

异质机构投资者对高管薪酬的影响研究

——来自 A 股上市公司的经验数据

夏 芸, 玉琦彤

(暨南大学 国际商学院, 广东 珠海 519000)

[摘要]以 2012—2016 年沪深 A 股上市公司为样本,从静态和动态两个角度实证研究异质机构投资者对上市公司高管薪酬的影响,结果表明:在高管薪酬方面,压力抵抗型投资者持股对薪酬总额的影响并不显著,而压力敏感型机构投资者则能显著提高薪酬总额;在高管薪酬变动速度方面,压力抵抗型机构投资者能够显著提升上市公司的业绩—薪酬敏感性,压力敏感型投资者的这一提升效果不显著;在高管薪酬变动幅度方面,A 股上市公司高管薪酬普遍存在向下的粘性,相较于压力敏感型机构投资者,压力抵抗型机构投资者能够显著抑制高管薪酬粘性。

[关键词]异质机构投资者;高管薪酬;薪酬敏感性;薪酬粘性;压力抵抗型机构;压力敏感型机构

[中图分类号]F272 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)06-0064-09

一、引言

作为公司股东的代理人,高级管理人员的决策能力和执行水准与股东价值最大化目标的实现之间存在着紧密的联系,他们掌握着公司内部最为机密的信息,对公司组织结构与运行机制了解得最为深入透彻,他们依据市场走势做出相应的决策并予以执行,但是由于股东与高管的目标不尽一致,并且双方存在信息不对称和逆向选择等委托代理问题,从而导致高管往往有动机也有能力做出谋求眼前利益的短视行为,甚至与大股东联合“掏空公司”,进而侵害到中小投资者的利益。2002年,中国证监会、国家经贸委发布的《上市公司治理准则》中明确规定:上市公司应建立经理人员的薪酬与公司绩效和个人业绩相联系的激励机制,以薪酬契约的方式激励高管做出有利于股东的行为决策,避免经理人实施违背委托人意愿的行为。然而,薪酬契约并不一定能达到理想的效果,往往会由于各种原因背离了最优契约设计的初衷,薪酬契约的背后更多地隐藏了高管自定薪酬的痕迹,他们有能力运用管理者的权利影响自己的薪酬设计并进行寻租^[1]。因此,仅仅依靠薪酬机制无法有效地对企业高管同时进行激励和监督,高管追求短期薪酬最大化的行为可能会给企业带来更大的风险^[2]。已有研究表明,股东直接监督和管理者激励机制是一种互补关系^[3],但由于中小股东的表决权有限,上市公司的信息透明度和股权结构都是影响中小股东参加投票积极性的因素^[4],当他们发现监督与不监督的预期收益无差异时,往往表现出“理性冷漠”或者选择“以脚投票”^[5]。比较而言,机构投资者更有能力和动力关注公司的长期绩效,为公司的治理结构和监督机制发挥更加积极有效的作用。

[收稿日期]2018-03-20

[基金项目]国家级大学生创新创业训练计划项目(201810599085; 201810599093)

[作者简介]夏芸(1978—),女,江苏如皋人,暨南大学国际商学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司理财、内部控制,邮箱为 xiayunzh@foxmail.com;玉琦彤(1997—),女,广西南宁人,暨南大学国际商学院学生,主要研究方向为资本市场、公司理财。

作为外部补充力量,机构投资者在公司内部监管方面发挥的作用越来越受到人们的关注。有学者认为,机构投资者可能成为股东监督机制和经理激励机制之间的适宜情境^[6-7],原因在于高管薪酬机制是机构投资者关注的内部治理问题之一,机构投资者可以直接或间接地影响薪酬契约,促进高管激励的有效性^[8]。为此,本文拟以中国上市公司为例,从高管薪酬契约的角度探索新兴资本市场上的机构投资者能否对股东与管理层之间的利益冲突问题产生影响,以及对上市公司的内部治理会产生怎样的影响。

本文可能的研究贡献及创新性在于:(1)丰富和拓展异质机构投资者研究领域的文献。本文根据机构投资者的特点对其进行划分,针对异质机构投资者持股、高管薪酬建立一个完善的模型,揭示二者之间的关系以及存在的内部差异,深入挖掘机构投资者影响薪酬契约作用发挥的内在机理。(2)丰富和拓展高管薪酬研究领域的文献。本文从静态和动态两个角度研究机构投资者约束下的高管薪酬激励机制,以期动态、科学、及时地调整高管薪酬提供理论思路和实践指导。

