

上市公司高管减持对企业成长性的影响

潘子成, 易志高(副教授)

【摘要】 股权分置改革后, 高管大批量集中减持行为倍受市场关注和争议。本文以2006~2014年间国内A股上市公司高管减持交易为样本, 实证分析高管减持和股权结构对公司成长性的影响。结果发现: 高管减持会对公司前景带来负面影响, 且核心管理层的减持行为对公司未来发展的抑制作用尤为明显。此外, 虽然股权制衡有助于促进公司发展, 但若股权过于集中, 对公司成长也可能带来负面效应。

【关键词】 高管减持; 核心管理层; 股权结构; 企业成长

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)33-0043-6

一、引言

股权分置改革完成后, 中国股市进入全流通时代, 高管减持行为方兴未艾, 呈现出井喷式增长态势。虽然高管减持属于正常的市场交易, 但是不约而同地集体交易会饱受市场投资者的诟病。如部分高管被质疑凭借着比中小股东和普通投资者拥有更多更准确的信息, 从交易本公司股票的过程中获得超额收益。另外, 高管精准的择时能力也备受争议, 他们似乎总能选择在低位增持、高位减持。

公司高管天生就具有为利而动的经济人特质。同时, 基于“信息层级假说”理论, 他们在企业中拥有着绝对控制权, 掌握着公司最直接可靠的内部信息, 对公司估值和经营现状也具有相对精确的判断。因而, 他们完全可以通过信息优势、控制权优势并结合二级市场的变化趋势掌握股票交易的主动权, 以此套利, 获得超额收益。其实, 公司赋予高管股权, 本质上是为了激励高管提高公司经营水平, 促使其与公司结成“一荣俱荣, 一损俱损”的利益共同体, 而不是作为减持套现置股东利益于不顾的“独享盛宴”。在资本市场中, 内外交易者处于“零和博弈”之中, 信息优势给内部交易人(高管、股东)带来超额收益的同时, 必然会损害市场投资者的利益。尽管股权交易是一种市场行为, 但是公司高管减持套现这种以牺牲极小的股权比例获得大量资金的投机交易, 是违背“同股同权”原则的不公平交易(刘秀光, 2015)。因此, 倘若高管减持的初衷不是提升公司价值而是谋求自身利益最大化, 那么这往往会激起外部投资者的愤怒和不满, 促使他们进行逆向选择, 通过“用脚投票”的方式惩罚高管的自利行为。具体表现为对高管减持行为作出负面的市场反应, 致使股价震荡

甚至呈现出“断崖式”下跌的状态, 最终造成“两败俱伤”的局面, 这种不良后果必然会严重影响和制约企业未来的发展。所以, 高管大规模减持套现的行为不仅会对股价造成直接影响, 对公司的成长和发展造成不同程度的冲击, 还会降低证券市场的效率, 甚至引发市场经济的“道德颓废”。

鉴于此, 本文欲探讨高管减持行为对公司成长性的影响, 分析高管减持的动机和影响因素。此外, 考虑到高管减持行为与公司股权结构间的相关性, 本文将进一步研究股权结构与公司成长性间的关系, 从而揭示高管减持行为及其可能的经济效应, 帮助投资者特别是中小投资者更好地认识和对待高管减持现象, 理性投资, 避免不必要的财富损失。

二、文献综述与研究假设

在委托代理关系下, 高管处于企业“权力金字塔”的顶层, 控制着企业经营活动的全过程, 占据着信息上的绝对优势(陈维、吴世农, 2013)。在二级市场上, 由于交易规则对高管行为的约束过于宽松, 高管在减持交易中很容易利用信息优势, 这也使得套利现象难以避免, 因此高管减持行为存在着内幕交易的可能(刘金星、宋理升, 2015)。值得强调的是, 内幕交易并不等同于内幕人交易。近年来, 有关内幕人交易的利与弊是学术界最具有争议的话题之一。部分学者认为, 内部人交易作为一种激励机制, 可以克服管理者的保守经营, 缓解股东与高管之间的代理问题, 因而可以在一定程度上提高公司价值(Bhide, 1993; Cao等, 2004)。L. Cohen等(2012)也认为部分内部人减持行为的动机仅仅表现为资产管理和对资金的流动性需求, 完全契合优化管理的目的, 不会对市场造成巨大冲击。对此, 众多学者纷纷提出相应意

