

共同大股东与投资组合高管薪酬激励

——兼论公司薪酬契约的“横向持股共谋理论”*

杜 勇 孙 帆

内容提要: 股东目标是高管薪酬契约的基础。随着以投资组合价值最大化为目标共同大股东日益增多,现有以单个企业价值最大化为目标的薪酬契约理论已难以全面解释资本市场中高管薪酬倒挂现象。本文提出高管薪酬契约的“横向持股共谋理论”,即与以往基于单个公司价值最大化目标不同,共同大股东会基于其投资组合整体价值最大化目标与公司高管签订薪酬契约,以此产生两者的“共谋效应”。本文利用共同大股东投资组合上市公司数据对该理论进行了检验,研究发现,共同大股东的存在不会提升高管薪酬对其所在的单个企业业绩的敏感性,但提升了对共同大股东持股联结形成的投资组合整体业绩的敏感性,初步证实了“横向持股共谋理论”适用于中国资本市场,并发现负外部性机制和大股东权力制衡机制是共同大股东“共谋效应”的影响机理,委派董事是共同大股东“共谋效应”的作用路径。进一步检验表明,共同大股东与高管之间的“共谋效应”在市场势力较强的上市公司和投资者保护程度较低的地区较为明显,且共同大股东显著提升了持股企业高管薪酬。本文不仅拓展了薪酬契约理论和共同大股东研究,也为投资者保护制度和公司治理结构的完善提出了切实可行的建议。

关键词: 横向持股共谋理论 共同大股东 共谋效应 薪酬契约 最优薪酬契约理论

作者简介: 杜 勇 (通讯作者),西南大学经济管理学院教授、博士生导师,400715;

孙 帆,西南大学经济管理学院博士研究生,400715。

中图分类号: F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-8102(2023)11-0106-16

一、引 言

近年来,随着上市公司高管薪酬—业绩倒挂现象,甚至“天价薪酬”和“零薪酬”等薪酬异象的频繁出现,高管薪酬契约有效性问题受到了学术界和实务界的广泛关注。根据最优薪酬契约理论,一个有效的薪酬契约应该可以激励高管在追求自身利益最大化的同时,实现企业业绩和股东财富

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“机构共同持股下的实体企业影子银行化同群效应:表征识别、驱动机理与经济后果”(72072146);2023 年度重庆市社会科学规划项目“西部陆海新通道建设”重大项目“西部陆海新通道沿线物流跨部门数字化协同监管体系研究”(2023ZDLH13);重庆教委科学技术研究项目 2023 年重点项目“工业互联网推动重庆市制造企业数字化转型的动力机制与制度创新研究”(KJZD-K202300201)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,感谢张欢的宝贵建议,文责自负。杜勇电子邮箱:dy772012@126.com。

最大化(Shleifer 和 Vishny,1986),即高管薪酬与企业业绩之间应该存在很强的正相关关系(罗进辉,2018)。然而,高管薪酬倒挂现象使传统最优薪酬契约理论备受质疑(方军雄,2012;杜勇、张欢,2017;罗进辉,2018)。原因在于,最优薪酬契约理论基于两个假设前提:董事会公平缔约和股东以企业业绩或价值最大化为目标(Gibbons,1998;李维安等,2010;姜付秀等,2014)。Bebchuk 和 Fried(2003)提出经理人力理论对“董事会公平缔约”假设进行了补充,该理论认为高管影响了董事会缔约的公平性,从而会利用权力在薪酬契约设计中寻租,这一理论有效解释了“低业绩—高薪酬”的倒挂现象,但仍难以解释“高业绩—低薪酬”和“零薪酬”等异象。随着大股东持股的多元化以及非自然人大股东相互之间的频繁并购,大股东同时持股同行业多家企业股票(形成本文所称的“共同大股东”)的现象越发普遍(He 和 Huang,2017),此时,共同大股东的目标不再是单个持股企业价值最大化,而是其共同持股形成的多家企业组合价值最大化(Hansen 和 Lott,1996)。在共同大股东已较为普遍的现实场景中,本文认为“股东以单个企业业绩最大化为目标”的假设已不完全适用于当前资本市场,构建和验证“大股东以投资整体价值最大化为目标”的薪酬契约理论分析框架(本文提出的“横向持股共谋理论”)具有重要意义,不仅可以弥补现有薪酬契约理论对现实情境解释的不足,还有利于重构上市公司治理结构和完善投资者保护制度,从而为更好地保护中小投资者利益提供新的思路和借鉴。

需要强调的是,任何理论都有其适用场景,最优薪酬契约理论适用于股权集中的上市公司,经理人力理论适用于内部人控制较为严重的上市公司,而“横向持股共谋理论”适用于共同大股东影响力较大的上市公司。然而,从现有理论和实证研究来看,共同大股东能否对上市公司产生实质性影响尚无定论。一方面,大量研究认为共同大股东充当了“当家人”角色,促使投资组合企业在定价、产出等方面达成共识,从而获取垄断利润(O'Brien 和 Salop,2000;Azar 等,2018;Azar 等,2022),或是促使持股企业形成战略联盟、实现合作共赢(He 和 Huang,2017;Chen 等,2021),甚至当面临行业内激烈竞争时,共同大股东为了实现投资组合收益最大化,不得不采取“丢车保帅”战略,即通过牺牲部分企业利益来提高投资组合整体价值(Lopez 和 Vives,2019;Hemphill 和 Kahan,2020);^①另一方面,部分文献认为共同大股东力量有限(Koch 等,2021;Dennis 等,2022),更多的是利用在同行业多家企业决策和管理中获取的经验和信息来治理上市公司内部人控制问题(Kang 等,2018;Park 等,2019;Ramalingegowda 等,2021),从而仅扮演了“监督人”角色。因此,“横向持股共谋理论”究竟能否适用于当前资本市场,仍需要实证加以验证。鉴于此,本文基于“共谋效应”和“治理效应”就共同大股东对其形成的投资组合公司高管薪酬激励的影响进行了理论分析,并利用投资组合公司数据和手工收集整理的共同大股东委派董事数据对其进行了实证检验。本文的研究贡献可能有以下三个方面。

第一,从共同大股东视角拓展了现有薪酬契约理论。随着资本市场中以投资组合价值最大化为目标的大股东日益增多,本文认为薪酬契约理论体系中“股东以单个公司业绩最大化为目标”假设需要进一步完善。由此,本文提出并检验了公司薪酬契约的“横向持股共谋理论”,对最优薪酬契约理论(Shleifer 和 Vishny,1986)和经理人力理论(Bebchuk 和 Fried,2003)进行了补充。一方面,试图在解释中国上市公司薪酬倒挂现象的研究中起到抛砖引玉的作用;另一方面,试图从薪酬契约视角理解共同大股东侵占中小股东利益问题。