二、理论分析与研究假说

(一) 机构投资者与高管薪酬总额

机构投资者积极参与公司治理,保护其投资权益,在这种情况下,机构投资者既有价值选择能力,即依据上市公司经营业绩和内部控制制度的好坏选择是否加入,又可以主动加入并参与公司治理,以积极的做法对公司业绩和价值产生影响,有研究发现机构投资者越来越倾向于参与公司治理^[9]。Gillan 等和 Karpoff 的研究结果表明,在欧美等较为成熟的市场,机构投资者正越来越积极地参与公司治理^[10-11]。与个人投资者不同,机构投资者是利用“他人的钱”进行投资,出于信托责任,他们有义务也有意愿采取诸如影响高管薪酬制定过程等更为积极的措施,来保护他们的投资利益不受侵蚀。另外,机构投资者较高的持股比例也导致他们在企业绩效变差的情况下难以及时退出,在这种情况下机构投资者的利益与企业绩效紧密相连,促使他们更有动机去参与公司的内部治理,发挥监管作用,对管理层施加影响,运用其话语权干预管理层薪酬水平和薪酬结构的设计^[12]。

然而,并非所有机构投资者都能主动发挥监管作用^[13]。由于不同机构投资者在投资偏好、投资目的、投资期限和风险偏好等方面存在差异,每个投资机构的监督措施、管理办法都会有所不同,参与公司内部治理的积极性以及在公司价值创造中发挥的作用也有可能不同,因此,有必要对不同类型的机构投资者加以区分。根据信号传递理论,积极参与公司内部管理的机构投资者的行为会成为资本市场上的“风向标”,其投资比例是个人投资者进行股票交易时重要的参考信息^[14],而选择“用脚投票”或表现出“理性冷漠”态度的机构投资者则会成为利益的追随者。由此可见,拥有不同持股动机和利益目标的投资者对于管理层的行为决策可能会采取不同的态度,因此有必要对机构投资者进行分类,分别讨论在各自利益目标驱使下的机构投资者对高管薪酬会产生怎样的影响。

本文借鉴 Brickley 等的观点,将机构投资者划分为压力抵抗型投资者和压力敏感型投资者^[15]。压力抵抗型机构投资者与其所持股的上市公司之间不存在利益冲突和商业联系,不用担心被管理层施压,因此它们更关注长远利益,这类机构包括证券投资基金、合格境外机构投资者(QFII)和社保基金。尽管少数基金公司存在“炒作”和“坐庄”的行为,但整体来看,证券投资基金仍然扮演着积极投资者的角色^[16],其监督行为不受外界影响。QFII 具有较强的价值选择能力^[17],以长期投资为主,注重企业的基本面分析,因此更关注企业的内部治理和长期绩效。社保基金则采取委托管理和母基金运作的模式,极少与上市公司私下沟通,不干预微观持股变动^[18]。压力敏感型机构投资者与其所持股的上市公司之间存在着较为密切的商业关系,它们的投资行为很可能会造成利益冲突,致使机构放弃监督企业管理层的权力而选择效用函数最大化的商业行为,因此它们参与公司内部经营管理和决策的行为会受到限制,这类机构包括券商、保险、信托、财务公司、银行、非金融机构等。压力抵抗型投资者倾向于长期稳定收益,而管理层的薪酬结构设计对于提高公司绩效与市场价值具有重要意义^[19],因此压力抵抗型投资者往往

更加积极地参与公司内部治理,对管理层的薪酬激励机制给予高度关注,帮助企业制定合理的薪酬水平并优化薪酬结构,并且由于压力抵抗型投资者与上市公司之间不存在业务联系,因此它们能够通过给管理层施压来减少资本消费^[20],降低管理层从企业中提取不当收入的可能性。比较而言,与上市公司存在商业联系的压力敏感型投资者可能会从已存在或潜在的商业关系中获取利益,引发投资机构与管理层之间的“战略联盟”,在面对高管滥用自身权力干预薪酬结构设计、变相提高薪酬水平时,压力敏感型投资者为了维持具有共同利益的合作关系,对企业管理层的决策往往采取视而不见或支持的态度^[21],对高管人员的自利行为或机会主义行为做出妥协,尽可能地让高管多获得一些薪酬。

基于上述分析,本文提出假说1。

假说1:与压力抵抗型机构投资者相比,压力敏感型机构投资者与高管薪酬的正相关关系更加显著。

(二) 机构投资者与高管薪酬变动

高管薪酬是一个动态的数据,它会随着管理层人员努力程度的变动而发生改变,但由于努力程度难以用定量的指标进行衡量,因此以会计利润为业绩评价标准就成为企业对高管努力程度进行衡量并给予相应货币报酬的次优选择^[22]。然而,经营者收入与企业绩效挂钩的激励性薪酬制度极有可能诱发高管实施操纵公司业绩或干预薪酬考核制度设计的行为,以提高自身薪酬水平^[23]。因此,薪酬激励内容的核心在于确定薪酬与业绩之间的关系,评价薪酬激励机制是否有效、科学,激励效果能否实现其设计的初衷,故应该研究高管薪酬与企业绩效之间的相关性,即当企业绩效发生变化时高管薪酬会怎样变动,而不仅仅是研究静态下的薪酬绝对值。这种高管薪酬变动的思想包括两个层次:高管薪酬变动速度——薪酬敏感性和高管薪酬变动幅度——薪酬粘性。