【基金项目】 国家自然科学基金面上项目“媒体披露、管理层策略选择与市场反应”(项目编号:71472091)

□ 改革与发展

见。Aboody等(2011)和Kyriacou等(2009)认为,内部人(高管)可以通过大量的内幕信息获取超额收益,其行为侵害了外部投资者对投资信息的平等知情权,诱发逆向选择,不利于公司的成长。我国学者徐昭(2014)认为内部人的减持行为会释放出不利于公司的负面信号,造成股价的负向波动,与此同时,大量股票的释放会使股票供给增加,致使供给与需求的动态平衡点右移,进一步加剧股票价格的下跌。无可厚非,股票交易本身就隐含着大量信息,折射和反映出交易者对股票的预期和判断。高管减持很有可能是因为高管对公司未来的发展持悲观态度,所以通过这种行为减少股票折价带来的损失(张顺明、杨丰,2015)。除此之外,上市公司的高管交易行为具有信号传递的功能,外部投资者能够根据高管的减持行为作出较为准确的决策,并表现在投资行为上。因此,高管的减持行为不可避免地会动摇投资者长期持股的信心,催化外部投资者抛售股票的倾向和动机,这对资本市场和投资的长远目标都是一种负面和消极的“示范效应”(刘秀光,2015)。

基于以上讨论,本文认为内部人减持无论出于何种目的,其行为都会对企业及外部市场环境产生或多或少的影响。一般而言,出于流动性需求或者经营管理目的而进行的减持行为对企业的影响并不明显;而利用私人信息优势获取利益的内部人交易行为往往会引起强烈的市场反应,给公司的未来成长蒙上一层阴影。正如科斯定理指出的:内部交易是否是一种有益的行为主要取决于信息传达出来的效益对公司的管理者还是外部投资者更有价值。然而,与西方资本市场相比,我国股票市场制度尚不完善,对高管在二级市场上交易行为的监管相对滞后,高管有更大的自由和空间利用内幕信息进行交易,以便从中获取异常收益,这对公司未来的发展是不利的。鉴于此,本文提出假设1和假设2:

H1: 高管减持比例与公司成长性负相关。

H2: 高管减持市值与公司成长性负相关。

本文的高管是一个广义的概念,包括董事、监事和高级管理人员。基于“信息层级假说”理论,董事长或者CEO往往是企业的权力中枢,对上市公司的控制力和熟悉程度有着无法比拟的优势。他们确实拥有更多的信息和更强的能力判断公司在未来是否处于盈利阶段,并根据公司的状况选择合适的交易行为以获得利益和控制权私利(Holmen、Hogfeldt, 2009)。此外,董事长或者CEO减持行为无疑会增加外部投资者的困惑和怀疑,这可能会更大程度地动摇中小股东的投资信心,造成股价下跌。基于以上讨论,本文提出假设3:

H3: 董事长或者CEO减持对公司成长具有更为明显的抑制作用。

诚然,高管持股会对公司的业绩产生影响。众多学者纷纷从股权结构的角度对此进行观察和分析,并取得了丰富的成果。部分学者认为,对于股权集中度高的公司来说,大股东有足够动力对高管进行监督,此时,管理层持股能够缩小所

