

薪酬差距与股价崩盘风险

吴昊旻 刘洋洋 吕雪晶

摘要：本文以我国2008~2018年沪深两市A股上市公司数据为样本，实证检验上市公司的薪酬差距对其股价崩盘风险的影响。研究发现，企业的薪酬差距越大，股价崩盘风险越高。在进一步研究中，本文发现薪酬差距在非国有企业、内部控制质量较低的企业和市场化程度较低地区的企业中对股价崩盘风险的影响更明显；基于中介效应模型的分析表明，薪酬差距通过会计稳健性影响股价崩盘风险。本文从薪酬差距的视角，完善了股价崩盘风险影响因素的研究框架，为我国企业薪酬制度改革与发展提供经验参考。

关键词：薪酬差距；行为理论；会计稳健性；股价崩盘风险

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)05-0052-14

一、引言

股价崩盘严重威胁了金融市场的稳定发展，不仅会损害股东的利益，动摇投资者对资本市场的信心，也会造成资源错配，最终危及实体经济的发展。2019年11月国务院金融稳定发展委员会第十次会议提出“防范化解重大金融风险向纵深攻坚”，这表明了党和国家稳定经济发展、防范金融风险的态度和决心。在此宏观背景下，开展对股价崩盘风险这一问题的研究，具有重要意义。

从公司层面来看，股价崩盘风险从根本上来讲是一个公司治理问题，寻求一种有效的公司治理机制弱化管理层的机会主义行为成为研究的重点，已有相当的文献据此探究了股价崩盘风险的影响因素。对于股价崩盘风险的影响因素，主要可以分为外部因素和内部因素：外部因素主要包括机构投资者(曹丰等, 2015)，分析师、审计师及会计师

事务所等(许年行等, 2012；吴克平和黎来芳, 2016；张丹妮和刘春林, 2020)，外部环境(罗进辉和杜兴强, 2014；梁琪等, 2020)等；内部因素主要包括管理者薪酬、行为与特征(江轩宇, 2013；王化成等, 2015；Andreou等, 2017)以及会计信息质量(叶康涛等, 2015；Chen等, 2017)等。

然而，已有研究主要是基于高管与股东之间的代理问题(傅頔, 2017；冯彦杰, 2018)以及员工薪酬外部公平性(黄小宝等, 2020)来探讨高管薪酬对股价崩盘风险的影响，对企业内部高管与员工之间可能存在的利益冲突考虑不够。与崇尚个人主义的西方国家不同，我国更强调集体与公平，而薪酬差距过大会加剧员工对不公平的感知。在此情境下，高管为了避免负面影响，需要为自身过高的薪酬寻找合理的依据，其有动机通过盈余管理操纵企业业绩。那么，薪酬差距可能会对股价崩盘风险产生重要影响。

具体而言，薪酬差距是否会对股价崩盘风险产生影响，

收稿日期：2020-07-22

基金项目：国家自然科学基金项目(71762025)；财政部“全国高端会计人才”项目；石河子大学“3152”高层次人才支持计划项目

作者简介：吴昊旻，石河子大学经济与管理学院教授，博士生导师；

刘洋洋，石河子大学经济与管理学院博士生；

吕雪晶，石河子大学经济与管理学院讲师。

会产生怎样的影响,薪酬差距是通过何种作用路径对股价崩盘风险产生影响的?本文基于我国沪深两市A股上市公司2008~2018年的数据,考察了薪酬差距对股价崩盘风险的影响。本文的贡献如下:第一,本文从企业内部薪酬差距的视角完善了股价崩盘风险影响因素的研究框架,充实了股价崩盘风险的相关研究。第二,以往对薪酬差距经济后果的研究主要集中于公司绩效(赵睿,2012)、企业创新(孔东民等,2017)、盈余管理(杨薇等,2019)等,本文考察了薪酬差距对股价崩盘风险的影响,丰富了薪酬差距经济后果的相关研究。第三,本文的研究结论为防范股价崩盘风险、促进资本市场平稳发展提供了经验参考。

全文的余下部分结构如下:第二部分为理论分析与研究假设,第三部分为研究设计,第四部分为实证分析,第五部分为进一步分析,第六部分为结论与建议。

二、理论分析与研究假设

对于股价崩盘风险的形成原因,诸多文献表明,公司内部人操纵信息,隐藏坏消息积累到一定程度后爆发是股价崩盘风险的主要诱因(Jin和Myers,2006;Hutton等,2009;Kim等,2011)。众多学者对股价崩盘风险的影响因素进行了细致的研究,主要包括外部因素和内部因素。

从外部因素来看,国家(地区)层面非正式的社会规范和信息环境等会对股价崩盘风险产生影响(Jin和Myers,2006;Callen和Fang,2015);投资者方面,机构投资者持仓(An等,2013;Callen等,2013)以及个人投资者情绪(Yin等,2017)会影响股价崩盘风险;分析师方面,张丹妮和刘春林(2020)发现分析师推荐评级较高时,高管在投资者期望和自身利益的双重驱使下,往往容易忽略公司的长远发展(Bolton等,2006;Polk,2009),隐瞒坏消息的动机更强烈,使股价崩盘风险增加。

从内部因素来看,公司战略方面,Habib和Hasan(2017)发现不同的战略下企业的股价崩盘风险存在差异,一些研究还发现多元化经营(徐业坤等,2020)和商业模式的创新(史亚雅和杨德明,2020)显著加剧了股价崩盘风险;信息披露质量方面,学者们普遍认为信息披露质量的增加降低了企业未来的股价崩盘风险(Hutton,2009;Kim和Zhang,2014;肖土盛等,2017;蔡艳萍和刘晓光,2018);管理者方面,女性CEO的道德观念和谨慎性更强(李小荣和刘行,2012),拥有高学历及海外经历的CEO会更注重企业的长远发展(郑建明等,2018),这会降低企业的股价

崩盘风险,而Kim等(2016)发现过度自信的管理者容易缺乏谨慎性,会增加企业的股价崩盘风险。

随着市场经济的发展,高管和普通员工之间的薪酬差距也在增大,这主要有以下两点原因:第一,管理层经济才能参与分配引致高管薪酬大大提高(方军雄,2011;张泽南和马永强,2014),第二,随着管理层权力的增大,管理层愈发倾向于自定薪酬(Bebchuk等,2002;卢锐,2007),这两点显著增加了高管与员工之间的薪酬差距。梳理已有文献可知,由经营权和所有权分离所引致的管理层机会主义信息披露行为是加剧股价崩盘风险的重要原因,而对代理人的有效薪酬激励被认为是缓解委托代理问题的最佳途径之一(Jensen等,2004)。但是,股东的有限理性及高管信息优势所引致的摩擦,使得管理层激励很难达到最优水平,而单纯的会计指标考核体系也为管理层通过盈余管理提高业绩薪酬提供了机会(李延喜等,2007;杨志强和王华,2014)。

已有研究对高管薪酬和股价崩盘风险之间的关系进行了探索。在高管薪酬方面,He(2015)发现CEO基于养老金和递延薪酬的内部契约,会降低股价崩盘风险,毕朝辉和张涛(2018)从CEO薪酬水平的角度考虑,也得到了同样的结论,而Kim等(2011)提出了不同的观点,认为对CFO的股权激励增加了股价崩盘风险;在薪酬差距方面,已有研究发现高管团队内部的超额薪酬(傅頌等,2017)和团队内的薪酬差距(康莉霞和徐飞,2020)都会增加企业的股价崩盘风险,黄小宝(2019)从员工的角度出发,以泛IT行业非国有企业为研究对象,发现员工的外部薪酬差距会增加股价崩盘风险。现有研究在薪酬差距方面主要考虑的是高管团队之间以及普通员工之间的薪酬差距对股价崩盘风险的影响,那么,高管与员工之间的薪酬差距是否也是引致股价崩盘风险增加的一个重要因素呢?

