

股票市场是否“更患不均”？

——共同富裕目标下高管和普通职工薪酬差距的股票市场反应

内容提要：实现共同富裕是中国式现代化的本质要求，作为初次收入分配的主要内容，薪酬收入分配具有重要的意义。本文采用 2008—2022 年中国 A 股市场上市公司数据检验了企业内部高管—普通职工薪酬差距的股票市场收益表现。研究发现，内部薪酬差距越大，公司股票超额收益越低，投资组合分析和 Fama-MacBeth 回归都表明，A 股市场对高管—普通员工薪酬差距呈现了显著的负面反应。机制分析结果发现，员工的不平等厌恶影响了企业的收益现金流进而增强了薪酬差距的负面影响，外部投资者的不平等厌恶也发挥了降低股票超额收益的作用。此外，进一步对内部薪酬差距收益异象的来源分析表明，风险补偿解释了股票超额收益。总体上，在推进共同富裕理念的背景下，中国 A 股市场表现出了对内部薪酬差距的关注，本文的研究有助于更为深刻理解内部薪酬差距的经济后果，对推进共同富裕、完善初次分配的薪酬收入制度提供了一定的政策启示。

关键词：内部薪酬差距 股票收益 不平等厌恶 市场表现

文章所属专业委员会领域：金融学

Equity Market Suffers from Inequality: Stock Return Performance of Internal Executive-Employee Pay Gap from the Perspective of Common Prosperity

股票市场是否“更患不均”？

——共同富裕目标下高管和普通职工薪酬差距的股票市场反应

内容提要：实现共同富裕是中国式现代化的本质要求，作为初次收入分配的主要内容，薪酬收入分配具有重要的意义。本文采用 2008—2022 年中国 A 股市场上市公司数据检验了企业内部高管—普通职工薪酬差距的股票市场收益表现。研究结果发现，内部薪酬差距越大，公司股票超额收益越低，投资组合分析和 Fama-MacBeth 回归都表明，A 股市场对高管—普通员工薪酬差距呈现了显著的负面反应。机制分析结果发现，员工的不平等厌恶影响了企业的收益现金流进而增强了薪酬差距的负面影响，外部投资者的不平等厌恶也发挥了降低股票超额收益的作用。此外，进一步对内部薪酬差距收益异象的来源分析表明，风险补偿解释了股票超额收益。总体上，在推进共同富裕理念的背景下，中国 A 股市场表现出了对内部薪酬差距的关注，本文的研究有助于更为深刻理解内部薪酬差距的经济后果，对推进共同富裕、完善初次分配的薪酬收入制度提供了一定的政策启示。

关键词：内部薪酬差距 股票收益 不平等厌恶 市场表现

一、引言

“治国之道，富民为始”，共同富裕是中国式现代化的重要特征和社会主义的本质要求。在高质量发展中促进共同富裕，就需要加强对高收入的规范和调节，依法保护合法收入的同时，防止两极分化、消除分配不公（王晓云和陈岑，2022）。正如共同富裕所强调的并不是平均富裕，而是在提高效率的同时兼顾公平，在“做大蛋糕”的同时也要“分好蛋糕”，在人民收入水平显著提升的当下，进一步减少两极分化现象及其所产生的负面影响。长期以来，企业内部高管和普通职工之间薪酬的巨大差距备受学术界和社会各层面的关注（Piketty, 2014）；国内外学者也对薪资收入差距问题开展了大量的讨论，主要集中在企业内部高管和普通职工薪酬差距对于企业财务绩效和经营行为的影响方面（孔东民等，2017；Song et al., 2019；梁上坤等，2019），但是金融市场对于企业内部高管和普通职工收入差距究竟有何反应仍缺乏相应的探讨（Pan et al., 2022）。股票市场具有配置资源和发现公司价值信息的重要功能，其对于企业高管和普通职工薪酬差距信息的反映能够产生政策信号，进一步也会影响市场的资本配置，具有重要的社会和经济影响。近年来，企业内部收入差距问题也涉及到了与社会责任有关的 ESG 投资（Hartzmark & Sussman, 2019）；

尤其是在当前愈发重视缩小收入差距、提升居民收入、促进消费振兴和实现共同富裕理念的大背景下，股票市场是否“更患不均”？即探讨和理解中国 A 股市场对于高管和普通职工薪酬差距现象会给出何种评价和反应具有重要的理论和现实意义。

根据 2007 年后上市公司的高管和普通员工平均薪酬数据可以发现^①，前三名高管的平均薪酬与普通职工平均薪酬绝对差值的中位数呈逐年上升趋势，如图 1 所示，2008 年的高管与职工薪酬差距为 26.9 万元，到 2022 年达到 101.1 万元，增长了 275.6%。经济的高速发展使得人民收入显著提升，与此同时企业内部薪酬差距的日益增大也会造成许多社会现实问题，不仅使得初次收入分配的薪酬差距进一步扩大，可能还会影响到职工的工作表现和质量，不利于企业内部普通员工的工作稳定和积极性；而且随着近年来对于共同富裕理念的持续关注，严重的薪酬差距还会影响到全社会对于收入不平等的厌恶，财富差距会显著抑制居民消费支出，对于财富不平等问题需要引起重视（易行健等，2023）。因此，对于初次收入分配过程中最为重要的薪资收入开展研究，将对深刻认识企业内部高管与普通职工之间薪酬差距的经济后果具有重要启示。

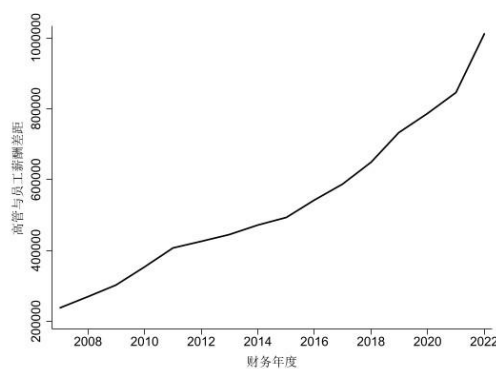


图 1 企业内部高管与普通员工平均薪酬的绝对差距

数据来源：CSMAR 数据库，经过整理计算得到。

高管与职工的薪酬差距过大可能会造成一定的负面影响，普通职工往往通过与企业内部高管薪酬收入的比较来感知自己获得的满意度，对于收入不平等的厌恶就会影响自己的工作积极性，进而对公司现金流或业绩产生负面影响。在本文中，将这些对于收入不平等的关注或反对称为不平等厌恶。然而，内部薪酬差距较大也可能会带来一定的积极信号，例如一定的内部薪酬差距意味着职工今后晋升将获得更高收入，这对普通职工会产生激励效果，从而提升企业的绩效。总的来说，考察股票市场对于企业内部高管与普通职工薪酬差距的评价和反应，将会有助于明确职工不平等厌恶和投资者社会责任关注的作用（Edmans, 2011; Mohan et al., 2018），也能够辨别内部薪酬差距是否具有激励职工的效果（Mueller et al., 2017; 黎文靖和胡玉明, 2012; 孔东民等, 2017）。基于中国 A 股上市公司样本，结合企业内部薪酬差距和股票超额收益数据，本文实证考

^① 薪酬数据来自 CSMAR 国泰安上市公司数据库，经过整理计算得到。

察 A 股市场对于内部高管和普通职工的薪酬差距究竟有何反应，明确内部薪酬差距影响股票收益表现的内在机制，并为实现共同富裕目标提供微观金融市场的经验支持。

具体来说，本文首先利用 2008—2022 年 A 股上市公司样本，检验了企业内部高管和普通职工收入差距对于股票收益的影响，回归分析和组合分析结果都表明，企业内部高管和普通职工之间的薪酬差距越大，股票未来收益越低，总体上股票市场对于内部薪酬差距呈现了负面的评价；在同时控制了高管薪酬和普通职工薪酬之后，股票市场对于高管—普通职工薪酬差距仍显著存在着负面的反应，这体现了金融市场确实对于薪酬差距的不平等现象具有显著的负面响应，而且这种负面的市场表现是独立于高管薪酬和职工薪酬影响的，不能被他们各自的薪酬水平所解释。

其次，为了分析和理解中国 A 股市场对内部高管和普通职工薪酬差距反应表现的内在机制，本文进一步从内部薪酬差距对于公司现金流收益的影响和投资者需求的影响两方面进行了检验。第一，如果员工的不平等厌恶程度较高，那么企业内部高管和普通职工薪酬之间差距过大会损害员工的工作积极性，从而影响到公司的收益现金流绩效，进而对股票未来收益产生直接的负面影响。第二，如果是投资者更多关注 ESG 社会责任，则出于对社会收入分配不均的不平等厌恶，那么 ESG 得分越低的公司也意味着承担的社会责任越少，投资者对其不平等厌恶程度就会越高，投资者特别是机构投资者就会减少对企业内部薪酬差距过大公司的股票需求，由此造成的价格压力对公司股票收益产生负面影响。进一步地，本文也对内部薪酬差距的股票收益异象来源进行了检验，研究结果支持了风险补偿假说，由于薪酬差距较小可能会引起高管的风险承担从而增加未来公司盈利的波动性，因此需要对风险进行一定的收益补偿。

最后，企业内部高管—普通职工薪酬差距和股票收益之间的关系，可能也受到异质性特征的影响。例如，相比竞争程度较低的垄断性行业，竞争性行业的市场化程度更高，进而扩大其企业的内部薪酬差距（耿艳丽等，2021），而过大的薪酬差距会产生更大的不平等厌恶。此外，由于所有权性质的差异，民营企业和国有企业面临的薪酬分配制度并不相同，相比于国有企业来说，非国有企业的薪酬—业绩弹性较高（潘子成和易志高，2023），那么股票市场对于不同所有权性质企业的薪酬差距水平也会有着差异化的反应。