有者与经营者之间的目标差异,这无形中会对企业的价值产生正面影响,高管在分享公司收益的同时,也会产生巨大的认同感和使命感(Jensen、Meckling, 1976; La Porta R.等, 1998)。还有学者认为,对于股权分散的公司来说,内部人与外部人之间的信息不对称更加严重,市场对内部人交易的反应会更加强烈。为了避免这种现象,诸多研究者主张提高股权集中度以有效改善控股股东与中小股东的信息不对称,从而达到提高公司价值的目的(唐跃军等,2008)。但是也有众多学者对此提出质疑。因为当股权集中于一个大股东手上即出现“一股独大”的现象时,大股东会倾向性地减少专用性投资,通过关联交易、资产转移的方式为自身谋私利,与此同时,也会影响到高管对工作的积极程度(Hart, 1995; Johnson等,2000),这对公司的业绩是较为不利的。随着研究的深入,有学者发现,大股东持股比例在不同的区间时高管持股与公司业绩存在着异样的关联,于是建设性地提出双重关系理论,即激励相容效应和利益侵害效应。例如, Mork等(1988)实证发现高管的持股比例与TobinQ之间存在着显著的非线性关系,呈现出倒“U”型发展趋势,该结论正面验证了双重关系的存在。除此之外,我国学者李维安等(2006)以民营上市公司为例,发现高管持股与公司绩效存在着明显的区间效应,支持了上述论点。

基于前人的研究成果,本文认为高管持股行为对公司业绩的影响与公司股东的持股情况有关。鉴于市场监管制度尚不完善,我国上市公司股权高度集中和“一股独大”已是不争的事实,本文认为,当公司股权集中于第一大股东手上时,委托代理关系的焦点会由股东与高管的矛盾转化为大股东与小股东的矛盾,致使道德风险加剧,此时会产生更为严重的寻租行为,可见“一股独大”并不利于公司的治理。为了避免“一股独大”的情况,众多学者提出通过股权监督的方式对第一大股东进行制衡,通过大股东之间相互制约和监管实现利益的协同。对此,本文提出假设4和假设5:

H4: 第一大股东的持股比例与公司成长性负相关。

H5: 前十大股东的持股比例与公司成长性正相关。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文高管减持的交易数据来自同花顺数据库(高管增减持变动明细),以2006年1月1日~2014年12月31日间四万多个交易数据为原始样本。交易数据表明,高管减持交易不仅是个体行为,还是一种集体行为。为了便于研究和说明这种集体行为,本文对交易数据进行如下处理:①将同一上市公司不同高管在一个月内多次发生的减持行为进行合并,把该轮交易中第一次发生减持行为的交易日确定为事件日;②剔除在样本区间内既发生增持又发生减持行为的样本;③考虑到媒体报道时间区间的一致性,剔除连续几个月有减持行为的样本;④选择其中减持比例超过5%的样本作为最终研究

对象;⑤剔除数据有缺失的样本。最终得到 963 个样本。这样选择主要基于两个原因:一是本文认为,相比一般中小股东,高管作为上市公司的实际控制人,更有能力影响和操控上市公司的重大信息披露;二是只有减持股份达到一定数量,高管才会有足够的动力通过操控上市公司的重大信息披露提高减持收益,因为这种行为需要承担一定的风险和成本。此外,上市公司交易和财务数据主要来自国泰安(CSMAR)数据库、锐思数据库及中国证监会发布的公告信息。

(二)变量选择

借鉴陈维、吴世农(2013)以及王建文等(2015)的做法,本文的被解释变量(公司成长性)是一项复合型指标,其主要计算方法是主成分分析的方法将样本公司公布的净利润同比增长率、每股收益同比增长率以及总资产同比增长率整合成一个成长性指标(Growth),以保证所选指标的全面性和客观性。本文涉及高管减持的变量包括减持比例以及减持市值,对这些变量的统计主要采用的是事件研究法。其中:高管减持比例(De_ratio)等于高管在事件窗口期所抛售股票的比例(高管单次抛售的股票数量除以事件公司所发行的总股数)之和,见式(1);高管减持市值(De_value)等于高管在事件窗口期所抛售股票的市场价值之和,见式(2)。本文选取的股权结构指标主要为第一大股东持股比例(H1)及前十大股东持股比例(H10)。

$$De_ratio_i = \sum_{j=1}^n De_ratio_{i,j} \quad (1)$$

$$De_value_i = \sum_{j=1}^n De_num_{i,j} \times P_{i,j} \quad (2)$$

其中:De_ratio_{i,j}表示在第i轮交易中第j个高管的减持比例;De_num_{i,j}表示在第i轮交易中第j个高管的减持数量;P_{i,j}表示在第i轮交易中第j个高管的减持价格;n表示在第i轮交易中所有高管减持的次数之和。

