

董监高增持与公司未来业绩的相关性研究

许琼

(杭萧钢构股份有限公司,浙江 杭州 310014)

摘要:如何解决上市公司管理层的道德风险问题,一直是公司治理长期探讨的话题。本文从上市公司管理层持股动态变化的角度分析了管理层增持股份对上市公司未来业绩的影响,研究发现上市公司管理层增持股份能驱动上市公司未来的业绩增长。进一步分析发现,管理层主动增持和被动增持对上市公司未来业绩的影响存在显著差异。管理层主动增持股份对上市公司的未来业绩有明显的驱动作用,而管理层被动增持与上市公司未来业绩则在统计上不显著。该结论说明,促使上市公司管理层积极增持公司股份是有效解决上市公司内部第一类代理问题和提升公司业绩的有效手段。同时,资本市场也需要营造一个有利于管理层管理自己所持股份的宽松制度环境。

关键词:董监高持股;主动增持;被动增持;公司业绩

【DOI】10.12231/j.issn.1000-8772.2022.18.134

1 引言

通常情况下,上市公司的管理层相比大股东或实际控制人持有上市公司的股份更少。而且相关的法律法规对管理层增减持本公司的股份相关约束也较少,所以上市公司的管理层更有可能通过内部的信息优势实现精准增减持上市公司股份、实现获利。关于上市公司管理层减持股份对上市公司业绩的影响已有较多文献进行了探讨,一般认为管理层减持公司股份时,其余投资者往往认为此时公司价值较低,从而出售手中所持股份,对公司的长期增长不利。更为重要的是高管减持的股份往往由搭便车的散户投资者所接受,根据公司治理的相关理论,这种股权方式不利于公司的长期成长,也不利于对公司管理层的有效激励。而关于公司管理层增持股份对公司未来业绩的影响却鲜有文献进行探讨,管理层增持股份本身就是缓解第一类委托代理问题的有效的股权激励方式,它将公司的长期利益与管理层的私人收益相挂钩,解决代理矛盾。上市公司董监高直接持股这种方式同样能够缓解上市公司和管理层之间的代理矛盾,从而提高公司的未来业绩。本文基于上述分析,着重探讨管理层增持股份对上市公司未来业绩的影响,从管理层持股动态角度研究股权治理的效果,并进一步分析划分了管理层的增持动机,将样本分为管理层主动增持和被动增持对上市公司业绩影响的差异性。上市公司高管主动增持反映了管理层对公司未来的发展看好,而被动增持可能只是反映了上市公司的一些分配政策,相比被动增持,主动增持可能更能激励上市公司管理者积极经营管理公司,从而有利于上市公司未来业绩的提高。因此研究管理层股权市场对于完善上市公司公司治理状况和业绩增长驱动因素都有重要的意义。

2 文献述评

Robert 和 Hanson(2000)指出,管理层持有本公司股份能够降低企业的委托代理成本。Tzioumis(2011)对美国上

市公司的实证研究结果显示,上市公司的所有者和董监高之间的矛盾可因董监高持股而得到一定程度的缓解。Palia 和 Lichtenberg(1999)发现董监高持有本公司股份能够显著提高公司的上产效率。在新兴市场国家中,上市公司第一类委托代理问题更为严重,企业信息缺乏透明度,对中小投资者保护力度不够,这些问题的根本原因在于上市公司内部治理不完善(Kim 等,2016)。Fang 等(2015)对中国上市公司进行了实证研究,发现管理层持股的公司总资产报酬率显著高于没有管理层持股的同质公司。王克敏和陈井勇(2001)研究指出,董监高持有本公司的股票能够显著减少企业的第一类代理成本,使公司外来的业绩得到提升。潘颖(2009)采用实证研究方法得出结论董监高拥有越多的股份,则更有利于公司的绩效提升。肖曙光和杨洁(2018)研究发现,董监高持有股份有利于企业的转型升级,董监高持有股份对技术转型、员工转型及业绩升级在长短期都有带动作用,但对资产结构的升级短期有抑制作用,在长期有促进作用。戴璐和宋迪(2018)通过实证研究发现,管理层持股能够有效促进公司内部控制的有效性,从而提升公司业绩。对上述文献进行整理可以发现,已有文献对公司管理层与公司绩效关系的研究大多是从管理层简单的持股比例的角度来研究,而没有衡量管理层持股的动态变化。事实上,管理层的持股比例变化更能反映管理层对上市公司内部治理的积极性。Piotroski 和 Roulston(2004)研究指出,内部股东增持股票显著降低了股价的同步性,说明了公司内部股东增持本公司的股份增加了股票价格中蕴含的信息。张俊瑞(2009)基于事件法研究,发现董监高增持股份能提高公司绩效。谭洪益(2016)以创业板上市公司董监高的增持行为作为研究对象,运用事件分析法发现董监高增持行为能够带来显著不为零的超额收益。尽管这些文献研究了董监高增持股份对公司业绩的影响,但主要是分析董监高增持股份对当期业绩的影响,