① 此时,共同大股东投资组合价值最大化 \neq 投资组合中每家企业价值最大化,这可能会产生共同大股东侵占部分企业中小股东利益的问题。传统意义上的大股东侵占主要通过关联交易、违规担保以及直接借款等“有迹可循”方式,可以通过信息披露进行监督和处罚。区别于传统意义上的大股东利益输送行为,共同大股东的“丢车保帅”战略往往难以观测,无法认定(共同大股东或管理层可以解释为经营管理中的“战略失误”,很难受到监管处罚),最终导致被“丢车”企业的中小股东利益受损。

第二,从投资组合高管薪酬激励视角丰富了共同大股东的现有研究。现有共同大股东的研究视角主要集中于企业之间的竞争或合作行为(He 和 Huang,2017;Azar 等,2022),或是股东与管理层之间的委托代理问题(Kang 等,2018;Park 等,2019;Ramalingegowda 等,2021),忽视了对“大股东与中小股东代理问题”的研究。在中国第二类代理问题较为严重的现实场景中,本文利用共同大股东投资组合数据,从投资组合高管薪酬契约视角丰富了共同大股东的现有研究。

第三,对投资者保护制度的完善具有很强的政策启示。首先,证券监管部门和会计准则应强制存在共同大股东的上市公司披露投资组合委派管理层明细以及高管薪酬对共同大股东投资组合业绩的敏感性,以便于投资者识别共同大股东目标。其次,公司法律制度应扩大表决权排除制度的范围,凡涉及本公司与共同大股东投资组合其他公司有竞争业务的事项,应实行表决权排除制度,该共同大股东和关联董事对此事项不得行使表决权。最后,审计准则应将“关联方审计”的相关内容延伸至“共同大股东审计”,对于高管薪酬对共同大股东投资组合业绩敏感的上市公司,应增加审计程序,加大审计力度。

二、高管薪酬契约的理论解释

在所有权与经营权两权分离的现代公司中,现有解释高管薪酬契约的理论主要有两个:最优薪酬契约理论(又称有效契约理论)和经理人力理论(又称经理人寻租理论)。然而,如上文所述,这两个理论均无法全面解释现实中上市公司“低业绩—高薪酬”“高业绩—低薪酬”,甚至“天价薪酬”和“零薪酬”等异象。本文认为根本原因在于,这两个理论均基于“股东以单个企业业绩最大化为目标”假设,忽视了大股东投资目标的转变。随着资本市场中大股东持股的多元化以及非自然人股东的并购愈发频繁,在投资组合价值最大化目标假设下,对于共同大股东而言,最优薪酬契约是高管薪酬与投资组合整体业绩相关,而非与单个公司业绩相关,本文将其称为公司薪酬契约的“横向持股共谋理论”。本文对“横向持股共谋理论”正式定义为:共同大股东通过薪酬契约激励公司高管基于追求投资组合整体价值最大化目标从事经营管理活动,而非基于追求单个公司价值最大化目标,由此产生共同大股东与高管表现于薪酬契约的“共谋效应”。需要说明的是,“横向持股共谋理论”与经理人力理论虽然都是最优薪酬契约理论的补充和完善,但各自侧重点不同。经理人力理论旨在从薪酬契约视角解决经理人损害股东利益的问题,而“横向持股共谋理论”试图从薪酬契约视角解决共同大股东侵占中小股东利益问题,这一问题在当前第二类代理问题较为严重的中国资本市场更具有现实意义。高管薪酬契约理论之间的逻辑关系见图1。

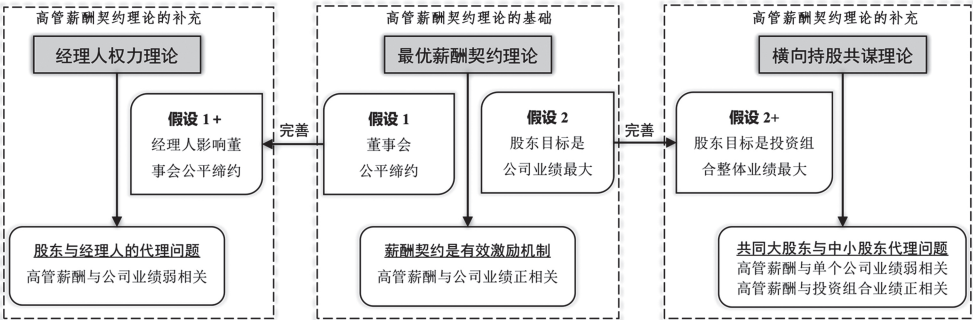


图1 高管薪酬契约理论之间的逻辑关系

三、理论分析

共同大股东目标的转变势必影响其在企业高管薪酬契约中发挥的作用。一方面,如果共同大股东有足够能力影响企业薪酬设计,那么其有强烈动机订立与投资组合整体业绩挂钩的高管薪酬契约,以此激励高管实现投资组合价值最大化,由此产生共同大股东与高管的“共谋效应”;另一方面,部分研究认为共同大股东力量有限,很难对企业经营管理产生实质性影响,共同大股东的作用更多表现为传递信息和监督治理,在此情形下,基于经理人权力理论,高管通过薪酬契约的寻租行为必然会损害共同大股东的利益,因此,出于投资收益最大化考虑,共同大股东有动机对高管薪酬操纵产生“治理效应”。由此,本文从以下两方面进行分析。