根据现有的文献,除了以上的研究变量,公司特征、公司治理机构、行业效应等都会对高管减持产生一定的影响。对此,本文将公司的资产负债率、公司规模、营业收入、账面市值比、经营年限及国内生产总值等因素作为控制变量纳入研究范围。此外,还通过引入行业、年份哑变量以控制行业 and 年份的相关影响。相关变量定义见表1。

(三)模型构建

为了深层次研究高管减持对公司成长性的影响,本文构建多元回归分析模型,具体模型见方程(3):

$$Growth = \beta_0 + \beta_1 De_ratio + \beta_2 De_value + \beta_3 H1 + \beta_4 H10 + \beta_5 LEV + \beta_6 Size + \beta_7 Opincome + \beta_8 BM + \beta_9 Age + \beta_{10} GDP + \beta_{11} \sum Industry + \beta_{12} \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

为了进一步研究不同身份高管对公司成长性的影响,本研究从样本中提取董事长和CEO(持股经理)。具体做法是在方程(3)的基础上,引入Control变量,具体模型见方程(4):

表1 变量定义

变量性质	变量符号	变量含义	变量说明
被解释变量	Growth	公司成长性	通过主成分分析法合成
	De_ratio	高管减持比例	见式(1)
	De_value	高管减持市值	见式(2)
	Control	减持股东是否有董事长或者CEO	虚拟变量,在研究区间,如果减持的高管为董事长或者CEO取值为1,否则为0
	H1	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/总股数
解释变量	H10	前十大股东持股比例	前十大股东的持股数/总股数
	LEV	资产负债率	发行前一年公司总负债与总资产的比值
	Size	公司规模	公司总资产的自然对数
	Opincome	营业收入	营业收入的自然对数
	BM	账面市值比	公司账面总资产与股票总市值的比值
	Age	经营年限	减持前持续经营年限
	GDP	国内生产总值	国内生产总值的自然对数
	Year	年份	年份哑变量
	Industry	行业	行业哑变量

$$Growth = \gamma_0 + \gamma_1 De_ratio + \gamma_2 De_value + \gamma_3 Control + \gamma_4 Control \times De_ratio + \gamma_5 Control \times De_value + \gamma_6 H1 + \gamma_7 H10 + \gamma_8 LEV + \gamma_9 Size + \gamma_{10} Opincome + \gamma_{11} BM + \gamma_{12} Age + \gamma_{13} GDP + \gamma_{14} \sum Industry + \gamma_{15} \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

在式(3)和(4)中: β_0 和 γ_0 为方程的截距项; β_i 和 γ_i 为回归系数; ε 为随机扰动项。

四、实证分析

(一)描述性统计分析

表2给出了相关变量的描述性统计。从表2中可以看出,公司成长性指标的均值为0.188,说明上市公司整体上处于发展的态势。高管减持比例的均值为2.229%,减持力度相对温和,但是该指标最大值为15%且标准差达到2.052,因而可以判定不同行业、不同公司高管减持股票存在较大的差异性。此外,在事件窗口期有董事长或者CEO减持的样本占总样本比例的平均数约为0.269,核心管理层如此频繁地抛售股票说明高管减持存在着跟风的倾向,这在一定程度上表明高管减持可能是一种有计划的集体行为。第一大股东持股比例和前十大股东持股比例的均值分别为0.314和0.601,可以看出选取的样本公司股权集中度较高,同时其他股东对第一大股东的制衡作用也较为明显,在公司经营管理中,可对第一大股东构成一定的震慑和牵制。