本文可能的边际贡献主要体现在以下三个方面：第一，从研究视角和研究内容来看，将内部薪酬差距的经济影响研究由财务绩效视角拓展到股票收益角度，进一步丰富了薪酬差距影响领域的文献。已有研究更多探讨了内部薪酬差距与公司财务绩效或市场价值之间的关系（孔东民等，2017；梁上坤等，2019），本文则结合实证资产定价展开探讨，深入考察了内部薪酬差距对股票超额收益的影响，从而有助于理解金融市场对于企业内部高管—普通职工薪酬差距的反应和股票市场的定价效率。第二，对于内部高管和普通职工薪酬差距如何影响股票市场表现的作用机制展开了分析，进一步丰富了内部薪酬差距的作用机理的解释。通过高管—普通职工收入差距的股票市

场反应，也检验了薪酬锦标赛激励和不平等厌恶的可能假说，进一步深化了共同富裕理念下中国上市公司内部高管和普通职工薪酬差距和股票市场表现之间关系的逻辑理解。第三，从现实意义来看，中国 A 股上市公司的薪酬设置制度需要考虑员工的利益，在共同富裕理念的引领下适当改革初次的薪酬收入分配，从内部高管和普通职工薪酬角度来满足一定的社会平等诉求，从而实现更好的激励效果。

二、文献回顾、理论分析和假设发展

（一）内部高管和普通职工薪酬差距影响的文献回顾

公司金融领域很早就开始对企业内部高管和普通职工薪酬差距问题展开了相应的研究，Lazear & Rosen（1981）和 Rosen（1986）的锦标赛理论指出，薪酬差距扩大会对参与者产生激励作用，普通员工会为了晋升而努力工作从而有利于公司绩效。正如锦标赛理论所预期的，薪酬差距可以看作是对普通职工赢得比赛的一种额外奖励，这种奖励也就起到了激励员工的作用，众多实证研究证据也发现了企业内部薪酬差距和公司绩效之间存在着正相关的关系（Erickson，1999；Main et al.，1993）。然而，也有研究提出了内部薪酬差距的社会比较理论，验证了企业内部薪酬差距的扩大会导致普通职工的收入不平等厌恶，从而降低工作积极性并负向影响公司的未来绩效（Carpenter & Sanders，2004；Williams，1995；Williams et al.，2006）。最新的研究从公司绩效角度转移到了股票市场反应方面，Pan et al.（2022）利用美国上市公司 2018 年披露 CEO 和普通职工薪酬比率信息的背景，采用事件研究方法检验了内部薪酬收入不平等的影响，结果发现内部薪酬差距过大会显著降低公司股票的累计超额收益，股票市场中投资者的不平等厌恶是导致市场负面反应的主要原因。

与国外研究相比，大部分基于中国企业内部薪酬差距的早期研究也多支持锦标赛理论。周权雄和朱卫平（2010）的研究发现，地方国有上市公司薪酬差距和公司的业绩呈现显著正相关关系。他们认为薪酬差距的扩大和国企高管赢得经济锦标赛激励的强化会提高国企高管的努力水平。刘春和孙亮（2010）也同样利用国企上市公司的样本，发现企业高管和职工之间的内部薪酬差距与企业业绩正相关。后续的研究则表明，国企内部薪酬差距虽然与企业业绩正相关，但内部薪酬差距越大，企业的投资就越无效率，而且管理层权力与薪酬差距也是正相关的（黎文靖和胡玉明，2012），这实际上体现了企业内部薪酬差距可能并不激励高管，在一定程度上更反映了管理层的权力影响。梁上坤等（2019）的研究结合企业生命周期理论发现，内部薪酬差距对公司价值的提升作用是逐渐减弱的。此外，针对内部高管和普通职工薪酬差距对于企业创新影响的研究结果支持锦标赛理论，即薪酬差距对创新产出存在正向影响（孔东民等，2017），且 2015 年的《中央管理

企业负责人薪酬制度改革方案》限薪令实施缩小了国企内部薪酬差距并改变了创新激励，国有企业创新产出和创新质量都有所下降（杨伽伦和朱玉杰，2020）。

（二）理论分析和假设发展

国外学者所提出的薪酬锦标赛理论指出，薪酬差距扩大可以激发参与者为了获得收入晋升的努力程度，从而有利于公司绩效提升。在公司内部，高管和普通员工的薪酬一般存在较大差异，对于普通员工而言，较大内部薪酬差距可以刺激其努力工作使其意识到参与竞争获得未来收入的提升机会（梁上坤等，2019）。尽管如前面综述所言，大部分国外经验研究支持了内部薪酬差距促进公司绩效的正向作用，但是近年来从股票市场反应角度的研究却发现了不同的结果。Balafas & Florackis（2014）以伦敦证券交易所上市公司为样本的研究就发现，CEO 过度的激励薪酬对随后短期股票收益具有负向的影响，而且过高的 CEO 薪酬激励也对未来长期公司运营绩效产生负面影响，不利于股东的未来收益。Cooper et al.（2016）利用美国上市公司为样本的研究也发现，CEO 薪酬最高的公司其未来大约三年的股票收益会降低，而这种高管薪酬和股票收益之间负向关系主要是由于 CEO 的过度自信和投资者对高薪酬 CEO 公司的过度反应所致。

特别是针对企业内部高管和普通职工的薪酬差距，内部薪酬差距扩大其实也包含着一定的负面影响。社会比较理论就薪酬差距问题提出了不平等厌恶的观点，指出了公司内部的薪酬差距是社会心理环境与社会政治环境的重要组织部分，组织中的普通成员不仅关心收入的绝对量，也会将自己与周围的个体进行比较（Festinger，1954；Cowherd & Levine，1992）。企业普通职工可能会将自己的薪酬水平和公司高管薪酬进行比较，一旦他们认为自己付出的努力没有得到相应的回报，就会产生不平等厌恶的心理，从而影响到员工的工作积极性并进而对公司生产效率或业绩增长造成负面影响（Edmans，2011；Pan et al.，2022；刘张发等，2017）。实际上，除了企业内部普通职工对于薪酬差距的不平等厌恶之外，随着全社会对 ESG 责任的关注，证券市场中的机构投资者也愈发重视所投资公司的企业社会责任（Hong & Kacperczyk，2009；Chava，2014；Pan et al.，2022；周方召等，2020），他们也可能出于对 ESG 责任履行的关心而对内部薪酬差距过大的公司股票“用脚投票”，进而造成股票未来收益不佳的表现。

从上述的理论和实践检验发展可以看出，锦标赛理论和社会比较理论都承认内部高管和普通职工薪酬差距对于公司绩效有显著的影响，但在作用方向上则截然不同；此外，两种理论观点下的实证检验也缺乏关于薪酬差距在股票市场反应的直接证据。实际上，本文认为以上两种理论观点在内部薪酬差距和股票市场表现的关系上都有存在可能，而且主要是通过公司收益绩效或投资者需求渠道发挥作用的。在中国 A 股市场中，企业内部的高管和普通职工薪酬差距对于股票收益的影响亟待实证检验的明确。

对于具体影响机制的分析，首先从现金流收益角度来看：一方面社会比较理论的不平等厌恶

观点认为，内部高管和普通职工薪酬差距过大，意味着职工的相对收入进一步降低，这会直接影响普通职工的士气、满意度和幸福感，导致职工工作积极性降低，从而显著阻碍企业生产效率的提升和现金流收入的增加。这种内部高管和普通职工薪酬差距的扩大导致了普通职工的收入不平等厌恶程度增加，从而在公司股票未来收益上产生负面的反应，这实际上体现了金融市场对于收入差距不平等的现金流反应。然而另一方面，锦标赛理论的激励观点表明，金融市场也可能并不关注薪酬差距的不平等问题，正如之前研究所论证的，内部薪酬差距的扩大可能正向影响公司绩效从而增加企业收益（Mueller et al., 2017）。由此可能的后果是金融市场的股票收益表现正面反映了内部高管和普通职工的薪酬差距，即二者之间呈现正相关的关系。基于不平等厌恶和锦标赛理论的收益现金流绩效视角分析，针对内部高管和普通职工薪酬差距对股票收益的影响，本文提出以下的两个竞争性假说。

研究假设 1-1：其他条件不变，内部高管和普通职工薪酬差距对股票收益表现具有负面的影响，这主要是由于薪酬差距造成了公司的现金流收益降低。

研究假设 1-2：其他条件不变，内部高管和普通职工薪酬差距对股票收益表现具有正面的影响，这主要是由于薪酬差距激励了公司绩效收益的提升。

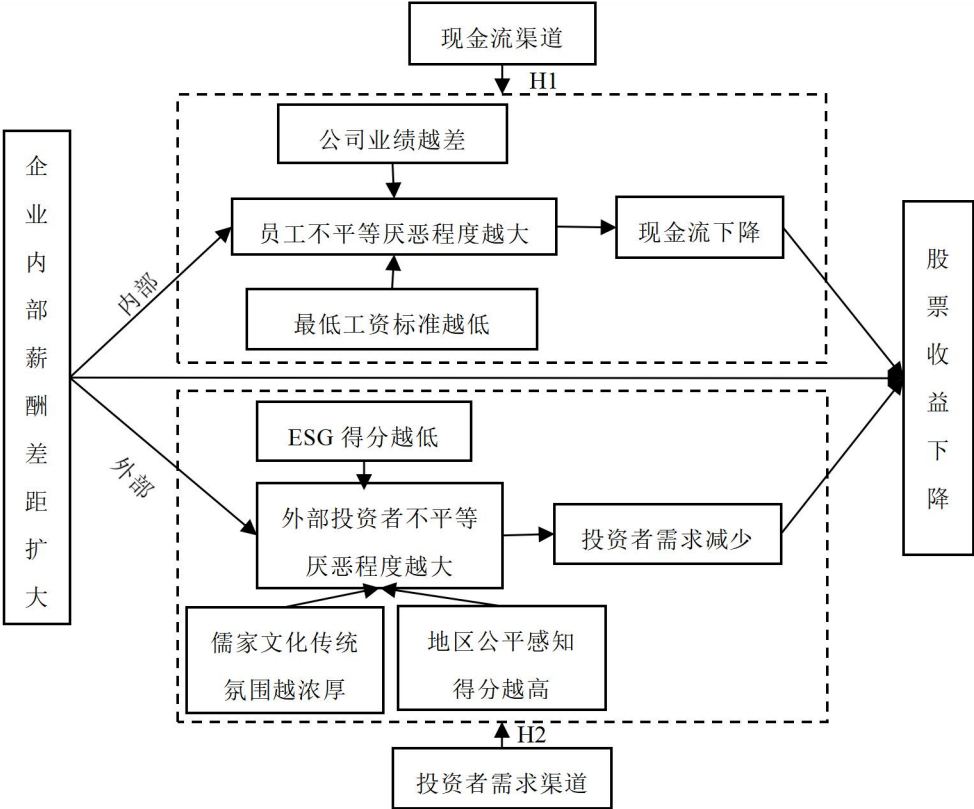


图 2：逻辑机制框架图

其次，从投资者需求角度来看，内部高管和普通职工薪酬差距对于股票收益表现的影响主要是通过投资者的不平等厌恶渠道来发挥作用。出于对共同富裕理念或社会责任 ESG 的关注，投资

