



# 机构投资者与高管薪酬 ——中国上市公司研究

毛磊, 王宗军, 王玲玲  
华中科技大学管理学院, 武汉 430074

**摘要:**以中国上市公司为研究对象,利用面板数据模型研究中国机构投资者持股对上市公司高管薪酬的影响,从高管薪酬水平和薪酬业绩敏感度两个方面考察机构投资者整体以及包括基金、券商、QFII、社保基金、保险公司和信托公司在内的不同类型机构投资者对高管薪酬影响的差异性,基于2005年至2009年沪深两市874家上市公司样本进行实证。研究结果表明,机构投资者整体对高管薪酬存在显著的影响,即机构投资者持股有效地提高了高管薪酬水平和薪酬业绩敏感度;不同机构投资者对高管薪酬的影响存在很大的差异性,其中只有基金对高管薪酬水平和薪酬业绩敏感度表现出显著影响,而QFII、券商、社保基金、保险公司和信托公司对高管薪酬水平和薪酬业绩敏感度不存在影响或影响不显著。

**关键词:**机构投资者;高管薪酬;薪酬水平;薪酬业绩敏感度

**中图分类号:**F275

**文献标识码:**A

**文章编号:**1672-0334(2011)05-0099-12

## 1 引言

经过近几十年的发展和壮大,机构投资者对公司治理的影响作用与日俱增,两者的互动关系也一直是国内外广大学者非常关注的议题。作为公司治理机制的组成部分,高管薪酬已经被越来越多的机构投资者当作参与公司治理的重要途径<sup>[1]</sup>。有调查发现90%的机构投资者认为高管薪酬过高<sup>[2]</sup>,这使得一些机构投资者放弃了传统用脚投票的方式,采用诸如股东决议、董事会席位等措施积极干预高管薪酬决策<sup>[3]</sup>。高管薪酬在机构投资者与公司治理的互动关系中扮演了很重要的角色,机构投资者能通过薪酬机制对管理层提供其他小股东很难做到的监控<sup>[4]</sup>。因此对机构投资者与高管薪酬关系进行研究,能深入剖析机构投资者对高管薪酬的监控能力和监控效果。

然而机构投资者对高管薪酬的监控受很多因素的影响,如竞争环境、获取信息的动机或途径<sup>[5]</sup>、投资期限<sup>[6]</sup>等,机构投资者的异质性导致治理效应的不同<sup>[7]</sup>。笼统地把全部机构投资者作为一个整体可能导致研究误差<sup>[8]</sup>,对机构投资者进行细分以考察

不同类型机构投资者对高管薪酬影响的差异显得非常重要。另外由于经营环境、资金规模、投资策略等方面的不同,国内外机构投资者对高管薪酬的影响也存在较大差异,照搬国外的分类方法难以真实反映中国机构投资者对高管薪酬的治理效应。基于此,本研究在分析机构投资者整体持股对高管薪酬影响的基础上,进一步按照机构投资者组织形式的基本分类,考察基金、券商、QFII、社保基金、保险公司和信托公司6类机构投资者与高管薪酬的关系。

## 2 相关研究评述和研究假设

### 2.1 相关研究评述

#### (1) 机构投资者与高管薪酬

关于机构投资者参与公司治理的文献大部分都是将全部机构投资者作为一个整体进行研究,机构投资者和高管薪酬的互动研究也不例外。Jensen等<sup>[9]</sup>研究发现,机构投资者可以通过直接和间接两种方式影响管理层薪酬,间接的影响方式主要是选股倾向和股票交易<sup>[4]</sup>。Maxey等<sup>[10]</sup>对共同基金经理的调查发现,高管薪酬是他们投资决策的主要考量

收稿日期:2010-11-24 修返日期:2011-07-04

作者简介:毛磊(1983-),男,湖北松滋人,华中科技大学管理学院博士研究生,研究方向:财务管理等。

E-mail:maoleihao2000@yahoo.com.cn

因素。公司也会根据机构投资者的偏好战略性地构建经理层的薪酬结构来迎合特殊类型的机构<sup>[11]</sup>,而当机构投资者对公司的薪酬安排不满意时,从事短期投资的机构投资者一般会采取“用脚投票”的方式<sup>[2]</sup>。直接的影响方式包括机构投资者通过增加董事的独立性(尤其是提名委员会和薪酬委员会的独立性)发挥作用,通过提案促使管理者薪酬与公司绩效相联系。而早期机构投资者对高管薪酬治理效应的研究结论并不一致, Heard<sup>[12]</sup>的研究证实机构投资者确实可以通过改善公司治理影响 CEO 薪酬; Useem<sup>[13]</sup>的研究也发现,机构大股东的存在会导致较低水平的 CEO 薪酬以及 CEO 总报酬中高比例的长期激励,这意味着机构投资者在一定程度上限制了公司向管理层发放过多的报酬。但 Cosh 等<sup>[14]</sup>以 1989 年至 1994 年英国电子工程行业的数据为样本,研究发现几乎没有证据可以表明机构投资者持股能减少管理层的薪酬以及对薪酬业绩敏感性产生影响; Short 等<sup>[15]</sup>总结了以前关于机构投资者与公司绩效及与管理层薪酬关系的研究,发现机构投资者的影响并不显著。这表明早期的机构投资者的治理效应在高管薪酬安排方面体现得并不显著。

随着机构持股比例越来越大,机构投资者对高管薪酬水平和结构有了更多的话语权<sup>[3]</sup>, Gillan 等<sup>[16]</sup>通过一份关于为期 8 年的 2 043 项机构投资建议的统计发现,其中有 233 项与经营者的激励有关。近期的研究表明机构投资者持股确实能影响高管薪酬安排,尤其会提高公司的薪酬业绩敏感度<sup>[3-4,17-18]</sup>。但对于薪酬水平的影响效应结论不一, Clay<sup>[17]</sup>和 Feng 等<sup>[18]</sup>研究发现,机构持股比例与高管薪酬水平正相关,因为机构持股提高了薪酬业绩敏感性,从而增加了管理层的风险,薪酬水平的提高是对其风险的相应补偿; Hartzell 等<sup>[4]</sup>、Khan 等<sup>[3]</sup>和 Min 等<sup>[19]</sup>却发现,机构持股比例与高管薪酬水平负相关,因为机构投资者能够通过参与管理层的薪酬设计有效激励管理者,节约了代理成本。

中国学者关于机构投资者与高管薪酬的实证研究并不多,结论也不尽相同,陈炎炎等<sup>[20]</sup>以 2004 年沪、深两市 533 家制造业上市公司为研究对象,实证表明中国机构投资者持股比例与上市公司管理层薪酬存在显著的正相关关系,但对上市公司管理层长期激励比重的影响不大;李善民等<sup>[21]</sup>以 2000 年至 2003 年末全部 A 股上市公司期末前十大股东中有机构持股的上市公司为研究对象,研究发现从机构投资者与上市公司薪酬机制关系的角度,仅有微弱的证据可以表明中国机构投资者能够积极参与公司治理并影响上市公司的薪酬水平和薪酬业绩敏感度。

