

# 高管股权激励、大股东控制与股票流动性

李 阳, 黄国良(博士生导师)

**【摘要】** 股票流动性是证券市场存在的前提,是市场活跃度的象征,探究股票流动性的影响因素、寻找提高股票流动性的方法十分重要。从高管股权激励与大股东控制的角度分析并验证二者对股票流动性的影响,可以得出以下主要结论:大股东控制程度越强,股票流动性越低;高管股权激励能够有效缓解大股东控制对股票流动性的抑制作用;高管股权激励与大股东控制对股票流动性的影响存在明显的产权偏好。

**【关键词】** 高管持股; 高管股权激励; 大股东控制; 股票流动性; 信息不对称

**【中图分类号】** F276

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)23-0118-4

股票流动性是金融市场微观结构的核心议题,同时也是证券市场存在的基本前提。高流动性可以活跃市场、增强市场有效性,同时又有利于投资者进行投资组合,实现资源合理配置,提高社会整体的福利水平,因此研究股票流动性的影响因素非常重要。一直以来,有关股票流动性影响因素的研究大都较关注证券市场,如股价、交易量、波动幅度等,对公司内部因素的研究则较少,而公司治理等内部环境对提高股票的流动性十分重要。一般认为,公司治理会影响业绩情况,而上市公司业绩的好坏会使外部投资者做出不同的投资决策,从而影响股票流动性。本文从代理理论出发,选取了高管股权激励与大股东控制这两个公司治理变量,讨论二者对股票流动性的影响。

## 一、文献回顾与研究假设

股票流动性从20世纪90年代开始才逐渐被关注。近年来,有关大股东控制对股票流动性影响的文献大多从信息不对称角度进行分析,而高管股权激励在其中起到的作用则没有相关文献加以论述。

关于大股东控制对股票流动性影响的研究,一般使用大股东持股比例来表示大股东对上市公司的控制情况,大股东持股比例越高,表明其控制能力越强。Heflin和Shaw(2000)认为,大股东持股比例越高,就越有能力和机会通过其监督职能获取与公司业绩等相关的内部信息,而信息交易行为的增加则导致股票流动性降低;Chordia(2000)认为大股东持股越多,市场深度越小,股票流动性就越低;Heflin和Shaw(2000)以大股东数量和股票买卖价差衡量流动性也得出了相同的结论。国内学者关于大股东持股与股票流动性的关系有不同的观点。屈文洲等(2011)、徐晟等(2012)认为大股东持股比例越高,股票流动性越低;陈辉等(2012)的研究结果表明二者

并无显著的相关关系,因为我国上市公司普遍存在“一股独大”的现象,第一大股东持股比例偏高导致其信息获取能力并不会随着持股比例的增加而提高,因此也不会造成股票流动性的明显变化;田昆儒等(2013)则认为大股东持股比例与股票流动性正相关,因为大股东倾向于主动披露信息,降低信息风险,以减少对外融资成本,最终提高股票流动性。

代理理论认为,公司内部存在两类代理问题,分别为股东与高管之间的代理冲突和大股东与中小股东之间的代理冲突。大股东的持股比例越高,对高管的控制能力就越强,股东与高管之间的第一类代理冲突就会随之减弱。但随着大股东持股比例的逐步增加,会出现大股东操控管理者对中小股东实行利益侵占的现象,即大股东壁垒效应,因此第二类代理问题会逐渐凸显。大股东控制下中小股东的发言权较弱,为了避免自身利益受损,中小股东更倾向于选择“搭便车”行为,因此大股东对公司的控制力增强,获取公司信息的能力也增强。而外部投资者对上市公司内部信息的获取能力较弱,引起信息不对称程度的扩大,导致大股东拥有更多的逆向选择和攫取私利的机会,大股东利益目标与公司目标逐渐背道而驰,公司业绩必然会因此受到不利影响,造成股价波动,最终导致股票流动性降低。