者对收入不平等的厌恶程度越高,公司内部薪酬差距过大就会被投资者认为其履行社会责任不足,从而厌恶不平等的投资者不愿意投资于薪酬差距大的公司,进而对当前股价产生压力使得股票的未來收益降低。与崇尚个人主义的西方国家不同,自古以来中国更强调集体主义的“均富”思想(黎文靖和胡玉明,2012),《礼记·礼运》中“大道之行也,天下为公”、“使老有所终,壮有所用,幼有所长,矜寡孤独废疾而皆有所养”正是中华民族对共同富裕美好期盼的充分表达。党的十八大以来,党中央把握发展阶段新变化,把逐步实现全体人民共同富裕摆在更加重要的位置上,解释了实现中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化内涵。具有社会责任和不平等厌恶理念的投资者对于两极分化的内部收入差距也必然会有所考虑(Hartzmark et al., 2021; Riedl et al., 2017; Barber et al., 2021; 张学勇等, 2023),从而在投资中对于内部收入差距过高的股票进行规避和减少需求,这就产生了当前股价的压力。因此,基于不平等厌恶的投资者需求角度分析,本文提出以下的研究假设。

研究假设 2: 其他条件不变,内部的薪酬差距会通过外部投资者不平等厌恶机制对股票收益产生负面影响。

三、研究设计和统计描述

(一) 样本和数据来源

根据中国证监会相关规定,中国上市公司年报须在每年 4 月 30 日之前披露完毕,考虑到财务数据等信息披露的充分性和一致性,本文选取 2008—2022 年沪深 A 股上市公司作为初始样本。同时为了避免前视偏差,通过上市公司公布的最新可获得的财务报表确定个股的持有时期,保证所使用的财务数据能够在报表公布日期之后(尹力博等, 2021; 高杨等, 2022)。本文选取 t 年 5 月至 $t+1$ 年 4 月的股票回报数据匹配 $t-1$ 年上市公司年报财务信息数据进行实证检验分析,即 2009 年 5 月—2022 年 4 月的股票收益数据作为个股持有时期。

根据研究惯例,本文对初始样本进行如下筛选:第一,考虑金融行业的财务指标等与非金融行业公司可比性不强,因此剔除金融类上市公司样本;第二,为避免上市后炒新现象的影响,本文剔除了企业 IPO 后的前 6 个月数据(包括上市当月);第三,剔除资产为负或为 0、员工人数小于 100 的样本数据;第四,剔除 ST 和 ST*过的股票;第五,剔除了主要数据或关键变量存在缺失的公司样本;最后,考虑异常值的可能影响,本文对所有连续变量进行了 1%和 99%水平的 winsorize 处理。经过上述处理后,获得符合条件的公司数量为 3076 家,最终得到了 24913 个企业年度观测值,289409 个月度观测值。本文所涉及到的上市公司年度财务数据和月度股票交易数据均来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。

（二）变量说明

1.被解释变量

本文采用个股的考虑现金红利再投资的月度回报率作为 *Raw Return* 测度股票收益率，同时稳健性检验进一步采用经过 CAPM 模型、Fama-French 三因子和 Carhart 四因子模型风险调整后得到的月度超额收益 *alpha* 作为股票收益的测度变量。

2.企业内部高管—普通职工薪酬差距

参考 Pan et al. (2022) 的研究，本文使用企业内部高管的平均薪酬与普通员工平均薪酬之间的相对差距 (*PayGap*) 作为企业内部薪酬差距的测度标准。其中企业高管的平均薪酬为前三名高管的平均薪酬，普通员工的平均薪酬为应付职工薪酬（工资、奖金、津贴和补贴，不包含保险福利与董监高薪酬等）与普通员工人数（不包含董监高人数）之比，最后的比值取自然对数后进入实证检验。具体如下式（1）：

$$RGapM3 = \frac{\text{前三名高管的平均薪酬}}{\text{普通员工的平均薪酬}} = \frac{\text{高管总薪酬}/3}{\text{普通员工总薪酬}/\text{普通员工总人数}} \quad (1)$$

进一步地参考 Balafas & Florackis (2014) 的研究，本文按照如下方式计算行业和规模调整后的企业内部薪酬差距作为主要解释变量进行实证检验。首先，按照公司的市值规模每年的中位数将其分为两组；其次，将每个公司的行业和其所在的规模组合匹配；最后，以每个企业的内部薪酬差距与其同一行业规模组合中的薪酬差距中位数之差，作为行业和规模调整后的内部薪酬差距 *RGapIM*。

3.控制变量

借鉴已有文献，参考黎文靖和胡玉明 (2012)、耿艳丽等 (2021) 的研究思路，本文选取了可能影响企业股票超额收益的因素如动量因子 *MOM*、高管平均薪酬 *lnMPayer* 和员工平均薪酬 *lnMPayee*；还包括能够代表公司财务状况、经营以及治理水平的指标作为控制变量，如公司市值 (*MV*)、账面市值比 (*BM*)、资产负债率 (*LEV*)、股权制衡度 (*ShareBalance*)、独立董事比例 (*IndRatio*)、净资产回报率 (*ROE*)、成长性 (*Growth*)、第一大股东持股比例 (*Top1*)、换手率 (*Turnover*)、机构投资者持股比例 (*Inst*) 等，变量的具体含义如表 1 所示。

表 1 变量名称与含义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Return</i>	股票回报	公司 <i>i</i> 在 <i>t</i> 月的股票收益率
<i>PayGap</i>	企业内部薪酬差距	主要解释变量，具体指标计算方法详见上文
<i>lnMPayer</i>	高管平均薪酬	董监高的平均薪酬取自然对数（剔除独立董事）

<i>lnMPayee</i>	普通职工平均薪酬	普通职工的平均薪酬（详细定义如上所述）取自然对数
<i>MOM</i>	动量因子	股票 $t-12$ 月至 $t-1$ 月的累计收益率
<i>MV</i>	公司市值	公司月度流通市值的自然对数
<i>BM</i>	账面市值比	市场价值与账面价值之比
<i>LEV</i>	资产负债率	总负债/总资产
<i>SharesBalance</i>	股权制衡度	第 2—5 大股东持股比例/第一大股东持股比例
<i>ROE</i>	净资产收益率	净利润/股东权益余额
<i>Growth</i>	成长性	销售收入增长率，公司当年营业收入相比上年的增长率
<i>Turnover</i>	换手率	月内日均换手率（流通股数）
<i>IndRatio</i>	独立董事比例	独立董事人数占董事会总人数比例的自然对数
<i>TOPI</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股水平的自然对数
<i>Inst</i>	机构投资者持股比例	机构投资者持有的上市公司股份比例取自然对数

（三）研究步骤设计

为考察公司内部薪酬差距对未来股票超额收益的影响，本文采用单变量、双变量分组的投资组合分析以及 Fama-MacBeth 回归对企业内部薪酬差距和股票收益之间的关系进行实证检验。

首先，在 2009 年 5 月至 2022 年 4 月期间，将 t 年 4 月末所有上市公司的股票按照 $t-1$ 年企业内部薪酬差距 (*PayGap*) 从低到高等分为 5 组，计算每个组合的流通市值加权和总市值加权的月度收益率，在 $t+1$ 年 4 月末对投资组合重新进行平衡，并进一步采用 CAPM 模型、Fama-French 三因子以及 Carhart 四因子模型得到风险调整后的每个投资组合的超额收益 *alpha*。其次，在单变量投资组合的基础上，将所有企业的股票再按照公司市值规模由低到高等分为 5 组，与基于企业内部薪酬差距得到的单变量投资组合以及对冲套利组合分别匹配，则得到企业内部薪酬差距和公司特征变量构成的双变量投资组合，然后计算得到各个组合的月度平均收益率，以及经风险因子调整后的月度平均超额收益率。最后，通过 Fama-MacBeth 回归检验企业内部薪酬差距对公司股票横截面收益的影响，为避免内生性问题，所有解释变量和控制变量均滞后一期，同时进一步采用 Newey-West 方法对异方差和自相关进行调整得到稳健的 t 值。

（四）描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表 2 所示，从中可看出，中国上市公司的内部高管和普通职工之间的薪酬差距 *RGapM3* 均值为 4.26，标准差为 1.30，经过规模和行业调整后的企业内部薪酬差距 *RGapIM* 均值为 0.22，标准差为 1.28，说明中国上市企业内部薪酬差距之间的差异是较大的。其他控制变量的描述性统计特征在表 2 中列示。

