)所示。

估计结果显示:不论是分别剔除以上三种干扰因素,还是同时剔除这三类干扰因素, $Dum \times Time$ 的估计系数均显著,这说明在剔除干扰因素之后,资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响依然存在。首先,对于模型(1)~模型(3)而言,不论是分别剔除央企和国企样本,还是同时剔除这两个样本,交乘项的估计系数都在 5% 水平显著,这说明即使在剔除“限薪令”的影响之后,资本市场开放依然显著地缩小了企业内部薪酬差距。其次,从模型(4)可以看出,在剔除股权激励样本之后, $Dum \times Time$ 的估计系数依然在 1% 水平显著。再次,根据模型(5),剔除员工薪酬上升过快样本之后,资本市场开放缩小企业内部薪酬差距的影响依然存在。最后,根据模型(6),同时剔除以上三种干扰因素之后, $Dum \times Time$ 的估计系数依然在 1% 水平显著,这说明在尽可能规避这些可能缩小企业内部薪酬差距的潜在因素之后,资本市场开放对企业内部薪酬的影响依然存在。此外,模型(6)显示,交乘项估计参数的绝对值要明显高于表 3 中模型(4)的相应参数,因而上述三个干扰因素的存在,可能导致资本市场开放对企业内部薪酬差距的缩小效应被低估。

(4)安慰剂检验。为了进一步检验本文的分析结果是否会受到一些不可观测因素的驱动,这里借鉴 Cai 等(2016)^[49]、任胜钢等(2019)^[50]的做法,采取随机分配沪港通企业的方法进行安慰剂测试。具体而言,从 1342 个上市公司样本中随机抽取 428 个企业作为虚拟的沪港通企业,并将剩余样本作为对照组。随机抽取的目的在于确保本文所构建的核心自变量 $Dum \times Time$ 对企业内部薪酬差距没有影响,换言之,如果交互项估计参数依然显著为负将表明本文的分析结果存在偏差。本文采取上述方法在原样本基础上构造了六个虚拟实验组,并在此基础上进行 DID 估计,结果如表 8 所示。

表 8 安慰剂检验结果

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	虚拟组 1	虚拟组 2	虚拟组 3	虚拟组 4	虚拟组 5	虚拟组 6
	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>
$Dum1 \times Time$	-0.0964 (0.1043)					
$Dum2 \times Time$		0.0588 (0.0581)				
$Dum3 \times Time$			0.0522 (0.0814)			
$Dum4 \times Time$				0.0289 (0.1070)		
$Dum5 \times Time$					0.0411 (0.0666)	
$Dum6 \times Time$						-0.0088 (0.0561)
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是

续表 8

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	虚拟组 1	虚拟组 2	虚拟组 3	虚拟组 4	虚拟组 5	虚拟组 6
	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>	<i>FPG</i>
<i>Constant</i>	-3.3035 ** (1.4135)	-3.1791 ** (1.3389)	-3.1539 ** (1.3451)	-3.1958 ** (1.3731)	-3.1914 ** (1.3549)	-3.2303 ** (1.3784)
调整 R ²	0.0399	0.0398	0.0398	0.0397	0.0398	0.0397
N	9394	9394	9394	9394	9394	9394

注:括号内为行业层面聚类稳健标准误;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著

资料来源:本文整理

表8的估计结果显示:所有的交乘项系数均不显著,这意味着真实的估计结果(即表3中的模型(4))在安慰剂检验中是一个明显的异常值。因此,本文的估计结果不太可能受到不可观测因素的影响。综上所述,四种不同的稳健性检验结果均表明,沪港通的开通的确有助于缩小企业内部薪酬差距。