## (2) 异质机构投资者与高管薪酬

不同机构投资者治理效应差异性的研究方面, Brickley 等<sup>[7]</sup>首次将机构投资者异质性引入到公司治理的研究中,以考察不同机构投资者治理效应的差异,根据与持股对象的关系,机构投资者可分为压力敏感型和压力不敏感型,前者更容易受管理层的制

约;借鉴 Brickley 等<sup>[7]</sup>对机构投资者的划分方法, Kochhar 等<sup>[22]</sup>研究发现,压力不敏感型机构投资者更有可能加强公司的创新行为并提高新产品率; Borokhovich 等<sup>[23]</sup>研究显示,压力敏感型外部大股东监控效力比压力不敏感型低; Cornett 等<sup>[24]</sup>研究表明,压力敏感型机构投资者监督公司管理层的动机大大削弱,而压力不敏感型机构投资者不会受到来自公司的压力; Bushee<sup>[25]</sup>按照投资期限的不同将机构投资者分为短暂型机构投资者和专注型机构投资者,并发现两类机构投资者对信息披露与股票收益波动互动关系的影响存在较大差异。

上述分类方法被广泛运用于异质机构投资者与高管薪酬的研究中。David 等<sup>[26]</sup>借鉴 Brickley 等<sup>[7]</sup>的分类方法,研究发现只有压力抵制型机构投资者的存在有效地降低了管理层薪酬的水平,并提高了薪酬激励中中长期激励部分的比重。Min 等<sup>[19]</sup>借鉴 Bushee<sup>[25]</sup>的分类方法研究发现,专注型机构投资者会限制董事的薪酬水平并强化董事报酬与公司业绩的联系,以更多地参与公司治理,并对公司起到更好的监控和约束作用;而短暂型机构投资者不太关心公司的治理水平,他们追求的是短期收益,对问题公司的处理方法就是“用脚投票”。Almazan 等<sup>[5]</sup>基于监控成本的差异提出新的分类方法,即将机构投资者分为两类,第一类是潜在积极机构投资者,管理技能先进、信息获取能力强、法律法规对其投资的约束少以及与公司几乎没有潜在的业务关系,包括投资顾问、投资公司等;第二类是潜在消极机构投资者,包括银行信托部门、保险公司等。前者持股比例的增加会引起高管薪酬业绩敏感度的增加,而潜在消极机构投资者与高管薪酬没有显著的相关性。针对前人对机构投资者的分类方法,Shin 等<sup>[1]</sup>提出异议,认为机构投资者的监控动机和能力被很多因素影响,上述各种分类方法并不能完全体现这些影响的差异,通过研究他们得出与 Davis 等<sup>[27]</sup>相似的结论,即同为压力抵制型机构投资者的公共养老基金和共同基金对高管薪酬的监控效应存在很大的差异。

中国学者对异质机构投资者与高管薪酬互动关系的研究比较少见,仅有伊志宏等<sup>[28]</sup>研究了机构投资者异质性与薪酬业绩敏感度的互动关系,他们借鉴 Brickley 等<sup>[7]</sup>的方法对机构投资者进行分类,结果表明全部机构投资者和压力抵制型机构投资者能够增强薪酬绩效敏感性,压力敏感型机构投资者则与薪酬绩效敏感性不存在显著相关性。但伊志宏等<sup>[28]</sup>并没有分析机构投资者异质性对薪酬水平的影响,而且对薪酬业绩敏感度的研究采用的是间接检验的方式。因此本研究在现有研究的基础之上,基于机构投资者组织形式的基本分类,考察不同机构投资者与高管薪酬水平和薪酬业绩敏感度的互动关系,其中对薪酬业绩敏感度的检测借鉴 Kubo<sup>[29]</sup>的方法进行直接计算。

## 2.2 研究假设

随着各类机构投资者的长足发展,不同机构投资

者在规模实力、资金来源、投资策略等各方面表现出显著的多样性,对高管薪酬策略的影响也表现出更强的差异性<sup>[7]</sup>。压力抵制型机构投资者持股能降低管理层薪酬水平,提高薪酬激励中中长期激励部分的比重,但压力敏感型和压力中性型机构投资者没有这种影响<sup>[26]</sup>,潜在积极机构投资者和潜在消极机构投资者对高管薪酬业绩敏感度的影响效果完全相反<sup>[5]</sup>,专注型机构投资者和短暂型机构投资者对董事薪酬机制的制约程度不一,产生的监控效果也就不尽相同<sup>[19]</sup>。最近的实证研究发现机构投资者的监控行为表现出更多的多样性,远远不是以上分类方法所能体现的,如同属压力抵制型机构投资者,公共养老基金和共同基金对CEO薪酬水平和薪酬业绩敏感度的影响也存在很大的差别<sup>[1]</sup>。因此有必要在对机构投资者整体进行研究的基础上,进一步将机构投资者的分类细化到基本组织结构,即按照组织形式的不同分别考察包括基金公司、券商、保险公司、信托公司等在内的各类机构投资者对薪酬机制的影响。薪酬机制作为上市公司治理的重要机制之一,直接揭示了股东与经理人之间的代理问题。合理的薪酬机制不仅可以促使经理人与股东的目标趋于一致,而且合理的薪酬机制可以降低代理成本,缓解股东与经理人之间的代理冲突,提高公司价值<sup>[28]</sup>。因此股东可以通过设计合理的薪酬政策给管理层以激励,从而使其能够选择并从事有利于股东财富提高的行为<sup>[30]</sup>。而机构投资者作为相对独立的股东,具有较强的监控能力,能更好地扮演委托人的角色<sup>[17]</sup>,通过薪酬结构参与公司治理以提高公司治理水平。机构投资者相比个人投资者拥有更多的能力和专业技能,他们可以采用私下协商的方式影响高管薪酬结构,也可以采用诸如表决权、股东积极主义以及董事会席位影响管理层薪酬结构<sup>[3]</sup>。另外由于机构投资者与高管薪酬之间存在“顾客效应”<sup>[4]</sup>,机构投资者可以通过他们的偏好和交易间接影响上市公司高管薪酬结构。薪酬结构一般体现在薪酬水平和薪酬业绩敏感度两方面。

一方面,机构投资者通过薪酬结构参与公司治理以提高公司治理水平,高管薪酬也会随之增加<sup>[31]</sup>。另外机构投资者持股比例的提高会增加管理层的风险,薪酬水平的提高是对其风险的相应补偿<sup>[17]</sup>,高机构持股比例往往伴随着高薪酬水平。但不同类型的机构投资者持股比例、持股时间、资金规模等各方面的差异必然会导致监控动机、监控能力以及监控成本的不同,从而进一步影响对高管薪酬水平的监控。基于以上分析提出研究假设。

H<sub>1</sub> 全部机构投资者持股提高薪酬水平;