(一)共同大股东的“共谋效应”分析

关于共同大股东的“共谋效应”,早期理论研究从垄断视角聚焦于产品市场的定价和产量决策,认为共同大股东通过促使企业间共谋来获取垄断利润,从而实现投资组合价值最大化(Hansen 和 Lott,1996;O'Brien 和 Salop,2000)。近年的实证研究通过航空业和银行业的证据证明,共同大股东确实会导致企业垄断(Azar 等,2018;Azar 等,2022)。然而,企业间相互独立,共同大股东通过什么机制促使企业达成协议?Azar 等(2018)提出,高管薪酬激励可能是潜在的机制。由于共同大股东不直接参与企业的日常经营和管理,其投资组合价值最大化目标需要持股企业的管理层实现(Azar 等,2018),而与投资组合业绩挂钩的薪酬契约是激励持股企业管理层的有效手段。换言之,与投资组合业绩挂钩的薪酬契约是共同大股东实现财富最大化的激励机制,特别是在同行业竞争企业之间。由于提供相似的产品和服务,同行业企业之间为了抢夺市场份额,会相互施加广告战、资源战、诉讼等负外部性(He 和 Huang,2017)。大量研究表明,一家企业在通过广告支出等手段提升自身市场份额的同时,会导致竞争对手销售额的下降(Lu 等,2022),从而影响共同大股东投资组合整体收益(He 和 Huang,2017;杜勇等,2021)。此时,与单个企业业绩高度挂钩的薪酬契约,会激励高管通过广告战等方式来抢夺市场份额,导致共同大股东投资组合其他企业面临更大的负外部性(Antón 等,2022)。因此,为了内化持股企业之间相互施加的负外部性,共同大股东不会提升单个企业高管薪酬业绩敏感性,而是会促使持股企业形成一种共谋同盟(Azar 等,2018;Azar 等,2022),而与投资组合整体业绩挂钩的薪酬契约,便是共同大股东和持股企业高管建立共谋联盟的“盟约”(Azar 等,2018)。同时,从高管参与共谋的动机而言,共同大股东通过薪酬契约激励高管实现投资组合价值最大化的过程,也将有助于持股企业高管薪酬提升。原因在于,共同大股东对企业间负外部性的内化,一方面会促使持股企业之间合作来提高竞争力,从而提升投资组合整体市场份额(He 和 Huang,2017);另一方面会在持股企业间产生反竞争效应,从而通过提升定价能力来获取垄断利润(Azar 等,2018;Azar 等,2022)。由于持股企业高管薪酬与投资组合整体业绩挂钩,无论是共同大股东投资组合市场份额的提升,还是垄断利润的获取,持股企业高管均可以获得更多报酬,从而形成共同大股东和高管“双赢”的结果。因此,高管在参与共谋提升投资组合业绩的同时,也带动了自身薪酬水平的提升,从而有动机与共同大股东共谋(Azar 等,2018)。综上所述,共同大股东通过采用与投资组合业绩敏感的薪酬契约激励企业高管,从而内化企业间的负外部性,实现共同大股东投资组合价值最大化,由此产生两者的“共谋效应”。因此,本文认为,共同大股东将会提升企业高管薪酬对共同大股东投资组合整体业绩的敏感性,但不会提升对单个企业业绩的敏感性。

此外,在现代企业两权分离的情况下,企业高管薪酬通常由董事会制定,共同大股东影响持股企业董事会决策的路径是什么?一般而言,中国大股东影响企业行为的路径有股东大会决策和董事会决策,相较于股东大会决策,大股东通过委派董事参与董事会决策才能获取更充分的信息和话语权,从而真正影响企业行为(蔡贵龙等,2018;马新啸等,2021)。在中国国有企业混合所有制改革的实践中,已有实证研究发现,非国有股东通过委派董事参与董事会决策,可以有效影响国有企业高管薪酬业绩敏感性和人力资本配置(蔡贵龙等,2018;马新啸等,2020)。而案例研究发现,在中国联通混合所有制改革中,百度、阿里巴巴、腾讯、京东等非国有股东通过委派董事参与董事会决策,在中国联通日常管理和经营中产生了重要影响(张继德、刘素含,2018)。相应地,共同大股东委派董事也可能是影响投资组合高管薪酬激励的路径。一方面,通过参与董事会决策可以更好地与单个企业高管达成共谋,从而有助于制定投资组合业绩最大化的薪酬契约;另一方面,向投资组合中的不同企业委派董事,还可以促使投资组合企业间的高管达成共谋(Azar等,2018),避免同行相对业绩对本企业薪酬契约制定的影响。而已有关于共同大股东的研究也关注到委派董事可能是导致“共谋效应”的路径,并建议限制共同大股东在投资组合企业中的持股比例,避免其委派董事会代表参与董事会决策(Posner等,2016)。由此,本文认为,委派董事参与董事会决策是共同大股东发挥“共谋效应”影响投资组合高管薪酬激励的作用路径。基于上述分析,本文提出假说1a。

假说1a:共同大股东的存在将会提升高管薪酬对投资组合业绩的敏感性,但不会提升对单个企业业绩的敏感性。

(二)共同大股东的“治理效应”分析

此外,有部分文献发现,共同大股东力量有限,难以在企业间形成“共谋效应”(Koch等,2021;Dennis等,2022),更多的作用是缓解股东和管理层的代理问题,即产生“治理效应”(Kang等,2018;Park等,2019;Ramalingegowda等,2021)。根据经理人权力理论,管理层能够影响董事会薪酬契约设计,通过薪酬操纵实现个人利益最大化,这必然不符合共同大股东投资组合利益,因而共同大股东有动机治理管理层的薪酬自利。相比于一般的大股东,共同大股东对管理层薪酬设计的监督发挥更大的作用。具体而言,一方面,由于同行业企业之间在经营模式和管理方式上存在相似性,共同大股东在一家企业获取的信息可以较为容易地迁移至投资组合中另一家同行业公司,从而产生治理上的“规模效应”(杜勇等,2021),降低共同大股东治理管理层自利行为的成本(Ramalingegowda等,2021),进而有助于共同大股东治理管理层的薪酬自利;另一方面,根据最优薪酬契约理论,股东的薪酬激励契约需要良好的信息环境(向元高、罗进辉,2023),而共同大股东在股东大会和委派董事参与投资组合企业的薪酬制定过程中积累了充足的信息和丰富的经验(Kang等,2018;潘越等,2020),有能力识别管理层的薪酬自利契约,进而可以通过更有效地设计、修改以及调整薪酬设计中的具体契约安排来提高薪酬契约有效性(向元高、罗进辉,2023)。由此,本文提出与假说1a对立的假说1b。

假说1b:共同大股东的存在将会提升高管薪酬对单个企业业绩的敏感性,但难以提升高管薪酬对投资组合业绩的敏感性。

本文的理论逻辑框架见图2。

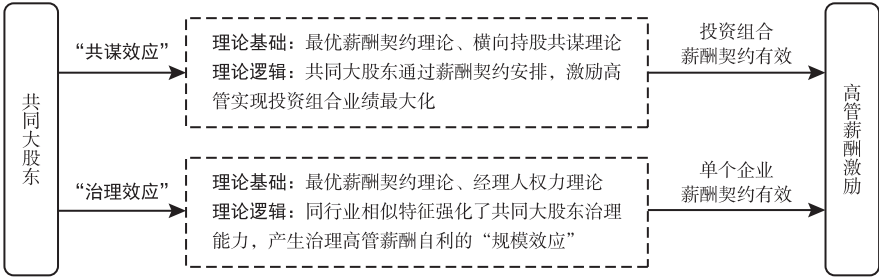


图 2 理论逻辑框架

四、实证设计

(一)数据来源

由于本文实证检验涉及大量财务数据,而《企业会计准则》于 2007 年开始执行,因此,本文以 2007—2021 年中国上市公司为研究样本,数据来源于 CSMAR 数据库。其中,共同大股东投资组合数据利用 Python 软件循环遍历获取,并进行手工整理;实证检验通过 Stata 软件进行分析。同时,本文对样本进行如下处理:剔除变量存在缺失值的样本;在 1% 水平上对连续变量进行缩尾处理。通过处理后,本文共得到 41291 个观测值。