基于上市公司产权性质进一步分析可发现,根据我国国情,国有上市公司与非国有上市公司所担负的责任不尽相同。在我国经济体制改革演进的过程中,国有上市公司在信息和政策上一直处于优势地位,且国有上市公司的第一大股东为国家或相关政府部门,所以第一大股东持股比例高、控制能力强。但是国有上市公司在经营过程中扮演着更多的行政角色,除营利目的之外,还肩负着促进经济发展、稳定就业等社会责任,这些都可能使得公司决策与其价值最大化的目

标相违背,从而影响公司业绩,导致股票流动性降低。相比之下,非国有上市公司的股权较为分散,产权分离较明确,受到的行政干预也较少,其大股东作为最大的投资者必定会十分关注公司运作。由此,本文提出以下假设:

H1: 大股东控制程度越强,股票流动性越低。

H2: 与非国有上市公司相比,国有上市公司大股东控制对股票流动性的抑制作用更大。

有关高管股权激励的研究主要集中于高管股权激励对企业绩效的影响,这也是股权激励制度设计的目标之一。李维安等(2006)、袁辉等(2008)认为高管持股是解决股东与高管之间代理冲突的重要手段,通过对高管实施股权激励,使得高管的个人短期利益与公司长期利益趋于一致,间接降低了大股东与高管合谋攫取私利的可能性,从而使高管努力为公司价值最大化服务,且高管的持股比例越高,股权激励的效果越好。沈小燕、王跃堂(2015)采用2006~2013年的上市公司样本进行研究,发现实施股权激励之后公司绩效变好。陈文强、贾生华(2015)从两类代理问题的角度出发,分析了股权激励影响企业绩效的路径,认为股权激励会减少第一类代理成本,从而提高公司绩效。而上市公司良好的业绩会给外部投资者带来积极的信号,从而推动交易行为,最终提高股票的流动性。

针对高管股权激励与股票流动性之间的关系,有学者认为高管持股比例的增加会降低信息不对称程度,从而提高股票流动性。以上观点成立的前提是高管可自由转让所持股份,从而通过交易行为影响信息不对称程度,但我国法律规定:“高管所持股份在一年内不得转让,一年之后每年所转让比例不得超过25%”,因此高管转让股份从而影响信息不对称程度的观点不具有代表性。股权激励理论认为,对高管进行股权激励可以减少高管与股东之间的代理冲突,使高管自身的短期利益弱化而趋于与公司长期利益一致。Burkart(2003)研究发现,大股东获取私有收益必须通过与管理层的合谋才能完成,那么,当对管理层实施股权激励时,管理层会偏向于为公司利益考虑而不是与大股东合谋,导致大股东攫取利益的能力降低。丑建忠(2008)、黄建柏等(2013)也认为股权激励会使高管成为中小股东的一员,与中小股东的利益趋于一致,从而减少第二类代理冲突,抑制大股东的掏空行为,最终提升公司绩效。因此,对高管实施股权激励可以约束大股东控制下的掏空行为,从而弱化大股东控制对股票流动性的抑制作用。

若区分产权性质进一步分析,国有上市公司的所有权归国家,管理层一般由各级国资委等相关部门委派,高管地位相对较低,在公司运营、决策过程中起到的作用较小,同时我国国有上市公司高管薪酬有严格的上限要求,相对较低的薪酬回报导致高管的管理积极性不高,因此股权激励能够带来的效果可能并不显著;相比之下,非国有上市公司中高管的

自由裁量权更大,这一特点使得股权激励更容易实施,对高管实施股权激励产生的影响可能也会更加显著。沈小燕、王跃堂(2015)通过实证研究证明了在非国有上市公司中高管股权激励对公司绩效的提升作用更为显著,因为产权性质的不同导致了高管激励效果的差别,国有上市公司中高管积极性较差,激励效果不明显;而非国有上市公司中高管所获得的股权激励是自己努力工作的结果,因此激励效果明显。由此,本文提出以下假设:

H3: 高管股权激励能够弱化大股东控制对股票流动性的抑制作用。

H4: 与国有上市公司相比,非国有上市公司高管股权激励弱化大股东控制对股票流动性抑制作用的效果更明显。

## 二、研究设计

1. 样本选取及变量定义。本文选取2011~2014年上证A股上市公司作为初始样本,采用面板数据,剔除金融业公司、ST公司以及数据缺失的公司样本之后,共得到1881个有效公司样本,其中国有上市公司样本1282个、非国有上市公司样本599个。研究所使用的数据均来自国泰安数据库。变量定义详见表1。

表1 变量及定义

变量类型	变量符号	变量名称	定义
因变量	TOVER	换手率	代表股票流动性
	A-TOVER	滞后一期换手率	
自变量	MAN	高管持股比例	代表高管股权激励
	TOP1	第一大股东持股比例	代表大股东控制程度
控制变量	RET	股票回报率	股票投资盈利/平均投资
	P/E	市盈率	市价/每股收益
	SIZE	规模	对总资产取对数可得
	LEV	杠杆率	负债总额/资产总额
	ROE	净资产收益率	净利润/净资产

2. 模型构建。考虑到高管与大股东持股比例对股票流动性的影响可能会有一定的滞后性,即高管和大股东因持股而产生的激励、侵占或增加信息不对称程度等现象可能在一段时间后会作用于股票的流动性,从而使后者发生变化。因此,在构建模型时包含了自变量对滞后一期的股票流动性影响的模型。

第一大股东持股比例与股票流动性关系的回归模型如下:

$$TOVER = \alpha + \beta_1 \times TOP1 + \beta_2 \times RET + \beta_3 \times P/E + \beta_4 \times SIZE + \beta_5 \times LEV + \beta_6 \times ROE + \varepsilon \quad (1)$$

$$A-TOVER = \alpha + \beta_1 \times TOP1 + \beta_2 \times RET + \beta_3 \times P/E + \beta_4 \times SIZE + \beta_5 \times LEV + \beta_6 \times ROE + \varepsilon \quad (2)$$

高管持股对大股东持股降低股票流动性的抑制作用的回归模型如下:

$$TOVER = \alpha + \beta_1 \times MAN + \beta_2 \times TOP1 + \beta_3 \times MAN \times TOP1 + \beta_4 \times RET + \beta_5 \times P/E + \beta_6 \times SIZE + \beta_7 \times LEV + \beta_8 \times ROE + \varepsilon \quad (3)$$

$$A - TOVER = \alpha + \beta_1 \times MAN + \beta_2 \times TOP1 + \beta_3 \times MAN \times TOP1 + \beta_4 \times RET + \beta_5 \times P/E + \beta_6 \times SIZE + \beta_7 \times LEV + \beta_8 \times ROE + \varepsilon \quad (4)$$

### 三、实证分析

1. 描述性统计。对各变量的描述性统计见表2。

表2 描述性统计结果

变量	MIN	MAX	MEAN	SD
MAN	0.00	56.94	0.70	4.13
TOP1	0.00	86.35	38.03	16.57
TOVER	0.02	23.69	3.53	-
RET	-0.62	2.56	-0.04	0.35
P/E	-9110	7890	27.45	369.05
SIZE	18.95	28.48	22.58	1.36
LEV	0.04	1.02	0.52	0.19
ROE	-0.78	15.81	0.09	0.37

由表2可知,我国高管持股比例普遍偏低,平均持股比例只有0.7%,说明我国上市公司在高管股权激励方面的实践较少,而第一大股东持股比例的平均值达到了38.03%,最高甚至高达86.35%,说明我国普遍存在“一股独大”的现象,大股东控制现象比较严重。在股票流动性方面,大部分股票的流动性不强,因此挖掘影响股票流动性的主要因素、提高我国股票市场的活跃程度尤为重要。此外,从控制变量的描述性统计结果可知,股票的平均回报率和上市公司的平均盈利能力都很低,但不同样本之间的差距较大。