五、进一步探讨

1. 影响机制的检验

上述研究结果显示,资本市场开放在一定程度上有助于缩小企业的薪酬差距,这与一些文献所揭示的资本市场开放会扩大收入差距的结论有所差异。结合中国股票市场的特殊性,这里从企业内部和外部两个层面进一步探讨资本市场开放收入分配效应的内在机制。正如前文所指出的,资本市场开放很可能会影响企业的内部监督机制,进而影响内部薪酬差距。为了检验这一机制的存在,这里借鉴张洪辉和章琳一(2018)^[51]、王康等(2019)^[52]的做法,将双重差分模型与中介效应模型结合起来进行机制检验。中介效应模型的方程组如下:

$$FPG_{it} = \beta_0 + aDum \times Time + \beta_2 X + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$M_{it} = \beta_0 + bDum \times Time + \beta_2 X + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$FPG_{it} = \beta_0 + a'Dum \times Time + cM_{it} + \beta_2 X + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,式(2)不含中介因子,式(3)为中介因子检验模型,式(4)为包含中介因子检验模型。上述估计参数中 a 为总效应, a' 为直接效应, b 与 c 的乘积为中介效应(间接效应),如果 a' 依然显著则为不完全中介效应,反之则为完全中介效应。比较 a' 与 bc 的符号,如果同号则为中介效应;如果异号则属于遮掩效应(张彩云和吕越,2018)^[53]。中介效应的检验通常通过逐步回归法实现,相应的检验步骤参照 Baron 和 Kenny(1986)^[54]、温忠麟和叶宝娟(2014)^[55]的论述。当式(3)与式(4)中的估计参数 b 与 c 至少有一个不显著时,应构建 Sobel 统计量进行检验,其在 5% 显著水平的临界值为 0.97(徐明和刘金山,2018)^[56]。

此外,由于外部法律环境很可能在资本市场开放影响企业内部薪酬差距过程中发挥了调节作用,因此本文采取如下调节效应模型进行检验:

$$FPG_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Dum \times Time + \gamma_2 Law + \gamma_3 Law \times Time + \gamma_4 Law \times Dum + \gamma_5 Law \times Dum \times Time + \gamma_6 X + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

类似于式(1),由于式(5)当中控制了个体和时间固定效应,因而并不存在单独的 Dum 与 $Time$ 。具体分析中,着重关注估计参数 γ_5 的显著性及大小:如果 γ_5 显著不为 0 时,说明外部法律环境能调节资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响。

2. 内部监督的中介效应

企业内部监督对管理层的经营管理决策起到了约束作用。在我国《公司法》所确立的公司治理架构中尽管存在“三会”结构,但在内部监督方面主要是“二元”模式,即监事会与董事会相对独立并对股东会负责。监事会对董事会履行监督职责,并与董事会共同对经营管理层进行监督。尽管监事会与董事会都会履行监督职责,但因其人员构成、利益侧重点的不同而对企业内部薪酬差距的影响是不一样的。根据《中华人民共和国公司法》的有关规定,董事会当中有相当一部分成员会直接或间接影响企业经营管理决策,同时董事会的职权中也包括制定公司的利润分配方案。由此可见,尽管董事会可以对企业经营管理起到监督作用,但在利润分配方面很可能倾向于对自身(也就是管理层)有利的方案,这在客观上可能扩大企业内部薪酬差距。相比之下,《公司法》规定,监事会成员中职工代表比例不得低于三分之一,因此监事会在利润分配方面很可能倾向于对普通职工有利的方案,这在客观上可能会缩小企业内部薪酬差距。资本市场开放引入了外来投资者,产生的冲击很可能导致企业内部监督结构的变化,使得内部监督更为公开透明,从而有助于形成合理的内部薪酬差距。在进行内部监督的中介效应检验时,本文着重从监事会持股比例(*SupervisorH*)和董事会持股比例(*DirectorH*)入手,这是因为监事会或董事会持股比例的高低在很大程度上反映了监督力度的强弱(张振新等,2011)^[57]。表9列示了本文中介效应的检验结果。

表9 内部监督的中介效应检验

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>FPG</i>	<i>SupervisorH</i>	<i>FPG</i>	<i>DirectorH</i>	<i>FPG</i>
<i>Dum × Time</i>	-0.3973 *** (0.0915)	0.0013 *** (0.0003)	-0.3886 *** (0.0926)	-0.0019 *** (0.0003)	-0.3913 *** (0.0928)
<i>SupervisorH</i>			-6.9063 *** (0.8276)		
<i>DirectorH</i>					3.2285 (2.8940)
控制变量	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
<i>Constant</i>	-3.4134 ** (1.3827)	0.0020 (0.0096)	-3.3993 ** (1.3802)	-0.0111 (0.0090)	-3.3776 ** (1.3723)
调整 R ²	0.0412	0.0604	0.0418	0.9816	0.0413
N	9394	9394	9394	9394	9394
<i>Sobel</i> 检验统计量	$Z = -3.85$			$Z = -1.10$	
	显著			显著	