目前在我国,关于薪酬差距激励效应的研究尚未得出一致结论。“锦标赛理论”认为,企业内部薪酬差距能够提升企业的绩效,已有相关的实证研究提供了相应证据(Banker等,2016;钱明辉等,2017)。而“行为理论”强调了成员之间的团结合作,该理论认为公平的环境能够改善员工的工作态度,当薪酬差距较小时,员工的满意度更高,这有利于增加团队成员间的凝聚力,从而提高企业绩效(张正堂,2008)。

从锦标赛理论的角度考虑,企业应随着员工职位提升而逐渐增加薪酬差距,以此激励员工更加努力工作,最

大限度地发挥自己的作用(Connelly等,2014;卫旭华等,2018)。如果薪酬差距较小,对于高生产力和管理能力的人才,无法对他们进行有效激励,竞争的效率就无法充分发挥;而且,对代理人的监督不力,代理人的自利行为会降低企业绩效(蔡芸等,2019)。实证研究发现,公司的薪酬差距能够起到较好的激励作用,显著增加公司绩效(周权雄和朱卫平,2010;Chen,2011;梁上坤等,2019)。从长远来看,垂直薪酬差距能够发挥锦标赛激励作用,推动企业创新(傅沂和姚倩文,2019)。而且,这种机制可以促进不同才能的人与相应的职位更好地匹配(Baker等,1988),提升企业的管理效率,提高会计稳健性水平,进而降低企业的股价崩盘风险。

从行为理论的角度考虑,在企业里,当薪酬差距较小时,能够改善员工的工作态度,加强在组织中的团结协作,充分发挥自身的价值,进而促进企业的发展(夏宁和董艳,2014),高管和员工之间薪酬差距越大,“被剥削感”越强,会打击员工的工作积极性,其会消极怠工甚至实施反生产行为。黎文靖和胡玉明(2012)发现薪酬差距对全要素生产率的正向影响仅在薪酬差距较低样本中显著。一些学者还发现,为了降低员工的不公平感,使员工相信薪酬差距的增大是由于高管努力程度的提升而引致的,管理层会通过盈余管理手段调高真实盈余(Francis等,2012;何融,2018),即薪酬差距会诱发高管的盈余管理行为。

以上理论分析表明,在中国制度背景下,锦标赛理论可能难以完备地解释薪酬差距的影响,行为理论在解释薪酬差距的影响时更具说服力。员工相对于高管在信息获取能力和知识储备方面处于劣势,同时,企业业绩受多种因素的影响,这就导致高管的努力程度与企业业绩之间的关系并不稳定而且难以衡量。那么,员工就容易对过高的薪酬差距产生强烈的不公平感。高管为了避免员工的负面行为以及获得个人利益,其有动机实施机会主义的会计信息披露和盈余管理,隐藏有关业绩的不利消息,增加未来的股价崩盘风险。

据此,本文提出以下假设:

假设1:薪酬差距越大,公司的股价崩盘风险越高。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取了2008~2018年中国A股上市公司作为研究样本,为了保证研究结果的严谨性,本文剔除了金融类上

市公司、ST公司以及财务数据和公司治理数据缺失的公司样本,同时,为了保证股价崩盘风险计算的可靠性,剔除了年度周收益少于30个观测值的公司。另外,本文对连续变量在1%和99%分位进行缩尾处理,以消除极端值的影响,最终获得23655个观测值。本文所使用的数据来自国泰安(CSMAR)数据库,数据处理软件为Stata 15.0。

(二)变量设定

1.被解释变量

本文的被解释变量为股价崩盘风险,参考已有研究(Xu等,2014;王化成等,2015;梁上坤等,2020),采用负收益偏态系数(NCSKEW)和收益率上下波动比率(DUVOL)两个指标度量股价崩盘风险。具体算法如下:

首先,使用模型(1),对个股周收益率数据进行回归,得到残差 $\epsilon_{i,t}$ 。其中, $R_{i,t}$ 指的是股票*i*在第*t*周考虑现金红利再投资的收益率, $R_{m,t}$ 指的是A股所有股票在第*t*周经流通市值加权的平均收益率。

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其次,将模型(1)的残差带入模型(2)中,得到周特有收益率的结果。

$$W_{i,t} = \ln(1 + \epsilon_{i,t}) \quad (2)$$

最后,根据公司周特有收益率的结果,分别构建度量股价崩盘风险的两个指标。通过模型(3)得到负收益偏态系数(NCSKEW),其中,*n*为股票*i*在某年的交易周数,NCSKEW的值越大,则表明负收益偏态系数越大,意味着股价崩盘风险越高。收益率上下波动比率(DUVOL)的计算方法如模型(4)所示,根据周特有收益率与均值的大小分为上涨周和下跌周,随后根据标准差得出上涨和下跌的波动率,随后取对数得到最终结果。其中, $W_{i,t}$ 为年平均收益, n_u 和 n_d 分别代表公司特有收益大于和小于 $W_{i,t}$ 的周数,DUVOL的值越大,表明收益率的分布越左偏,股价崩盘风险越大。

$$NCSKEW_{i,t} = -\frac{n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3}{(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2}} \quad (3)$$

$$DUVOL_{i,t} = \log \frac{(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2}{(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2} \quad (4)$$

2.解释变量

本文的解释变量为薪酬差距,采用以下两种方法测算高管与员工之间的薪酬差距。具体算法如下:

(1)不考虑企业为职工支付的养老保险金等费用

$$WD_1 = \frac{\text{前三名高管报酬}}{3} - \frac{\text{TSmployee1}}{\text{员工人数} - \text{高管人数}}$$

(5)

$$\text{TSmployee1} = \text{支付给职工以及为职工支付的现金} - \text{董事} \\ \text{监事以及高管薪酬年度报酬总额}$$

(6)

(2) 考虑企业为职工支付的养老保险金等费用

$$WD_2 = \frac{\text{前三名高管报酬}}{3} - \frac{\text{TSmployee2}}{\text{员工人数} - \text{高管人数}}$$