1. 机构投资者与高管薪酬变动速度——薪酬敏感性

相较于压力敏感型机构投资者,压力抵抗型机构投资者与上市公司之间只存在投资关系而不存在商业联系。由于无法深入了解企业内部的运作经营情况与管理层的尽职程度,压力抵抗型机构投资者与其持股的上市公司之间存在着更为严重的信息不对称问题^[20],这就决定了压力抵抗型机构投资者只能用业绩来衡量高管人员的努力程度,也会更加关注高管薪酬与企业业绩之间存在的紧密关联性,而薪酬与绩效之间更显著的正相关关系将会激励高管更加努力地工作,约束经理层人员的懈怠行为^[22],进而提高企业绩效和内在价值。以长期价值投资为目的的压力抵抗型机构投资者希望从因企业绩效改善而带来的股价上升中获利,为了提高企业价值与潜在发展能力,它们会更加积极地参与公司治理,更好地履行监督职能,也更倾向于利用自身的投票权参与薪酬激励方案的制定,并将它们的偏好施加于薪酬结构设计过程中^[24],从而薪酬相对于业绩变化的敏感性提高。与之形成鲜明对比的是,压力敏感型机构投资者则以短期收益为目标,它们更倾向于与管理层形成“战略联盟”,进而从潜在的业务关系中获利,尽管投资机构可能会因为企业绩效变差而导致财富减少,但只要与高管人员合谋带来的利益大于在股票市场的损失,它们就会很愿意继续维持与上市公司之间的商业关系,在企业内部做出决策时更多地采取“事不关己”的态度,而不是积极地参与公司治理和优化薪酬结构设计。据此,本文提出假说2。

假说2:与压力敏感型机构投资者相比,压力抵抗型机构投资者对高管薪酬敏感性的提升效果更显著。

2. 机构投资者与高管薪酬变动幅度——薪酬粘性

从理论上讲,高管薪酬变动的幅度应该与公司业绩变动幅度相当,然而现实中却并非如此。卢锐和方军雄分别通过实证研究发现,我国上市公司中高管薪酬存在粘性,即在企业业绩上升时高管薪酬大幅度上升,而在业绩下降时高管薪酬下降幅度较小甚至不降反升^[25-26]。Jackson等将这种高管薪酬在业绩上升时的边际增加量大于业绩下降时的边际减少量的现象称为薪酬粘性^[27]。压力抵抗型机构投资者与其所持股的上市公司之间只存在投资关系,以价值投资和长线投资为主,更多地关注企

业的长期绩效,这就使得压力抵抗型机构投资者有动力参与上市公司内部控制制度的完善,并积极采取措施提高财务信息披露的质量,独立、客观地履行监督职责,审慎监督上市公司经理层人员的合规管理,有效制止高管人员放大奖赏、避免惩罚的自利行为,高管薪酬粘性会有所缓解。保险、信托等压力敏感型金融机构往往与其所持股的上市公司之间存在着商业合作关系,这使得投资机构当面对高管在业绩上升时更大程度地邀功,而在业绩下降时以外部市场环境、宏观经济形势为借口避免薪酬大幅下降的情况时,为了维持商业联系并获得潜在的收益,往往有动机做出与集体行动相悖的选择而产生代理风险,对公司的投资决策难以做出客观公正的判断并发挥良好的监督作用,使得管理层有机会在企业业绩上升时夸大自己的功劳而在业绩下降时躲过惩罚,从而无法有效缓解高管的薪酬粘性。据此,本文提出假说3。

假说3:与压力敏感型机构投资者相比,压力抵抗型机构投资者对高管薪酬粘性的抑制效果更加显著。

三、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

本文选取2012—2016年沪深A股上市公司作为研究样本,并根据研究所需对样本进行如下筛选:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除ST类上市公司;(3)剔除数据缺失的上市公司。经筛选,本文最终得到8478个有效观测样本。所使用数据主要来源于国泰安数据库。