(二)模型设定与变量定义

参照已有研究高管薪酬契约的通用做法,本文构建如下模型:

$$Pay_{it} = \beta_0 + \beta_1 CO \times ROE_portfolio_{it} + \beta_2 CO_{it} + \beta_3 ROE_portfolio_{it} + \beta_4 CVs_{it} + \sum_j Industry_j + \sum_t Year_t + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

其中,被解释变量 Pay 为高管薪酬,采用前三名高管薪酬总额的自然对数来衡量。 CO 为企业是否拥有共同大股东,共同大股东指在同行业两家及以上公司中均持有不低于 5% 股份的股东,选择持股比例 5% 作为门槛主要是考虑到中国法律法规和已有学术研究将 5% 界定为股东对上市公司产生重大影响的标准(He 和 Huang,2017;Chen 等,2021;杜勇等,2021;杜勇等,2022)。本文同时使用 10% 进行稳健性检验。 $ROE_portfolio$ 为投资组合净资产报酬率,遵循现有关于共同大股东投资组合的定义(He 和 Huang,2017;Azar 等,2018;Chen 等,2021),等于共同大股东持股的所有同行业上市公司净利润之和除以净资产之和。在基准回归中,本文先用单个公司净资产报酬率 ROE 进行测试。 $CO \times ROE_portfolio$ 为本文核心变量,若 β_1 显著为正,则可以表明共同大股东的存在使高管薪酬对投资组合整体业绩敏感。

参考已有文献(姜付秀等,2014;罗进辉,2018;袁蓉丽等,2022)的普遍做法,本文的控制变量(CVs)包括:公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、管理费用率($Mfee$)、上市年限(Age)、第一大股东持股比例($Top1$)、第一大股东与第二大股东持股比($Shrz$)、产权性质($State$)、董事会规模($Board$)、独立董事占比($Independent$)、管理层持股($Mhold$)、两职合一($Dual$)。此外,在检验高管薪酬对投资组合业绩敏感性时,加入单个公司净资产报酬率(ROE)。同时,本文在基准回归模型中控制行业固定效应($Industry$)和年份固定效应($Year$)。

(三)描述性统计

主要变量描述性统计结果^①显示, *Pay* 的均值为 14. 289, 与袁蓉丽等 (2022) 的统计结果基本一致, 最大值和最小值分别为 16. 359 和 12. 206, 说明不同上市公司之间高管薪酬存在差异。在拥有共同大股东的样本中, *ROE_portfolio* 的均值为 7. 3%, 高于全部上市公司平均净资产报酬率 5. 3%, 与已有研究结论 (He 和 Huang, 2017; Azar 等, 2018) 相符。其他控制变量的描述性统计特征与已有文献接近。

五、实证结果

(一)基准回归分析

表 1 报告了基准回归结果, 其中, 第 (1)、(2) 列为高管薪酬对本企业业绩的敏感性, 第 (3)、(4) 列为高管薪酬对投资组合整体业绩的敏感性; 第 (1)、(3) 列为双变量检验, 即不加入控制变量的检验结果, 第 (2)、(4) 列为加入控制变量的检验结果。无论是否加入控制变量, $CO \times ROE$ 的估计系数为正, 但不具有统计显著性, 说明共同大股东的存在不会提升高管薪酬对本企业业绩的敏感性。进一步地, 通过检验高管薪酬对共同大股东投资组合整体业绩的敏感性发现, $CO \times ROE_portfolio$ 的估计系数在 1% 的水平下显著为正。上述结果说明, 共同大股东不会提升高管薪酬对本企业业绩的敏感性, 但提升了对投资组合整体业绩的敏感性, 即共同大股东在中国资本市场发挥了“共谋效应”, 而非“治理效应”, 表明“横向持股共谋理论”适用于中国上市公司。需要说明的是, 高管薪酬对共同大股东投资组合整体业绩敏感并不必然说明中小股东等利益相关者的利益受损, 只能说明高管薪酬契约设计偏离了本企业业绩最大化, 需要引起投资者、债权人等利益相关者的警惕。下面, 进一步对上述结论进行验证。

表 1 共同大股东与投资组合高管薪酬激励: 基准回归结果

	高管薪酬对本企业业绩的敏感性		高管薪酬对投资组合整体业绩的敏感性	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>
$CO \times ROE$	0. 036 (0. 574)	0. 041 (0. 744)		
$CO \times ROE_portfolio$			1. 334 *** (7. 096)	1. 100 *** (6. 972)
<i>ROE</i>	0. 643 *** (20. 115)	0. 408 *** (14. 563)	0. 605 *** (21. 547)	0. 382 *** (15. 613)
<i>CO</i>	0. 145 *** (7. 784)	0. 043 ** (2. 435)	0. 049 ** (2. 271)	- 0. 036 * (- 1. 780)
<i>CVs</i>	否	是	否	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	41291	41291	41291	41291
Adj. R^2	0. 296	0. 447	0. 299	0. 449

注: ***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著; 括号内为 t 值, 使用公司层面的聚类标准误; 省略了控制变量 (*CVs*) 和常数项的回归结果。下同。此外, 由于 *ROE_portfolio* 为投资组合整体业绩, 在回归结果中与 $CO \times ROE_portfolio$ 相同而将其排除。

① 由于篇幅限制, 本文未列示描述性统计结果, 留存备案。

(二)内生性检验^①

虽然基准回归结果说明共同大股东发挥了“共谋效应”,但本文的研究结论可能存在内生性问题。具体而言,第一,某些不可观测的遗漏变量可能同时决定了上市公司股权结构、经营业绩和高管薪酬,此外,如果存在未观测到的因素使大股东对企业业绩和高管薪酬具有投资倾向,它们均可能给本文的结论造成偏误。为尽可能克服这些问题,本文采用工具变量法和推后 1 期被解释变量进行控制。第二,企业共同大股东的投资可能不是随机的,而是受到上市公司一些特征因素(如盈利能力、偿债能力、营运能力等)的影响,这些特征因素同样会影响高管薪酬,从而产生选择偏差问题,本文使用 Heckman 二阶段模型和倾向得分匹配法(PSM)进行检验。