(7)

$$\text{TSmployee2} = \frac{\text{支付给职工以及为职工支付的现金}}{1.56^{\text{①}}} \\ - \text{董事监事以及高管薪酬年度报酬总额}$$

(8)

为了消除薪酬差距量纲上的影响,使得分布更为正态,本文对上述薪酬差距取自然对数,作为下文的主要解释变量。

3. 控制变量

在控制变量的选择上,考虑已有的相关研究(Chen等, 2001; 权小锋等, 2015; 黄小宝等, 2019),本文控制了影响公司治理和股价变动的相关变量。

变量定义及衡量方式见表1。

(三) 回归模型设定

为了检验内部薪酬差距与股价崩盘风险的关系,本文构建如下回归模型:

$$\text{Crash}_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{WD}_{i,t} + \alpha_i \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t}$$

(9)

模型(9)中,被解释变量Crash为股价崩盘风险,解释变量WD为薪酬差距,若本文假设成立,则系数 α_1 显著为正,表明薪酬差距增加了股价崩盘风险。

四、实证分析

(一) 描述性统计

表2是主要变量的描述性统计结果。从表中可以发现,股价崩盘风险指标NCSKEW与DUVOL的均值分别为-0.250和-0.169,标准差分别为0.640和0.459,这与江轩宇和许年行(2015)的研究差别不大,数据表明股价崩盘风险在样本公司间存在较大差异。薪酬差距指标WD₁和WD₂的均值分别为12.949和13.045,标准差分别为0.868和0.788,结果表明企业内薪酬差距普遍存在,同时各公司之间的薪酬也存在很大差异。其他变量的统计结果与已有研究基本一致。

(二) 回归分析

表3是薪酬差距与股价崩盘风险的回归结果。从表3的结果可以看出,列(1)和(2)使用NCSKEW作为股价

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量解释
被解释变量	股价崩盘风险	NCSKEW	参见正文中关于“股价崩盘风险”的描述
		DUVOL	
解释变量	薪酬差距	WD ₁	参见正文中关于“薪酬差距”的描述
		WD ₂	
控制变量	公司规模	Size	公司总资产的对数
	财务杠杆	Lev	用资产负债率衡量
	资产收益率	Roa	净利润与平均资产的比值
	平均收益	Ret	公司当年周特有收益率的平均值
	收益波动	Sigma	公司当年周特有收益率的标准差
	公司上市年龄	Age	公司上市以来的年数,取对数
	信息不透明度	Abacct	修正Jones模型残差的绝对值
	年份	Year	控制年份虚拟变量
	行业	Industry	控制行业虚拟变量

①本文以56%的比例估算应扣除的企业为员工所负担的社会保险等费用(刘春和孙亮, 2010; 程博等, 2020),具体项目及比例如下:福利费(14%)、养老保险(20%)、医疗保险(12%)、失业保险(2%)、住房公积金(7%)、生育保险(0.5%)、工伤保险(0.5%)。

表2 描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	25分位	中值	75分位	最大值
NCSKEW	23 655	-0.250	0.640	-2.105	-0.608	-0.216	0.149	1.496
DUVOL	23 655	-0.169	0.459	-1.259	-0.477	-0.170	0.136	1.027
WD ₁	23 655	12.949	0.868	5.921	12.451	12.971	13.469	16.942
WD ₂	23 655	13.045	0.788	9.563	12.561	13.047	13.516	16.945
Size	23 655	21.910	1.206	16.727	21.060	21.751	22.580	28.243
Lev	23 655	0.370	0.224	0.000	0.198	0.358	0.523	8.754
Roa	23 655	0.038	0.076	-2.330	0.011	0.033	0.064	1.722
Ret	23 655	-0.001	0.001	-0.015	-0.002	-0.001	-0.001	0.000
Sigma	23 655	0.047	0.018	0.010	0.035	0.044	0.056	0.177
Age	23 655	2.380	0.747	0.000	2.079	2.485	2.996	3.332
Abacct	23 655	0.006	0.104	-2.417	-0.035	0.004	0.044	2.758

表3 薪酬差距与股价崩盘风险的回归结果

	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
WD ₁	0.021*** (3.82)		0.010*** (2.62)	
WD ₂		0.024*** (3.85)		0.012*** (2.75)
Size	-0.043*** (-9.77)	-0.044*** (-9.79)	-0.041*** (-12.99)	-0.041*** (-12.99)
Lev	-0.055*** (-2.61)	-0.054*** (-2.58)	-0.010 (-0.68)	-0.010 (-0.66)
Roa	-0.012 (-0.21)	-0.013 (-0.23)	0.016 (0.40)	0.015 (0.36)
Ret	152.546*** (9.72)	152.607*** (9.73)	97.441*** (8.68)	97.428*** (8.68)
Sigma	2.302** (2.45)	2.296** (2.44)	1.155* (1.72)	1.149* (1.71)
Age	-0.082*** (-12.14)	-0.083*** (-12.17)	-0.059*** (-12.12)	-0.059*** (-12.14)
Abacct	0.008 (0.19)	0.008 (0.21)	-0.031 (-1.09)	-0.030 (-1.08)
Constant	0.988*** (9.15)	0.961*** (8.73)	0.969*** (12.55)	0.953*** (12.11)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	23 655	23 655	23 655	23 655
R-squared	0.073	0.073	0.076	0.076

注：括号内为t检验值；***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。下同

崩盘风险的指标，薪酬差距(WD₁和WD₂)的系数分别为0.021和0.024，均在1%的水平上显著；与此同时，列(3)和(4)使用DUVOL作为股价崩盘风险的指标，薪酬差距(WD₁和WD₂)的系数分别为0.010和0.012，均在1%的水平上显著。这验证了本文假设，即企业薪酬差距的扩大，会增大股价崩盘风险。

(三)稳健性检验

本文采用以下方法验证结果的稳健性。

1. 更换解释变量。在计算薪酬差距时，用“董事、监事及高管前三名薪酬总额”替代“高管前三名薪酬总额”重新进行计算，回归结果见表4，与前文结论基本保持一致。

2. 改变检验方法，使用聚类分析法进行检验。为了进一步控制公司个体差异造成的影响，本文采用对公司层面聚类分析的方法进行假设检验，回归结果见表5，研究结果并未发生明显变化。

3. 改变年份区间。考虑到2008年全球金融危机以及2011年个人所得税税率调整对本文结果可能产生的影响，本文利用2010~2018年和2012~2018年的数据重新进行分析，结果见表6，回归结果与主检验基本一致。

五、进一步分析

以上研究表明，薪酬差距越大，公司的股价崩盘风险越高。那么，在公司内外部环境存在异质性的情况下，它们的关系是否受到了影响，薪酬差距是通过何种渠道影响股价崩盘风险的？为此，本文进一步研究了产权性质、内部控制质量和市场化程度对薪酬差距与股价崩盘风险关系的影响。另外，本文还探讨了薪酬差距与股价崩盘风险之