(二) 变量设计

1. 被解释变量。为有效反映高管薪酬对于公司业绩变化的敏感性,在检验假说1和假说3时,我们选取前三名高管薪酬总额的自然对数($\ln pay$)作为上市公司高管薪酬的衡量指标;在稳健性检验时,我们以董事、监事及前三名高管薪酬总额的自然对数替代前三名高管薪酬总额的自然对数反映本公司的高管薪酬情况。在检验假说2时,我们以前三名高管薪酬总额对数的delta值($\Delta \ln pay$)反映上市公司高管薪酬的变化速度;在稳健性检验时,我们以董事、监事及前三名高管薪酬总额对数的delta值反映样本公司高管薪酬的变化速度。

2. 解释变量。为了证明高管薪酬粘性的存在,我们将公司业绩(roe)、业绩下降(d)、压力抵抗型投资者持股数量(res)和压力敏感型投资者持股数量(sen)作为模型的解释变量,目的是探讨异质机构投资者持股对高管薪酬的影响。

3. 控制变量。为了控制其他因素带来的研究偏差,本文选取以下控制变量:董事长与总经理两职合一、独立董事比例、产权性质、公司规模、资产负债率、股权集中度、高管持股、企业发展能力、股权制衡度、地区市场化水平、行业、年份。

具体变量及定义如表1所示。

(三) 模型设定

借鉴梅洁等的做法^[28],本文构建面板数据模型对内生性问题加以缓解。为了检验假说1,本文设定模型(1):

$$\ln pay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 res_{i,t} + \beta_2 sen_{i,t} + \beta_3 roe_{i,t} + \beta_4 cont_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为了检验假说2,本文设定模型(2):

$$\Delta \ln pay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 roe_{i,t} + \beta_2 res_{i,t} + \beta_3 sen_{i,t} + \beta_4 (res_{i,t} \times roe_{i,t}) + \beta_5 (sen_{i,t} \times roe_{i,t}) + \beta_6 cont_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为了检验假说3,本文设定模型(3):

$$\ln pay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 roe_{i,t} + \beta_2 d_{i,t} + \beta_3 (roe_{i,t} \times d_{i,t}) + \beta_4 res_{i,t} + \beta_5 (res_{i,t} \times roe_{i,t}) + \beta_6 (res_{i,t} \times roe_{i,t} \times d_{i,t}) + \beta_7 sen_{i,t} + \beta_8 (sen_{i,t} \times roe_{i,t}) + \beta_9 (sen_{i,t} \times roe_{i,t} \times d_{i,t}) + \beta_{10} cont_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $\ln pay$ 是公司前三名高管薪酬总额的对数, roe 为业绩变量, $cont$ 是一组控制变量。式(2)中, β_2 和 β_3 分别表示高管薪酬相对于压力抵抗型投资者和敏感型投资者变化的敏感性。式(3)中, β_1 是公司业绩上升时高管薪酬上升的幅度, $\beta_1 + \beta_3$ 是公司业绩下降时高管薪酬下降的幅度, 当 $\beta_1 + \beta_3 < \beta_1$ 时, 说明公司业绩上升时高管薪酬上升的幅度大于公司业绩下降时高管薪酬下降的幅度, 即存在高管薪酬粘性现象。本文预计 β_6 显著为正, β_9 显著为负。

表1 变量定义表

变量	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	高管薪酬	$\ln pay$	前三名高管薪酬总额的对数
		$\Delta \ln pay$	前三名高管薪酬总额对数的变化值
解释变量	公司业绩	roe	净资产收益率
	业绩下降	d	公司业绩较上一年下降时取值为1, 否则取值为0
	压力抵抗型机构投资者	res	压力抵抗型机构投资者持股数量
	压力敏感型机构投资者	sen	压力敏感型机构投资者持股数量
	两职合一	$dual$	董事长兼任总经理时取值为1, 否则取值为0
	独董比例	$board$	独立董事占全部董事的比例
	产权性质	$state$	国有性质取值为1, 否则取值为0
	公司规模	$revenue$	年度营业收入
	资产负债率	lev	年末负债与资产的比值
	控制变量	股权集中度	$first$
高管持股		$hold$	高管持有公司股票的数量
企业发展能力		$growth$	净资产收益率增长率
股权制衡度		$balance$	前五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值
市场化水平		$market$	上市公司所在省区市的市场化指数
行业		$indus$	虚拟变量, 用来控制行业的影响
年份		$year$	虚拟变量, 用来控制宏观经济的影响