表 2 描述性统计

Variable	Mean	Std.	Median	Min	Max
Growth	0.188	0.289	0.121	-0.241	1.796
De_ratio(%)	2.229	2.052	1.436	0.501	15.000
De_value	17.819	1.062	17.726	13.532	20.664
Control	0.269	0.443	0	0	1.000
H1	0.314	0.124	0.299	0.045	0.815
H10	0.601	0.122	0.614	0.165	0.917
LEV	0.330	0.383	0.288	0.011	10.578
Size	21.178	0.812	21.068	14.240	24.937
Opincome	19.132	1.034	19.052	14.084	23.307
BM	0.560	0.461	0.443	0.001	4.679
Age	3.710	2.577	3.000	1.000	21.000
GDP	12.671	0.576	12.857	10.945	13.363

表 3 相关性分析

	Growth	De_ratio	De_value	Control	H1	H10	LEV	Size	Opincome	BM	Age	GDP
Growth	1											
De_ratio	-0.016	1										
De_value	-0.011*	0.626***	1									
Control	-0.023	0.265***	0.224***	1								
H1	-0.011	-0.049	-0.012	-0.014	1							
H10	-0.034	-0.130***	0.052	-0.099***	0.554***	1.000						
LEV	0.857	0.023	-0.037	-0.016	-0.016	-0.108**	1					
Size	-0.265***	0.028	-0.463***	0.023	0.019	-0.048	-0.008	1				
Opincome	-0.148***	0.026	-0.338	0.023	0.043	-0.014	0.118***	0.771***	1			
BM	-0.043	0.030	0.094	-0.046	-0.001	-0.061*	0.228***	0.487***	0.398	1		
Age	0.104**	0.058*	-0.122	0.015	-0.133***	-0.470***	0.245	0.185***	0.181***	0.131***	1	
GDP	-0.019	0.125***	-0.127***	0.125***	0.001	-0.061*	-0.052	0.076**	0.107***	-0.046	-0.049	1

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

(三) 多元回归分析

表4列示了高管减持对公司成长性的回归分析结果。在列(1)和列(2)中可以发现,无论是高管减持比例还是高管减持市值,二者的回归系数都显著为负,这说明高管减持的比例越高,减持的股票价值越大,公司的成长性受到的抑制程度就会越强烈,这与假设1和假设2是一致的。与列(1)和列(2)相比,列(3)中的减持比例和减持市值与公司成长性也是显著负相关的,而且显著性效果更好,这进一步说明高管抛售股票会对公司的未来发展产生负面影响,从而再次印证了假设1与假设2。此外,列(1)、列(2)、列(3)显示第一大股东持股比例与成长性指标负相关,但结果并不显著。这可能是由于,第一大股东持股比例与公司成长性并不是简单的线性关系,也许“一股独大”是一把双刃剑,它一方面可能会促使大股东努力经营好公司,但另一方面也会增加大股东发生道德风险的可能,所以本文大胆猜想,二者之间的具体关系可能受到某种限制,这种限制可能是第一大股东持股比例,也

(二) 变量的相关性分析

表3列示了各研究变量之间的相关系数。从表中可以看到,公司的成长性与高管减持比例和高管减持市值的相关系数都为负数,这与预期较为一致,说明高管的减持行为确实会对公司的发展造成一定负面影响,但显著效果不是很理想。此外,虚拟变量Control与高管减持比例和高管减持市值均在1%的水平上显著正相关,这在一定程度上说明倘若董事长或者CEO加入减持队伍,他们则会起到带头示范作用,进一步动摇高管对公司未来发展的期待,从而加剧减持程度。值得强调的是,大部分研究变量之间的相关系数小于0.5,说明变量之间不存在显著的高度相关问题。同时,由于上述相关性还会受到不同年份和行业的干扰,因而只能大致给出各变量之间的相关关系,其准确关系还有待于回归模型的进一步检验。