表 2 描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>RGapIM</i>	270,691	0.2156	1.2810	-2.1303	5.4480
<i>RGapM3</i>	270,691	4.2593	1.2997	1.9172	9.5834
<i>lnMPayer</i>	270,691	12.4806	0.6818	10.7781	14.3055
<i>lnMPayee</i>	270,691	9.0236	1.3918	3.4698	11.5171
<i>MV</i>	270,691	15.4026	1.0797	13.1599	18.5616
<i>MOM</i>	270,691	0.1287	0.4149	-0.6741	1.4665
<i>LEV</i>	270,691	0.4099	0.1977	0.0505	0.8382
<i>BM</i>	270,691	0.3521	0.1547	0.0792	0.7811
<i>SharesBalance</i>	270,691	0.7244	0.6136	0.0264	2.8683
<i>IndRatio</i>	270,691	3.6129	0.1323	3.5065	4.0455
<i>ROE</i>	270,691	0.0748	0.0897	-0.3930	0.3081
<i>Growth</i>	270,691	0.1667	0.3219	-0.4805	1.7504
<i>TOP1</i>	270,691	3.4610	0.4641	2.1713	4.3172
<i>Inst</i>	270,691	3.4697	1.0845	-1.1344	4.5520
<i>Turnover</i>	270,691	2.4249	2.4117	0.1627	13.5384

四、实证结果与分析

（一）投资组合分析

1. 单变量分组分析

首先，本文采用构建日历时间投资组合的方式进行检验，基于每年 4 月底的企业内部薪酬差距，根据内部薪酬差距的大小将所有股票进行排序并等分为 5 组。第 1 组为企业内部薪酬差距最小的组合，记为 *Low* 组；第 5 组为内部薪酬差距最大的组合，记为 *High* 组；同时将第 5 组结果与第 1 组结果进行差分以构建对冲套利组合 *High-Low*，然后分别按照流通市值加权法和总市值加权法计算各个组合的月度平均收益率，进一步地，将每个组合的月度平均收益率时间序列分别与 CAPM 模型、Fama-French 三因子以及 Carhart 四因子进行回归得到经过风险调整后的月度超额收益率。在次年 4 月底重复上述过程最终得到风险调整后的月度平均超额收益率。根据规模和行业调整后的企业内部薪酬差距 *RGapIM* 构建的单变量分组结果见表 3。

从表 3 各个排列组合的结果可以发现，根据 *RGapIM* 构建的单变量投资组合的超额收益与企业内部薪酬差距在总体上呈显著的递减关系，如列（1）结果显示，企业内部薪酬差距最低（*Low*）和最高（*High*）投资组合的月平均收益分别为 2.19% 和 1.47%（*t* 值分别为 3.50 和 2.55），对冲套利组合 *High-Low* 的收益为 -0.72%，且在 1% 的水平上显著；从列（2）、（3）、（4）结果也可以看

出，经过 CAPM 模型、Fama-French 三因子和 Carhart 四因子风险调整过后的组合超额收益率也显著为负，说明企业内部高管与普通职工之间的薪酬差距越大，股票的超额收益水平越低。通过总市值加权法计算的投资组合的超额收益结果与流通市值加权投资组合结果一致，如在第（7）列，经过 Fama-French 三因子调整过的投资组合的超额收益率从最低组（Low）的 1.60%降低到 1.08%，并且在对冲套利组合 High-Low 中，均具有显著的负向溢价。

表 3 *RGapIM* 划分的不同权重的投资组合分析

<i>RGapIM</i>	流通市值加权				总市值加权			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	月平均收益	<i>CAPM-α</i>	<i>FF3-α</i>	<i>Carhart-α</i>	月平均收益	<i>CAPM-α</i>	<i>FF3-α</i>	<i>Carhart-α</i>
<i>Low</i>	0.0219*** (3.4929)	0.0168*** (7.2226)	0.0162*** (9.6472)	0.0155*** (9.1879)	0.0217*** (3.4659)	0.0171*** (7.9235)	0.0160*** (10.0767)	0.0153*** (9.6241)
2	0.0187*** (2.9922)	0.0136*** (5.7427)	0.0119*** (8.6027)	0.0116*** (8.2853)	0.0189*** (2.9427)	0.0142*** (6.1964)	0.0123*** (8.7672)	0.0120*** (8.4362)
3	0.0203*** (3.3637)	0.0151*** (8.1472)	0.0143*** (9.9916)	0.0138*** (9.5492)	0.0191*** (3.1444)	0.0146*** (8.1081)	0.0137*** (9.0551)	0.0133*** (8.6629)
4	0.0169*** (2.8201)	0.0120*** (5.9824)	0.0103*** (6.8182)	0.0095*** (6.3528)	0.0166*** (2.7820)	0.0123*** (6.9392)	0.0108*** (7.6936)	0.0103*** (7.2818)
<i>High</i>	0.0147** (2.5470)	0.0099*** (6.4837)	0.0099*** (6.5692)	0.0093*** (6.1197)	0.0149** (2.5694)	0.0108*** (7.3996)	0.0108*** (7.3952)	0.0104*** (7.0227)
<i>High-Low</i>	-0.0072*** (-3.3983)	-0.0068*** (-3.0427)	-0.0063*** (-3.2907)	-0.0062*** (-3.1684)	-0.0068*** (-3.2683)	-0.0064*** (-2.9047)	-0.0052*** (-2.9374)	-0.0049*** (-2.7309)

注：括号内数据为经过 Newey-West 调整的 *t* 统计量；***在 1%水平上显著，**在 5%水平上显著，*在 10%水平上显著；以下略同。

根据企业内部薪酬差距的另一指标 *RGapM3* 构建单变量投资组合，采用流通市值加权和总市值加权得到的月度组合平均收益率结果如表 4 所示，可以看出，流通市值加权的投资组合的对冲套利结果均显著为负，且在总体上投资组合收益率与企业内部薪酬差距具有递减关系，与表 3 结果相一致。

表 4 *RGapM3* 划分的不同权重的投资组合结果

<i>RGapM3</i>	流通市值加权				总市值加权			
	月平均收益	<i>CAPM-α</i>	<i>FF3-α</i>	<i>Carhart-α</i>	月平均收益	<i>CAPM-α</i>	<i>FF3-α</i>	<i>Carhart-α</i>
<i>Low</i>	0.0202*** (3.2110)	0.0150*** (6.3987)	0.0143*** (8.4153)	0.0139*** (8.0493)	0.0199*** (3.2080)	0.0154*** (7.1127)	0.0140*** (9.0687)	0.0136*** (8.6858)

2	0.0204*** (3.0833)	0.0152*** (5.4421)	0.0131*** (8.1120)	0.0124*** (7.6717)	0.0204*** (3.0089)	0.0157*** (5.8909)	0.0134*** (8.3142)	0.0127*** (7.8627)
3	0.0201*** (3.3867)	0.0151*** (8.3520)	0.0142*** (10.0036)	0.0136*** (9.5600)	0.0192*** (3.2053)	0.0148*** (8.0781)	0.0137*** (9.1253)	0.0133*** (8.7372)
4	0.0188*** (3.1408)	0.0138*** (7.1193)	0.0127*** (8.3772)	0.0119*** (7.9008)	0.0183*** (3.0596)	0.0139*** (8.3495)	0.0129*** (9.1108)	0.0123*** (8.6753)
High	0.0144** (2.5020)	0.0096*** (6.3492)	0.0095*** (6.4008)	0.0089*** (5.9702)	0.0147** (2.5451)	0.0105*** (7.2907)	0.0106*** (7.2650)	0.0102*** (6.9164)
High-Low	-0.0058*** (-2.8508)	-0.0054** (-2.3153)	-0.0048** (-2.3819)	-0.0050** (-2.4194)	-0.0052*** (-2.7111)	-0.0048** (-2.1047)	-0.0034* (-1.8619)	-0.0034* (-1.7997)

2.双变量投资组合分析

不同市值规模的公司，其股票对企业内部薪酬差距的反应可能也不相同。具体而言，规模越大的企业，其薪酬差距往往越大（王铷州和董明晴，2023），这可能是因为市值规模越大的公司，其内部层级越多，高管的激励性收入的提升使得高管与普通职工薪酬差距进一步增大。基于社会比较理论，内部薪酬差距水平的提高会带来负面的股票市场反应，因此在市值规模大的公司，其内部薪酬差距对于股票收益的负面影响也应更强烈。

参考 Fama & French（2015）的研究，通过双变量分组法分析企业内部薪酬差距在不同企业市值规模水平下的差异。具体来说，将每年4月底的公司市值规模（*MV*）从小到大等分为5组，然后将按照 *RGapIM* 等分成的5组及其 *High-Low* 组合分别与公司市值规模投资组合进行匹配得到30个投资组合。同样按照流通市值加权法和总市值加权法求得各个投资组合的月度收益率，以及经过风险调整后的超额收益率 CAPM alpha、FF3 alpha 以及 Carhart4 alpha。

表5为基于 *RGapIM* 划分的不同公司市值规模和内部薪酬差距的双变量投资组合的月平均收益率结果。由表5可知，在市值规模最小（*SMALL*）的公司，其内部薪酬差距的对冲套利组合溢价为-0.17%（*t*值=-1.06），并未通过显著性检验；而在市值规模最大（*BIG*）的投资组合中，内部薪酬差距的投资组合有显著的负向溢价-0.95%（*t*值=-3.63），并且在对冲组合中，随着市值规模的增大，企业内部薪酬差距的负向溢价的显著性也呈递增趋势。

表5 双变量投资组合分析—*RGapIM* 流通市值加权

		<i>MV</i>				
		<i>SMALL</i>	2	3	4	<i>BIG</i>
<i>RGapIM</i>	<i>Low</i>	0.0047	0.0101	0.0159**	0.0177***	0.0248***