H<sub>2</sub> 不同机构投资者持股对薪酬水平的影响不同。

另一方面,以往的研究表明薪酬制度的有效性取决于薪酬能够在多大程度上降低管理者与股东目标的不一致性,衡量这种关系的一个重要指标就是管理者薪酬对公司业绩的敏感程度<sup>[32]</sup>,即薪酬业绩

敏感度。管理人员的努力程度大部分取决于薪酬业绩敏感度而不是薪酬水平,薪酬业绩敏感度反应了高管薪酬与公司绩效之间的关系,能促进高管更加努力的工作<sup>[29]</sup>。机构投资者凭借更多的资源和专业技能,对薪酬结构的监控能力远远超过分散的个人投资者,能有效地提高薪酬业绩敏感度,因此机构投资者持股比例的增加会提高薪酬业绩敏感度。而不同类型的机构投资者对薪酬业绩敏感度的监控同样会受到投资者监控能力、监控成本等各方面的影响。基于以上分析提出研究假设。

H<sub>3</sub> 全部机构投资者持股提高薪酬业绩敏感度;

H<sub>4</sub> 不同机构投资者持股对薪酬业绩敏感度的影响不同。

### 3 研究设计

#### 3.1 研究模型设计

借鉴现有文献<sup>[4,29]</sup>的做法,构建以下4个线性回归模型分别考察薪酬水平和薪酬业绩敏感度与机构投资者持股比例的相互关系。为检验本研究提出的H<sub>1</sub>和H<sub>2</sub>,以分析机构投资者持股比例对薪酬水平的影响,构建薪酬水平模型如下。模型1检验全部机构投资者持股比例对薪酬水平的影响,模型2检验各类机构投资者持股比例对薪酬水平的影响。

模型1

$$\ln Pay_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ishare\_ALL_{i,t} + \beta_2 Performance_{i,t} + \beta_3 \ln Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 HS_{i,t} + \beta_6 Type_{i,t} + \beta_7 Commti_{i,t} + \beta_8 CEO\_D_{i,t} + \beta_9 Share\_M_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型2

$$\ln Pay_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ishare\_FC_{i,t} + \beta_2 Ishare\_QFII_{i,t} + \beta_3 Ishare\_SC_{i,t} + \beta_4 Ishare\_TC_{i,t} + \beta_5 Ishare\_SSF_{i,t} + \beta_6 Ishare\_IC_{i,t} + \beta_7 Performance_{i,t} + \beta_8 \ln Size_{i,t} + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} HS_{i,t} + \beta_{11} Type_{i,t} + \beta_{12} Commti_{i,t} + \beta_{13} CEO\_D_{i,t} + \beta_{14} Share\_M_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为检验本研究提出的H<sub>3</sub>和H<sub>4</sub>,以分析机构投资者持股比例对薪酬业绩敏感度的影响,构建薪酬业绩敏感度模型如下。模型3检验全部机构投资者持股比例对薪酬业绩敏感度的影响,模型4检验各类机构投资者持股比例对薪酬业绩敏感度的影响。

模型3

$$PPS_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ishare\_ALL_{i,t} + \beta_2 Performance_{i,t} + \beta_3 \ln Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 HS_{i,t} + \beta_6 Type_{i,t} + \beta_7 Commti_{i,t} + \beta_8 CEO\_D_{i,t} + \beta_9 Share\_M_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型4

$$PPS_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ishare\_FC_{i,t} + \beta_2 Ishare\_QFII_{i,t} + \beta_3 Ishare\_SC_{i,t} + \beta_4 Ishare\_TC_{i,t} + \beta_5 Ishare\_SSF_{i,t} + \beta_6 Ishare\_IC_{i,t} + \beta_7 Performance_{i,t} + \beta_8 \ln Size_{i,t} + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} HS_{i,t} + \beta_{11} Type_{i,t} + \beta_{12} Commti_{i,t} + \beta_{13} CEO\_D_{i,t} + \beta_{14} Share\_M_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

表1 研究变量定义  
Table 1 Variables and Description

变量类型	变量名称	变量代码	变量含义
被解释变量	薪酬水平	<i>lnPay</i>	年末高管薪酬总和
	薪酬业绩敏感度	<i>PPS</i>	高管薪酬水平对公司业绩变动的敏感程度
实验变量	机构投资者持股比例	<i>Ishare_ALL</i>	所有机构投资者持股所占比例
	基金持股比例	<i>Ishare_FC</i>	基金持股所占比例
	QFII 持股比例	<i>Ishare_QFII</i>	QFII 持股所占比例
	券商持股比例	<i>Ishare_SC</i>	券商持股所占比例
	信托公司持股比例	<i>Ishare_TC</i>	信托公司持股所占比例
	社保基金持股比例	<i>Ishare_SSF</i>	社保基金持股所占比例
	保险公司持股比例	<i>Ishare_IC</i>	保险公司持股所占比例
	公司绩效	<i>Performance</i>	净资产收益率 (ROE)
	公司规模	<i>lnSize</i>	总资产的自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	资产负债率
控制变量	股权集中度	<i>H5</i>	前五大股东持股比例的平方和
	控股股东类别	<i>Type</i>	非国有控股为 1, 国有控股为 0
	薪酬与考核委员会	<i>Commti</i>	设立薪酬与考核委员会为 1, 未设立为 0
	两职重合	<i>CEO_D</i>	董事长和总理由一人兼任为 1, 其他为 0
	高管持股比例	<i>Share_M</i>	高级管理人员 (不包括董事、监事) 持股占总股本的比例

其中,  $\alpha$  为常数项,  $\beta_i$  为回归系数,  $i = 1, 2, \dots, 14$ ,  $\varepsilon$  为误差项。变量及其含义如表 1 所示。

### 3.2 研究变量说明

#### (1) 被解释变量

本研究从薪酬水平和薪酬业绩敏感度两方面分析高管薪酬, 薪酬水平包括薪水、红利、股票期权等, 薪酬业绩敏感度包括薪水业绩敏感度、直接总薪酬业绩敏感度和股票期权敏感度 3 种度量方式<sup>[4]</sup>。由于中国股权激励计划实施较晚, 持股比例低、零持股的现象较为普遍<sup>[33]</sup>, 而且根据公开数据很难识别哪些股票是自购、哪些是奖励的<sup>[34]</sup>, 因此研究高管薪酬时不考虑股权激励的部分。

对于高管薪酬水平, 借鉴辛清泉等<sup>[35]</sup>的做法, 选择上市公司年报中披露的年薪最高的前三位高级管理人员 (不包括董事、监事) 的报酬总和取其对数作为衡量指标。与以往文献对薪酬业绩敏感度进行间接检验不同<sup>[4]</sup>, 本研究借鉴 Kubo<sup>[29]</sup>的方法进行直接计算, Kubo 给出了薪酬业绩敏感度的计算方法, 即用高管薪酬水平的增长率与公司业绩的增长率的比值, 可以直接体现在公司业绩增长 1% 的情况下, 高