四、实证结果及分析

(一) 变量的描述性统计

表2是主要变量的描述性统计结果。前三名高管薪酬的平均值为14.28, 且标准差均小于1, 差距不大, 说明高管薪酬过高是上市公司中普遍存在的现象。净资产收益率的均值为7%, 接近标准值8%, 说明上市公司发展得较好。业绩下降的均值为0.34, 说明有66%的A股上市公司处于业绩上升状态, 这与近年来我国宏观经济呈现稳中向好的增长趋势密切相关, 也说明我国股市与经济走势的联动作用显著增强。两职分离的均值为0.22, 说明A股上市公司中董事长兼任总经理的现象并不普遍。独董占比的均值为0.37, 总体上满足了证监会规定的“上市公司董事会中至少要有1/3的独立董事”这一要求。产权性质的均值为0.45, 说明A股上市公司中有近一半的企业是国有性质的, 国有经济始终在国民经济中占据主导地位。资产负债率的均值为0.47, 说明除金融业以外的市场整体杠杆率不算

表2 变量的描述性统计结果

变量	样本	平均值	标准差	最小值	最大值
$\ln pay$	8478	14.28	0.71	11.53	17.41
$\Delta \ln pay$	8478	0.08	0.31	-2.38	5.24
roe	8478	0.07	0.57	-29.14	25.17
d	8478	0.34	0.47	0	1
res	8478	0.22	0.54	0	17.75
sen	8478	0.65	3.47	0	109.2
$dual$	8478	0.22	0.42	0	1
$board$	8478	0.37	0.05	0.18	0.80
$state$	8478	0.45	0.50	0	1
$revenue$	8478	11.95	86.49	0.01	2880
lev	8478	0.47	0.74	0.01	63.97
$first$	8478	35.84	15.54	3.39	89.99
$hold$	8478	0.25	0.91	0	19.90
$growth$	8478	-1.71	28.59	-1922	301.9
$balance$	8478	1.63	0.57	1	4.92
$market$	8385	7.93	1.80	-0.30	9.95

高,较容易对行业的整体风险进行精确把控。第一大股东持股比例的均值为 35.84%,股权制衡度的均值小于 2,说明第二大股东至第五大股东的持股比例仍然不能有效发挥制衡控股股东的作用,我国 A 股上市公司中“一股独大”的现象普遍存在。

(二) 相关性分析

本文对主要变量进行 Pearson 相关性分析,目的是检验变量之间的相关性是否处在一个合理的范围内。相关性检验结果如表 3 所示,据此可以发现,解释变量与控制变量之间的相关系数均小于 0.5,基本可以判断模型不存在多重共线性问题。

表 3 Pearson 相关系数矩阵

变量	lnpay	Δlnpay	roe	d	res	sen	dual	board	state	revenue	lev	first	hold	growth	balance	market
lnpay	1															
Δlnpay	0.1850 *	1														
roe	0.0461 *	0.0232 *	1													
d	-0.1143 *	-0.1009 *	-0.0358 *	1												
res	0.2216 *	0.0039	0.0280 *	-0.0914 *	1											
sen	0.1223 *	-0.0028	0.0031	0.0037	0.1335 *	1										
dual	0.0049	0.0296 *	-0.0007	-0.0448 *	-0.0341 *	-0.0326 *	1									
board	0.0039	-0.0108	-0.0021	0.0074	0.1400 *	0.0346 *	0.1120 *	1								
state	0.0520 *	-0.0737 *	-0.009	0.0680 *	0.1083 *	0.1063 *	-0.2627 *	-0.0557 *	1							
revenue	0.1053 *	-0.0114	0.0065	-0.0104	0.2761 *	0.1908 *	-0.0362 *	0.0601 *	0.0963 *	1						
lev	0.0044	0.0211	0.0281 *	-0.0003	0.0263 *	0.0199	-0.0368 *	0.0055	0.0670 *	0.0226 *	1					
first	0.0631 *	-0.0253 *	0.0232 *	0.0098	0.0923 *	0.0774 *	-0.0668 *	0.0332 *	0.1969 *	0.1490 *	-0.009	1				
hold	0.0786 *	0.0077	0.0135	-0.0734 *	0.0379 *	-0.0197	0.2800 *	0.0561 *	-0.2279 *	-0.0088	-0.0274 *	-0.0358 *	1			
growth	0.0468 *	0.0249 *	0.0640 *	-0.0763 *	0.013	0.0009	0.0026	0.0062	-0.0351 *	-0.0011	-0.0206	-0.0218 *	0.0144	1		
balance	0.0564 *	0.0567 *	0.0055	-0.0644 *	-0.0392 *	0.0243 *	0.0557 *	-0.017	-0.2336 *	-0.0387 *	-0.0298 *	-0.6367 *	0.0920 *	0.0223 *	1	
market	0.2182 *	-0.0019	0.0149	-0.0522 *	0.0335 *	0.0422 *	0.0979 *	-0.0229 *	-0.1529 *	0.0350 *	-0.0519 *	0.0250 *	0.0615 *	0.0069	0.0308 *	1