表4 更换解释变量检验

	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
WD ₁	0.019*** (3.43)		0.009** (2.33)	
WD ₂		0.022*** (3.52)		0.011** (2.50)
Size	-0.043*** (-9.63)	-0.043*** (-9.67)	-0.041*** (-12.88)	-0.041*** (-12.90)
Lev	-0.055*** (-2.63)	-0.055*** (-2.61)	-0.011 (-0.70)	-0.010 (-0.68)
Roa	-0.009 (-0.16)	-0.011 (-0.19)	0.018 (0.43)	0.016 (0.40)
Ret	152.861*** (9.74)	152.784*** (9.74)	97.601*** (8.70)	97.524*** (8.69)
Sigma	2.320** (2.47)	2.311** (2.46)	1.164* (1.73)	1.157* (1.72)
Age	-0.083*** (-12.16)	-0.083*** (-12.18)	-0.059*** (-12.14)	-0.059*** (-12.15)
Abacct	0.007 (0.18)	0.008 (0.20)	-0.031 (-1.10)	-0.031 (-1.09)
Constant	0.989*** (9.09)	0.965*** (8.71)	0.970*** (12.46)	0.956*** (12.06)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	23 655	23 655	23 655	23 655
R-squared	0.073	0.073	0.076	0.076

表5 聚类分析法检验

	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
WD ₁	0.021*** (3.13)		0.010** (2.11)	
WD ₂		0.024*** (3.16)		0.012** (2.24)
Size	-0.043*** (-7.48)	-0.044*** (-7.51)	-0.041*** (-10.58)	-0.041*** (-10.65)
Lev	-0.055* (-1.91)	-0.054* (-1.90)	-0.010 (-0.55)	-0.010 (-0.53)
Roa	-0.012 (-0.11)	-0.013 (-0.13)	0.016 (0.25)	0.015 (0.23)
Ret	152.546*** (5.93)	152.607*** (5.92)	97.441*** (6.64)	97.428*** (6.64)
Sigma	2.302 (1.62)	2.296 (1.61)	1.155 (1.36)	1.149 (1.35)
Age	-0.082*** (-9.48)	-0.083*** (-9.50)	-0.059*** (-9.65)	-0.059*** (-9.66)
Abacct	0.008 (0.18)	0.008 (0.19)	-0.031 (-1.00)	-0.030 (-0.98)
Constant	0.988*** (7.19)	0.961*** (6.88)	0.969*** (10.03)	0.953*** (9.65)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	23 655	23 655	23 655	23 655
R-squared	0.073	0.073	0.076	0.076

间的作用机制。

(一) 内部因素的影响

1. 产权性质的调节作用

在探究薪酬差距对股价崩盘风险的影响时,还应结合制度环境进行考察,而其中产权性质所发挥的作用不容忽视。产权性质不同的企业所面临的薪酬政策、市场风险具有明显差异,进而决定了薪酬差距对股价崩盘产生的影响亦有所不同。国有企业的管理层受到一系列薪酬管制,也会受到更多的监督和约束,管理层会减少私利行为,股价崩盘风险相对减弱。而非国有企业的市场导向更明显(谢西庆和王晓晖,2012),管理层薪酬受到政策管制相对较少,员工就更容易对过大的薪酬差距产生不满,高管机会主义行为的倾向和盈余操纵的动机更严重,这就加剧了股

价崩盘风险。

本文以企业的产权性质进行分组,将样本分成国有企业和非国有企业两组。研究结果如表7所示,前四列为国有企业组,其中仅(1)、(2)两列的薪酬差距系数在10%的水平上显著为正,(3)、(4)两列不显著,后四列为非国有企业组,系数分别为0.025、0.029、0.013和0.015,至少在5%的水平上显著为正。并且,组间差异性检验结果显著。说明薪酬差距会加剧国有企业和非国有企业的股价崩盘风险,其中,在非国有企业中,薪酬差距对股价崩盘风险的影响更加显著。

2. 内部控制的调节作用

根据行为理论,过大的薪酬差距容易导致员工的负面行为,也会诱使高管实施机会主义行为,最终导致股价崩

表6 改变年份区间法检验

	2010~2018年				2012~2018年			
	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}		NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
WD ₁	0.023*** (3.83)		0.012*** (2.85)		0.016** (2.40)		0.006 (1.30)	
WD ₂		0.025*** (3.77)		0.014*** (2.88)		0.017** (2.38)		0.007 (1.42)
Size	-0.047*** (-9.88)	-0.047*** (-9.86)	-0.044*** (-13.06)	-0.045*** (-13.03)	-0.047*** (-9.11)	-0.048*** (-9.08)	-0.046*** (-12.52)	-0.047*** (-12.50)
Lev	-0.063*** (-2.84)	-0.062*** (-2.83)	-0.013 (-0.86)	-0.013 (-0.84)	-0.057** (-2.43)	-0.057** (-2.42)	-0.009 (-0.55)	-0.009 (-0.54)
Roa	-0.046 (-0.76)	-0.046 (-0.76)	-0.000 (-0.00)	-0.001 (-0.02)	-0.070 (-1.11)	-0.070 (-1.11)	-0.011 (-0.24)	-0.012 (-0.26)
Ret	136.609*** (8.42)	136.768*** (8.43)	89.365*** (7.74)	89.414*** (7.74)	113.476*** (6.77)	113.551*** (6.77)	76.027*** (6.37)	76.003*** (6.37)
Sigma	1.335 (1.37)	1.336 (1.37)	0.708 (1.02)	0.706 (1.02)	-0.163 (-0.16)	-0.165 (-0.16)	-0.167 (-0.23)	-0.171 (-0.24)
Age	-0.080*** (-11.39)	-0.080*** (-11.42)	-0.057*** (-11.32)	-0.057*** (-11.34)	-0.083*** (-11.40)	-0.083*** (-11.42)	-0.058*** (-11.17)	-0.058*** (-11.18)
Abacct	0.029 (0.68)	0.029 (0.69)	-0.021 (-0.70)	-0.021 (-0.69)	0.044 (0.93)	0.044 (0.93)	-0.017 (-0.49)	-0.016 (-0.48)
Constant	1.069*** (9.22)	1.044*** (8.82)	0.998*** (12.09)	0.982*** (11.66)	0.946*** (7.66)	0.927*** (7.35)	0.993*** (11.30)	0.982*** (10.93)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	21 324	21 324	21 324	21 324	18 382	18 382	18 382	18 382
R-squared	0.066	0.066	0.066	0.066	0.064	0.064	0.067	0.067