可能是公司与市场的特征等,具体关系如何,还有待进一步考究。表4各列结果表明,前十大股东持股比例与公司成长性正相关,且显著性良好,这与假设5相一致。这说明非控股股东的持股比例越高,就越容易形成对第一大股东的监督和制衡,他们集体参与公司的经营和治理,可以有效抑制公司违规行为,继而提高公司绩效。

通过表4还可以发现,资产负债率与公司成长性显著正相关,这说明举债会对公司成长性产生正面影响。根据信号传递理论,资本结构隐含着公司的前景信息,负债比例上升说明股价被低估且公司前景看好,这种积极的信息显然是对公司有利的。同时,公司规模与公司经营年限都会对公司成长性产生负面影响。这可能是因为公司规模越大,经营风险和监管难度就会越高;成立的时间越长,企业后续发展潜力就会越小,这些因素都可能造成规模效益递减。此外,GDP会对企业未来的发展产生一定的促进作用,但在列(1)和列(2)中这种效果并不显著。这反映出经济环境多少会对公司成长

表4 高管减持与公司成长性的多元回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
De_ratio	-0.097** (-2.15)		-0.404*** (-3.76)
De_value		-0.194* (-1.95)	-0.958*** (-3.69)
H1	-0.663 (-0.86)	-0.687 (-0.89)	-0.748 (-1.00)
H10	2.552** (2.54)	2.810*** (2.75)	2.145** (2.26)
LEV	16.528*** (6.42)	16.464*** (6.44)	16.186*** (6.66)
Size	-0.728*** (-2.74)	-0.876*** (-2.96)	-1.587*** (-3.98)
Opincome	-0.784*** (-3.93)	-0.791*** (-4.01)	-0.750*** (-4.03)
BM	-2.169** (-5.27)	-1.963** (-4.97)	-1.139** (-2.92)
Age	-0.145*** (-3.16)	-0.141*** (-3.09)	-0.151*** (-3.26)
GDP	0.214 (1.35)	0.183 (1.16)	0.250* (1.61)
截距项	22.886*** (4.26)	19.476*** (4.20)	20.155*** (4.32)
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
样本量	963	963	963
Adj_R ²	0.8492	0.8498	0.8553

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

性产生影响,但外部环境只是一个宏观层面,企业的长足发展最终要靠微观的经营治理。

为了进一步研究不同类型高管对公司成长性的影响,本研究试图从样本中提取有董事长或CEO(持股经理)减持的样本,并把二者作为一个独立的类别进行单独考量,即虚拟变量Control,具体结果见表5。从回归结果中可以看到,Control与公司成长性的相关系数为负数,说明董事长或者CEO减持的程度越大,对公司成长性的抑制程度就会越大,但在统计上仅达到或接近显著的临界水平。这些结果在一定程度上说明,董事长或者CEO抛售股票对公司的前景会产生负面影响。在控制其他变量的情况下,列(2)、列(4)、列(5)中分别引入了交乘项,目的在于考察董事长或者CEO减持股票是否会使公司的成长水平急剧下降。从表5中可以看出,交乘项在几个模型中系数都为负。仅以表5的列(4)为例,交乘项的参数估计值为-0.339,达到了5%的统计显著性水平,说明当公司高管在减持公司股票时,如果该群体中存在董事长或者CEO,那么这种减持行为会进一步恶化公司的发展,这与假设3是一致的。因为董事长和CEO是公司的权力中