		(0.6470)	(1.4718)	(2.2761)	(2.6448)	(3.8106)
	2	0.0069	0.0090	0.0156**	0.0202***	0.0208***
		(0.9453)	(1.2908)	(2.2618)	(2.9702)	(3.2682)
	3	0.0047	0.0110	0.0145**	0.0190***	0.0220***
		(0.6892)	(1.5610)	(2.1420)	(2.7063)	(3.5587)
	4	0.0057	0.0083	0.0124*	0.0155**	0.0184***
		(0.7858)	(1.2416)	(1.8851)	(2.3964)	(3.0043)
	<i>High</i>	0.0030	0.0064	0.0092	0.0135**	0.0153**
		(0.4133)	(1.0125)	(1.4017)	(2.1936)	(2.5765)
	<i>H-L</i>	-0.0017	-0.0037**	-0.0067***	-0.0042**	-0.0095***
		(-1.0597)	(-2.2895)	(-3.5342)	(-2.1377)	(-3.6307)

表 6 为基于 *RGapM3* 划分的双变量投资组合结果，在内部薪酬差距的对冲组合中，市值规模最小 (*SMALL*) 的负向溢价并不显著为 -0.21%，而市值规模最大 (*BIG*) 的月度平均收益率为 -0.84%，且通过了 1% 的显著性检验，与表 5 结论一致。进一步说明市值规模越大，企业内部高管与普通职工薪酬差距的增大会使公司股票未来收益显著下降。

表 6 *RGapM3* 的双变量投资组合—流通市值加权

		<i>MV</i>				
		<i>SMALL</i>	2	3	4	<i>BIG</i>
<i>RGapM3</i>	<i>Low</i>	0.0050	0.0101	0.0145**	0.0168**	0.0232***
		(0.6846)	(1.4677)	(2.0871)	(2.4535)	(3.5211)
	2	0.0063	0.0095	0.0169**	0.0194***	0.0245***
		(0.8797)	(1.3410)	(2.4307)	(2.9357)	(3.5658)
	3	0.0053	0.0105	0.0141**	0.0209***	0.0219***
		(0.7823)	(1.4982)	(2.0979)	(2.9578)	(3.5284)
	4	0.0048	0.0082	0.0127*	0.0160**	0.0207***
		(0.6780)	(1.2110)	(1.9038)	(2.4367)	(3.3799)
	<i>High</i>	0.0030	0.0062	0.0101	0.0139**	0.0147**
		(0.4096)	(0.9914)	(1.5500)	(2.2548)	(2.5123)
	<i>H-L</i>	-0.0021	-0.0039**	-0.0044***	-0.0029	-0.0084***
		(-1.1849)	(-2.3801)	(-2.6547)	(-1.5443)	(-3.3054)

与单变量投资组合类似，将各组合的月度平均收益率经过 CAPM 模型、Fama-French 三因子以及 Carhart 四因子模型调整后的投资组合的月度平均超额收益率结果进行稳健性检验，结果如表 7 所示。其中 Panel A 基于经规模行业调整后的内部薪酬差距 $RGapIM$ 得到的对冲套利投资组合结果显示，经过风险因子调整后的超额收益率在公司市值规模最低组 ($MV-SMALL$) 中并不显著，随着市值规模的提高，对冲组合的负向溢价显著增大，在市值规模最高组 ($MV-BIG$) 的套利组合的风险因子调整后的溢价分别在 1% 的水平上显著为 -0.91%、-0.92% 以及 -0.91%。Panel B 基于企业内部薪酬差距 $RGapM3$ 进行的经风险调整后的双变量投资组合结果与 Panel A 的结果相一致。总的来说，公司市值规模越大，企业内部薪酬差距越大的企业，其股票市场的负面反应越强烈这一结论是稳健的。

表 7 风险因子调整过的双变量投资组合分析结果—流通市值加权

Panel A		MV				
		SMALL	2	3	4	BIG
H-L	RGapIM	CAPM- α				
		-0.0018 (-0.9260)	-0.0034* (-1.8270)	-0.0066*** (-3.8727)	-0.0041** (-2.2048)	-0.0091*** (-3.3262)
		FF3- α				
		-0.0019 (-0.9928)	-0.0031* (-1.6757)	-0.0068*** (-3.9766)	-0.0044** (-2.3556)	-0.0092*** (-3.5557)
		Carhart4- α				
		-0.0023 (-1.1684)	-0.0030 (-1.5935)	-0.0068*** (-3.9025)	-0.0038** (-2.0095)	-0.0091*** (-3.4279)
Panel B		MV				
		SMALL	2	3	4	BIG
H-L	RGapM3	CAPM- α				
		-0.0022 (-1.0992)	-0.0035* (-1.8445)	-0.0044** (-2.5448)	-0.0028 (-1.4881)	-0.0080*** (-2.8184)
		FF3- α				
		-0.002 (-0.9978)	-0.0032* (-1.7117)	-0.0043** (-2.4540)	-0.0026 (-1.4010)	-0.0086*** (-3.1293)
		Carhart4- α				
		-0.002 (-1.0152)	-0.003 (-1.5947)	-0.0045** (-2.5683)	-0.0023 (-1.2040)	-0.0087*** (-3.1241)

注：表中数据为内部薪酬差距的高-低对冲套利组合收益。

(二) Fama-MacBeth 回归

由上述投资组合分析初步得知，企业内部薪酬差距会对公司未来股票收益产生负面影响，但是由于投资组合分析能够控制的变量较少，可能会遗漏变量从而无法得到企业内部薪酬差距跟股票未来回报之间的真实关系。本文采用 Fama-MacBeth 的横截面回归，加入高管平均薪酬、员工平均薪酬、公司特征等其他控制变量来检验企业内部薪酬差距与股票未来回报之间的关系：

$$Return_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PayGap_{i,t-1} + \beta_k Control_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Return 为个股 *i* 在 *t* 月的股票回报率，本文采用 Fama-French 三因子和 Carhart 四因子调整后的股票超额收益率 (*alpha_ff3* 和 *alpha_carh4*) 为被解释变量进行回归分析。*PayGap* 为企业内部薪酬差距，包括 *RGapIM* 和 *RGapM3* 两个指标。*Control* 则为一系列控制变量，包括表示公司特征的变量如 *MOM*、*MV* 等， β 为回归系数， ε 为残差项。采用 Fama-MacBeth 回归在 *t* 时期的股票回报率与各个变量的横截面回归系数组成时间序列，并使用 Newey-West 调整后的 *t* 值以检验企业内部薪酬差距对公司股票回报影响的显著性，为避免内生性对研究结果的影响，本文在回归中的解释变量和控制变量均滞后一期。

表 8 列示了 Fama-MacBeth 的回归结果，其中列 (1) 结果显示，在同时考虑了市值规模、公司累计收益率和账面市值比等影响股票横截面收益的因素以及公司特征后，经过规模和行业调整后的企业内部高管与普通职工薪酬差距 *RGapIM* 回归系数在 1% 的水平上显著为负。在进一步控制了高管平均薪酬和员工平均薪酬两个变量之后，*RGapIM* 的回归系数为 -0.12%，且通过了 1% 的显著性检验，这说明股票市场对于企业内部薪酬差距的负面反应并非单纯受到了高管薪酬以及普通职工薪酬的影响，而是企业内部薪酬差距较大会独立于高管或者普通职工薪酬，从而对股票横截面收益产生显著负面影响。

本文进一步将自变量替换为企业高管和普通职工薪酬差距 *RGapM3* 后进行回归，列 (4) 结果显示在加入高管和普通职工薪酬的控制变量之后，*RGapM3* 的回归系数仍然显著为负；且列 (5) 结果发现，*RGapIM* 对 Carhart 四因子调整后的股票超额收益率的回归系数为 -0.03%，*t* = -4.17，在列 (6) 中考虑了高管和普通职工平均薪酬之后，*RGapIM* 的回归系数为 -0.11%，*t* 值为 -2.81，与之前所得结论一致，进一步验证了企业内部薪酬差距对股票收益率的负面影响。

表 8 Fama-MacBeth 回归结果

变量	<i>alpha_ff3</i>		<i>alpha_ff3</i>		<i>alpha_carh4</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>RGapIM</i>	-0.0003*** (-4.6921)	-0.0012*** (-3.1803)			-0.0003*** (-4.1719)	-0.0011*** (-2.8082)
<i>RGapM3</i>			-0.0003***	-0.0014***		

			(-4.6047)	(-5.0868)		
<i>lnMPayer</i>		-0.0001		0.0001		-0.0003
		(-0.1320)		(0.4429)		(-0.7150)
<i>lnMPayee</i>		-0.0010***		-0.0012***		-0.0009**
		(-2.6919)		(-4.3214)		(-2.4440)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	217,452	217,452	217,452	217,452	217,452	217,452
<i>R</i> ²	0.3765	0.3804	0.3764	0.3798	0.3286	0.3323

注：控制变量包括 *MV*、*MOM*、*LEV*、*BM*、*SharesBalance*、*IndRatio*、*Growth*、*TOPI*、*ROE*、*Turnover*、*Inst*，下表略同。

五、可能的影响机制分析

经过上述实证检验分析，本文发现在中国 A 股市场，企业内部高管和普通职工薪酬差距的增大会降低公司未来股票收益，这一点也与国外资本市场的研究结果相类似（Pan et al., 2022）；即薪酬差距越大的企业，其股票收益率显著低于企业内部薪酬差距较小公司的股票收益率。进一步地，本文对企业内部薪酬差距影响股票收益的可能传导机制进行检验分析。根据前文所述，股票市场对于企业内部薪酬差距的负面反应可能来源于两个渠道：一是现金流渠道，员工的不平等厌恶会导致负面的现金流收益反应，从而对股票收益率产生负面影响；二是外部投资者对内部薪酬差距较大公司的股票需求减少，这种外部投资者的不平等厌恶导致公司股票的价格压力增加，从而对股票未来收益产生负面影响。

（一）员工不平等厌恶的现金流收益渠道

根据社会比较理论，企业内部薪酬差距增大会使员工产生不平等厌恶情绪，普通职工会将自己的薪酬和高管薪酬进行比较，如果未满足预期或者违背了他们对资源理想配置或分配公平的看法，高管与普通职工薪酬差距过大所产生的不平等厌恶就会损害员工的工作积极性，士气下降进而影响公司生产效率，对公司的现金流产生负面影响，若股票市场意识到了这种消极影响，那么股票市场就可能会对薪酬差距过大的企业产生负面反应。