注:括号内为行业层面聚类稳健标准误;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著

资料来源:本文整理

从表9可以看出,监事会持股与董事会持股的中介效应都存在,假设 H_{2a} 得到验证。但两者存在一定的差异。模型(1)显示,*Dum × Time* 的估计系数在1%水平显著为负,表明资本市场开放的确缩小了企业内部薪酬差距。模型(2)中 *Dum × Time* 的估计系数在1%水平显著为正,说明资本市场开放显著提升了监事会的持股比例。模型(3)中 *SupervisorH* 的估计系数在1%水平显著为负,表明监事会持股比例越高越有利于降低企业内部薪酬差距。此外,*Dum × Time* 的估计系数依然显著为负,表明考虑了监事会的中介效应之后,资本市场开放依然会直接起到缩小企业内部薪酬差距

的效果。Sobel 统计量显著为负,这意味着监事会发挥了部分中介效应。相比之下,模型(4)中 $Dum \times Time$ 的估计系数在 1% 水平显著为负,说明资本市场开放显著降低了董事会的持股比例。模型(5)中 $DirectorH$ 的估计参数尽管不显著,但 Sobel 统计量依然显著,这表明了董事会中介效应的存在。由此可见,资本市场开放对监事会持股比例和董事会持股比例产生了相反的作用,起到强化监事会的监督效果,使得利润分配向普通员工倾斜,从而缩小了企业内部薪酬差距。

需要指出的是,资本市场开放后,可能会出现海外投资者参与上市公司内部治理的现象。相比 A 股上市公司,非 A 股上市公司(B 股、AH 股和 AB 股)中海外投资者参与治理的可能性更大。那么,资本市场开放通过内部监督对企业内部薪酬差距的中介效应有没有可能在非 A 股企业中表现得更为明显呢?基于这种考虑,本文对分析样本进行如下分类:将只发行 A 股的企业标记为“A 股样本”,将只发行 B 股以及同时发行 H 股或 B 股的企业标记为“AX 股样本”,然后分别检验其中介效应,结果如表 10 所示。表 10 的结果显示,资本市场开放通过内部监督对企业内部薪酬差距的影响在“A 股样本”中要比“AX 股样本”更为明显。这一结果看似与预期不太一致,实则有其合理的解释。非 A 股企业的投资者并不仅限于中国大陆地区,这些企业为了迎合境外投资者的需要,会对自身的公司治理和内部监督机制做出相应的调整。因此,对于非 A 股企业而言,沪港通的启动无非是增加了投资的渠道,并不会对企业的内部薪酬差距产生明显的影响,因而源自内部监督的中介效应也就不存在了;但对于 A 股企业而言,沪港通的启动带来的除了资金外,还有海外投资者、先进管理经验等,因而这些受到的冲击更为明显。

表 10 中介效应的异质性

中介效应检验	A 股样本		AX 股样本	
	监事会持股比例	董事会持股比例	监事会持股比例	董事会持股比例
a	-0.3806*** (0.1006)		-0.1136 (0.3451)	
a'	-0.3716*** (0.1016)	-0.3744*** (0.1020)	-0.1110 (0.3340)	-0.1563 (0.3382)
b	0.0013*** (0.0003)	-0.0020*** (0.0003)	-0.000046* (0.000025)	0.0003** (0.0001)
c	-6.7553*** (0.9486)	3.1001 (2.8446)	56.7201 (450.8646)	169.0970*** (47.0780)
Sobel 统计量	-3.7018	-1.0755	-0.1255	2.3025
检验结论	中介效应	中介效应	无中介效应	遮掩效应

注:表中的估计参数 a 、 a' 、 b 和 c 分别对应式(2)一式(4)中的估计参数;括号内为行业层面稳健标准误;*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著