管薪酬的增长程度是多少。薪酬业绩敏感度计算公式为

$$PPS_t = \frac{\frac{\Delta Pay_t}{Pay_{t-1}}}{\frac{\Delta Performance_t}{Performance_{t-1}}} = \frac{\frac{Pay_t - Pay_{t-1}}{Pay_{t-1}}}{\frac{Performance_t - Performance_{t-1}}{Performance_{t-1}}}$$

其中,  $\Delta Pay_t$  为薪酬水平的增长,  $\Delta Performance_t$  为公司业绩的增长,  $t$  为时间。选择上市公司年报中披露的年薪最高的前三位高级管理人员 (不包括董事、监事) 的薪酬总和和 Tobin's  $Q$  作为高管薪酬水平和公司业绩的衡量指标。

#### (2) 实验变量

实验变量主要考察各类型机构投资者持股对高管薪酬的影响作用, 考虑到目前部分机构投资者平均持股比例很低, 纳入研究范围可能导致较大研究误差<sup>[8]</sup>, 剔除除银行外的企业年金 (平均持股占全部机构投资者的 0.12%) 和财务公司 (平均持股占全部

机构投资者的0.28%),最终选取基金、QFII、券商、信托公司、社保基金和保险公司6类机构投资者作为研究对象。因此本研究首先将全部机构投资者持股比例作为实验变量,然后进一步考察这6类机构投资者,检验其持股比例与高管薪酬的互动关系。为保证检验结论的稳健性,本研究借鉴唐跃军等<sup>[8]</sup>的做法,选用机构投资者持股的变动作为实验变量进行稳健性检验。

(3)控制变量

在现有研究的基础上<sup>[4,9]</sup>,结合中国证券市场的实际,选取以下指标作为控制变量。①公司财务特征,用净资产收益率(ROE)度量公司绩效,用总资产的自然对数度量公司规模,用资产负债率度量公司财务杠杆;②公司股权特征,用前五大股东持股比例的平方和度量公司股权集中度,用是否国有控股度量公司最终控制人类别;③公司治理特征,包括是否设立薪酬与考核委员会、董事长与总经理两职是否重合以及高级管理人员(不包括董事和监事)持股比例。

3.3 研究样本和数据分析

以2005年至2009年沪深两市机构投资者持股的上市公司为研究样本,高管薪酬数据、公司治理数据和财务数据主要来自CCER中国经济金融数据库和万德资讯,并按照上市公司年报进行抽样核对。为保证研究结果的可靠性,剔除金融行业的样本,剔除研究期间缺乏数据和数据异常的样本,剔除研究期间被停牌的样本,最终得到包括874家上市公司的有效样本,5年共计4370个观测值。

进行回归分析之前,先对所有数据进行相关性检验,检验结果见表2。由表2可知,公司规模、机构投资者持股比例等变量与薪酬水平和薪酬业绩敏感度之间存在显著的相关性,说明公司财务变量、股权变量以及治理变量等对薪酬水平和薪酬业绩敏感度确实存在一定的影响,需要进一步对其相关性进行研究。整体看,各变量之间的相关系数绝大部分不超过0.400,同时多重共线性检验显示各回归模型中解释变量的VIF值均不超过2,说明解释变量之间的多重共线性较小,可以放入研究模型中进行回归。

表2 研究变量相关性检验  
Table 2 Descriptive Statistics and Correlations

变量	均值	标准差	lnPay	PPS	Ishare _ALL	Ishare _QFII	Ishare _FC	Ishare _SC	Ishare _TC	Ishare _SSF
lnPay	13.486	0.784	1.000	0.027*	0.373***	0.070***	0.309***	-0.002	0.035	0.056***
PPS	4.253	15.278	0.134***	1.000	0.011**	0.005	-0.006**	-0.016	-0.003	0.009
Ishare_ALL	24.067	22.570	0.389***	0.057***	1.000	0.130***	0.705***	0.038**	0.067***	0.226***
Ishare_QFII	0.429	1.657	0.095***	0.030*	0.181***	1.000	0.137***	0.006	0.003	0.104***
Ishare_FC	10.573	16.184	0.339***	0.064***	0.636***	0.242***	1.000	0.025	-0.020	0.290***
Ishare_SC	0.427	1.591	-0.006	0.032**	0.056***	0.010	0.094***	1.000	0.004	0.017
Ishare_TC	0.228	1.554	0.017	0.017	0.018	-0.006	-0.033**	0.016	1.000	-0.007
Ishare_SSF	0.443	1.475	0.105***	0.019	0.247***	0.145***	0.342***	0.038**	-0.022	1.000
Ishare_IC	0.362	1.212	0.127***	0.022	0.222***	0.109***	0.293***	0.031**	-0.010	0.111***
ROE	0.078	0.226	0.321***	0.122***	0.402***	0.176***	0.512***	0.088***	-0.008	0.200***
lnSize	21.667	1.031	0.401***	0.020**	0.326***	0.127***	0.422***	0.033**	0.020	0.176***
Lev	0.499	0.174	0.006	-0.024	-0.020	-0.064***	-0.037**	-0.024	-0.005	0.003
H5	0.172	0.118	0.013	0.020	0.064***	0.080***	0.147***	0.044***	-0.015	0.103***
Type	0.153	3.680	-0.099***	-0.016	-0.019	-0.037**	-0.043***	0.006	-0.002	-0.038**
Committ	0.805	0.396	0.199***	0.008**	0.249***	0.011	0.062***	-0.039**	0.032**	-0.026*
CEO_D	0.143	0.430	0.008	0.010	-0.007	-0.006	-0.005	0.021	0.018	-0.007
Share_M	0.004	0.025	0.198***	0.017	0.048***	0.013	0.118***	0.041***	0.038**	0.046***

(续表)

变量	<i>Ishare_IC</i>	<i>ROE</i>	<i>lnSize</i>	<i>Lev</i>	<i>H5</i>	<i>Type</i>	<i>Commti</i>	<i>CEO_D</i>	<i>Share_M</i>
<i>lnPay</i>	0.082***	0.164***	0.392***	0.012	0.005	-0.065***	0.197***	-0.027*	0.045***
<i>PPS</i>	0.008	0.016**	0.013**	-0.019	0.004	0.001	0.013**	0.020	-0.005
<i>Ishare_ALL</i>	0.217***	0.202***	0.322***	-0.016	0.086***	-0.045***	0.203***	-0.015	0.010
<i>Ishare_QFII</i>	0.056***	0.070***	0.078***	-0.058***	0.084***	-0.001	-0.017	-0.015	0.012
<i>Ishare_FC</i>	0.249***	0.267***	0.306***	-0.032**	0.096***	-0.019	0.062***	-0.005	0.066***
<i>Ishare_SC</i>	0.030**	0.043***	0.037**	-0.008	0.061***	0.013	-0.040***	0.018	0.050***
<i>Ishare_TC</i>	-0.005	0.000	0.006	0.004	-0.012	0.004	0.015	0.009	-0.013
<i>Ishare_SSF</i>	0.094***	0.089***	0.108***	-0.008	0.063***	-0.004	-0.018	0.000	0.017
<i>Ishare_IC</i>	1.000	0.086***	0.135***	-0.010	0.058***	-0.001	0.014	0.020	0.048***
<i>ROE</i>	0.187***	1.000	0.134***	-0.099***	0.090***	0.004	-0.015	-0.038**	0.036**
<i>lnSize</i>	0.225***	0.233***	1.000	0.321***	0.288***	-0.056***	0.126***	-0.074***	-0.107***
<i>Lev</i>	-0.018	-0.050***	0.325***	1.000	-0.013	-0.024	0.027*	-0.055***	-0.077***
<i>H5</i>	0.095***	0.151***	0.226***	-0.021	1.000	0.005	-0.075***	-0.042***	-0.113***
<i>Type</i>	-0.056***	0.035**	-0.210***	-0.074***	-0.234***	1.000	-0.027*	0.015	0.032**
<i>Commti</i>	0.017	0.023	0.127***	0.024	-0.071***	-0.064***	1.000	0.008	-0.040***
<i>CEO_D</i>	-0.002	0.004	-0.068***	-0.059***	-0.050***	0.127***	0.005	1.000	0.093***
<i>Share_M</i>	-0.014	0.065***	0.031**	-0.031**	-0.215***	0.059***	0.009	0.089***	1.000