1. 现金流渠道：企业绩效

本文采用 *ROE* 和 *ROA* 来衡量企业的财务绩效表现，并分别按其中位数分为高 (*High*) 低 (*Low*) 两组，分别在低 (*Low*) 组和高 (*High*) 组中回归，得到表 9 列示的结果。其中，列 (1) 和列 (2) 为根据 *ROE* 中位数分组的样本，可以看出，随着公司业绩的提高，企业内部薪酬差距对股票横截面收益负面影响的显著性更低。具体地，在业绩较好的企业，股票市场对内部薪酬差距较大企业的负面反应并不显著，但在业绩较差的企业则有 1% 显著的负面反应表现；基于 *ROA* 中位数分组的回归结果进一步支持了这一结论，表明企业内部薪酬差距可通过业绩间接对股票未来收益产生

负面影响。尤其是在业绩较差的公司中，内部薪酬差距的扩大会使得员工的积极性更低、不平等厌恶更高，从而股票市场也更为显著地反映出了对薪酬不平等的“不均之患”。

表 9 现金流渠道的机制分析—企业绩效

变量	<i>alpha_ff3</i>			
	<i>ROE-Low</i>	<i>ROE-High</i>	<i>ROA-Low</i>	<i>ROA-High</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>RGapIM</i>	-0.0018*** (-4.7444)	-0.0008* (-1.7796)	-0.0014*** (-4.1128)	-0.0011** (-2.0103)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	110,678	106,774	114,625	102,827
<i>R</i> ²	0.3503	0.3817	0.3528	0.3868

注：控制变量包括 *lnMPayer* 和 *lnMPayee* 以及其他控制变量，下表略同。

2. 现金流渠道：销售收入

如前文所言，企业内部薪酬差距可能会通过员工不平等厌恶影响企业现金流表现，从而对股票收益产生负面作用。本文采用企业营业收入 (*OperatIncome*) 作为企业现金流表现的衡量指标，并根据其中位数分为高 (*High*) 低 (*Low*) 两组，若企业内部薪酬差距的现金流渠道成立，股票市场在企业销售收入表现更好的一组中，相比于低组 (*Low*) 来说其负面反应会减弱，表 10 为不同销售收入子样本的回归结果。其中，列 (1) *RGapIM* 的回归系数在 1% 的水平下显著为 -0.21%；但在销售收入表现较好 (*OperatIncome-High*) 的子样本中，*RGapIM* 的回归系数为 -0.07%，且显著性降低，表明在现金流表现更好的公司中，股票市场的负面反应会在一定程度上减弱。

总的来说，企业内部薪酬差距扩大导致员工不平等厌恶程度增大，使得企业生产效率降低，现金流下降，从而对公司股票超额收益率产生负面影响。结论支持了本文的研究假设 1-1，即其他条件不变，内部薪酬差距对股票收益表现具有负面的影响，这其中员工不平等厌恶的现金流收益机制发挥了作用。

表 10 现金流渠道—销售收入表现

变量	<i>alpha_ff3</i>	
	<i>OperatIncome-Low</i>	<i>OperatIncome-High</i>
	(1)	(2)
<i>RGapIM</i>	-0.0021*** (-3.9460)	-0.0007* (-1.7277)

<i>Controls</i>	控制	控制
<i>N</i>	96,502	118,233
<i>R</i> ²	0.3554	0.4255

3.现金流渠道：最低工资标准

虽然员工的不平等厌恶不能直接观察到，但已有研究表明，个人对收入不平等的态度和他们对再分配的偏好之间存在很强的相关性（Pan et al., 2022），因此本文参考 Pan et al.（2022）的研究，采用公司所在地区的最低工资标准检验企业内部薪酬差距如何通过不同再分配条件下的员工不平等厌恶进而对股票市场产生影响。具体来说，公司所在地区的最低工资标准越低，公司就能以更低工资水平雇佣员工，从而导致更大的内部薪酬差距，使得普通职工进一步增加对于不平等的厌恶程度，进而影响到公司现金流使股票市场做出负面反应。

本文将各省市的最低工资标准按其中位数分为高低两组，在各组分别进行 Fama-MacBeth 回归，回归结果如表 11 的列（1）和列（2）所示。实证结果表明，在最低工资水平更低（*MinWage-Low*）的样本中，*RGapIM* 的回归系数在 1% 的水平下显著为负，但在最低工资标准水平较高（*MinWage-High*）的子样本中，*RGapIM* 对股票横截面超额收益的回归系数显著性水平降低，这表明在最低工资水平较低的地区，由于员工不平等厌恶程度的提高，企业内部薪酬差距的扩大使其股票收益的负面反应更为强烈。

表 11 现金流渠道的机制分析—最低工资标准

变量	<i>alpha_ff3</i>	
	<i>MinWage-Low</i>	<i>MinWage-High</i>
	(1)	(2)
<i>RGapIM</i>	-0.0015*** (-3.8074)	-0.0010* (-1.6743)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>N</i>	104,726	112,726
<i>R</i> ²	0.3951	0.3999

（二）投资者不平等厌恶的需求渠道

由前文所述，企业内部薪酬差距还可能会通过投资者不平等厌恶的需求渠道对股票收益产生影响。实际上，投资者特别是机构投资者愈发重视上市公司社会责任的履行表现（周方召等，2020），ESG 责任承担也能在一定程度上改善企业内部的收入分配（聂辉华等，2022）；社会责任评分即

ESG 得分越低的企业，机构投资者对其薪酬差距增大的不平等厌恶程度更高，从而会减少对其股票的需求，造成股价的下跌压力，降低股票未来收益表现。投资者的不平等厌恶程度虽然不是直接可见，但它可能与当地规范或文化有关（Pan et al., 2022），在公平感知或公平意识更强的地区，当地居民对不平等的厌恶程度更高（梁上坤等，2019）。因此，本文采用儒家文化宣传程度、地区公平感知得分以及 ESG 得分三个指标进行分组，检验在公平感知不同的地区，股票市场对于企业内部薪酬差距反应会有何差异。

1. 儒家文化宣传和地区公平感知得分

儒家文化重视“中庸”思想，根据梁上坤等（2019）的研究发现，儒家文化传统宣传较多的地区，当地居民对于公平的意识更强，因此当地居民包括投资者对不公平事件的厌恶程度更高。参考已有研究，本文采用中国各个省市的儒家官方学校及孔庙的数量取自然对数之后，得到衡量儒家文化宣传程度的指标（*Confucian*），然后将样本按 *Confucian* 中位数分为高（*High*）低（*Low*）两组进行回归。表 12 的列（1）和列（2）结果显示，相比于儒家文化宣传程度较高（*High*）组而言，企业内部薪酬差距 *RGapIM* 的回归系数在低（*Low*）组的显著性水平更低，表明在儒家文化传统宣传较多、儒家文化氛围越浓厚的地区，投资者的公平意识更强，对不平等的厌恶程度更高，投资者不愿意投资于薪酬差距较大的公司，导致企业股票需求减少，从而对股票未来收益率产生负面影响。

其次，根据世界价值观调查（World Value Survey）在中国的三次调查结果来看^①，中国各省市的公平感知得分（*IncEquality*）越高，说明所在地区的公平程度越高，那么居民更强的公平意识对于不平等的厌恶程度就会越高；反之，在公平感知得分越低的地区，当地居民公平意识相对较弱，从而对于薪酬不平等厌恶的程度相对较低。本文将三次中国价值观调查的公平感知得分数据进行处理得到各个地区的公平感知得分，然后按照公平感知得分指标的中位数分为高（*High*）低（*Low*）两组分别进行回归。表 12 的列（3）和列（4）结果显示，在公平感知得分更高（*IncEquality-High*）的地区，*RGapIM* 的回归系数为-0.19%，且通过了 1% 的显著性检验，但在公平感知得分低组（*Low*），经规模和行业调整后的企业内部薪酬差距的回归系数并不显著，这一结果再次表明，在公平感知更高的地区，投资者的不平等厌恶程度更大，从而对企业内部薪酬差距较大的不平等厌恶会更强烈，因此其股票市场的负面反应也更为显著。

表 12 儒家文化宣传和地区公平感知得分的子样本回归结果

^① 本文采用在中国的三次价值观调查数据，分别为 2007 年、2013 年和 2018 年，使用调查问题“收入应该尽可能均等(1 分)——应该加大收入差距、以鼓励个人努力工作(10 分)”得分作为中国各地区居民公平感知的程度。本文对三次价值观调查中公平感知得分进行处理，将每次调查中各省市对该问题的得分取平均后，将三次调查的各省市平均得分相加，并将其作为各个地区的公平感知指标。

变量	<i>alpha_ff3</i>			
	<i>Confucian -Low</i>	<i>Confucian -High</i>	<i>IncEquality -Low</i>	<i>IncEquality -High</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>RGapIM</i>	-0.0008* (-1.8258)	-0.0016*** (-3.7316)	-0.0006 (-1.2056)	-0.0019*** (-4.5383)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	113,243	103,366	103,916	112,693
<i>R</i> ²	0.3833	0.3976	0.3810	0.3976

2.投资者的社会责任关注—ESG 得分

出于对共同富裕以及社会责任的关注，投资者可能会通过 ESG 得分衡量企业履行社会责任的表现，Pan et al.（2022）、周方召等（2020）的研究认为，更关注广义社会问题的投资者也有可能更关注薪酬差距和收入不平等，因此本文将 2010—2020 年的企业 ESG 责任得分^①作为公司履行社会责任的表现，并将 ESG 得分按其中位数分为高低两组之后进行回归。表 13 列示了两个子样本的回归结果。从回归结果可以看到，相比于低组（*ESG-Low*）而言，在社会责任履行表现更好（*ESG-High*）的子样本中，企业内部薪酬差距对股票收益的回归系数绝对值显著降低，从 0.21% 降为 0.08%，且显著性水平从 1% 降为 10%，故可知，相比于社会责任履行表现更好的公司，在 ESG 得分较低的公司，厌恶不平等的投资者会减少对内部薪酬差距较高的企业股票需求，从而造成股价的下跌压力，对股票未来收益产生更强烈的负面影响，本文的研究假设 2 由此得到了实证结果的支持。