注:*表示在 10% 水平下显著。

(三) 回归分析

表 4 是模型回归结果。从列(1)和列(2)的回归结果中可以看出,压力抵抗型机构持股 *res* 对高管薪酬的影响不显著,而压力敏感型机构持股 *sen* 的回归系数为 0.02,且在 1% 的水平下显著为正,说明利益冲突的存在使得压力敏感型投资者对于企业管理层的决策往往采取视而不见或支持的态度,极易向高管人员的自利行为或机会主义行为妥协,并尽可能地让高管多获得一些薪酬,以维持战略合作关系。列(3)和列(4)的回归结果显示,交互项 $res \times roe$ 的系数在 1% 的水平下显著为正,而 $sen \times roe$ 的系数并不显著,说明在上市公司的治理过程中,压力抵抗型机构会更加积极地参与内部控制制度的完善,也更倾向于利用自身的话语权参与薪酬激励制度的制定,提高薪酬相对于业绩变化的敏感性。由列(5)和列(6)的回归结果可知,*roe* 的系数显著为正,而交互项 $roe \times d$ 的系数显著为负,说明业绩上升时薪酬提高的幅度要大于业绩下降时薪酬降低的幅度,高管薪酬粘性现象在 A 股上市公司中普遍存在。交互项 $res \times roe \times d$ 的系数为 0.66,通过水平为 1% 的显著性检验,这与本文的预期相一致,说明与上市公司不存在商业联系的压力抵抗型机构投资者能够有效发挥监督职能,审慎客观地做出决策,避免管理层的自利行为和机会主义行为,对高管薪酬粘性起到了显著的抑制作用。 $sen \times roe \times d$ 的系数显著为负,说明压力敏感型机构投资者往往更加关注短期的交易利润,有动机与企业高管形成战略联盟,出于私利的目的支持并鼓励管理层做出有悖股东目标的决策,这对高管薪酬粘性有显著的正向作用。以上结果支持了本文提出的假说 1、假说 2 和假说 3。

表4 异质机构投资者与高管薪酬粘性的回归结果

变量	lnpay		Δ lnpay		lnpay	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>roe</i>	0.07 *** (0.01)	0.07 *** (0.01)	0.01 (0.01)	0.01 ** (0.01)	0.12 *** (0.02)	0.13 *** (0.02)
<i>d</i>					-0.10 *** (0.02)	-0.12 *** (0.02)
<i>roe</i> × <i>d</i>					-0.15 *** (0.03)	-0.13 *** (0.03)
<i>res</i>	0.25 (0.13)		-0.03 *** (0.01)		0.15 *** (0.03)	
<i>res</i> × <i>ros</i>			0.27 *** (0.06)		0.58 *** (0.15)	
<i>res</i> × <i>roe</i> × <i>d</i>					0.66 *** (0.24)	
<i>sen</i>		0.02 *** (0.002)		-0.001 (0.001)		0.004 (0.003)
<i>sen</i> × <i>roe</i>				0.01 (0.01)		0.17 *** (0.03)
<i>sen</i> × <i>roe</i> × <i>d</i>						-0.12 *** (0.04)
<i>dual</i>	0.01 (0.02)	0.01 (0.02)	0.02 * (0.01)	0.02 * (0.01)	0.01 (0.03)	0.002 (0.02)
<i>board</i>	-0.38 *** (0.13)	-0.10 (0.13)	-0.12 * (0.06)	-0.11 * (0.06)	-0.35 *** (0.13)	-0.10 (0.13)
<i>state</i>	0.11 *** (0.02)	0.13 *** (0.02)	-0.04 *** (0.01)	-0.04 *** (0.01)	0.13 *** (0.02)	0.14 *** (0.02)
<i>revenue</i>	0.25 *** (0.09)	0.54 *** (0.09)	-0.01 (0.04)	-0.01 (0.04)	0.26 *** (0.09)	0.50 *** (0.09)
<i>lev</i>	0.002 (0.01)	0.003 (0.01)	0.01 ** (0.004)	0.01 ** (0.005)	0.002 (0.01)	0.002 (0.01)
<i>first</i>	0.01 *** (0.001)	0.01 *** (0.0003)	0.001 ** (0.0003)	0.001 ** (0.0003)	0.01 *** (0.001)	0.01 *** (0.001)
<i>hold</i>	0.05 *** (0.01)	0.06 *** (0.01)	-0.01 (0.004)	-0.01 (0.004)	0.05 *** (0.01)	0.06 *** (0.01)
<i>growth</i>	0.001 *** (0.0002)	0.0002 *** (0.0001)	0.0002 * (0.0001)	0.0002 * (0.0001)	0.001 *** (0.0002)	0.001 *** (0.0002)
<i>balance</i>	0.18 *** (0.02)	0.17 *** (0.02)	0.03 *** (0.01)	0.03 *** (0.01)	0.17 *** (0.02)	0.16 *** (0.02)
<i>market</i>	0.07 *** (0.00)	0.07 *** (0.002)	-0.004 ** (0.002)	-0.004 ** (0.002)	0.07 *** (0.004)	0.07 *** (0.004)
<i>indus</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	13.52 *** (0.10)	13.42 *** (0.10)	0.13 *** (0.05)	0.122 ** (0.05)	13.58 *** (0.10)	13.49 *** (0.10)
N	8385	8385	8385	8385	8385	8385
R-sq	0.17	0.14	0.02	0.02	0.18	0.15