资料来源:本文整理

3. 外部法律环境的调节作用

从企业的外部来看,企业所处地区的法律环境是资本市场开放影响企业内部薪酬差距的外在因素。一定程度上讲,企业的信息披露质量和公司治理架构很大程度上依赖于当地的司法体系的完善程度(La Porta 等,1998^[41];钟覃琳等,2018^[10]),因此外部法律环境可能会对资本市场开放影响企业内部薪酬差距产生调节作用。外部法律环境的衡量参照了王小鲁等(2019)^[58]所编写《中国分省份市场化指数报告(2018)》,该《报告》中披露了中国大陆 31 个省级行政区(不含港澳台)2008—2016 年“市场中介组织的发育和法治环境”指数的排序:为便于分析,对相应的排序取倒数,值越大表示企业所在省份法律环境越良好。在本文的研究中,参照夏立军和方轶强(2005)^[59]、刘

慧等(2016)^[43]的做法,认为指数在不同年份相对稳定,因此 2016 年以后的指数用 2016 年的替代^①。正如前面所指出的,虽然本文所考察样本均为中国大陆上市的企业,也都会受中国大陆法律环境的影响,但与只发行 A 股的企业不同的是,同时发行 H 股和 B 股的企业为迎合境外投资者的需要,还可能间接受到中国大陆以外法律环境的影响。因此,为比较法律环境对资本市场开放影响企业内部薪酬的调节作用所具有的异质性,这里依然对分析样本进行如下分类:将只发行 A 股的企业标记为“A 股样本”,将只发行 B 股以及同时发行 H 股或 B 股的企业标记为“AX 股样本”,分别根据式(5)进行估计。表 11 列示了面板固定效应模型下的估计结果。

表 11 的分析结果显示:在资本市场对企业内部薪酬差距的影响中,外部法律环境的确发挥了调节作用。总体来看,法律环境自身就能起到防止企业内部薪酬差距扩大的效果(尽管不显著),尤其是受到中国大陆境内和境外多重法律环境影响的“AX 股样本”。结合模型(1)和(2)来看,对于全样本而言,不论是否加入控制变量, $Dum \times Time \times Law$ 的估计参数均在 5% 水平显著为负,这说明外部法律环境越好,资本市场开放缩小企业内部薪酬差距的效应越明显。在法律环境较好的地区,法律体系的完备性和执法力度都比较高,既有助于企业建立良好的公司治理架构,也有助于通过完善外部监管和社会监督来弥补内部监督的不足,还有助于优化企业的营商环境,这都会对企业的经营管理产生约束作用,降低了信息不对称和违法违规行为的发生,从而强化了资本市场开放在影响企业内部薪酬差距方面的积极作用。因此,假设 H_{2b} 得到检验。

表 11 外部法律环境的影响

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本		A 股样本	AX 股样本
	FPG	FPG	FPG	FPG
$Dum \times Time$	-0.3312* (0.1782)	-0.2291 (0.1778)	-0.1721 (0.1810)	-0.8707 (0.7759)
Law	-0.1736 (0.1300)	-0.1996 (0.1240)	-0.1335 (0.1184)	-1.3694* (0.7246)
$Time \times Law$	-0.0080 (0.1583)	-0.0849 (0.1532)	-0.0792 (0.1372)	-1.7338 (1.6412)
$Dum \times Law$	-0.0064 (0.3634)	-0.0183 (0.3629)	0.0245 (0.3816)	-0.2047 (1.1876)
$Dum \times Time \times Law$	-0.6930** (0.3128)	-0.6430** (0.2965)	-0.7840** (0.2885)	3.2505 (2.0709)
控制变量	否	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
Constant	4.3789*** (0.0438)	-3.4434*** (0.8550)	-4.4325*** (0.8221)	9.9572*** (2.2069)
调整 R ²	0.0082	0.0424	0.0474	0.0426
N	9394	9394	8771	623

注:括号内为区域层面聚类稳健标准误(考虑到法律环境的区域性特征,同一省份的企业可能因相同的法律环境而存在关联性,所以这里汇报了区域层面的聚类稳健标准误);*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著