1. 工具变量检验

借鉴 He 和 Huang(2017)的研究,本文选择上市公司大股东是否发生并购事件(*Merger*)作为外生冲击进行工具变量检验。大股东是否发生并购事件具有以下特征:一是满足相关性,一家上市公司大股东发生了并购事件,可能会导致该大股东同时持股同行业另一家企业,使该大股东成为共同大股东;二是满足外生性,大股东并购事件通常与高管薪酬契约有效性无直接关系。因此,大股东并购事件是较好的工具变量。第一阶段检验结果显示,工具变量(*Merger*)在 1% 的水平下显著影响上市公司是否存在共同大股东,说明工具变量具有较强的解释力;工具变量有效性检验结果显示,不可识别检验统计值和弱工具变量检验统计值均通过检验,说明工具变量在统计上具有合理性。第二阶段检验结果表明, $CO \times ROE_portfolio$ 的估计系数依然在 1% 的水平下显著,表明本文的结果较为可靠。

2. Heckman 二阶段模型

首先,通过 Probit 模型检验上述特征因素(主要为公司规模、偿债能力、盈利能力、公司治理等,即前述控制变量)的滞后项是否会影响共同大股东的投资选择。选择滞后项是因为共同大股东只能通过上市公司前期数据进行投资决策。同时,在第一阶段加入大股东并购事件(*Merger*)作为排他性约束变量。其次,通过模型第一阶段计算逆米尔斯比率(*IMR*),作为控制变量加入基准回归模型进行检验。检验结果表明,*IMR* 在 1% 的水平下显著,表明存在共同大股东投资偏差,将 *IMR* 作为控制变量加入检验后, $CO \times ROE_portfolio$ 的估计系数依然在 1% 的水平下显著为正,说明在控制选择偏差问题后,共同大股东的“共谋效应”仍然成立。

3. 倾向得分匹配法

为进一步控制选择偏差问题,本文通过倾向得分匹配法,采用 1:1 最近邻匹配为拥有共同大股东的样本($CO = 1$)匹配特征相似(协变量为前述控制变量)的没有共同大股东($CO = 0$)的样本,然后再进行基准回归分析。检验结果显示,虽然 1:1 最近邻匹配导致样本量大量减少,但 $CO \times ROE_portfolio$ 的估计系数和 t 值与基准回归基本一致,说明本文的结果比较可靠。

4. 滞后效应检验

为控制互为因果内生性问题,本文将被解释变量推后 1 期(*Fpay*)进行检验,结果表明, $CO \times ROE_portfolio$ 的估计系数和显著性水平与基准回归保持一致,进一步验证了本文结论。

(三)稳健性检验

1. 更换被解释变量

本文从以下三个方面重新计算被解释变量进行稳健性检验:第一,CEO 薪酬的自然对数

① 由于篇幅限制,本文未列示内生性和稳健性检验结果,留存备索。

(Pay1);第二,全部高管薪酬总额的自然对数(Pay2);第三,董监高薪酬总额的自然对数(Pay3)。检验结果显示, $CO \times ROE_portfolio$ 的回归系数和显著性水平与表 1 基本一致,说明基准回归结果是稳健的。

2. 替换解释变量

本文从三个方面重新计算解释变量:第一,以 10% 以上持股比例重新计算上市公司共同大股东数据($CO_{10\%}$);第二,以投资组合总资产报酬率($ROA_portfolio$)替换净资产报酬率($ROE_portfolio$);第三,以扣除非经常性损益后的投资组合净资产报酬率($ROE_portfolio1$)进行检验。检验结果表明,替换解释变量后,回归系数依然在 1% 的水平下显著为正,与基准回归结果一致。

3. 加入行业层面特征变量

考虑到共同大股东投资组合净资产报酬率能够捕捉到更多行业特征信息,而行业特征可能影响企业高管薪酬。因此,为避免行业特征对本文研究结论的干扰,参照李秋梅和梁权熙(2020)的做法,本文在基准回归模型中加入行业层面特征变量(CVs_Ind),等于行业内所有企业特征变量的均值,遵循控制变量选择思路,可能影响高管薪酬的行业特征变量包括:公司规模($Size_Ind$)、资产负债率(Lev_Ind)、管理费用率($Mfee_Ind$)、上市年限(Age_Ind)、第一大股东持股比例($Top1_Ind$)、第一大股东与第二大股东持股比($Shrz_Ind$)、产权性质($State_Ind$)、董事会规模($Board_Ind$)、独立董事占比($Independent_Ind$)、管理层持股($Mhold_Ind$)、两职合一($Dual_Ind$)。检验结果表明,加入行业特征变量后, $CO \times ROE_portfolio$ 和 $CO \times ROE$ 的回归系数和显著性水平与基准回归结果保持一致,说明排除行业特征的影响后,本文的结论依然成立。

4. 考虑公司层面固定效应

为进一步确保检验结果稳健,本文在基准回归模型中加入公司层面固定效应进行检验,结果显示, $CO \times ROE_portfolio$ 的估计系数依然在 1% 的水平下显著为正,说明本文的结论较为稳健。

六、机制检验

(一)“共谋效应”的影响机制检验

根据本文的理论逻辑框架,共同大股东通过薪酬契约激励管理层实现投资组合价值最大化目标。围绕这一逻辑,本文从负外部性机制和大股东权力制衡机制两个方面进行验证。

1. 负外部性机制

根据本文的理论逻辑,当企业之间相互施加更大的负外部性时,共同大股东为内化投资组合同行业企业间的负外部性,更有动机通过薪酬契约激励高管实现投资组合价值最大化。为此,本文从负外部性视角验证理论逻辑。具体而言,借鉴 Lu 等(2022)的研究思路,本文选择广告支出这一负外部性视角进行检验。研究指出,一家企业广告支出的增加往往会导致同行业竞争对手销售额的下降(Lu 等,2022),因此,可以预期,企业广告支出越多,投资组合企业面临的负外部性越大。为此,本文通过上市公司财务报表附注获取每家上市公司每年销售费用明细,筛选出广告费、广告宣传费、广告推广费、广告策划费、广告展览费等与广告支出相关的项目,汇总计算出每家上市公司每年所有广告支出的总金额,并参照 Lu 等(2022)的做法,使用广告支出的自然对数($\ln AD$)度量,并按照广告支出的中位数将样本分为多组和少组进行检验,多组表示企业施加的负外部性大,少组表示企业施加的负外部性小。检验结果如表 2 第(1)、(2)列所示。在广告支出多的组别中, $CO \times ROE_portfolio$ 的估计系数和 t 值更大,且在 5% 的水平下通过组间系数差异检验。由此说明,

同行业企业间相互施加的广告支出这一负外部性越大,共同大股东越会通过投资组合薪酬激励与高管共谋,以此内化负外部性,实现投资组合价值最大化。因此,本文从广告支出这一负外部性视角验证了理论逻辑。