注:系数1.000的右上部分为Pearson检验结果,左下部分为Spearman检验结果;\*为0.100的显著水平(双尾检验),\*\*为0.050的显著水平(双尾检验),\*\*\*为0.010的显著水平(双尾检验),下同。

#### 4 机构投资者与薪酬水平的实证分析

本研究采用面板数据模型进行回归分析,模型1和模型2的Hausman检验在0.010的显著性水平下拒绝原假设,而F值检验也拒绝原假设,应选择固定效应模型(限于篇幅,检验结果省略)。考虑到机构投资者持股对公司治理的影响具有滞后性,本研究对所有模型均采用李维安等<sup>[36]</sup>检验滞后效应的处理方法,对实验变量进行滞后处理。

##### 4.1 全部机构投资者与薪酬水平

模型1的回归结果如表3所示,结论与Clay<sup>[17]</sup>、陈炎炎等<sup>[20]</sup>、李善民等<sup>[21]</sup>和Feng等<sup>[18]</sup>一致,即高管薪酬水平与机构投资者持股显著正相关,支持H<sub>1</sub>。模型1滞后一期回归结果中,解释变量系数的方向和显著性程度均未发生显著变化,说明模型1具有良好的稳健性。用机构投资者持股比例变动作为实验变量的检验结果进一步巩固了模型1的稳健性,充分说明中国上市公司中机构投资者持股确实能提

高高管薪酬水平。一方面是由于机构投资者的进入增加了管理层的风险,薪酬水平的提高是对其风险的相应补偿<sup>[17]</sup>;另一方面也是因为公司会根据机构投资者的偏好来设计薪酬安排<sup>[11]</sup>。

通过对控制变量的考察发现,薪酬水平还与公司绩效、公司规模正相关,与资产负债率、股权集中度负相关,还发现薪酬与绩效委员会的设立提高了薪酬水平<sup>[34]</sup>。管理层持股比例的增加也会提高薪酬水平,与Shin等<sup>[1]</sup>和Feng等<sup>[18]</sup>的结论相反。当然上述推论尚需更严格的实证研究加以检验。

##### 4.2 各类机构投资者与薪酬水平

模型2的回归结果如表4所示,滞后一期回归结果中解释变量系数的方向和显著性程度均未发生显著变化,而且稳健性检验也得到类似的结论,说明模型2具有良好的稳健性。各类机构投资者持股比例与薪酬水平回归系数的大小、方向和显著性都有较大的差异,其中基金持股比例与薪酬水平显著正相

关,并且回归结果稳健,说明基金持股显著影响薪酬水平;信托公司持股比例与薪酬水平在5%的显著性水平下正相关,但稳健性检验没有得到同样的结论,可见信托公司对薪酬水平存在影响但并不稳健;社保基金与薪酬水平的相关性也不稳健,而QFII、券商和保险公司与薪酬水平不存在显著的相关性,可见这三类机构投资者对薪酬水平不存在影响。综上所述,不同机构投资者对薪酬水平的影响不同,因此支持H<sub>2</sub>。对模型2的分析结果表明,不同的机构投资者对薪酬水平的影响确实存在差异,而且只有基金表现出显著提高高管薪酬水平的能力,其他5种机构投资者对薪酬水平不存在影响或影响不显著。进一步分析可知基金持股比例与薪酬水平的相关系数达到0.009,高于全部机构投资者持股比例与薪酬水平的相关系数0.008,而基金持股比例的变动与薪酬水平的相关系数达到0.014,同样高于全部机构投资者持股比例的变动与薪酬水平的相关系数0.010,表明基金对薪酬水平的影响程度高于机构投资者整体水平。

5 机构投资者与薪酬业绩敏感度的实证分析

对面板数据进行分析可知,模型3和模型4的Hausman检验在0.010的显著性水平下拒绝原假设,同时F值检验也在0.010的显著性水平下拒绝原假设,也应选择固定效应模型。实证过程中同样对实验变量进行滞后处理。

5.1 全部机构投资者与薪酬业绩敏感度

模型3的回归结果见表5,滞后一期回归结果中解释变量系数的方向和显著性程度均未发生显著变化,而且稳健性检验也得到类似的结论,说明模型3具有良好的稳健性。模型3的结论与近期的大量研究一致<sup>[3-4,17-18]</sup>,即薪酬业绩敏感度与机构投资者持股显著正相关。这表明对中国上市公司,机构投资者持股同样会提高公司的薪酬业绩敏感度,支持H<sub>3</sub>。

另外通过对控制变量的考察发现,薪酬业绩敏感度还与公司绩效、公司规模以及资产负债率正相关,与股权集中度负相关,还发现两职重合能有效地提高薪酬业绩敏感度<sup>[1]</sup>。当然上述推论也需更严格的实证研究加以检验。

表3 全部机构投资者持股与薪酬水平回归结果

Table 3 Results of Panel Data Analysis of All Institutional Ownership on Executive Compensation Level

变量	模型1				检验模型			
	当期		滞后一期		当期		滞后一期	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值	系数	t值
常数项	7.431***	31.262	7.679***	28.354	6.890***	29.030	7.191***	26.764
<i>Ishare_ALL</i>	0.008***	15.896	0.008***	13.334				
$\Delta Ishare\_ALL$					0.010***	10.216	0.011***	9.597
<i>Performance</i>	0.245***	5.241	0.243***	5.021	0.299***	6.327	0.276***	5.654
<i>lnSize</i>	0.278***	23.534	0.268***	19.972	0.308***	26.282	0.295***	22.311
<i>Lev</i>	-0.421***	-6.660	-0.417***	-5.823	-0.474***	-7.391	-0.482***	-6.693
<i>H5</i>	-0.757***	-8.228	-0.615***	-5.612	-0.765***	-8.180	-0.606***	-5.458
<i>Type</i>	-0.008***	-2.717	-0.000**	-2.499	-0.009***	-3.154	-0.008***	-2.823
<i>Commti</i>	0.203***	7.634	0.209***	6.056	0.263***	9.890	0.248***	7.149
<i>CEO_D</i>	-0.018	-0.739	-0.017	-0.613	-0.023	-0.936	-0.021	-0.769
<i>Share_M</i>	2.055***	4.945	2.115***	4.384	2.216***	5.246	2.375***	4.873
调整后 R <sup>2</sup>	0.263		0.242		0.238		0.224	
F 检验值	173.833***		124.971***		152.659***		112.988***	
观测值	4364		3492		4364		3492	