事实上,董监高增持股份对公司业绩的影响更可能反映在未来的业绩中。因此,本文将研究的是董监高增持股份对上市公司未来业绩的影响,检验董监高增持股份是否的确是降低第一类委托代理成本的重要途径。本文的研究主体包括上市公司高级管理人员,上市公司董事会成员和上市公司监事会成员。因为相较于实际控制人,他们拥有更多公司未来的成长信息,在公司治理中,起到更为直接的治理作用。

董监高增持股份有诸多途径,比如大宗交易、二级市场买卖、分红送转、股权激励实施、协议转让等。董监高这些增持途径又可分为主动增持股份和被动增持股份两种类型。目前学术研究主要着重分析,高管股权激励对公司业绩和价值的影响。Jensen(1986)研究指出,董监高的个人利益与公司大小有关,公司越大,董监高过度投资的冲动越强,越损害公司的价值,股权激励可能是解决委托代理问题的有效手段。Mehran(1995)发现董监高持股比例、股份激励在董监高薪酬所占比例与公司的未来业绩呈现正相关关系。陈勇(2005)通过前后对比发现,发现股份激励之后,公司未来的业绩得到提升。陈文强和贾生华(2015)从时间维度考察,发现股份激励的作用区间是3年到13年。戴璐和宋迪(2018)实证分析发现,股权激励通过改进内部控制的有效性最终推动了上市公司业绩目标的实现。付强等(2020)研究发现,股权激励提高了当期股票收益率与企业未来盈余的相关性,管理层股权激励有助于投资者对企业未来盈余定价。因此,本文在研究董监高增持对公司未来业绩的影响时,将进一步区分董监高主动增持股份和被动增持股份两种方式,分别讨论它们对公司业绩影响的差异。

本文的创新点:(1)以往的文献主要从管理层简单的持股比例的角度来研究对公司业绩的影响,而没有衡量管理层持股的动态变化带来的影响,同时当前学术研究主要着重分析董监高增持股份对当期业绩的影响,然而董监高增持股份对公司业绩的影响更可能反映在未来的业绩中,因此本文将重点分析董监高增持对公司未来业绩的影响,检验董监高增持股份是否是降低第一类委托代理成本的有效途径。(2)本文在研究董监高增持对公司未来业绩的影响时,将进一步区分董监高主动增持股份和被动增持股份两种方式,分别讨论它们对公司业绩影响的差异。

3 理论分析

现代公司的运作机制自身就存在委托代理矛盾,又被称为第一类委托代理问题。上市企业的所有者由于专业管理经验的缺乏,往往不参与上市公司的直接经营管理,而聘请有专业管理能力和经验的CEO负责对上市企业的运作管理。上市公司的股东,尤其是大股东,让董监高管理上市公司的目的是,以公司价值最大化为目的。但在实践中,上市公司股东利益和董监高的利益往往存在差异,甚至有时会发生冲突,因此上市公司的管理层与股东之间就形成

了代理成本。有些上市公司职业经理人是短视的,他们往往以自己的利益为基准,追求短期价值,从而在决策时会出现过度投资、在职高消费、提高个人声誉、创新产出不够以及追求短期财务业绩而损害公司长期价值等一系列问题。

显然要解决这类代理问题,上市公司可以从两个角度出发:(1)增加上市公司股东对管理者的监督作用。要实现上市公司股东对上市公司管理者实现有效监督,必然涉及到上市公司股权结构的变更,提高大股东的所持股份,增加上市公司大股东对管理者监督的动力,监督管理层的任务应该由大股东来承担,只有大股东的监督成本才有可能与监督收益相匹配。对于广大的中小投资者而言,他们选择监督得到的利益相比他们所付出的代价更小,他们监督董监高的动机不强,所以往往会采取搭便车和用脚投票的方式。(2)另一种解决第一类委托代理矛盾的方式,则是从管理者的角度出发,通过激励合约的有效设计,人为的使上市公司整体利益和管理者利益趋于一致,避免公司管理层出现道德风险。管理层持股是将管理者私人利益和上市公司整体利益相挂钩的最直接的方式。上市公司管理层直接持股,从理论上讲,降低了代理成本,从而在长期内,有利于公司未来业绩和成长性的提高。上市公司管理层增持本公司的股份,更能促使上市公司业绩的提升。