资料来源:本文整理

① 由于法治环境的改善是一个渐进过程,短期内具有稳定性,尤其是 2016—2018 年中国的法治环境并未发生明显的变化,因此这种替换具有合理性。

进一步地,结合表 11 中模型(3)和模型(4)来看,只有“A 股样本”中 $Dum \times Time \times Law$ 的估计参数在 5% 水平显著为负,而“AX 股样本”相应的估计参数并不显著。这一结果看似有悖于常识,实则有其合理的解释:“AX 股样本”相比“A 股样本”的外部法律环境更为复杂,外部监督更强,因而法律环境自身就能对企业内部薪酬差距的不合理扩大起到约束作用(这解释了为何只有模型(4)中 Law 的估计参数显著为负),因而资本市场开放对这类企业内部薪酬差距的冲击并没有那么强烈;但“A 股样本”的外部法律环境相对单一,外部监督相对薄弱,资本市场开放使得入选沪港通标的范围的 A 股企业面临的外部法律约束增强,因而对企业内部薪酬差距的缩小效应也更为显著,这与钟覃琳等(2018)^[10]所指出的资本市场开放所带来的积极效应仅存在于司法制度环境薄弱的地区具有相似性。

六、结 论

资本市场开放所具有的两面性使得其对收入分配的影响一直存在争论。本文着重探讨资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响,利用沪港通开通这一“准自然实验”构造双重差分模型进行了实证检验。研究的主要发现如下。

第一,沪港通的开通显著缩小了企业内部薪酬差距。在剔除“限薪令”、股权激励、最低工资制度等因素的干扰之后,这一效应依然显著,其他稳健性检验方法也证实了这一结论的可靠性。由此可见,沪港通开通并非是近年来中国企业内部薪酬差距乃至总体收入差距扩大的原因。

第二,内部监督是资本市场开放缩小企业内部薪酬差距的一个途径。沪港通显著提升了监事会的持股比例,但降低了董事会的持股比例,这有助于强化代表职工利益的监事会的监督力度,从而起到缩小企业内部薪酬差距的作用。此外,资本市场开放对于非 A 股(B 股、AH 股、AB 股)企业内部薪酬差距的影响不显著,相应的中介效应也并不存在。

第三,外部法律环境对资本市场开放影响企业内部薪酬差距产生了调节作用。A 股企业相比非 A 股企业外部法律环境更为单一,外部监督相对薄弱,而资本市场开放使得入选沪港通标的范围的 A 股企业面临的外部法律约束增强,因而对企业内部薪酬差距的缩小效应也更为显著。

企业内部薪酬差距的持续扩大将带来不利后果,因此各国政府都在出台直接或间接措施确保其处于合理范围。例如,2015 年 8 月,美国证券监管部门曾出台一项规则强制要求企业披露 CEO 与员工的薪酬差距。从应对社会主要矛盾转化的角度讲,调节企业内部薪酬差距是党的十九大报告所提出的“促进收入分配更合理更有序”的应有之义。本文的研究结论存在如下几个方面的政策启示:第一,应当重视资本市场开放对收入分配的影响,防止资本市场开放对企业内部薪酬差距产生长期不利的影 响;第二,应当鼓励企业建立完善的内部监督机制,从而规避开放性资本市场环境下企业内部薪酬差距的持续不合理扩大;第三,地方政府部门应当不断完善当地的法律环境,从而尽可能规避资本市场开放的不利影响在收入分配领域蔓延和扩大。

需要指出的是,尽管本文初步回答了资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响及其机制,但研究中依然存在值得深入分析的地方。例如,可以对沪港通与深港通在影响企业内部薪酬差距方面的差异进行比较研究,进而探讨其背后可能的原因;再例如,可以构建开放型经济条件下的一般均衡模型探讨资本市场开放对于劳动、资本和企业家才能要素分配的影响,进而探讨企业内部薪酬差距形成与演化的理论机制。

参考文献

[1]陈运森,黄健峤.股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J].北京:金融研究,2019,(8):

151 - 170.