表 13 ESG 得分的子样本回归结果

变量	<i>alpha_ff3</i>	
	<i>ESG-Low</i>	<i>ESG-High</i>
	(1)	(2)
<i>RGapIM</i>	-0.0021*** (-4.2335)	-0.0008* (-1.6591)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>N</i>	95,317	99,396
<i>R</i> ²	0.3717	0.4048

（三）进一步分析：内部薪酬差距的收益异象来源

① ESG 得分来源于和讯网，经过整理计算得到。

1. 风险补偿还是错误定价

由前文结果可知，企业内部薪酬差距不同的公司其股票收益率也不同，在此基础上从风险补偿的理论角度对此异象来源做进一步的探究，参考 Leung et al. (2020)、尹力博等 (2021) 的研究，本文构建内部薪酬差距因子及其因子载荷进行检验。具体构建方式为：首先，在 t 月根据 $RGapIM$ 的大小由高到低按照 30%、40%、30% 的比例将个股分为高、中、低三组，同时将其与公司市值规模的高低两组相乘得到 6 个组合，按照流通市值加权得到各个组合的月平均收益率后，再用高 $RGapIM$ 小市值和高 $RGapIM$ 大市值组合的月度平均收益率减去低 $RGapIM$ 小市值和低 $RGapIM$ 大市值组合的月平均收益率得到构建的薪酬差距因子；其次，将个股超额收益率与 Fama-French 三因子再加入构建的薪酬差距因子进行滚动窗口回归，得到的回归系数为相应风险因子的因子载荷；最后再将收益率与相关因子及其载荷做 Fama-MacBeth 回归，若薪酬差距因子载荷与股票超额收益率之间的关系显著，则服从风险补偿的解释。

回归结果如表 14 所示，在控制了相关特征后，薪酬差距因子 $RGapIM_inz$ 的回归系数仍然显著为负，说明股票的超额收益率与企业内部薪酬差距因子风险载荷具有显著的负向关系；因此，企业内部薪酬差距越小，其股票超额收益率越高可能来源于没有考虑到的额外风险产生的收益补偿。

表 14 风险补偿的检验结果

变量	$alpha_ff3$		
	(1)	(2)	(3)
$RGapIM_inz$	-0.0005*** (-4.7631)	-0.0005*** (-4.7323)	-0.0008*** (-4.7531)
$Beta$			-0.0031** (-2.1700)
SMB			-0.0019 (-1.1867)
HML			-0.0023** (-2.5621)
MV		0.0044*** (14.7914)	0.0043*** (8.1346)
BM		-0.0202*** (-11.3235)	-0.0171*** (-8.1422)
$RGapIM$		-0.0011*** (-9.2412)	-0.0011*** (-9.1417)

<i>N</i>	217,418	214,919	214,919
<i>R</i> ²	0.0164	0.1039	0.2989

2. 内部薪酬差距与业绩波动率

前面的研究结果已经表明，企业内部薪酬差距对公司未来股票收益存在显著的负面影响，较小的内部高管和普通职工薪酬差距产生的股票收益异象更多是来源于风险补偿，那么接下来本文将对具体的风险补偿原因进行考察。一方面，企业内部高管与普通员工的薪酬差距可以直接影响到公司的绩效表现，企业内部薪酬差距越小，员工的不平等厌恶程度相对较低，可能会对公司绩效产生积极作用，那么预期现金流可能会增加；但另一方面，企业内部薪酬差距越小，高管为了提升或者完成业绩指标的同时也能够为自身带来更高的绩效收入。因此，为了更快和更大提升高管自身的收入水平，其可能会选择更加冒险激进的决策和项目，从而承担更大的风险；由此带来的可能是较高的收益，但同时承担更大的风险项目不确定性也越高，可能造成的未来业绩波动率也会增大。

为了验证较小的内部薪酬差距可能隐含的风险来源，借鉴权小锋和吴世农（2010）对业绩波动率的测量，采用过去四年及当年共五年的会计业绩 *ROA* 和市场业绩托宾 *Q* 的移动平均标准差作为业绩波动率的测量指标，并将其作为被解释变量进行回归。回归结果如表 15 所示，企业内部薪酬差距的回归系数均显著为负，且通过了 1% 的显著性检验，即内部薪酬差距和企业的业绩波动率之间呈现了显著的负相关关系。这一结果说明，企业内部薪酬差距越小，高管为了提升公司业绩和收入，会选择更加冒险激进的决策，承担更大的风险和业绩波动，高风险伴随股票未来的高收益，这进一步验证了风险补偿来源的逻辑解释。

表 15 内部薪酬差距与公司业绩波动率

变量	<i>ROA_Std</i>	<i>TobinQ_Std</i>
	(1)	(2)
<i>RGapIM</i>	-0.0005*** (-6.5226)	-0.0067*** (-4.8680)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>N</i>	153,750	151,630
<i>R</i> ²	0.1592	0.4646

注：控制变量包括 *MV*、*MOM*、*LEV*、*BM*、*SharesBalance*、*IndRatio*、*Growth*、*TOP1*、*ROE*、*Turnover*、*Inst*。

六、异质性影响的分析

（一）行业竞争程度的差异化影响

企业内部薪酬差距可能还会受到行业竞争程度的影响，具体而言，垄断性的行业薪酬变动较少，而竞争性企业则面临更大的行业竞争压力，非国有资本也更容易进入竞争性行业并深入参与企业经营决策，导致员工与高管之间的薪酬差距扩大（耿艳丽等，2021），因此股票市场对于企业内部薪酬差距的反应可能会存在行业竞争度的差异。

借鉴耿艳丽等（2021）的研究，本文根据2012年证券业行业分类，将石油和天然气开采业B07、烟草制品业C16、石油加工、炼焦及核燃料加工业C25、电力、燃气及水的生产和供应业D、铁路、水上及航空运输业G53/G55/G56、邮政业H60、电信和其他信息传输服务业I分为垄断性行业，其余为竞争性行业。在垄断性行业和竞争性行业子样本中分别进行回归，结果在表16中列示。在列（1）中 $RGapIM$ 的回归系数在1%的显著性水平下为-0.11%，但在垄断性行业结果中， $RGapIM$ 的回归系数并不显著，表明在竞争性行业中，企业内部薪酬差距越大，股票市场的负面反应更为强烈。这可能是因为在竞争性行业中，企业的薪酬弹性更大，内部薪酬差距更大，导致员工的不平等厌恶程度更高，影响企业的现金流，同时厌恶不平等的投资者会减少对其股票的需求，从而企业股票超额收益减少。

表 16 行业竞争程度的异质性检验

变量	$alpha_{ff3}$	
	竞争性行业	垄断性行业
	(1)	(2)
$RGapIM$	-0.0011*** (-3.5628)	-0.0004 (-0.5265)
<i>Controls</i>	控制	控制
N	192,945	24,507
R^2	0.3831	0.4355

（二）所有权性质的差异化影响

与国有企业相比，非国有企业并没有实施对高管薪酬的管制，同时薪酬契约趋于市场化，薪酬弹性较高（潘子成和易志高，2023），因此不同所有权性质的企业内部薪酬差距产生的不平等厌恶及其股票市场反应也可能存在差异。如表17的结果所示，在非国有企业样本中 $RGapIM$ 的回归系数在1%的水平上显著为-0.19%，而在国有企业的子样本中的回归系数并不显著，因此可得知，非国有企业的内部薪酬差距增大会对股票收益会有更为显著的负面影响。

表 17

所有权性质的异质性检验

变量	α_{ff3}	
	非国有企业	国有企业
	(1)	(2)
<i>RGapIM</i>	-0.0019*** (-3.9193)	-0.0002 (-0.3642)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>N</i>	125,512	88,305
<i>R</i> ²	0.3918	0.3947

七、研究结论和政策启示

习近平总书记指出，共同富裕不是少数人的富裕，也不是整齐划一的平均主义。正如本文所得结论，在绩效卓越的公司，其员工整体收入相对较高，企业内部薪酬差距的扩大对员工来说影响相对较小；反之，在绩效惨淡的公司，其员工整体收入较低，企业内部薪酬差距的扩大对于股票收益的影响也会更大。因此，实现高水平的共同富裕不是单纯缩小收入差距，不能脱离生产力与效率追求平均公平，而是在做大“蛋糕”之后，通过合理的制度安排把“蛋糕”分好，才能在高质量发展中促进共同富裕。本文从股票市场反应的角度考察了企业内部高管—普通职工薪酬差距的影响，并深入检验了其中的现金流收益和不平等厌恶机制，进而对金融市场如何评价企业内部薪酬差距提供了更深层次的认识。首先，投资组合和 Fama-MacBeth 回归结果都表明，企业内部高管与普通职工薪酬之间的差距越大，股票超额收益率越低；这一结果充分体现了股票市场对企业内部薪酬差距呈显著的负面反应，且在控制了高管薪酬和普通职工平均薪酬之后，这种对于高管—员工薪酬差距的负面反应在中国 A 股市场仍然是显著的。其次，在经过现金流收益的渠道和投资者需求的不平等厌恶渠道检验之后发现，员工的不平等厌恶会对公司现金流收益产生负面影响，从而显著降低股票未来的超额收益率；同时，儒家文化认可程度和公平感知得分更高的地区，投资者对于不平等厌恶程度更高，企业内部薪酬差距过大会引起股票市场更为强烈的负面反应；此外，社会责任评分越高的公司，会在一定程度上减轻股票市场对企业内部薪酬差距的负面反应。本文进一步对内部薪酬差距的收益异象来源进行了分析，研究发现股票市场对于薪酬差距较小公司股票收益的正面反应是源于风险补偿的解释，内部薪酬差距小的企业高管可能会采取更加激进的措施和承担更高风险来提升绩效与收入，从而造成公司的业绩波动率上升。本文的异质性分析检验结果进一步发现，在非国有企业和竞争性行业企业中，内部高管—普通职工薪酬差距对股票的超额收益率负面影响更大。