4 研究设计

4.1 变量定义

表1是本文有关变量的定义。本文选用ROA作为被解释变量公司业绩的被解释变量,当总资产报酬率越高,说明上市公司的业绩越佳。核心解释变量选用“董监高增持比例”,该指标较为全面的反映了上市公司管理层持股比例的变化,处理时合并了同一年的所有增持比例来构造年度数据。本文选择财务公司的资产规模、资产负债率、经营现金流占比等和公司治理指标管理层持股比例、董事会持股比例、监事会持股比例、独立董事占比作为控制变量。

4.2 模型设计

本文主要研究上市公司董监高持股对上市企业未来业绩的关系。而上市公司管理者往往由上市公司的高级管理人员担任,但是上市公司的董事会成员和监事会成员在上市公司的日常运作中有一定的决策力,并且往往有的上市企业的高级管理人员身兼多职,可能在担任上市公司董事会成员的同时,也会任职上市企业的高级管理人员,因此只选择上市企业的高级管理人员作为样本来研究上市公司决策者的持股对公司业绩的影响,会造成样本偏误,因此,本文将上市公司董事、监事和高管一起来研究,扩大样本量。同时本文的研究重点是上市公司董监高增持对上市公司业绩的影响,而在一年中,上市公司董监高增持往往会有多个样本,但是每一次增持的力度都不大,因此为了保持估计结果的准确性,本文将一年内上市公司所有董监高增持的事件合并,从而构造年度面板数据来进行实证

表1 变量说明

	变量	简称	变量说明
被解释变量	公司业绩	ROA	用公司的总资产报酬率来作为代理变量
核心解释变量	董监高增持比例	SHRC	上一期董监高增持数量占股本总数的比例
控制变量	资产规模	AST	上市公司总资产的对数
	资产负债率	LV	总负债除以总资产
	经营现金流占比	FCF	经营性自由现金流除以总资产
	管理层持股比例	MHR	管理层持股数量除以股本总数
	董事会持股比例	DHR	董事会持股数量除以总股本
	监事会持股比例	JHR	监事会持股数量除以总股本
	独立董事占比	IDC	独立董事占董事总人数的比重

分析。本文所研究的主体与大多数公司治理问题类似,面临着内生性问题,因此为了避免因为内生性问题而造成的估计不一致的问题。本文直接用董监高增持比例的滞后一期作为核心解释变量进行静态面板回归,这样有效避免了核心解释变量是内生变量的问题,保证了估计结果的信服力。在分样本分析中,考虑到董监高增持出于的动机不同,动机不同可能造成董监高增持对上市公司的业绩的影响造成差异,为了探讨这一问题,我们将样本划分为董监高主动增持和董监高被动增持两个子样本,来分别研究管理层增持对公司业绩影响的差异性。在稳健性检验方面,本文通过更换指标和更换样本区间进行稳健性回归,本文用到的主要模型为固定效应面板回归。模型如下:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta_{i,t} X_{i,t} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中 $y_{i,t}$ 是因变量,在本文中指公司业绩; $X_{i,t}$ 为核心解释变量和相关控制变量,核心解释变量在本文中指滞后一期的董监高增持比例。 $\beta_{i,t}$ 为对应的变量系数, μ_i 为个体异质性,每个个体具有不同的值,同一个体的不同时间的取值无差异,个体扰动项捕捉了那些不可观测的个体异质性的差异,从而在一定程度上解决遗漏变量偏差问题, δ_t 为时间扰动项,同一时间所有个体的取值相同,时间扰动项刻画了潜在的时间趋势的影响。 $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项,随机误差项是白噪声。本文通过 Hausman 检验,选取固定效应回归模型作为本文的主模型。

5 实证分析

5.1 数据来源和描述性统计分析

本文的样本区间 2012-2019 的年度数据。由于金融类上市公司,不管是经营模式还是财务绩效都和其他上市公司有很大不同,因此本文在进行样本处理时剔除了金融保险类上市公司。本文所用数据均来源于国泰安经济金融数据库。表 2 为主要变量的描述性统计结果。变量进行了缩