2. 大股东权力制衡机制

(1)基于大股东权力视角。按照“横向持股共谋理论”的逻辑,共同大股东权力越大,其越有可能通过薪酬契约激励高管,因此本文从大股东权力视角验证机制。一般而言,在关联交易金额越大的上市公司中,大股东的权力越大,其受到的制衡越少,众多文献直接以关联交易金额衡量第二类代理问题。因此,本文以关联交易金额作为衡量大股东权力的代理变量。按照上市公司关联交易金额中位数分为多组和少组进行分组检验,多组表示大股东权力较大,少组表示大股东权力相对较小。结果列示于表 2 第(3)、(4)列。在关联交易较多的组别中, $CO \times ROE_portfolio$ 的回归系数和 t 值高于关联交易较少组,且在 5% 的水平下通过组间系数差异检验。由此,本文从共同大股东权力视角验证了“共谋效应”。

(2)基于非共同第一大股东制衡视角。本文进一步从股权制衡视角验证前述理论。如果前文的理论逻辑成立,那么当上市公司存在持股比例较高的非共同第一大股东(即第一大股东在同行业仅持股一家企业)时,共同大股东的权力和作用势必受到制衡,其在高管薪酬安排中的话语权也会相对有限。为此,本文按照非共同第一大股东持股比例中位数将样本分为高组和低组,进行分组检验。检验结果列示于表 2 第(5)、(6)列。在非共同第一大股东持股低组, $CO \times ROE_portfolio$ 的估计系数和 t 值均明显更大,且在 1% 的水平下通过组间系数差异检验。由此说明,非共同第一大股东的影响力越大,越能抑制共同大股东的“共谋效应”,表明共同大股东的“共谋效应”确实存在。

	共同大股东“共谋效应”的影响机理检验					
	负外部性机制		大股东权力制衡机制			
			大股东权力视角		非共同第一大股东制衡视角	
	广告支出多	广告支出少	关联交易多	关联交易少	持股低	持股高
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>
$CO \times ROE_portfolio$	1. 352 *** (5. 014)	0. 830 *** (3. 195)	1. 222 *** (6. 979)	0. 740 *** (2. 889)	1. 383 *** (5. 515)	0. 677 ** (2. 341)
CO	-0. 063 * (- 1. 779)	0. 004 (0. 110)	-0. 043 * (- 1. 812)	-0. 011 (- 0. 370)	-0. 018 (- 0. 630)	-0. 070 ** (- 2. 189)
CVs	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	11221	11221	20645	20646	19019	18037
Adj. R^2	0. 369	0. 368	0. 444	0. 465	0. 468	0. 445
组间系数差异	$Chi^2 = 4. 04^{**}; P = 0. 0445$		$Chi^2 = 6. 15^{**}; P = 0. 0132$		$Chi^2 = 7. 48^{***}; P = 0. 0062$	

(二)“共谋效应”的作用路径检验

在上文理论分析中,本文提出共同大股东委派董事可能是其影响投资组合高管薪酬激励的作用路径,此处从单个上市公司和投资组合全部上市公司两个视角进行检验。

1. 基于单个上市公司委派董事视角

借鉴已有文献(蔡贵龙等,2018;杜勇等,2021)的研究思路,本文从CSMAR数据库手工收集整理共同大股东向单个上市公司委派董事比例(*Director*),同时使用委派董监高比例(*DJG*)进行辅助检验。参照蔡贵龙等(2018)的做法,用*Director*和*DJG*替换*CO*代入基准回归模型进行检验。结果列示于表3第(1)、(2)列,*Director*×*ROE_portfolio*和*DJG*×*ROE_portfolio*的估计系数均是基准回归*CO*×*ROE_portfolio*的估计系数(1.100)的2倍以上,这与蔡贵龙等(2018)关于非国有股东委派董事影响国有企业高管薪酬业绩敏感性的检验结果一致,说明委派董事确实是共同大股东实现“共谋效应”的有效路径。

2. 基于投资组合整体委派董事视角

由于要实现投资组合高管薪酬激励,不仅需要共同大股东与单个企业高管达成共谋,还需要共同大股东促使投资组合企业的高管之间达成共谋,以避免同行相对业绩对本企业薪酬契约制定的影响。因此,需要考虑共同大股东向投资组合每家上市公司委派董事的情况。为此,在上述计算共同大股东向单个上市公司委派董事的基础上,本文计算共同大股东向投资组合整体委派董事比例(*Director_portfolio*),等于共同大股东向投资组合所有上市公司委派董事人数总和除以投资组合所有上市公司董事会人数总和,并使用投资组合整体委派董监高比例(*DJG_portfolio*)进行辅助检验。结果列示于表3第(3)、(4)列,*Director_portfolio*×*ROE_portfolio*和*DJG_portfolio*×*ROE_portfolio*的估计系数分别是基准回归中*CO*×*ROE_portfolio*估计系数的近3倍和4倍以上,与逻辑相符。由此,本文从投资组合整体委派董事视角验证了共同大股东的作用路径。

表 3 共同大股东“共谋效应”的作用路径检验

	向单个上市公司委派董事		向投资组合整体委派董事	
	委派董事	委派董监高	委派董事	委派董监高
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>
<i>Director</i> × <i>ROE_portfolio</i>	2.444 *** (4.380)			
<i>DJG</i> × <i>ROE_portfolio</i>		2.862 *** (4.164)		
<i>Director_portfolio</i> × <i>ROE_portfolio</i>			3.080 *** (4.872)	
<i>DJG_portfolio</i> × <i>ROE_portfolio</i>				4.711 *** (4.500)
<i>Director</i>	0.035 (0.469)			

续表 3

	向单个上市公司委派董事		向投资组合整体委派董事	
	委派董事	委派董监高	委派董事	委派董监高
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Pay	Pay	Pay	Pay
DJG		0.012 (0.128)		
Director_portfolio			0.054 (0.630)	
DJG_portfolio				0.082 (0.584)
CVs	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	41291	41291	41291	41291
Adj. R ²	0.449	0.448	0.449	0.449

七、进一步讨论

(一)异质性分析

1. 上市公司市场势力的异质性

一般而言,一方面,共同大股东倾向于持股市场势力较高的上市公司;另一方面,上市公司的市场势力越高,越有助于共同大股东实现组合价值最大化目标。因此,在市场势力越高的上市公司中,共同大股东越有动机影响高管薪酬安排。为进行验证,本文按照上市公司市场份额中位数进行分组检验,表 4 第(1)、(2)列的分组检验和组间系数差异检验结果表明,在市场份额更高的上市公司中,共同大股东的“共谋效应”更明显。