注：***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的水平下显著

(四) 稳健性检验

为确保所得结论的可靠性,本文选取董事、监事及前三名高管薪酬总额作为前三名高管薪酬总额的替代变量,代入模型中进行稳健性检验^①。稳健性检验结果显示:压力抵抗型机构持股 *res* 对高管薪酬的影响不显著,而压力敏感型机构持股 *sen* 的回归系数显著为正;交互项 *res* × *roe* 的系数在1%的水平下显著为正,而 *sen* × *roe* 的系数没有通过显著性检验;*res* × *roe* × *d* 和 *sen* × *roe* × *d* 的系数均通过了显著性水平为1%的检验,与上文回归结果一致,压力抵抗型机构投资者持股有利于抑制上市公司的高管薪酬粘性,而压力敏感型机构投资者持股对高管薪酬粘性具有正向作用。由此可知,本文所提出的假说1、假说2和假说3再次得到支持。

^①限于篇幅,本文未列示稳健性检验结果,数据备索。

五、研究结论与政策建议

本文以沪深2012—2016年A股上市公司为样本,从静态和动态两个角度实证研究异质机构投资者对上市公司高管薪酬的影响,得到以下结论:(1)在高管薪酬方面,压力抵抗型机构投资者持股对薪酬总额的影响并不显著,而压力敏感型机构投资者则能显著提高薪酬总额;(2)在高管薪酬变动速度方面,压力抵抗型机构投资者能够显著提升上市公司的业绩—薪酬敏感性,压力敏感型机构投资者的这一提升效果不显著;(3)在高管薪酬变动幅度方面,A股上市公司中普遍存在薪酬粘性现象,相较于压力敏感型机构投资者,压力抵抗型机构投资者能显著抑制上市公司的高管薪酬粘性。

基于所得研究结论,我们提出如下政策建议:第一,在上市公司方面,为了保障广大投资者尤其是中小投资者的合法权益,监管部门应健全高管薪酬信息披露制度,不仅要求对上市公司高管薪酬的增减变化进行披露,还要细化薪酬制定和业绩考核标准,保证披露信息的透明化、列明化,避免管理层薪酬与公司业绩出现“脱钩”的现象;公司内部也要制定相应的激励制度和约束机制,通过对高管层的绩效给予科学、合理、公平、公正的评价,赋予合理的报酬和激励。第二,在机构投资者方面,立法部门和监管部门应积极运用行政、法律等手段加强对机构投资者投资行为的引导,规范机构投资者的业务范围,建立严格的事前预防、事中监督、事后查处的监管机制。在上市公司与专业投资机构合作事项的筹划和实施过程中,应建立有效的防范利益输送与利益冲突的机制,健全信息隔离机制,加大对内幕交易、市场操纵等违法行为的打击力度,确保作为外部补充力量的机构投资者发挥监督职能的独立性和有效性。

参考文献:

- [1] BEBCHUNK L A, FRIED J M, WALKER D I. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation[J]. University of Chicago Law Review, 2002, 69(7): 751 - 846.
- [2] SHIN J Y. Institutional investment horizons and CEO compensation[R]. Working Paper, 2008.
- [3] ALMAZAN A, HARTZELL J C, STARKS L T. Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation[J]. Financial Management, 2005, 34(4): 5 - 34.
- [4] 黎文靖,孔东民. 信息透明度、公司治理与中小股东参与[J]. 会计研究, 2013(1): 42 - 49.
- [5] 郑秀田,许永斌. 控股股东攫取私利下中小股东的行为选择——“理性冷漠”还是“积极监督”? [J]. 经济评论, 2013(6): 11 - 16.
- [6] KHORANA A, SERVAES H, TUFANO P. Explaining the size of the mutual fund industry around the world[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 78(1): 145 - 185.
- [7] 吴先聪. 机构投资者影响了高管薪酬及其私有收益吗? ——基于不同特质机构投资者的研究[J]. 外国经济与管理, 2015(8): 13 - 29.
- [8] 张敏,姜付秀. 机构投资者、企业产权与薪酬契约[J]. 世界经济, 2010(8): 43 - 58.
- [9] 唐跃军,宋渊洋. 价值选择 VS. 价值创造——来自中国市场机构投资者的证据[J]. 经济学(季刊), 2010(2): 609 - 632.
- [10] GILLAN S, STARKS L. A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence[J]. Contemporary Finance Digest, 1998, 2(3): 10 - 34.
- [11] KARPOFF J. Public versus private initiative in arctic exploration: The effects of incentives and organizational structure [J]. Journal of Political Economy, 2001, 109(1): 38 - 78.
- [12] DAVID P, KOCHHAR R, LEVITAS E. The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation [J]. Academy of Management Journal, 1998, 41(2): 200 - 208.
- [13] 王新红,刘利君,王倩. 异质机构投资者持股对融资约束的影响研究[J]. 南京审计大学学报, 2018(1): 69 - 78.
- [14] BLACK B S. The value of institutional investor monitoring: The empirical evidence[J]. Social Science Electronic Pub-

- lishing, 1992, 39(4): 895 - 939.
- [15] BRIKLEY J, LEASE R, SMITH C. Ownership structure and voting on anti takeover amendments[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(2): 237 - 265.
- [16] 肖星, 王琨. 证券投资基金: 投资者还是投机者? [J]. 世界经济, 2005(8): 75 - 81.
- [17] 宋渊洋, 唐跃军. 机构投资者有助于企业业绩改善吗? ——来自 2003—2007 年中国上市公司的经验证据[J]. 南方经济, 2009(12): 56 - 68.
- [18] 陈键. 机构投资者异质性、私下沟通与公司治理[D]. 北京: 中国社会科学院, 2017.
- [19] 刘涛, 毛道维, 宋海燕. 机构投资者: 选择治理还是介入治理——基于薪酬—绩效敏感度的内生性研究[J]. 山西财经大学学报, 2013(11): 95 - 105.
- [20] 吴先聪. 机构投资者影响了高管薪酬及其私有收益吗? ——基于不同特质机构投资者的研究[J]. 外国经济与管理, 2015(8): 13 - 29.
- [21] 余怒涛, 陆开森, 谢获宝. 机构投资者异质性、应计与真实盈余管理研究[J]. 江西财经大学学报, 2017(5): 36 - 47.
- [22] JENSEN M C, MURPHY K J. Performance pay and top-management incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(2): 225 - 264.
- [23] 陈胜蓝, 卢锐. 股权分置改革、盈余管理与高管薪酬业绩敏感性[J]. 金融研究, 2012(10): 180 - 192.
- [24] LÓPEZ-ITURRIAGA F, GARCIA-MECA E, TEJERINA-GAITE F. Institutional directors and board compensation: Spanish evidence[J]. Business Research Quarterly, 2014, 18(3): 161 - 173.
- [25] 卢锐. 管理层权力、薪酬与业绩敏感性分析——来自中国上市公司的经验证据[J]. 当代财经, 2008(7): 107 - 112.
- [26] 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.
- [27] JACKSON S, LOPEZ T, REITENGA A. Accounting fundamental and CEO bonus compensation[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2008, 27(5): 374 - 393.
- [28] 梅洁, 张明泽. 基金主导了机构投资者对上市公司盈余管理的治理作用? ——基于内生性视角的考察[J]. 会计研究, 2016(4): 55 - 60.

[责任编辑: 王丽爱]

A Study on the Impact of Heterogeneous Institutional Investors on Executive Compensation: Empirical Evidence from A-share Listed Companies

XIA Yun, YU Qitong

(International Business School, Jinan University, Zhuhai 519000, China)

Abstract: Based on the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2012 to 2016, this paper empirically studies the effects of heterogeneous institutional investors on executive compensation in listed companies from static and dynamic perspectives and three levels. The conclusions are as follows: in terms of executive compensation, the impact of the pressure-resistant investors' ownership on the total compensation is not significant, while the pressure-sensitive institutional investors can significantly increase total compensation; in terms of the change rate of executive compensation, the pressure-resistant institutional investors can significantly improve the performance of the listed companies-compensation sensitivity, but the promotion effect of pressure-sensitive institutional investors is not significant; in the aspect of executive compensation variation, the A-share listed companies generally have the phenomenon of downward stickiness of executive compensation. Compared with the pressure-sensitive institutions, the pressure resistance institutional investors can significantly inhibit the stickiness of compensation.

Key Words: heterogeneous institutional investor; executive compensation; payment sensitivity; payment stickiness; pressure-resistant institutions; pressure-sensitive institutions