表5 董事长或者CEO减持与公司成长性的多元回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
De_ratio	-0.089* (-1.87)	-0.137* (-1.92)			-0.474*** (-3.29)
De_value			-0.235** (-2.24)	-0.134 (-1.20)	-0.924*** (-3.28)
Control	-0.148 (-0.73)	-0.405 (-1.52)	-0.340* (-1.70)	-6.451** (-2.21)	-7.974** (-2.02)
De_ratio× Control		-0.100 (-1.04)			-0.087 (-0.62)
De_value× Control				-0.339** (-2.09)	-0.418* (-1.83)
H1	-0.633 (-0.83)	-0.623 (-0.81)	-0.620 (-0.82)	-0.637 (-0.84)	-0.726 (-0.98)
H10	2.497** (2.45)	2.508** (2.46)	2.655** (2.57)	2.757*** (2.66)	2.143** (2.24)
LEV	16.527*** (6.42)	16.531** (6.43)	16.445*** (6.45)	16.453*** (6.47)	16.163*** (6.71)
Size	-0.728*** (-2.74)	-0.733*** (-2.77)	-0.916*** (-3.02)	-0.923*** (-3.05)	-1.686*** (-4.18)
Opincome	-0.781*** (-3.90)	-0.769*** (-3.89)	-0.782*** (-3.96)	-0.765*** (-3.92)	-0.709*** (-3.92)
BM	-2.176*** (-5.25)	-2.180*** (-5.26)	-1.935*** (-4.97)	-1.956*** (-4.97)	-1.081** (-2.71)
Age	-0.146*** (-3.19)	-0.144*** (-3.17)	-0.144*** (-3.16)	-0.137*** (-3.04)	-0.143*** (-3.13)
GDP	0.222 (1.37)	0.223 (1.38)	0.203 (1.25)	0.204 (1.26)	0.269* (1.69)
截距项	19.931*** (4.25)	19.849*** (4.23)	19.403*** (4.20)	20.789*** (4.28)	21.849*** (4.40)
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	963	963	963	963	963
Adj_R ²	0.8493	0.8495	0.8502	0.851	0.8568

枢,他们拥有对公司的实际控制权和专有投票权,也比其他高管更了解公司的发展现状,倘若他们大量抛售股票,不仅会导致股权结构发生变化,还会向外界传达一个很糟糕的信号——公司的业绩和管理效率存在偏差,致使部分投资者的持股信念受到考验,从而给公司带来极大的市场压力,甚至会引发“恶意收购”的恶性事件,这对公司的前景是极为不利的。由以上结果可以看出,相对于其他高管减持,董事长或者CEO减持对公司成长性的抑制作用更加明显。

(四) 稳健性检验

本文进行了以下稳健性测试:①对被解释变量和解释变量进行5%的缩尾处理,并对处理后的样本重新进行回归分析;②将TobinQ作为综合性成长指标(Growth)的替代指标,考察高管减持对公司成长性的影响;③采用分位回归的方法,深层次地探究高管减持对公司成长性变化范围的影响,以进一步厘清各变量之间的相互关系。以上实证结果表明,

□ 改革与发展

除极个别变量的显著性降低之外,基本与前文的研究结果相一致,说明本文的研究结论较为稳健和可靠。

五、结论及启示

本文主要考察了高管减持对公司成长性的影响,与此同时,也兼顾了初始股权结构对公司未来发展的相关作用。此外,在原有样本的基础之上剥离出董事长或者CEO减持的样本,深入分析核心高管的减持行为对公司成长性的影响。主要结论如下:

1. 高管减持对公司的未来发展起到了逆向制约的作用。公司高管抛售的股票越多,减持的股票价值越大,公司未来的发展水平就会越低。而且核心管理层(董事长或者CEO)的制约作用要大于其他普通高管,即核心管理者减持对公司成长性的抑制作用会更加明显。这一结论可以从两个方面来解释:一方面,公司管理层相对于外界投资者,对企业的运营状况和未来成长有更为准确的判断,当公司发展无法达到投资者的未来要求时,他们可能会及时减持套现,以减少股价降低带来的损失。需要强调的是,离核心权力越近的高管,他们对公司的了解越深,减持套现的动机可能就会越强烈。另一方面,当外部投资者获取到高管减持的信息时,他们对该种行为的反应可能是对公司运营的怀疑和不满,这必然会降低他们对公司的持股期待,从而会对公司股价和市场信心造成极大的压力,继而进一步制约公司的发展。