2. 地区投资者保护程度的异质性

根据本文的“横向持股共谋理论”,共同大股东的投资组合价值最大化目标并非全体股东的价值最大化,特别是对于中小股东而言,它们很可能在共同大股东实现自身价值最大化的过程中受到利益损害。因此,在投资者保护程度不同的地区,共同大股东的作用应该有所差异。在投资者保护程度较高的地区,共同大股东的自利行为必然受到较多监管和约束。本文参照窦超和罗劲博(2020)的做法,以市场化指数衡量上市公司所在地区投资者保护程度,并按中位数进行分组检验。表 4 第(3)、(4)列结果表明,在地区投资者保护程度较低的组别中, $CO \times ROE_portfolio$ 的估计系数和 t 值较大,且在 5% 的水平下通过组间系数差异检验。这表明在投资者保护程度较低地区,共同大股东的“共谋效应”较明显。

(二)经济后果检验

已有实证研究发现,共同大股东的存在有助于投资组合业绩提升(He 和 Huang,2017;Azar 等,

2018;Azar 等,2022),而根据本文的“横向持股共谋理论”,持股企业高管薪酬与共同大股东投资组合整体业绩挂钩,因此,如果“横向持股共谋理论”成立,那么共同大股东应当有助于持股企业高管薪酬提升。换言之,在本文框架下,共同大股东在通过薪酬契约激励持股企业高管实现投资组合价值最大化的同时,也将有助于持股企业高管自身薪酬提升,从而使高管有动机参与共谋。为此,在经济后果检验中,本文验证共同大股东对持股企业高管薪酬的影响。检验结果报告于表 4 第(5)列。共同大股东(CO)的估计系数在 5% 的水平下显著为正,说明与投资组合整体业绩挂钩的高管薪酬契约,不仅通过内化企业间负外部性实现了共同大股东投资组合价值最大化,同时,也提升了高管薪酬,促使持股企业高管有动机参与共谋。

表 4	进一步讨论				
	异质性分析				经济后果检验
	上市公司市场势力		地区投资者保护程度		高管薪酬
	低	高	高	低	
	(1)	(2)	(3)	(4)	
	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>	<i>Pay</i>
<i>CO</i> × <i>ROE_portfolio</i>	0. 849 *** (4. 337)	1. 266 *** (5. 922)	0. 683 *** (2. 925)	1. 130 *** (5. 522)	
<i>CO</i>	0. 040 (1. 499)	− 0. 088 *** (− 3. 228)	− 0. 013 (− 0. 461)	− 0. 033 (− 1. 331)	0. 045 ** (2. 567)
<i>CVs</i>	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是
样本量	20645	20646	18011	18391	41291
Adj. R ²	0. 454	0. 451	0. 405	0. 407	0. 447
组间系数差异	Chi ² = 4. 97 **; P = 0. 0257		Chi ² = 5. 07 **; P = 0. 0243		

八、结论与启示

随着现实中共同大股东日益增多,本文提出高管薪酬契约的“横向持股共谋理论”,即共同大股东通过薪酬契约激励公司高管基于追求投资组合整体价值最大化目标从事经营管理活动,而非基于追求单个公司价值最大化目标,由此产生共同大股东与高管表现于薪酬契约的“共谋效应”,并利用共同大股东投资组合上市公司数据对该理论进行了检验。研究发现,第一,共同大股东的存在降低了高管薪酬对本企业业绩的敏感性,而提升了对共同大股东投资组合整体业绩的敏感性。本文认为,这并不必然说明中小股东和债权人等利益相关者的利益会受损,只能说明高管薪酬契约偏离了本企业业绩最大化,需要引起利益相关者警惕。第二,负外部性机制和大股东权力制衡机制是共同大股东“共谋效应”的影响机制,且委派董事是共同大股东实现“共谋效应”的有

效作用路径。第三,在市场势力较强的上市公司以及投资者保护程度较低的地区,共同大股东的“共谋效应”较为明显,且共同大股东显著提升了持股企业高管薪酬。由此,本文提出以下政策启示。

第一,完善证券监管制度,保护利益相关者权益。一方面,证券监管部门和会计准则应强制上市公司披露有无共同大股东这一信息,并要求存在共同大股东的上市公司披露共同大股东向投资组合上市公司委派管理层明细以及高管薪酬对共同大股东投资组合业绩的敏感性,以便利益相关者识别共同大股东目标,从而有助于投资者理性投资、债权人审慎贷款、供应商合理制定信用政策等。另一方面,根据本文的实证研究,建议专门对共同大股东设置强制要约持股比例,如共同大股东持股比例达到 10% (甚至可以设置为 5%) 后仍继续增持的,应向该上市公司全体股东发出要约,从而充分保护中小股东利益。

第二,完善公司法律制度,提升公司治理水平。一是建议《公司法》扩大表决权排除(表决权回避)制度的范围,增加如下条款:凡涉及本公司与共同大股东投资组合其他公司有竞争或合作业务的事项,应实行表决权排除制度,在股东大会表决时,该共同大股东对此事项不得行使表决权;在董事会表决时,与共同大股东关联的董事对此事项不得行使表决权。二是在竞争激烈的行业中,应为非共同大股东的投资创造条件,鼓励非共同大股东提高持股比例,加大对共同大股东的制衡力度。三是公司薪酬委员会职责应增加如下条款:审查公司高管薪酬对共同大股东投资组合业绩的敏感性。

第三,完善审计准则,加大对拥有共同大股东上市公司的审计力度。在本文“横向持股共谋理论”的分析框架下,共同大股东通过高管薪酬激励实现投资组合价值最大化的途径是多方面的,既有可能是产品市场价格共谋,也有可能是直接利益输送等。因此,在某些情况下,存在共同大股东的上市公司可能比没有共同大股东的上市公司具有更高的财务报表重大错报风险。因而,审计准则应将关联方审计的相关内容延伸至共同大股东审计,制定针对共同大股东特别风险的界定范畴,如高管薪酬对共同大股东投资组合业绩敏感的上市公司、共同大股东委派管理层达到一定比例(或是有其他支配性影响)的上市公司,并针对识别的特别风险制定相关应对措施。

参考文献:

1. 蔡贵龙、柳建华、马新啸:《非国有股东治理与国企高管薪酬激励》,《管理世界》2018 年第 5 期。
2. 杜勇、孙帆、邓旭:《共同机构所有权与企业盈余管理》,《中国工业经济》2021 年第 6 期。
3. 杜勇、孙帆、胡红燕:《共同机构所有权与企业产能利用率》,《财经研究》2022 年第 10 期。
4. 杜勇、张欢:《高管薪酬倒挂与监管体系:2003~2015 年 A 股上市公司样本》,《改革》2017 年第 2 期。
5. 窦超、罗劲博:《中小股东利用社交媒体“发声”能否改善高管薪酬契约》,《财贸经济》2020 年第 12 期。
6. 方军雄:《高管超额薪酬与公司治理决策》,《管理世界》2012 年第 11 期。
7. 姜付秀、朱冰、王运通:《国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗?》,《管理世界》2014 年第 9 期。
8. 李秋梅、梁权熙:《企业“脱实向虚”如何传染?——基于同群效应的视角》,《财经研究》2020 年第 8 期。
9. 李维安、刘绪光、陈靖涵:《经理才能、公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论及实证分析》,《南开管理评论》2010 年第 2 期。
10. 罗进辉:《媒体报道与高管薪酬契约有效性》,《金融研究》2018 年第 3 期。
11. 马新啸、汤泰劼、郑国坚:《非国有股东治理与国有资本金融稳定——基于股价崩盘风险的视角》,《财经研究》2021 年第 3 期。
12. 马新啸、汤泰劼、郑国坚:《国有企业混合所有制改革与人力资本结构调整——基于高层次人才配置的视角》,《财贸经济》