尾处理,所以并没有汇报最大值和最小值。董监高增持比例均值为 6.14,单位 1%,从数据可以看出上市公司整体董监高增持比例不算太大。但是差异性明显。

表2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
ROA	6463	0.05	0.053	0.12	-4.803	0.484
SHRC	6463	6.14	0.134	18.28	0.000	87.91
AST	6463	0.41	0.387	0.21	0.010	3.919
LV	6463	0.4	0.5	0.2	0.06	0.92
FCF	6463	0.04	0.041	0.07	-0.742	0.488
DHR	6395	0.18	0.097	0.20	0.000	0.830
JHR	6214	0.00	0.000	0.02	0.000	0.432
MHR	6392	0.10	0.015	0.15	0.000	0.810
IDC	6462	0.38	0.353	0.06	0.000	0.800

5.2 实证分析

表 3 模型(1)为没有控制时间趋势的固定效应面板回归结果,模型(2)为控制了时间趋势的固定效应面板回归结果。从模型(1)和(2)的实证结果可以看到,董监高的增持比例的系数与公司业绩之间均显著为正。在模型(1)中,董监高的增持比例的系数在 5%的水平上显著为正,而在模型(2)中,董监高的增持比例的系数在 10%的水平上显著为正。该结论说明了,董监高增持比例对上市公司的未来业绩有明显的促进作用,即董监高在当期发生增持,上市公司下一期的业绩会有明显的改善。而资产负债率则在 1%的水平上显著为负,这说明,过高的资产负债率带来了昂贵的债务费用,并增加了上市公司的债务风险,由此导

表3 董监高增持比例对公司未来业绩的影响回归结果

变量	模型(1)	模型(2)
	ROA	ROA
SHRC	0.000539** (0.000236)	0.000358* (0.000198)
AST	0.116*** (0.0348)	0.159*** (0.0460)
LV	-0.642*** (0.170)	-0.602*** (0.162)
FCF	0.0505 (0.0579)	0.0884* (0.0523)
DHR	-0.224 (0.163)	-0.132 (0.177)
JHR	0.738 (0.750)	0.174 (0.763)
MHR	0.0651** (0.0293)	0.0463 (0.0287)
IDC	-0.213** (0.102)	-0.144 (0.0912)
Constant	-2.233*** (0.701)	-3.182*** (0.944)

注:括号中数据为稳健标准,***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上拒绝原假设

表4 基于分样本的回归结果

变量	模型(1)	模型(2)
	主动增持	被动增持
SHRC	0.000253*** (7.56e-05)	0.000323 (0.000232)
AST	0.107*** (0.0232)	0.00542** (0.00272)
LV	-0.783***	-0.125***
FCF	(0.198)	(0.0197)
DHR	0.0846* (0.0469)	0.345*** (0.0436)
JHR	-0.191 (0.139)	0.414** (0.205)
MHR	-0.119 (0.139)	0.715** (0.313)
IDC	0.0542* (0.0307)	-0.0109 (0.0284)
Constant	-2.011*** (0.458)	-0.00526 (0.0605)

注：括号中数据为稳健标准，***、**、* 分别表示在1%、5%和10%的显著性水平上拒绝原假设。

致上市公司未来的业绩发生下滑。对于控制变量而言，高管持股比例、管理层持股比例和经营现金流占比，均在10%的水平显著为正符合实际情况。

5.3 进一步分析

上市公司董监高直接持股本身就是为了解决上市公司内部的第一类委托代理矛盾，使董监高的利益和公司的股东利益联系起来。但是在董监高股权市场上，董监高增持本公司股票可以分“主动增持”和“被动增持”，主动增持是董监高出于对公司未来前景的考虑，主动通过大宗交易或者在二级市场上直接增持本公司股票，而被动增持在很大程度上与公司的鼓励政策和其他战略决策有关，有可能并不是出于管理层自身的意愿。理论分析可知，主动增持比被动增持在解决代理问题的矛盾方面可能效果更好。本文将样本划分为“董监高主动增持”和“被动增持”两个子样本，进一步来分析董监高增持对公司未来业绩的影响。实证结果如表4所示，模型(1)为主动增持分样本的回归结果，模型(2)为被动增持的分样本的回归结果。在主动增持分样本中，董监高增持比例依然在1%的水平上显著为正，而在被动增持分样本中，董监高增持比例系数虽然依然为正，但变得不显著。由此可见，只有当董监高主动增持才会明显的促进公司的未来业绩和成长性。

5.4 稳健性检验

本文采用更换样本和更换指标的方法来对以上结论做稳健性测试。如表5结果所示，模型(1)是将因变量由ROA率变为ROE的回归结果，模型(2)是更换样本区间的回归结果，即样本区间变为2015-2019五个年度。由表5实证结果不难看出，当更换被解释变量的代理变量时，系