注:当期和滞后一期回归模型分别存在6个和4个缺失值,下同。

表4 各机构投资者持股与薪酬水平回归结果  
Table 4 Results of Panel Data Analysis of Heterogeneous  
Institutional Ownership on Executive Compensation Level

变量	模型2				检验模型			
	当期		滞后一期		当期		滞后一期	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
常数项	7.169***	29.694	7.555***	27.443	6.905***	26.779	7.215***	24.865
<i>Ishare_FC</i>	0.009***	11.808	0.009***	10.758				
$\Delta Ishare\_FC$					0.014***	9.990	0.014***	9.433
<i>Ishare_QFII</i>	0.010	1.516	0.005	0.778				
$\Delta Ishare\_QFII$					-0.002	-0.103	-0.013	-0.853
<i>Ishare_SC</i>	-0.007	-1.061	-0.008	-1.213				
$\Delta Ishare\_SC$					0.016	1.349	0.012	1.012
<i>Ishare_TC</i>	0.015**	2.194	0.016**	2.163				
$\Delta Ishare\_TC$					-0.001	-0.069	0.006	0.425
<i>Ishare_SSF</i>	-0.019***	-2.599	-0.007	-0.912				
$\Delta Ishare\_SSF$					0.020	0.947	0.039*	1.772
<i>Ishare_IC</i>	-0.010	-1.176	-0.001	-0.117				
$\Delta Ishare\_IC$					-0.037	-1.402	-0.022	-0.737
<i>Performance</i>	0.241***	5.030	0.246***	5.034	0.258***	5.273	0.235***	4.705
<i>lnSize</i>	0.293***	24.466	0.276***	20.275	0.306***	24.007	0.294***	20.543
<i>Lev</i>	-0.444***	-6.914	-0.441***	-6.109	-0.447***	-6.440	-0.490***	-6.367
<i>H5</i>	-0.753***	-8.062	-0.617***	-5.579	-0.755***	-7.475	-0.583***	-4.912
<i>Type</i>	-0.009***	-3.048	-0.008***	-2.954	-0.009***	-2.882	-0.009***	-2.973
<i>Commti</i>	0.264***	9.954	0.245***	7.100	0.274***	9.518	0.253***	6.817
<i>CEO_D</i>	-0.019	-0.767	-0.018	-0.673	0.008	0.287	0.010	0.352
<i>Share_M</i>	1.930***	4.564	2.072***	4.241	2.117***	4.451	2.246***	4.055
调整后 $R^2$	0.246		0.231		0.249		0.234	
F 检验值	102.407***		75.980***		90.309***		67.752***	
观测值	4 364		3 492		4 364		3 492	

## 5.2 各类机构投资者与薪酬业绩敏感度

模型4的回归结果如表6所示,滞后一期回归结果中解释变量系数的方向和显著性程度均未发生显著变化,体现了模型4的稳健性。然而用机构投资

者持股比例变动作为实验变量的检验结果非常不理想,很大程度上是由于各类机构投资者持股公司、数量和年限太小,导致结论不稳定。因此选用营业利润代表公司业绩计算出薪酬业绩敏感度作为因变量



表5 全部机构投资者持股与薪酬业绩敏感度回归结果

Table 5 Results of Panel Data Analysis of All Institutional Ownership on Pay Performance Sensitivity

变量	模型3				检验模型			
	当期		滞后一期		当期		滞后一期	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值	系数	t值
常数项	-28.087***	-4.718	-36.027***	-13.420	-57.496***	-10.169	-23.078***	-11.653
<i>Ishare_ALL</i>	0.065***	10.140	0.037***	-18.171				
$\Delta Ishare\_ALL$					0.058***	5.369	0.019***	-6.986
<i>Performance</i>	2.548***	4.269	0.588***	3.974	2.491***	5.072	-0.133	-1.205
<i>lnSize</i>	1.099***	3.881	1.804***	14.371	2.591***	10.038	1.139***	11.981
<i>Lev</i>	9.722***	8.749	3.972***	11.005	11.632***	14.979	5.434***	15.141
<i>H5</i>	-17.424***	-10.217	-16.729***	-16.228	-34.245***	-22.645	-14.052***	-16.340
<i>Type</i>	0.031	1.228	0.008	0.985	0.026	0.926	0.014	1.606
<i>Commti</i>	-0.118	-0.586	-0.839***	-10.974	0.040	0.226	-1.187***	-18.130
<i>CEO_D</i>	1.013***	3.834	0.059	0.783	1.135***	6.944	0.185**	2.318
<i>Share_M</i>	-10.905**	-2.423	-0.964	-0.239	27.922***	5.007	0.724	0.178
调整后 R <sup>2</sup>	0.078		0.180		0.168		0.404	
F 检验值	1.417***		1.866***		2.000***		3.685***	
观测值	4 364		3 492		4 364		3 492	

表6 各机构投资者持股与薪酬业绩敏感度回归结果

Table 6 Results of Panel Data Analysis of Heterogeneous Institutional Ownership on Pay Performance Sensitivity

变量	模型4				检验模型			
	当期		滞后一期		当期		滞后一期	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值	系数	t值
常数项	-45.914***	-6.915	-19.519***	-7.585	-7.519*	-1.655	-16.891***	-3.368
<i>Ishare_FC</i>	0.130***	9.795	0.027***	-9.314	0.057***	5.236	0.085***	-6.698
<i>Ishare_QFII</i>	0.303***	4.977	0.152***	6.139	-0.019	-0.230	0.173**	2.055
<i>Ishare_SC</i>	0.951***	11.074	-0.042**	-2.330	0.066*	1.744	0.002	0.036
<i>Ishare_TC</i>	0.067	0.988	-0.015	-0.937	0.041	0.782	-0.049	-1.138
<i>Ishare_SSF</i>	0.493***	3.054	0.051**	2.119	-0.336***	-3.819	0.502***	4.161
<i>Ishare_IC</i>	-0.408***	-4.746	0.034	1.161	-0.739***	-8.250	1.055***	6.561
<i>Performance</i>	0.843*	1.847	0.500***	3.282	-0.898	-1.613	-0.331	-0.652
<i>lnSize</i>	2.001***	6.519	0.972***	7.842	0.821***	3.687	1.361***	5.510
<i>Lev</i>	8.021***	8.129	4.250***	11.285	-2.258***	-3.157	-1.374	-2.141
<i>H5</i>	-26.633***	-15.359	-10.458***	-9.961	-7.258***	-6.664	-8.253***	-4.472
<i>Type</i>	0.020	0.713	0.014*	1.730	0.017	0.764	0.014	0.441
<i>Commti</i>	0.277	1.475	-0.993***	-14.214	-1.258***	-7.017	-2.066***	-7.860
<i>CEO_D</i>	0.941***	4.753	0.038	0.405	-0.160	-0.829	0.180	1.136
<i>Share_M</i>	13.647	1.383	1.920	0.444	10.833	1.516	-5.028	-0.438
调整后 R <sup>2</sup>	0.114		0.166		0.057		0.075	
F 检验值	1.636***		1.783***		1.296***		1.320***	
观测值	4 364		3 492		4 364		3 492	