2020 年第 12 期。

13. 潘越、汤旭东、宁博、杨玲玲：《连锁股东与企业投资效率：治理协同还是竞争合谋》，《中国工业经济》2020 年第 2 期。
14. 向元高、罗进辉：《共同股东的治理效应：文献述评与研究展望》，《外国经济与管理》2023 年第 4 期。
15. 袁蓉丽、李育昆、党素婷：《ERP 系统与高管薪酬业绩敏感性》，《会计研究》2022 年第 5 期。
16. 张继德、刘素含：《从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择》，《会计研究》2018 年第 7 期。
17. Antón, M., Ederer, F., Giné, M., & Schmalz, M., Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives. NBER Working Paper, No. 30785, 2022.
18. Azar, J., Raina, S., & Schmalz, M. C., Ultimate Ownership and Bank Competition. *Financial Management*, Vol. 51, No. 1, 2022, pp. 227 – 269.
19. Azar, J., Schmalz, M. C., & Tecu, I., Anticompetitive Effects of Common Ownership. *The Journal of Finance*, Vol. 73, No. 4, 2018, pp. 1513 – 1565.
20. Bebchuk, L. A., & Fried, J. M., Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 3, 2003, pp. 71 – 92.
21. Chen, Y., Li, Q., Ng, J., & Wang, C., Corporate Financing of Investment Opportunities in a World of Institutional Cross-Ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 69, No. 1, 2021, 102041.
22. Dennis, P., Gerardi, K., & Schenone, C., Common Ownership Does Not Have Anticompetitive Effects in the Airline Industry. *The Journal of Finance*, Vol. 77, No. 5, 2022, pp. 2765 – 2798.
23. Gibbons, R., Incentives in Organizations. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, No. 4, 1998, pp. 115 – 132.
24. Hansen, R., & Lott, J., Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 1, 1996, pp. 43 – 68.
25. He, J., & Huang, J. K., Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. *Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 8, 2017, pp. 2674 – 2718.
26. Hemphill, C. S., & Kahan, M., The Strategies of Anticompetitive Common Ownership. *The Yale Law Journal*, Vol. 129, No. 5, 2020, pp. 1392 – 1459.
27. Kang, J. K., Luo, J., & Na, H. S., Are Institutional Investors with Multiple Blockholdings Effective Monitors?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 128, No. 3, 2018, pp. 576 – 602.
28. Koch, A., Panayides, M., & Thomas, S., Common Ownership and Competition in Product Markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 139, No. 1, 2021, pp. 109 – 137.
29. Lopez, A. L., & Vives, X., Overlapping Ownership, R&D Spillovers, and Antitrust Policy. *Journal of Political Economy*, Vol. 127, No. 5, 2019, pp. 2394 – 2437.
30. Lu, R. C., Shen, Q. W., Wang, T. H., & Zhang, X. J., Frenemies: Corporate Advertising Under Common Ownership. *Management Science*, Vol. 68, No. 6, 2022, pp. 4645 – 4669.
31. O'Brien, D. P., & Salop, S. C., Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control. *Antitrust Law Journal*, Vol. 67, No. 3, 2000, pp. 559 – 614.
32. Park, J., Sani, J., Shroff, N., & White, H., Disclosure Incentives When Competing Firms Have Common Ownership. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 67, No. 2 – 3, 2019, pp. 387 – 415.
33. Posner, E. A., Morton, F. M. S., & Weyl, E. G., A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors. SSRN Working Paper, No. 2872754, 2016.
34. Ramalingegowda, S., Utke, S., & Yu, Y., Common Institutional Ownership and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 38, No. 1, 2021, pp. 208 – 241.
35. Shleifer, A., & Vishny, R. W., Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, 1986, pp. 461 – 488.

Common Major Shareholders and Portfolio Executive Compensation Incentive: On the “Theory of Horizontal Shareholding Collusion” of Corporate Compensation Contract

DU Yong, SUN Fan (Southwest University, 400715)

Summary: Shareholder goals are the basis of the executive compensation contracts. As more and more common major shareholders aim to maximize the portfolio value, it is difficult to fully explain the phenomenon of executive compensation inversion in the capital market with the existing theory of compensation contract based on the goal of maximizing the value of a single firm. This paper proposes the “Theory of Horizontal Shareholding Collusion” of the executive compensation contract; different from the previous goal of maximizing the value of individual firms, the common major shareholders sign the compensation contract with executives with the aim of maximizing the overall portfolio value, resulting in a collusion effect between the two. At the same time, the study validates the theory by using the data of listed companies with common major shareholders.

It is found that the existence of the common major shareholders reduces the sensitivity of executive compensation and the performance of companies in which executives work, and enhances the sensitivity of the overall performance of the portfolio formed with common major shareholders. This initially confirms that the Theory of Horizontal Shareholding Collusion applies China’s capital market. The study also shows that the collusion effect of common major shareholders is achieved through the mechanisms of negative externality and the power balance of the major shareholders. In addition, the appointment of directors is the path. Further tests show that the collusion effect between common major shareholders and executives is more obvious in listed companies with higher market power and in areas with poor investor protection. What’s more, the common major shareholders significantly increase the compensation of executives in portfolio firms.

This paper not only expands the existing compensation contract theory from the perspective of common major shareholders, but also complements the theories of optimal compensation contract and managerial power. It also enriches the existing research on common major shareholders from the perspective of executive compensation incentives for portfolio companies. In addition, this paper puts forward practical policy suggestions from three aspects: securities regulation, company legal system and audit standards, including information disclosure, exclusion of voting rights, review of salary-performance sensitivity, and audit of common major shareholders. Future research can focus on negative externalities, such as the price war and resource war among enterprises in the same industry, and use the data of non-listed companies to improve and verify the Theory of Horizontal Shareholding Collusion, so as to enrich the research on the theories of common major shareholders and executive compensation contract.

Keywords: Theory of Horizontal Shareholding Collusion, Common Major Shareholders, Collusion Effect, Compensation Contract, Optimal Compensation Contract Theory

JEL: G31, G32, G34

责任编辑:诗 华