盘风险的增加。内部控制质量的提高能够加强内部监管,抑制企业应计盈余管理行为(范经华等,2013),提升上市公司的股价信息含量(黄政等,2017)。此时,不论是员工的消极行为还是诱发的管理层的机会主义行为,都会得到约束和监管,企业内部效率不断提高;相反,如果企业的内部控制质量较低,员工更可能出现消极怠工的情况,管理层对信息的隐瞒和盈余管理行为也会随之更加严重,内部的负面消息更容易隐藏和累积,加剧了薪酬差距对股价崩盘风险的影响。因此,本文预期当企业的内部控制质量较低时,薪酬差距与股价崩盘风险之间的正相关关系会更显著。

本文应用迪博内部控制与风险管理数据库中的内部控

制指数取自然对数来定义内部控制质量,按照行业年度中值划分为高、低两组。结果如表8所示,前四列为内部控制质量较高组,仅(1)、(2)两列的薪酬差距系数在10%的水平上显著为正,(3)、(4)两列不显著,后四列的系数分别为0.018、0.020、0.013和0.015,均在5%的水平上显著为正。并且,组间差异性检验结果显著。基本能够表明,薪酬差距在内部控制质量较低的企业中对股价崩盘风险的影响更大。

(二)外部环境的影响:市场化进程的调节作用

上市公司所处地区的市场化进程可能会对管理层的行为产生影响。中国幅员辽阔,各地区之间的文化背景、地理位置和人口经济等方面存在差异,各省之间市场化进程

表7 薪酬差距与股价崩盘风险：产权性质的调节作用

	国有企业				非国有企业			
	NCSKEW _{t-1}		DUVOL _{t-1}		NCSKEW _{t-1}		DUVOL _{t-1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
WD ₁	0.014* (1.66)		0.007 (1.17)		0.025*** (3.54)		0.013** (2.54)	
WD ₂		0.017* (1.75)		0.009 (1.37)		0.029*** (3.63)		0.015*** (2.66)
Size	-0.049*** (-6.01)	-0.050*** (-6.04)	-0.047*** (-7.89)	-0.048*** (-7.95)	-0.037*** (-6.77)	-0.037*** (-6.83)	-0.036*** (-9.39)	-0.036*** (-9.41)
Lev	-0.028 (-0.81)	-0.027 (-0.81)	-0.019 (-0.78)	-0.019 (-0.77)	-0.018 (-0.65)	-0.016 (-0.60)	0.029 (1.52)	0.030 (1.56)
Roa	0.030 (0.27)	0.026 (0.24)	0.035 (0.44)	0.031 (0.39)	-0.040 (-0.58)	-0.042 (-0.61)	0.002 (0.04)	0.000 (0.00)
Ret	131.771*** (5.65)	131.737*** (5.65)	76.075*** (4.48)	76.054*** (4.48)	216.374*** (9.90)	216.582*** (9.91)	141.024*** (9.10)	141.092*** (9.11)
Sigma	2.813* (1.89)	2.811* (1.89)	0.739 (0.68)	0.738 (0.68)	4.343*** (3.48)	4.337*** (3.47)	2.753*** (3.11)	2.748*** (3.10)
Age	-0.133*** (-8.85)	-0.133*** (-8.85)	-0.094*** (-8.56)	-0.094*** (-8.56)	-0.059*** (-7.43)	-0.059*** (-7.45)	-0.042*** (-7.54)	-0.042*** (-7.56)
Abacct	0.034 (0.62)	0.034 (0.63)	-0.008 (-0.21)	-0.008 (-0.20)	-0.015 (-0.27)	-0.014 (-0.25)	-0.048 (-1.20)	-0.047 (-1.18)
Constant	1.243*** (6.69)	1.224*** (6.52)	1.204*** (8.90)	1.190*** (8.71)	0.713*** (5.23)	0.673*** (4.81)	0.758*** (7.84)	0.736*** (7.42)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8 888	8 888	8 888	8 888	14 767	14 767	14 767	14 767
R-squared	0.076	0.076	0.080	0.080	0.084	0.084	0.086	0.086
系数差异检验 (P值)	0.070*	0.046**	0.120	0.090*	0.070*	0.046**	0.120	0.090*

差异较大(樊纲等, 2003, 2011; 张文菲等, 2020)。

在市场化发展程度更高的地区, 经济发展水平较高, 外部的监管如媒体、舆论等(醋卫华和李培功, 2012)更加有效, 较为完善的法律法规和监管机制为信息披露质量提供了制度保障(程新生等, 2011), 能够有效约束管理层, 缓解薪酬差距对股价崩盘风险的影响。相反, 在市场化进程较低的地区, 法律保障体系不够完善, 经济发展相对落后, 缺乏有效的公众监督机制(张天舒等, 2014), 管理层机会主义信息披露和隐藏有关会计业绩不利消息的行为可能会更严重。因此, 本文预期当公司所处地的市场化进程水平较低时, 会加剧薪酬差距对股价崩盘风险的作用。

本文采用王小鲁等(2017)所编制的《中国分省份市场化指数报告(2016)》中的市场化指数度量市场化进程, 2017~2018年的数据用2016年的市场化指数代替。按地区市场化程度年度指数计算均值并分为两组, 小于均值则定义为市场化进程较低组, 反之则为市场化进程较高组。回归结果如表9所示, 从表9的后四列可以看出, 市场化进程较低组的薪酬差距(WD)的系数分别为0.028、0.031、0.017和0.018, 且均在1%的水平上显著为正; 在市场化进程较高组, 薪酬差距(WD)的系数仅(1)、(2)两列在5%的水平上显著为正, (3)、(4)两列不显著。并且, 组间差异性检验结果显著。表明薪酬差距的增大会加剧企业未来的股价

表8 薪酬差距与股价崩盘风险：内部控制的调节作用

	内部控制质量高				内部控制质量低			
	NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}		NCSKEW _{t+1}		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
WD ₁	0.015* (1.89)		0.001 (0.20)		0.018** (2.45)		0.013** (2.52)	
WD ₂		0.018* (1.92)		0.002 (0.27)		0.020** (2.36)		0.015** (2.55)
Size	-0.047*** (-6.80)	-0.047*** (-6.81)	-0.045*** (-9.10)	-0.045*** (-9.07)	-0.047*** (-7.91)	-0.048*** (-7.87)	-0.044*** (-10.24)	-0.045*** (-10.22)
Lev	-0.037 (-1.35)	-0.037 (-1.33)	-0.003 (-0.17)	-0.003 (-0.16)	-0.045 (-1.36)	-0.045 (-1.35)	-0.005 (-0.19)	-0.004 (-0.17)
Roa	-0.251*** (-3.58)	-0.252*** (-3.59)	-0.121** (-2.43)	-0.121** (-2.44)	0.511*** (4.64)	0.511*** (4.64)	0.281*** (3.53)	0.279*** (3.50)
Ret	160.621*** (7.06)	160.462*** (7.05)	91.628*** (5.69)	91.596*** (5.69)	159.089*** (7.33)	159.489*** (7.35)	114.301*** (7.28)	114.517*** (7.30)
Sigma	2.639* (1.93)	2.624* (1.91)	0.766 (0.79)	0.763 (0.79)	2.903** (2.24)	2.918** (2.25)	2.241** (2.39)	2.247** (2.39)
Age	-0.095*** (-9.06)	-0.095*** (-9.07)	-0.059*** (-7.97)	-0.059*** (-7.97)	-0.067*** (-7.46)	-0.068*** (-7.47)	-0.055*** (-8.34)	-0.055*** (-8.36)
Abacct	-0.019 (-0.35)	-0.019 (-0.35)	-0.067* (-1.73)	-0.067* (-1.72)	0.077 (1.34)	0.078 (1.35)	0.036 (0.85)	0.036 (0.87)
Constant	1.128** (6.65)	1.105** (6.37)	1.133** (9.43)	1.129** (9.19)	1.028** (7.08)	1.011** (6.85)	0.956** (9.11)	0.940** (8.80)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	11 393	11 393	11 393	11 393	12 262	12 262	12 262	12 262
R-squared	0.074	0.074	0.075	0.075	0.082	0.082	0.085	0.085
系数差异检验 (P值)	0.096*	0.053*	0.260	0.190	0.096*	0.053*	0.260	0.190