- [2] Piketty, T., L. Yang, and G. Zucman. Capital Accumulation, Private Property and Rising Inequality in China, 1978—2015 [J]. *American Economic Review*, 2019, 109, (7): 2469 - 2496.
- [3] 杨耀武, 杨澄宇. 中国基尼系数是否真地下降了? ——基于微观数据的基尼系数区间估计[J]. 北京: 经济研究, 2015, (3): 75 - 86.
- [4] Chen, S., H. Ma, and D. Bu. Board Affiliation and Pay Gap [J]. *China Journal of Accounting Research*, 2014, (7): 81 - 100.
- [5] 方芳, 李实. 中国企业高管薪酬差距研究[J]. 北京: 中国社会科学, 2015, (8): 47 - 67, 205.
- [6] Henry, P. B. Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices [J]. *Journal of Finance*, 2000, 55, (2): 529 - 564.
- [7] Henry, P. B. Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, (1): 301 - 334.
- [8] Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira, and P. Matos. Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100, (1): 154 - 181.
- [9] Bekaert, G., C. R. Harvey, and C. Lundblad. Financial Openness and Productivity [J]. *World Development*, 2011, 39, (1): 1 - 19.
- [10] 钟覃琳, 陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗? ——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 北京: 管理世界, 2018, (1): 177 - 187.
- [11] 钟凯, 孙昌玲, 王永妍, 王化成. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J]. 北京: 金融研究, 2018, (7): 178 - 196.
- [12] 连立帅, 朱松, 陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用: 基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (3): 106 - 124.
- [13] Stiglitz, J. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability [J]. *World Development*, 2000, (28): 1075 - 1086.
- [14] Bae, K., K. Chan, and A. Ng. Investibility and Return Volatility [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, (71): 239 - 263.
- [15] Choe, H., B. Kho, and R. M. Stulz. Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea [J]. *Review of Financial Studies*, 2005, (18): 795 - 829.
- [16] Chan, K., A. J. Menkveld, and Z. Yang. Information Asymmetry and Asset Prices: Evidence from the China Foreign Share Discount [J]. *Journal of Finance*, 2008, (63): 159 - 196.
- [17] Angkinand, A. P., W. Sawangngoenyuan, and C. Wihlborg. Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-country Analysis [J]. *International Review of Finance*, 2010, (10): 263 - 292.
- [18] Faleye, O., E. Reis, and A. Venkateswaran. The Determinants and Effects of CEO-Employee Pay Ratios [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37, (8): 3258 - 3272.
- [19] Greckhamer, T. CEO Compensation in Relation to Worker Compensation across Countries: The Configurational Impact of Country-level Institutions [J]. *Strategic Management Journal*, 2016, (37): 793 - 815.
- [20] Lazear, E. P., and S. Rosen. Rank-order Tournaments as Optimum Labor Contracts [J]. *Journal of Political Economy*, 1981, 89, (5): 841 - 864.
- [21] Rosen, S. Prizes and Incentives in Elimination Tournaments [J]. *American Economic Review*, 1986, 76, (4): 701 - 715.
- [22] 黎文靖, 岑永嗣, 胡玉明. 外部薪酬差距激励了高管吗——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (4): 24 - 35.
- [23] 孔东民, 徐茗丽, 孔高文. 企业内部薪酬差距与创新[J]. 北京: 经济研究, 2017, (10): 146 - 159.
- [24] O'Keefe, M., W. K. Viscusi, and R. J. Zeckhauser. Economic Contests: Comparative Reward Schemes [J]. *Journal of Labor Economics*, 1984, 2, (1): 27 - 56.
- [25] Carpenter, M. A., and W. G. Sanders. The Effects of Top Management Team Pay and Firm Internationalization on MNC Performance [J]. *Journal of Management*, 2004, 30, (4): 509 - 528.
- [26] Gilpatric, S. M. Cheating in Contests [J]. *Economic Inquiry*, 2011, 49, (4): 1042 - 1053.
- [27] Connolly, B. L., L. Tihanyi, and T. R. Crook. Tournament Theory: Thirty Years of Contests and Competitions [J]. *Journal of Management*, 2014, 40, (1): 16 - 47.
- [28] DeVaro, J., and O. Gürtler. Strategic Shirking in Promotion Tournaments [J]. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 2015, 32, (3): 620 - 651.
- [29] 魏芳, 耿修林. 高管薪酬差距的阴暗面——基于企业违规行为的研究[J]. 北京: 经济管理, 2018, (3): 57 - 73.
- [30] Das, M., and S. Mohapatra. Income Inequality: The Aftermath of Stock Market Liberalization in Emerging Markets [J]. *Journal of*

Empirical Finance,2003,10,(1):217-248.