表5 稳健性检验结果

变量	模型(1)	模型(2)
	更换变量	更换样本区间
SHRC	0.000833*** (0.000681)	0.000309*** (0.000108)
AST	1.323 (1.018)	0.202*** (0.0347)
LV	-9.194 (7.197)	-0.942*** (0.201)
FCF	-0.548 (0.619)	0.142*** (0.0516)
DHR	-0.491 (1.383)	0.128 (0.209)
JHR	-2.305 (2.030)	0.127 (0.180)
MHR	0.268 (0.408)	0.0954*** (0.0336)
IDC	0.682 (0.729)	-0.215** (0.0946)
Constant	-26.31 (20.07)	-4.039*** (0.724)

注：括号中数据为稳健标准，***、**、* 分别表示在1%、5%和10%的显著性水平上拒绝原假设

数依然为正，系数依旧显著；将样本区间更换时，董监高增持比例的系数也依然显著为正。从上述结果可以看出，以上实证分析得出的结论比较稳健。

6 结论与政策建议

第一委托代理问题是现代公司治理面临的重要问题，如何缓解管理层利益和上市公司股东利益是解决这类问题的关键。本文从董监高直接持股的视角研究了这个问题，实证分析发现，董监高增持股份会明显缓解这种矛盾，并促进公司未来的业绩提升，但是在不同动机下，这种作用存在明显的异质性。当董监高主动增持本公司股份时，对上市公司的业绩促进作用明显。而当管理层被动增持时，这种作用效果变得不明显。从市场角度来讲，应该在管理者股权市场上，营造一个宽松的环境，方便管理层增持自己手中的股份，消除交易壁垒。上市公司要想提高业绩，必须积极引导管理层主动增持自己手中的股份，从而缓解代理矛盾，提升公司未来业绩，而非采取股权激励方式，使董监高被动增持股份。

参考文献

- [1]Piotroski J D, Roulstone D T. The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices [J]. Accounting Review, 2004, 79(4):1119-1151.
- [2]Kim J B, Yu Z, Zhang H, et al. Can media exposure improve stock price efficiency in China and why?[J].China

Journal of Accounting Research, 2016.

[3] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76.

[4] Robert, C, Hanson, et al. Managerial ownership, board structure, and the division of gains in divestitures [J]. Journal of Corporate Finance, 2000.

[5] Tzioumis K. Why do firms adopt CEO stock options? Evidence from the United States [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2011, 68(1): 100-111.

[6] Mehran H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance [J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38(2): 163-184.

[7] Palia D, Lichtenberg F. Managerial ownership and firm performance: A re-examination using productivity measurement [J]. 1999, 5(4): 0-339.

[8] Fang H, Nofsinger J R, Quan J. The effects of employee stock option plans on operating performance in Chinese firms [J]. Journal of Banking & Finance, 2015, 54 (may): 141-159.

[9] 王克敏, 陈井勇. 所有权结构、投资者保护与管理者行为控制 [J]. 数量经济技术经济研究, 2001(11): 4.

[10] 陈勇, 廖冠民, 王霆. 我国上市公司股权激励效应的实证分析 [J]. 管理世界, 2005(02): 158-159.

[11] 张俊瑞, 张健光, 王丽娜. 中国上市公司股权激励效果考察 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2009, 29(01): 1-5.

[12] 潘颖. 股权激励、股权结构与公司业绩关系的实证研究——基于公司治理视角 [J]. 经济问题, 2009 (08): 107-109.

[13] 陈文强, 贾生华. 股权激励存在持续性的激励效应吗? ——基于倾向得分匹配法的实证分析 [J]. 财经论丛, 2015 (09): 59-68.

[14] 谭洪益. 我国创业板上市公司董监高增持的超额收益研究 [J]. 上海商学院学报, 2016, 17(6): 7.

[15] 肖曙光, 杨洁. 高管股权激励促进企业升级了吗? ——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 南开管理评论, 2018, 21(03): 66-75.

[16] 戴璐, 宋迪. 高管股权激励合约业绩目标的强制设计对公司管理绩效的影响 [J]. 中国工业经济, 2018 (04): 117-136.

[17] 戴璐, 宋迪. 高管股权激励合约业绩目标的强制设计对公司管理绩效的影响 [J]. 中国工业经济, 2018 (04): 124-143.

[18] 付强, 扈文秀, 章伟果. 管理层股权激励与企业未来盈余定价——来自中国资本市场的证据 [J]. 中国管理科学, 2020, 28(01): 19-31.

作者简介: 许琼(1977-), 女, 汉族, 浙江上虞人, 硕士, 集团财务总监, 高级会计师, 研究方向: 财务管理。