进行稳健性检验,检验结果比较理想。

由模型4的检验结果可知,各类机构投资者持股比例和薪酬业绩敏感度的回归系数的大小、方向和显著性都有较大的差异,其中基金持股比例与薪酬业绩敏感度显著正相关,而且回归结果稳健,可见基金持股显著影响薪酬业绩敏感度。而QFII、券商、社保基金和保险公司持股比例与薪酬业绩敏感度的回归系数方向或显著性水平均不稳健。QFII持股比例与薪酬业绩敏感度显著正相关,但检验模型当期回归系数为负且不显著;券商持股比例与薪酬业绩敏感度显著正相关,但滞后一期回归结果显著负相关,检验模型滞后一期回归结果不显著;社保基金持股比例与薪酬业绩敏感度显著正相关,但检验模型当期回归结果显著负相关;保险公司持股比例与薪酬业绩敏感度显著负相关,但滞后一期回归结果不相关,检验模型滞后一期显著正相关,可见QFII、券商、社保基金和保险公司对薪酬业绩敏感度的影响并不稳健。信托公司持股比例与薪酬业绩敏感度不存在显著的相关性,可见信托公司对薪酬业绩敏感度不存在影响。综上,不同机构投资者对薪酬业绩敏感度的影响不同,支持 $H_4$ 。对模型4的分析结果表明,不同的机构投资者对薪酬业绩敏感度的影响确实存在差异,而且只有基金表现出显著提高薪酬业绩敏感度的能力,其他5种机构投资者对薪酬业绩敏感度不存在影响或影响不显著。进一步分析可知基金持股比例与薪酬业绩敏感度的相关系数达到0.130,远大于全部机构投资者持股比例与薪酬业绩敏感度的相关系数0.065,表明基金对薪酬业绩敏感度的影响程度远高于机构投资者整体水平。

## 6 结论

为了深入研究机构投资者对企业薪酬结构的影响,本研究以2005年至2009年中国沪深两市有机构投资者持股的874家上市公司为研究样本,考察机构投资者持股对薪酬水平和薪酬业绩敏感度的影响,并进一步对机构投资者进行细分,分析包括基金、券商、QFII、社保基金、保险公司和信托公司在内的不同类型机构投资者对薪酬水平和薪酬业绩敏感度的影响的差异性。研究结论表明,整体而言,中国机构投资者持股显著提高了高管薪酬水平和薪酬业绩敏感度,然而不同的机构投资者对薪酬结构的影响存在较大差异,其中只有基金表现出对薪酬水平和薪酬业绩敏感度显著的影响作用,其他5种机构投资者对薪酬水平和薪酬业绩敏感度不存在影响或影响不显著。这主要是由于不同的机构投资者在投资实力、投资策略等各方面的差异,导致他们对高管薪酬的监控动机和监控能力存在较大的差别<sup>[1]</sup>。一方面,不同类型机构投资者的投资实力各异,投资实力强的基金和QFII往往持股比例较高,可能更有动机和能力参与公司薪酬安排;另一方面,不同类型的机构投资者的投资策略不同,风险承受程度较低的机构投资者(如保险公司、社保基金等)倾向于分散投

资以获取较低但稳定的收益,而风险承受程度高的机构投资者(如基金、QFII等)则倾向于集中投资其看好的公司,并积极干预公司行为。具体来看,基金持股占有机构投资者持股市值的65.578%(截至2010年6月30日),近5年的平均持股所占比例甚至达到82.857%(根据公开数据计算),体现了基金一枝独秀的地位。相比其他机构投资者,基金具有更多的监控动机和更大的监控能力,对薪酬结构的影响也就越显著。而被寄予厚望的QFII虽然体现了一定的监控能力<sup>[8]</sup>,但由于其进入时间短、对中国宏观环境和企业相关情况尚处于探索阶段等原因,其对高管薪酬结构的治理效应体现得并不显著。另外券商、社保基金、保险公司和信托公司由于规模较小、实力偏弱、持股比例低且持股分散,更不具备对薪酬结构的监控动机和监控能力。

根据上述研究结论有如下建议。首先在大力发展机构投资者的同时,要重视各类机构投资者对薪酬结构影响的差异性,以有效地引导各类机构投资者积极参与公司治理,提高其对高管薪酬结构的治理效应;其次持续保持基金参与公司治理的领头羊作用,稳步提高QFII对中国上市公司的监控能力,全面推进券商、社保基金、保险公司、信托公司等其他机构投资者的发展,真正实现机构投资者的多元化、规模化<sup>[36]</sup>。

本研究以年薪最高的前三位高级管理人员(不包括董事、监事)代表高管人员进行研究,以所有高级管理人员(包括董事、监事)代表高管人员进行稳健性检验,得到相同的结论,然而以年薪最高的前三位董事代表高管人员进行检验得到的结论大相径庭,可见董事和其他高管人员对薪酬结构的影响同样存在较大的差异,这种差异性需要进一步实证检验;在实证研究过程中应用包括滞后处理等稳健性检验手段,有效地保证研究结论的稳健性,但由于国内外以往高管薪酬和机构投资者相互关系的研究中并没有合适的工具变量可以借鉴,因此对于内生性问题需要进一步探讨。

## 参考文献:

- [1] Shin J Y, Seo J. Less pay and more sensitivity? Institutional investor heterogeneity and CEO pay [J]. *Journal of Management*, 2011, 37(6): 1719-1746.
- [2] Brandes P, Goranova M, Hall S. Navigating shareholder influence: Compensation plans and the shareholder approval process [J]. *Academy of Management Perspectives*, 2008, 22(1): 41-57.
- [3] Khan R, Dharwadkar R, Brandes P. Institutional ownership and CEO compensation: A longitudinal examination [J]. *Journal of Business Research*, 2005, 58(8): 1078-1088.
- [4] Hartzell J C, Starks L T. Institutional investors and executive compensation [J]. *The Journal of Finance*, 2003, 58(6): 2351-2374.