[31] Furceri,D, and P. Loungani. The Distributional Effects of Capital Account Liberalization[J]. Journal of Development Economics, 2018,(130):127-144.

[32] Iwata,S., and S. Wu. Stock Market Liberalization and International Risk Sharing[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions & Money,2009,19,(3):461-476.

[33] Chan,M., and S. Kwok. Risk-sharing,Market Imperfections,Asset Prices:Evidence from China's Stock Market Liberalization[J]. Journal of Banking & Finance,2017,(84):166-187.

[34] Bumann. S., and R. Lensink. Capital Account Liberalization and Income Inequality[J]. Journal of International Money and Finance,2015,(61):143-162.

[35] Ni,N., and Y. Liu. Financial Liberalization and Income Inequality:A Meta-analysis based on Cross-country Studies[J]. China Economic Review,2019,forthcoming.

[36] Healy,P. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions[J]. Journal of Accounting and Economics,1985,7,(1):85-107.

[37] 罗宏,曾永良,宛玲羽. 薪酬攀比、盈余管理与高管薪酬操纵[J]. 天津:南开管理评论,2016,(2):19-31,74.

[38] Lambert,J., V. Bessière, and G. N'Goala. Does Expertise Influence the Impact of Overconfidence on Judgment, Valuation and Investment Decision? [J]. Journal of Economic Psychology,2012,33,(6):1115-1128.

[39] 陈汉文,黄轩昊. 内部控制、薪酬差距与企业价值[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版),2019,(2):64-73.

[40] 洪正,周轶海. 内部监督、监管替代与银行价值[J]. 北京:金融研究,2008,(7):119-132.

[41] La Porta,R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy,1998,(6):1113-1155.

[42] John,K., H. Mehran, and Y. Qian. Incentive Features in CEO Compensation:The Role of Regulation and Monitored Debt[R]. NYU Working Paper No. CLB-06-018,2006.

[43] 刘慧,张俊瑞,周键. 诉讼风险、法律环境与企业债务融资成本[J]. 天津:南开管理评论,2016,(19):27.

[44] Faleye,O., E. Reis, and A. Venkateswaran. The Determinants and Effects of CEO- Employee Pay Ratios[J]. Journal of Banking & Finance,2013,37,(8):3258-3272.

[45] Banker,R. D., D. Bu, and M. N. Mehta. Pay Gap and Performance in China[J]. Abacus,2016,52,(3):501-531.

[46] 高良谋,卢建词. 内部薪酬差距的非对称激励效应研究——基于制造业企业数据的门限面板模型[J]. 北京:中国工业经济,2015,(8):114-129.

[47] 王克敏,王志超. 高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究[J]. 北京:管理世界,2007,(7):111-119.

[48] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. 北京:经济研究,2009,(3):110-124.

[49] Cai,X., Y. Lu, M. Wu, and L. Yu. Does Environmental Regulation Drive away Inbound Foreign Direct Investment? Evidence from a Quasi-natural Experiment in China[J]. Journal of Development Economics,2016,(123):73-85.

[50] 任胜钢,郑晶晶,刘东华,陈晓红. 排污权交易机制是否提高了企业全要素生产率——来自中国上市公司的证据[J]. 北京:中国工业经济,2019,(5):7-25.

[51] 张洪辉,章琳一. 融券制度与审计质量——基于准自然实验分析[J]. 北京:经济管理,2018,(1):174-192.

[52] 王康,李逸飞,李静,赵彦云. 孵化器何以促进企业创新? ——来自中关村海淀科技园的微观证据[J]. 北京:管理世界,2019,(11):102-118.

[53] 张彩云,吕越. 绿色生产规制与企业研发创新——影响及机制研究[J]. 北京:经济管理,2018,(1):73-93.

[54] Baron,R. M., and D. A. Kenny. The Moderator-mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations[J]. Journal of Personality and Social Psychology,1986,(51):1173-1182.

[55] 温忠麟,叶宝娟. 中介效应分析:方法和模型发展[J]. 北京:心理科学进展,2014,(5):731-745.