2. 相关性分析。由表3可知,在不考虑其他因素影响的情况下,第一大股东持股比例与代表股票流动性的指标——换手率显著负相关,说明大股东控制程度与股票流动性反向变动。各解释变量两两之间相关性的系数中,最大取值(绝对值)为0.403,表明各解释变量之间不存在严重的多重共线性关系,可以进行下一步的回归分析。

### 3. 回归分析。

(1) 第一大股东持股比例与股票流动性的关系。由表4、表5中的多元回归结果可看出,在控制其他变量之后,第一大股东持股比例与当期和滞后一期的股票流动性之间均在5%的水平上显著负相关,表明全样本中大股东控制程度越高,股票流动性越低,且大股

表3 相关性分析

变量		MAN	TOP1	TOVER	RET	P/E	SIZE	LEV	ROE
MAN	Pearson相关性	1*	-0.088**	0.072**	0.019	0.002	-0.050*	-0.081**	-0.011
	显著性		0.000	0.002	0.412	0.933	0.031	0.000	0.638
TOP1	Pearson相关性	-0.088**	1	-0.258**	-0.053*	-0.047*	0.374**	0.056*	0.008
	显著性	0.000		0.000	0.022	0.042	0.000	0.016	0.745
TOVER	Pearson相关性	0.072**	-0.258**	1	0.152**	-0.015	-0.378**	-0.050*	0.032
	显著性	0.002	0.000		0.000	0.507	0.000	0.030	0.170
RET	Pearson相关性	0.019	-0.053	0.152**	1	-0.012	-0.051*	-0.043	0.019
	显著性	0.412	0.022	0.000		0.612	0.028	0.064	0.422
P/E	Pearson相关性	0.002	-0.047*	-0.015	-0.012	1	-0.023	-0.041	0.008
	显著性	0.933	0.042	0.507	0.612		0.326	0.079	0.721
SIZE	Pearson相关性	-0.050*	0.374**	-0.378**	-0.051*	-0.023	1	0.403**	0.010
	显著性	0.031	0.000	0.000	0.028	0.326		0.000	0.677
LEV	Pearson相关性	-0.081**	0.056*	-0.050*	-0.043	-0.041	0.403**	1	0.039
	显著性	0.000	0.016	0.030	0.064	0.079	0.000		0.094
ROE	Pearson相关性	-0.011	0.008	0.032	0.019	0.008	0.010	0.039	1
	显著性	0.638	0.745	0.170	0.422	0.721	0.677	0.094	

注:\*\*、\*分别表示在0.01、0.05的水平(双侧)上显著,下同。

表4 第一大股东持股比例与股票流动性关系的回归结果(当期)

样本	(常量)	TOP1	RET	P/E	SIZE	LEV	ROE	R <sup>2</sup>	F	Sig	
全样本	B	19.769**	-0.019**	0.978**	0.000	-0.722**	1.528**	0.209	0.185	71.979	0.000**
	t	20.192	-5.261	6.262	-1.130	-15.098	4.793	1.423			
国有样本	B	17.053**	-0.030**	1.061**	0.000*	-0.572**	0.959**	0.261**	0.221	61.684	0.000**
	t	16.621	-7.430	6.165	-1.874	-11.364	2.730	1.970			
非国有样本	B	24.816	0.006	0.891	0.000	-0.996	2.391	-0.539	0.117	14.169	0.000**
	t	10.151	0.749	2.800	0.925	-8.441	3.516	-0.466			

表5 第一大股东持股比例与股票流动性关系的回归结果(滞后一期)