根据实证研究结果显示，由于过大的企业内部高管和普通职工薪酬差距会显著降低股票的超

额收益，而且内部薪酬差距的增加也会带来更大的不平等厌恶，从而影响中国 A 股市场的收益表现。因此，本文认为可以从以下三个方面入手进行相应的政策调整。第一，加快完善企业内部薪酬的合理分配以及披露标准，提高内部普通员工薪酬激励以及晋升渠道的透明度与合理化，一方面设置明确的具有行业可比性的薪资水平可以激励员工的工作积极性，另一方面适当提高普通职工的薪酬水平、尤其是和业绩挂钩的行业相对薪资，也会降低员工由于薪酬差距过大而产生的不平等厌恶，从而减少对公司业绩以及股票回报的负面影响。第二，国民收入分配格局应重视发展与分配的统一，政策设计需要推进共同富裕目标的实现，更好地将效率和公平同时兼顾，适当提升普通职工的薪酬收入水平从而增加居民初次分配的收入，并同时充分发挥再分配政策的调节效果。第三，加强全社会对共同富裕理念以及 ESG 责任的认知，在“做大蛋糕”努力提升企业绩效的同时，降低普通职工和外部投资者对薪酬差距的不平等厌恶，从薪酬收入层面“分好蛋糕”；增加职工收入提振消费的同时，推动共同富裕目标更好实现。

参考文献

- 高杨、董青、周方召，2022：《供应链间经济关联和股票收益可预测性——基于错误定价视角的异象检验》，《金融经济研究》第 5 期。
- 耿艳丽、徐灿宇、张文婷，2021：《混合所有制程度与公司内部薪酬差距》，《中央财经大学学报》第 8 期。
- 孔东民、徐茗丽、孔高文，2017：《企业内部薪酬差距与创新》，《经济研究》第 10 期。
- 黎文靖、胡玉明，2012：《国企内部薪酬差距激励了谁？》，《经济研究》第 12 期。
- 梁上坤、张宇、王彦超，2019：《内部薪酬差距与公司价值——基于生命周期理论的新探索》，《金融研究》第 4 期。
- 刘春、孙亮，2010：《薪酬差距与企业绩效：来自国企上市公司的经验证据》，《南开管理评论》第 2 期。
- 刘张发、田存志、张潇，2017：《国有企业内部薪酬差距影响生产效率吗》，《经济学动态》第 11 期。
- 聂辉华、林佳妮、崔梦莹，2022：《ESG：企业促进共同富裕的可行之道》，《学习与探索》第 11 期。
- 潘子成、易志高，2023：《内部薪酬差距、高管团队社会资本与企业二元创新》，《管理工程学报》第 3 期。
- 权小锋、吴世农，2010：《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》，《南开管理评论》第 4 期。
- 王钊州、董明晴，2023：《产业政策支持的微观共同富裕效应——来自企业内部分配的证据》，《山西财经大学学报》第 6 期。
- 王晓云、陈岑，2022：《薪酬管制对企业利润的影响——基于“限薪令”的准自然实验》，《南开经济研究》第 5 期。
- 杨伽伦、朱玉杰，2020：《薪酬管制、企业内部薪酬差距与创新：来自制造业的证据》，《经济学报》第 4 期。
- 尹力博、杨之辰、韩复龄，2021：《中国 A 股盈利异象之谜——基于错误定价的视角》，《管理科学》第 5 期。
- 易行健、李家山、万广华、杨碧云，2023：《财富差距的居民消费抑制效应：机制探讨与经验证据》，《数量经济技术经济研究》第 6 期。

- 张学勇、冯盼盼、魏旭，2023：《上市公司精准扶贫信息披露对基金投资的信号作用》，《经济研究》第4期。
- 周方召、潘婉颖、付辉，2020：《上市公司 ESG 责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国 A 股上市公司的经验证据》，《科学决策》第11期。
- 周权雄、朱卫平，2010：《国企锦标赛激励效应与制约因素研究》，《经济学(季刊)》第2期。
- Balafas, N., and C. Florackis, 2014, “CEO Compensation and Future Shareholder Returns: Evidence from the London Stock Exchange”, *Journal of Empirical Finance*, 27, 97—115.
- Barber, B. M., A. Morse, and A. Yasuda, 2021, “Impact Investing”, *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162—185.
- Carpenter, M. A., and W. G. Sanders, 2004, “The Effects of Top Management Team Pay and Firm Internationalization on MNC Performance”, *Journal of Management*, 30(4), 509—528.
- Chava, S., 2014, “Environmental Externalities and Cost of Capital”, *Management Science*, 60(9), 2223—2247.
- Cooper, M. J., H. Gulen, and P. R. Rau, 2016, “Performance for Pay? The Relation between CEO Incentive Compensation and Future Stock Price Performance”, *SSRN Working Paper Series*, 1572085.
- Cowherd, D. M., and D. I. Levine, 1992, “Product Quality and Pay Equity between Lower-Level Employees and Top Management: An Investigation of Distributive Justice Theory”, *Administrative Science Quarterly*, 37(2), 302—320.
- Edmans, A., 2011, “Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices”, *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621—640.
- Eriksson, T., 1999, “Executive Compensation and Tournament Theory: Empirical Tests on Danish Data”, *Journal of Labor Economics*, 17(2), 262—280.
- Fama, E. F., and K. R. French, 2015, “A Five-factor Asset Pricing Model”, *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1—22.
- Festinger, L., 1954, “A Theory of Social Comparison Processes”, *Human Relations*, 7(2), 117—140.
- Hartzmark, S. M., S. D. Hirshman, and A. Imas, 2021, “Ownership, Learning, and Beliefs”, *The Quarterly Journal of Economics*, 136(3), 1665—1717.
- Hartzmark, S. M., and A. B. Sussman, 2019, “Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows”, *Journal of Finance*, 74(6), 2789—2837.
- Hong, H., and M. Kacperczyk, 2009, “The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets”, *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15—36.
- Lazear, E. P., and S. Rosen, 1981, “Rank-order Tournaments as Optimum Labor Contracts”, *Journal of Political Economy*, 89(5), 841—864.
- Leung, W. S., K. R. Evans, and K. Mazouz, 2020, “The R&D Anomaly: Risk or Mispricing?”, *Journal of Banking & Finance*, 115, 105815.
- Main, B. G. M., C. A. O’Reilly, and J. Wade, 1993, “Top Executive Pay: Tournament or Teamwork?”, *Journal of Labor Economics*, 11(4), 606—628.

- Mohan, B., T. Schlager, R. Deshpande, and M. I. Norton, 2018, “Consumers Avoid Buying from Firms with Higher CEO-to-worker Pay Ratios”, *Journal of Consumer Psychology*, 28(2), 344—352.
- Mueller, H. M., P. P. Ouimet, and E. Simintzi, 2017, “Within-firm Pay Inequality”, *Review of Financial Studies*, 30(10), 3605—3635.
- Pan, Y., E. S. Pikulina, S. Siegel, and T. Y. Wang, 2022, “Do Equity Markets Care about Income Inequality? Evidence from Pay Ratio Disclosure”, *Journal of Finance*, 77(2), 1371—1411.
- Piketty, T., 2014, “Capital in the Twenty-first Century”, *America: Harvard University Press*.
- Riedl, A., and P. Smeets, 2017, “Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?”, *Journal of Finance*, 72(6), 2505—2550.
- Rosen, S., 1986, “Prizes and Incentives in Elimination Tournaments”, *American Economic Review*, 76(4), 701—715.
- Song, J., D. J. Price, F. Guvenen, N. Bloom, and T. V. Wachter, 2019, “Firming up Inequality”, *The Quarterly Journal of Economics*, 134(1), 1—50.
- William, M. L., M. A. McDaniel, and N. T. Ngyen, 2006, “A Meta-Analysis of the Antecedents and Consequences of Pay Level Satisfaction”, *Journal of Applied Psychology*, 91(2), 392—413.
- Williams, M. L., 1995, “Antecedents of Employee Benefit Level Satisfaction: A Test of A Model”, *Journal of Management*, 21(6), 1097—1128.

Equity Market Suffers from Inequality: Stock Return Performance of Internal Executive-Employee Pay Gap from the Perspective of Common Prosperity

Summary: To achieve common prosperity is the essential requirement of Chinese modernization. As the main content of primary income distribution, salary income distribution is of great significance. This paper uses the data of listed companies in China's A-share market from 2008 to 2022 to test the stock market return performance of the pay gap between executives and ordinary employees in enterprises. The research results show that the greater the internal pay gap, the lower the excess return of the company's stock. Both portfolio analysis and Fama-MacBeth regression show that the A-share market has a significant negative response to the execution-ordinary employee pay gap. The mechanism analysis results show that employees' inequality aversion affects the earnings cash flow of enterprises, thus enhancing the negative impact of the pay gap, and external investors' inequality aversion also plays a role in reducing the excess return of stocks. In addition, further analysis of the source of the internal pay gap return anomaly shows that risk compensation explains the stock excess return. On the whole, in the context of promoting the concept of common prosperity, China's A-share market has shown concern about the internal pay gap. The research in this paper will help to better understand the economic consequences of the internal pay gap, and provide certain policy implications for promoting common

prosperity and improving the salary income system of initial distribution.

Keywords: Internal pay gap; Stock return; Inequality aversion; Market performance

JEL Classification: D21, G12, G14