- [5] Almazan A, Hartzell J C, Starks L T. Active institutional shareholders and cost of monitoring: Evidence from executive compensation [J]. *Financial Management*, 2005, 34(4):5-34.
- [6] Shin J Y. Essays on the relation between institutional ownership composition and the structure of CEO compensation [D]. United States Wisconsin: The University of Wisconsin-Madison, 2006:6-8.
- [7] Brickley J A, Lease R C, Smith C W. Ownership structure and voting on antitakeover amendments [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1/2):267-292.
- [8] 唐跃军, 宋渊洋. 价值选择 vs. 价值创造: 来自中国机构投资者证据 [J]. *经济学(季刊)*, 2010, 9(2):609-632.  
Tang Yuejun, Song Yuanyang. Value-selection vs. value-creation: Evidence from institutional investors in the Chinese market [J]. *China Economic Quarterly*, 2010, 9(2):609-632. (in Chinese)
- [9] 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.
- [10] Maxey D, Ten Wolde R. CEO pay may be crucial as funds shop [N]. *Wall Street Journal*, 1998-May-26 (C25).
- [11] Bushee B. Identifying and attracting the "right" investors: Evidence on the behavior of institutional investors [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2004, 16(4):28-35.
- [12] Heard J E. Executive compensation: Perspective of the institutional investor [J]. *University of Cincinnati Law Review*, 1995, 63(1):749-767.
- [13] Useem M. Investor capitalism: How money managers are changing the face of corporate America [M]. New York: Basic Books, 1999:457-461.
- [14] Cosh A, Hughes A. Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings [J]. *International Journal of Industrial Organization*, 1997, 15(4):469-492.
- [15] Short H, Keasey K. Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK [J]. *Journal of Corporate Finance*, 1999, 5(1):79-101.
- [16] Gillan S L, Starks L T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 57(2):275-305.
- [17] Clay D. Institutional ownership, CEO incentives and firm value [D]. United States of Illinois: The University of Chicago, 2000:16-23.
- [18] Feng Z, Ghosh C, He F, Sirmans C. Institutional monitoring and REIT CEO compensation [J]. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2010, 40(4):446-479.
- [19] Min D, Ozkan A. Institutional investors and director pay: An empirical study of UK companies [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2008, 18(1):16-29.
- [20] 陈炎炎, 郑丽莎. 机构投资者持股与我国上市公司管理层薪酬的实证研究 [J]. *金融经济*, 2006(24):134-135.  
Chen Yanyan, Jia Lisha. The empirical study on the institutional investors and executives' remuneration [J]. *Finance & Economy*, 2006(24):134-135. (in Chinese)
- [21] 李善民, 王彩萍. 机构持股与上市公司高级管理层薪酬关系实证研究 [J]. *管理评论*, 2007, 19(1):41-48.  
Li Shanmin, Wang Caiping. The empirical study on the institutional ownership and executives' remuneration [J]. *Management Review*, 2007, 19(1):41-48. (in Chinese)
- [22] Kochhar R, David P. Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses [J]. *Strategic Management Journal*, 1996, 17(1):73-84.
- [23] Borokhovich K A, Harman Y S, Brunarski K, Parrino R. Variation in the monitoring incentives of outside stockholders [J]. *Journal of Law and Economics*, 2006, 49(10):651-680.
- [24] Cornett M M, Marcus A J, Saunders A, Tehranian H. The impact of institutional ownership on corporate operating performance [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2007, 31(6):1771-1794.
- [25] Bushee B J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior [J]. *Accounting Review*, 1998, 73(3):305-333.
- [26] David P, Kochhar R, Levitas E. The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation [J]. *The Academy of Management Journal*, 1998, 41(2):200-208.
- [27] Davis G F, Kim E H. Business ties and proxy voting by mutual funds [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 85(2):552-570.
- [28] 伊志宏, 李艳丽, 高伟. 异质机构投资者的治理效应: 基于高管薪酬视角 [J]. *统计与决策*, 2010(5):122-125.  
Yi Zhihong, Li Yanli, Gao Wei. Governance effect of heterogeneous institutional investors: Based on the perspective of executive compensation [J]. *Statistics and Decision*, 2010(5):122-125. (in Chinese)
- [29] Kubo K. Executive compensation policy and company performance in Japan [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2005, 13(3):429-436.
- [30] Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top-

- management incentives [J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2):225-264.
- [31] 王雪荣, 董威. 中国上市公司机构投资者对公司绩效影响的实证分析 [J]. *中国管理科学*, 2009, 17(1):15-20.  
Wang Xuerong, Dong Wei. Empirical analysis of impact of institutional ownership on corporate operating performance [J]. *Chinese Journal of Management Science*, 2009, 17(1):15-20. (in Chinese)
- [32] 谭松涛, 傅勇. 管理层激励与机构投资者持股偏好 [J]. *中国软科学*, 2009(7):109-114.  
Tan Songtao, Fu Yong. Managerial incentive and investing preference of the institutional investors [J]. *China Soft Science*, 2009(7):109-114. (in Chinese)
- [33] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效 [J]. *经济研究*, 2000(3):32-39, 64.  
Wei Gang. Incentives for top-management and performance of listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 2000(3):32-39, 64. (in Chinese)
- [34] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. *经济研究*, 2009(3):110-124.  
Fang Junxiong. Is top management compensation of Chinese public companies sticky? [J]. *Economic Research Journal*, 2009(3):110-124. (in Chinese)
- [35] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资 [J]. *经济研究*, 2007(8):110-122.  
Xin Qingquan, Lin Bin, Wang Yanchao. Government control, executive compensation and capital investment [J]. *Economic Research Journal*, 2007(8):110-122. (in Chinese)
- [36] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究: 基于 CCGI<sup>NK</sup> 的经验研究 [J]. *南开管理评论*, 2008, 11(1):4-14.  
Li Wei'an, Li Bin. An empirical study on the effect of institutional investors participating in corporate governance: Based on the data of 2004-2006 CCGI<sup>NK</sup> [J]. *Nankai Business Review*, 2008, 11(1):4-14. (in Chinese)

## Institutional Investors and Executive Compensation —A Study on Chinese Listed Companies

Mao Lei, Wang Zongjun, Wang Lingling

School of Management, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China

**Abstract:** The paper uses panel data model to study the influences of institutional ownership on executive compensation based on Chinese listed companies, focusing on research different influences of different institutional investors on executive compensation, including all institutional investors, funds companies, securities companies, QFII, social security funds, insurance companies and trust companies. Based on the empirical research of 874 listed companies' samples in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange markets over the 5 years period 2005 to 2009, the paper finds that: all institutional investors have played an important role in promoting executive compensation and pay performance sensitivity; and different institutional investors have the different influences on executive compensation, only funds ownership is positively related to executive compensation and pay performance sensitivity, while securities companies, QFII, social security funds, insurance companies and trust companies have no significant relationship.

**Keywords:** institutional investors; executive compensation; level of pay; pay performance sensitivity

**Received Date:** November 24<sup>th</sup>, 2010      **Accepted Date:** July 4<sup>th</sup>, 2011

**Biography:** Mao Lei, a Hubei Songzi native (1983 -), is a Ph. D. candidate in the School of Management at Huazhong University of Science and Technology. His research interests include financial management, etc. E-mail: maoleihao2000@yahoo.com.cn □