[56] 徐明,刘金山. 省际对口支援如何影响受援地区经济绩效——兼论经济增长与城乡收入趋同的多重中介效应[J]. 北京:经济科学,2018,(4):75-88.

[57] 张振新,杜光文,王振山. 监事会、董事会特征与信息披露质量[J]. 大连:财经问题研究,2011,(10):62-69.

[58] 王小鲁,樊纲,胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京:社会科学文献出版社,2019.

[59] 夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 北京:经济研究,2005,(5):40-51.

Effect of Stock Market Liberalization on Internal Pay Gap in Enterprises: Evidence from Shanghai-Hong Kong Stock Connection

ZANG Zhao¹, MA Cao-yuan¹, WANG Ai-ping²

(1. School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi, 710061, China;

2. School of Economics, Beijing Technology and Business University, Beijing, 100048, China)

Abstract: China has steadily promoted the liberalization of the stock market in recent years, which has profoundly affected the development of China's capital market. On the one hand, the involvements of capital and foreign institutional investors have affected the internal supervision mechanism of enterprises; On the other hand, the external legal environment around enterprises has also changed after the stock market liberalization. However, it should be noticed that Chinese income inequality has expanded after the reform and opening up since 1980s. In particular, the income Gini coefficients from 2015 to 2018, according to the National Bureau of Statistics, have increased from 0.462 to 0.474, which was just after the Shanghai-Hong Kong Stock Connection in 2014 launched by Chinese government. Thus, is there some connection between capital market liberalization and income inequality? As Shanghai-Hong Kong Stock Connection in 2014 is a perfect "quasi-natural experiment", this paper empirically test the impact of this policy shock on the internal compensation gap using data from Chinese listed companies, based on Difference in Difference (DID) model.

The results show that the Shanghai-Hong Kong Stock Connection has narrowed the internal compensation gap of enterprises, and this narrowing effect is continuously significant in the following years. Moreover, the narrowing effect of Shanghai-Hong Kong Stock Connection on internal compensation gap of enterprises is still significant after eliminating the interference factors such as the central government-oriented enterprises' "limit pay order", equity incentive and minimum wage system; and other methods of robustness test have also confirmed the reliability of this conclusion. Therefore, Shanghai-Hong Kong Stock Connection is not one of the reasons for the widening of the internal pay gap and even the overall income gap in China in recent years, although both of which have expanded since 2015.

The empirical evidence supports the opinion that the internal supervision structure of enterprises has changed after Shanghai-Hong Kong Stock Connection. The opening of the stock market has significantly increased the shareholding of the board of supervisors in the enterprise. However, the shareholding of the board of directors is decreased after the stock market liberalization. Therefore, the internal salary gap is reduced by strengthening the supervision of the board of supervisors, for who represents the interests of ordinary employees. It should be noted that the intermediary effect of internal supervision only exists in A-share companies, because non-A-share (B-share, AH-share, AB-share) companies are more opening and less affected by Shanghai-Hong Kong Stock Connection. Additionally, the results of mechanism test also indicate that external legal environment around the enterprises has moderated the influence of Shanghai-Hong Kong Stock Connection on the internal pay gap. Specifically, as the external legal environment of A-share companies is weaker than that of non-A-share companies, it has been strengthened after the opening of the capital market, which makes the reduction of internal pay gap much more significant. As the external legal environment of non-A-share companies is more diversity, resulting in stronger external oversight. Therefore, compared with A-share companies, these companies are less affected by the impact of Shanghai-Hong Kong Stock Connection.

The contributions in our study are as follows. Firstly, the research in this paper reveals the narrowing effect form Shanghai-Hong Kong Stock Connection on the internal compensation gap of enterprises, which is conducive to the clarification of the income distribution effect caused by stock market liberalization. Secondly, the mechanism tests also indicate that internal supervision structure and external legal environment of the enterprises are two important factors which play roles in the narrowing effect. At last, our study can provide theoretical and empirical support for the "deepening capital market liberalization to the outside world" and "promoting income distribution more rational and orderly" proposed by the party's 19th National Congress report.

Key Words: stock market liberalization; internal pay gap; Shanghai-Hong Kong stock connection; difference in difference

JEL Classification: D63, F02, G14, G30

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2020.06.010

(责任编辑: 闫梅)