崩盘风险，但处于市场化程度较低地区的企业，薪酬差距对股价崩盘风险的影响更明显。

(三)作用机制分析

前文的结果说明，薪酬差距显著增大了公司未来的股价崩盘风险，那么，薪酬差距影响股价崩盘风险的内在机制是什么？文章拟将此问题展开讨论。

Jin和Myers(2006)基于委托代理理论的研究表明，管理层基于个人薪酬、晋升以及声誉等考虑，可能不愿及时披露公司负面信息，而是选择暂时隐藏，长此以往，负面信息不断累积，当消息在短时期内集中释放到外部市场时，将造成股价最终崩盘。股价崩盘的产生机理突显了会计稳

健性的重要作用，具体来看，会计稳健性要求企业对好消息的反映更加谨慎，对坏消息的反映更加及时，这限制了高管高估公司业绩、隐瞒和延迟披露坏消息的动机，从而降低股价崩盘风险。

当会计稳健性水平较高时，企业能够及时传递各种信息，便于利益相关者对企业的监督(田昆儒和孙瑜,2016)，这就抑制了管理者的对外隐瞒行为，降低企业未来的股价崩盘风险。王雷(2015)发现，会计稳健性能够发挥治理作用，提高企业财务信息的真实性，遏制企业未来的股价崩盘风险。Kim和Zhang(2016)有关会计稳健性与股价崩盘风险的研究也发现，较高的会计稳健性有利于降低股价崩

表9 薪酬差距与股价崩盘风险：市场化进程的调节作用

	市场化进程高				市场化进程低			
	NCSKEW		DUVOL		NCSKEW		DUVOL	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
WD ₁	0.015** (2.07)		0.005 (0.94)		0.028*** (3.37)		0.017*** (2.83)	
WD ₂		0.018** (2.15)		0.007 (1.17)		0.031*** (3.35)		0.018*** (2.79)
Size	-0.048*** (-8.23)	-0.049*** (-8.23)	-0.044*** (-10.45)	-0.044*** (-10.47)	-0.035*** (-5.16)	-0.035*** (-5.19)	-0.036*** (-7.49)	-0.037*** (-7.48)
Lev	-0.046* (-1.74)	-0.046* (-1.72)	-0.006 (-0.30)	-0.005 (-0.27)	-0.070** (-2.03)	-0.069** (-2.01)	-0.020 (-0.82)	-0.020 (-0.80)
Roa	-0.061 (-0.83)	-0.063 (-0.85)	0.024 (0.46)	0.022 (0.42)	0.047 (0.52)	0.046 (0.50)	-0.008 (-0.13)	-0.009 (-0.14)
Ret	183.979*** (8.60)	183.812*** (8.60)	115.942*** (7.59)	115.826*** (7.59)	113.752*** (4.92)	114.249*** (4.95)	74.050*** (4.47)	74.369*** (4.49)
Sigma	4.373*** (3.42)	4.359*** (3.41)	2.381*** (2.61)	2.372*** (2.60)	-0.279 (-0.20)	-0.268 (-0.19)	-0.411 (-0.41)	-0.403 (-0.40)
Age	-0.068*** (-7.59)	-0.068*** (-7.60)	-0.050*** (-7.78)	-0.050*** (-7.78)	-0.099*** (-9.53)	-0.099*** (-9.56)	-0.069*** (-9.26)	-0.069*** (-9.29)
Abacct	-0.003 (-0.06)	-0.002 (-0.04)	-0.038 (-0.97)	-0.038 (-0.95)	0.020 (0.36)	0.021 (0.37)	-0.020 (-0.49)	-0.020 (-0.48)
Constant	1.073*** (7.35)	1.051*** (7.05)	1.035*** (9.92)	1.021*** (9.60)	0.857*** (5.30)	0.824*** (5.00)	0.877*** (7.56)	0.857*** (7.25)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	13 235	13 235	13 235	13 235	10 420	10 420	10 420	10 420
R-squared	0.079	0.079	0.083	0.084	0.068	0.067	0.068	0.068
系数差异检验 (P值)	0.025**	0.028**	0.056*	0.079*	0.025**	0.028**	0.056*	0.079*

盘风险。

可见，薪酬差距可能通过公司的会计稳健性影响股价崩盘风险。本文利用中介效应模型(温忠麟和叶宝娟, 2014)检验薪酬差距影响股价崩盘风险的渠道。

$$\text{Crash}_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{WD}_{i,t} + \alpha_2 \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$\text{C-Score}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{WD}_{i,t} + \beta_2 \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

$$\text{Crash}_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{WD}_{i,t} + \gamma_2 \text{C-Score}_{i,t} + \gamma_3 \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

对于会计稳健性(C-Score_{i,t})，本文采取如下方式进行

度量：

运用下面的盈余—股票收益关系模型(Basu, 1997)来度量会计稳健性。

$$\frac{\text{EPS}_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \beta_1 + \beta_2 \text{DR}_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} + \beta_4 \text{DR}_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

其中，EPS_{i,t}表示i公司t年度的每股盈余，P_{i,t-1}表示i公司t-1年末的股票价格，R_{i,t}表示公司i第t年的股票收益率减第t年的市场收益率，用市场调整的方法度量公司股票回报主要是考虑到中国股票市场的波动较大，存在较为严重的同涨同跌现象。DR_{i,t}表示公司i第t年的股票收益率的虚拟变量，当股票收益率≥0(表示“好消息”)时，DR_{i,t}取

表10 薪酬差距与股价崩盘风险的作用机制分析(NCSKEW)