2. 初始股权结构也会对公司成长性造成一定的影响。股权集中可以显著促进公司的成长,因为当公司股权较为集中的时候,既可以降低公司监督成本,有效避免中小股东“搭便车”行为,也能够缓解管理者与外部投资者之间的信息不对称,提高公司内部的资源配置效率和资金使用效率。但是当股权集中在一个人身上时,会对公司的发展带来负面效应,而本文结果表明这种负面效应并不显著。这说明二者之间的关联可能并不是简单的线性关系,因为“一股独大”虽然有以上诸多好处,但是也会带来若干消极作用。比如降低公司的流动性,削弱股票市场的监督作用,弱化管理者的积极性等。其中最为重要的是,控股股东在私有利益的驱动下,会对上市公司资源进行转移并对其进行“掏空”。这些因素必然会抑制公司的发展。综上本文认为,控股股东与公司发展前景之间存在的关系需要分阶段、分层次逐步研究,具体如何还待进一步考量。

结合以上结论本文认为,虽然高管减持是公司管理者的市场行为,但是社会公众对高管集中减持的质疑,以及减持之后对公司前景带来的负面影响,应该引起高管足够的警惕。假若高管不顾公司的发展,采取内幕交易等一些不正当的方式执着于个人私利,而忽略股权应当承载的责任,不仅会使公司的发展蒙上阴影,而且会动摇资本市场的稳定局面,甚至引起市场经济的“道德颓废”。因此,监管机构应该加强对高管抛售股票的法律规范,提高高管尤其是核心高管股

票减持行为的计划性和透明度,减少他们的投机性和随意性,以缓解高管与中小投资者之间的信息不对称。此外,相关部门要加大对高管信息操纵和内幕交易等违规行为的惩罚力度,及时修复现存的缺陷和漏洞,争取实现公司的长治久安。

主要参考文献:

刘秀光. 高管减持套现的经济学分析[J]. 武汉科技大学学报(社会科学版),2015(2).

陈维, 吴世农. 我国创业板上市公司高管和大股东减持股份动因及后果[J]. 经济管理,2013(6).

刘金星, 宋理升. 内部人交易信息披露及时性的实证研究[J]. 山西财经大学学报,2015(1).

Bhude A. . The hidden costs of stock market liquidity[J]. Journal of Financial Economics,1993(3).

Cao, L. C. Field, G. Hanka. Does insider trading impair market liquidity? Evidence from IPO lockup expirations [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2004(1).

L. Cohen, C. Malloy, L. Pomorski. Decoding inside information[J]. The Journal of Finance,2012(3).

Aboody D., R. Kasznik. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures [J]. Journal of Accounting and Economics,2011(3).

Kyriacou, K. B. Luintel, B. Mase. Private information in executive stock option trades: Evidences of insider trading in the UK[J]. Economica,2009(308).

徐昭. 上市公司内部人减持行为的内在机制综述[J]. 经济理论与经济管理,2014(3).

张顺明, 杨丰. 内部人交易信息延迟披露的影响因素及股票市场反应[J]. 投资研究,2015(7).

Holmen M., P. Hogfelt. Pyramidal discounts: Tunneling or over investment [J]. International Review of Finance,2009(9).

唐跃军, 吕斐迺, 程新生. 大股东制衡治理战略与信息披露——来自2003年中国上市公司的证据[J]. 经济学(季刊),2008(2).

Hart O.. Firms, contracts and financial structure[M]. Oxford: Clarendon Press,1995.

Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., A. Shleifer. Tunneling [J]. American Economic Review Papers and Proceedings,2000(5).

李维安, 李汉军. 股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J]. 南开经济评论,2006(9).

王建文, 国艳玲, 王丽娜, 韩飞飞. 重要股东市场行为引导下的利益趋同与壕沟防守效应[J]. 中国管理科学,2015(3).

作者单位: 南京师范大学商学院, 南京 210023