	NCSKEW _{t+1}		C-Score		NCSKEW _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
WD ₁	0.021*** (3.82)		-0.002*** (-4.75)		0.020*** (3.64)	
WD ₂		0.024*** (3.85)		-0.002*** (-5.96)		0.022*** (3.62)
C-Score					-0.626*** (-5.87)	-0.623*** (-5.84)
Size	-0.043*** (-9.77)	-0.044*** (-9.79)	-0.049*** (-181.96)	-0.049*** (-179.84)	-0.074*** (-10.80)	-0.074*** (-10.80)
Lev	-0.055*** (-2.61)	-0.054*** (-2.58)	0.167*** (130.75)	0.167*** (130.62)	0.050* (1.81)	0.050* (1.81)
Roa	-0.012 (-0.21)	-0.013 (-0.23)	-0.067*** (-19.22)	-0.066*** (-18.99)	-0.054 (-0.93)	-0.054 (-0.95)
Ret	152.546*** (9.72)	152.607*** (9.73)	6.289*** (6.57)	6.321*** (6.61)	156.482*** (9.97)	156.544*** (9.98)
Sigma	2.302** (2.45)	2.296** (2.44)	0.482*** (8.40)	0.485*** (8.45)	2.604*** (2.77)	2.598*** (2.76)
Age	-0.082*** (-12.14)	-0.083*** (-12.17)	0.005*** (11.28)	0.005*** (11.29)	-0.080*** (-11.69)	-0.080*** (-11.71)
Abacct	0.008 (0.19)	0.008 (0.21)	-0.006* (-2.31)	-0.006* (-2.39)	0.004 (0.10)	0.005 (0.12)
Constant	0.988*** (9.15)	0.961*** (8.73)	0.948*** (144.06)	0.953*** (142.06)	1.581*** (10.70)	1.554*** (10.38)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	23 655	23 655	23 655	23 655	23 655	23 655
R-squared	0.073	0.073	0.781	0.781	0.074	0.074

0, 股票收益率 < 0 (表示“坏消息”)时, DR_{it}取1。

由于Basu(1997)模型具有一定的局限性,本文借鉴Khan和Watts(2009)的做法,将公司规模(Size)、负债率(Lev)和市值与账面价值比率(Mb)作为工具变量,对Basu(1997)模型进行了拓展。

$$G\text{-Score} = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 \text{Size}_{it} + \mu_3 \text{Lev}_{it} + \mu_4 \text{Mb}_{it} \quad (14)$$

$$C\text{-Score} = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 \text{Size}_{it} + \lambda_3 \text{Lev}_{it} + \lambda_4 \text{Mb}_{it} \quad (15)$$

为了对公司层面的会计稳健性进行估算,将式(14)和式(15)代入Basu模型:

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \beta_1 + \beta_2 DR_{i,t} + (\mu_1 + \mu_2 \text{Size}_{it} + \mu_3 \text{Lev}_{it} + \mu_4 \text{Mb}_{it}) \times R_{i,t} + (\lambda_1 + \lambda_2 \text{Size}_{it} + \lambda_3 \text{Lev}_{it} + \lambda_4 \text{Mb}_{it}) \times DR_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (16)$$

通过对式(16)进行逐年回归求得系数 λ_1 、 λ_2 、 λ_3 、 λ_4 ,并将其代入式(15)中,即可估算出公司层面的会计稳健性程度。

表10和表11是中介效应的检验结果。从表10第(3)、(4)列的结果可见,薪酬差距(WD₁和WD₂)的系数显著为负,说明薪酬差距的增大显著降低了会计稳健性,与本文的预期一致,高管出于保持自己较高的薪酬并消除员工不公平的感知等考虑,实施了机会主义信息披露行为,降低了会计稳健性。在表10第(5)、(6)列的回归中,薪酬差距(WD₁和WD₂)的系数分别为0.020和0.022,均在1%的水平上显著为正,会计稳健性(C-score)的系数均显著为负,表明会计稳健性降低了股价崩盘风险,在加入中介因子之

表 11 薪酬差距与股价崩盘风险的作用机制分析(DUVOL)

	DUVOL _{t+1}		C-Score		DUVOL _{t+1}	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
WD ₁	0.010*** (2.62)		-0.002*** (-4.75)		0.009** (2.42)	
WD ₂		0.012*** (2.75)		-0.002*** (-5.96)		0.011** (2.50)
C-Score					-0.488*** (-6.40)	-0.486*** (-6.37)
Size	-0.041*** (-12.99)	-0.041*** (-12.99)	-0.049*** (-181.96)	-0.049*** (-179.84)	-0.065*** (-13.28)	-0.065*** (-13.29)
Lev	-0.010 (-0.68)	-0.010 (-0.66)	0.167*** (130.75)	0.167*** (130.62)	0.071*** (3.62)	0.071*** (3.63)
Roa	0.016 (0.40)	0.015 (0.36)	-0.067*** (-19.22)	-0.066*** (-18.99)	-0.016 (-0.40)	-0.017 (-0.42)
Ret	97.441*** (8.68)	97.428*** (8.68)	6.289*** (6.57)	6.321*** (6.61)	100.509*** (8.95)	100.501*** (8.95)
Sigma	1.155* (1.72)	1.149* (1.71)	0.482*** (8.40)	0.485*** (8.45)	1.390** (2.06)	1.385** (2.06)
Age	-0.059*** (-12.12)	-0.059*** (-12.14)	0.005*** (11.28)	0.005*** (11.29)	-0.057*** (-11.63)	-0.057*** (-11.65)
Abacct	-0.031 (-1.09)	-0.030 (-1.08)	-0.006** (-2.31)	-0.006** (-2.39)	-0.034 (-1.19)	-0.033 (-1.18)
Constant	0.969*** (12.55)	0.953*** (12.11)	0.948*** (144.06)	0.953*** (142.06)	1.432*** (13.54)	1.416*** (13.23)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	23 655	23 655	23 655	23 655	23 655	23 655
R-squared	0.078	0.078	0.781	0.781	0.077	0.077

后,薪酬差距的系数仍然显著为正,这说明部分中介效应存在。在表 11 第(5)、(6)列的回归中,薪酬差距(WD₁和WD₂)的系数分别为0.009和0.011,均在5%的水平上显著为正,会计稳健性(C-score)的系数均在1%的水平上显著为负,仍然说明部分中介效应存在。总之,表 10 和表 11 的结果基本表明,薪酬差距的增大降低了会计稳健性,从而加剧了公司未来的股价崩盘风险。

六、结论及建议

本文以我国 2008~2018 年 A 股上市公司为样本,研究了薪酬差距对股价崩盘风险的影响。研究结果表明:薪酬差距与企业股价崩盘风险之间存在显著的正相关关系。进

一步地,本文的拓展性检验得出了以下结论:相对于其他企业,在非国有企业、内部控制质量较低的企业和市场化程度较低地区的企业中,薪酬差距对股价崩盘风险的增强效应更加显著;后续的机制分析进一步表明,薪酬差距的增大导致了会计稳健性的降低,最终加剧了股价崩盘风险。

本文的研究有如下三点启示:第一,企业应完善员工薪酬计划,防止因过大的薪酬差距产生的负面效应。根据行为理论,过大的薪酬差距会使员工产生不满情绪,不利于企业长远发展。因此,防止过大的薪酬差距产生的负面效应应该是完善公司治理不可忽略的因素。第二,公司制定的薪酬制度要公开、透明。要加强内部控制,以建立并保持公开透明的薪酬制度政策,从而抑制管理层实施机会

主义信息披露的行为动机,保证企业的会计信息稳健性,提升资本市场效率。第三,建立多元的高管考核机制。仅将薪酬与业绩挂钩,可能会导致自利的高管通过实施盈余管理谋取私利,最终导致企业业绩失真的不良现象,而且市场化进程会对薪酬在企业中的作用产生重要影响,因此,企业应根据外部市场的发展情况,对高管实施不同的考核和激励模式,保障公司的平稳运行。

主要参考文献:

[1] 蔡艳萍,刘晓光. 基于GMM的信息披露质量与股价崩盘风险研究[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2018, 24(3): 88-95.

[2] 蔡芸,陈淑玉,任成. 高管—员工薪酬差距对企业绩效的影响——基于沪深A股上市公司的面板门回归分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2019, 34(2): 52-62.

[3] 陈震,张鸣. 高管层内部的级差报酬研究[J]. 中国会计评论, 2006, (1): 15-28.

[4] 方军雄. 高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J]. 经济研究, 2011, 46(4): 107-120.

[5] 冯彦杰. 企业薪酬差距对股价同步性影响的实证研究[J]. 价格理论与实践, 2018, (2): 107-110.

[6] 傅頔,乐婷,徐静. 有效激励还是以权谋私:超额高管薪酬与股价崩盘风险——基于不同产权性质的实证研究[J]. 财经论丛, 2017, (9): 74-82.

[7] 何融. 外部治理与企业内部薪酬差距——基于分析师与媒体关注的证据[J]. 华中科技大学学报(社会科学版), 2018, 32(3): 73-80.

[8] 黄小宝,邱喃,陈关亭. 员工外部薪酬差距与股价崩盘风险[J]. 金融论坛, 2020, 25(3): 48-58.

[9] 孔东民,徐茗丽,孔高文. 企业内部薪酬差距与创新[J]. 经济研究, 2017, 52(10): 144-157.

[10] 黎文靖,胡玉明. 国企内部薪酬差距激励了谁?[J]. 经济研究, 2012, 47(12): 125-136.

[11] 李小荣,刘行. CEO vs CFO: 性别与股价崩盘风险[J]. 世界经济, 2012, (12): 102-129.

[12] 梁上坤,张宇,王彦超. 内部薪酬差距与公司价值——基于生命周期理论的新探索[J]. 金融研究, 2019, (4): 188-206.

[13] 刘春,孙亮. 薪酬差距与企业绩效:来自国企上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2010, 13(2): 30-39+51.

[14] 权小锋,吴世农,尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风

险:“价值利器”或“自利工具”?[J]. 经济研究, 2015, (11): 49-64.

[15] 史亚雅,杨德明. 商业模式创新会引发股价崩盘风险吗[J]. 财贸经济, 2020, 41(6): 80-94.

[16] 王化成,曹丰,叶康涛. 监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2015, (2): 45-57+187.

[17] 夏宁,董艳. 高管薪酬、员工薪酬与公司的成长性——基于中国中小上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2014, (9): 89-95+97.

[18] 肖土盛,宋顺林,李路. 信息披露质量与股价崩盘风险:分析师预测的中介作用[J]. 财经研究, 2017, 43(2): 110-121.

[19] 徐业坤,陈十硕,马光源. 多元化经营与企业股价崩盘风险[J]. 管理学报, 2020, 17(3): 439-446.

[20] 许年行,于上尧,伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2013, (7): 31-43.

[21] 杨薇,徐茗丽,孔东民. 企业内部薪酬差距与盈余管理[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2019, 59(1): 177-187.

[22] 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]. 会计研究, 2014, (6): 57-65+97.

[23] 张丹妮,刘春林. 分析师推荐评级与股价崩盘风险——基于期望违背压力视角的思考[J]. 中国经济问题, 2020, (3): 90-104.

[24] 张泽南,马永强. 市场化进程、薪酬差距与盈余管理方式选择[J]. 山西财经大学学报, 2014, 36(7): 91-104.

[25] 张正堂. 企业内部薪酬差距对组织未来绩效影响的实证研究[J]. 会计研究, 2008, (9): 81-87.

[26] 赵睿. 高管—员工薪酬差距与企业绩效——基于中国制造业上市公司面板数据的实证研究[J]. 经济管理, 2012, 34(5): 96-104.

[27] 郑建明,孙诗璐,靳小锋. 盈余质量、CEO背景特征与股价崩盘风险[J]. 财经问题研究, 2018, (12): 82-89.

[28] 周权雄,朱卫平. 国企锦标赛激励效应与制约因素研究[J]. 经济学(季刊), 2010, 9(2): 571-596.

[29] Chen, J., Hong, H., Stein, J.C. Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 61(3): 345-381.

[30] Cowherd, D.M., Levine, D.I. Product Quality and Pay Equity Between Lower-Level Employees and Top Management: An Investigation of Distributive Justice Theory[J]. Administrative Science Quarterly, 1992, 37(2):

- 302-320.
- [31]Habib, A., Hasan, M.M. Business Strategy, Overvalued Equities, and Stock Price Crash Risk[J]. Research in International Business & Finance, 2017, 39(1): 389-405.
- [32]Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H. Opaque Financial Reports, R², and Crash Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67-86.
- [33]Jensen, M.C., Meckling, W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [34]Khan, M., Watts, R.L. Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism[J]. Journal of Accounting & Economics, 2009, 48(2-3): 132-150.
- [35]Kim, J.B., Zhang, L. Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence[J]. Contemporary Accounting Research, 2016, 33(1): 412-441.
- [36]Siegel, P.A., Hambrick, D.C. Business Strategy and the Social Psychology of Top Management Teams[J]. Advances in Strategic Management, 1996, 13(13): 91-119.
- [37]Xu, N., Li, X., Yuan, Q., Chan, K.C. Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, 25(2): 419-434.

Executive-Employee Compensation Gap and Stock Price Crash Risk

WU Hao-min, LIU Yang-yang, LV Xue-jing

Abstract: This paper based on the sample of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2008 to 2018, we studied the impact of the executive-employee compensation gap on stock price crash risk. The study found that the higher compensation gap between executive and employee, the higher the stock price crash risk. In further research, we found that this effect is more significant in non-state-owned enterprises, low internal control quality and marketization degree enterprises. The analysis based on the mediating effect model shows that the executive-employee compensation gap influences the risk of stock price crash through accounting conservatism. From the perspective of compensation gap, this paper improves the research framework of factors affecting the stock price crash risk, and provides empirical reference for the reform and development of China's enterprise compensation system.

Key words: executive-employee compensation gap; behavioral theory; accounting conservatism; stock price crash risk

(责任编辑 王安琪)