样本	(常量)	TOP1	RET	P/E	SIZE	LEV	ROE	R <sup>2</sup>	F	Sig	
全样本	B	16.709**	-0.026**	1.202**	0.000	-0.565**	1.205**	-0.109	0.203	80.618	0.000**
	t	19.150	-8.233	8.636	-0.361	-13.259	4.242	-0.832			
国有样本	B	16.057**	-0.035**	1.581**	0.000	-0.512**	0.927**	-0.024	0.256	74.636	0.000**
	t	16.382	-9.016	9.614	-1.143	-10.658	2.763	-0.190			
非国有样本	B	16.939**	-0.013**	0.653**	0.001	-0.558**	1.205**	-3.133**	0.105	12.750	0.000**
	t	8.635	-2.010	2.558	1.564	-6.207	2.208	-3.376			

东控制对股票流动性的抑制作用具有一定的持续性,验证了H1。同时,回归结果中第一大股东持股比例的系数在当期和滞后一期分别为-0.019和-0.026,滞后一期系数的绝对值更

大,说明大股东控制对股票流动性的抑制作用在后期会逐渐增强,具有一定的持续性。

进一步区分产权性质后发现,国有上市公司中同样存在上述的显著负相关关系和抑制作用的持续性,与全样本中的结果基本一致,说明国有上市公司中国家控制的第一大股东具有较强的控制能力,其承担的行政责任使得公司价值最大化的目标受到一定程度的损害,从而降低股票流动性;相比之下,非国有上市公司中第一大股东持股比例在当期则表现出与股票流动性的正相关关系,将股票流动性指标滞后一期之后,大股东持股比例对股票流动性的抑制作用开始显现,表明非国有上市公司中同样存在大股东控制对股票流动性的抑制作用,只是这种抑制作用具有一定的滞后性。比较滞后一期回归结果中国有和非国有上市公司第一大股东的系数发现,非国有上市公司系数的绝对值小于国有上市公司系数的绝对值,表明大股东控制对股票流动性的抑制作用在国有上市公司中更强,验证了H2。

(2)高管持股对大股东持股降低股票流动性的抑制作用。从表6和表7的全样本回归结果中可以看出,第一大股东持股比例与股票流动性相关且系数为负,而交叉项系数为正且结果显著。当期结果中TOP1的系数 $\beta_2$ 为-0.021,交叉项系数 $\beta_3$ 为0.003, $\beta_2+\beta_3$ 为-0.018,其绝对值与 $\beta_2$ 的绝对值相比较小,说明在加入高管股权激励这一因素之后,大股东控制对股票流动性的抑制作用减弱;滞后一期的回归结果中, $\beta_2+\beta_3$ 的绝对值同样小于 $\beta_2$ 的绝对值,说明高管股权激励能够在较长时间持续弱化大股东控制对股票流动性的抑制作用,由此验证了H3。

在区分产权性质之后发现,国有上市公司样本中高管股权激励的这一抑制作用在当期并不存在,滞后一期的样本中虽然有抑制作用但并不显著,说明国有上市公司中国家作为股东的地位很高,高管的权力范围有限,并不能产生较明显的作用,再加上国企高管薪酬限制的因素,高管积极性不高,股权激励不能达到预期效果,这一结果与理论分析一致;非国有企业样本在当期的回归结果则表明高管股权激励起到了弱化大股东控制对股票流动性抑制作用的效果,由此验证了H4。此外,在非国有企业样本的滞后一期回归结果中,交叉项与流动性的关系变得不显著,说明高管股权激励并不能长期弱化由大股东控制而引起的侵占行为,因此还需从其他角度考虑才能根本解决如何提高股票流动性的问题。

#### 四、结论

基于以上理论与实证分析,对于高管股权激励、大股东控制与股票流动性的关系该研究得出以下结论:①大股东控制对股票流动性存在持续的抑制作用,大股东控制程度越强,股票流动性就越低;②与非国有上市公司相比,国有上市公司大股东控制对股票流动性的抑制作用更强,也具有持续性,而非国有上市公司大股东控制对股票流动性的抑制作用存在滞后性;③对高管实施股权激励能够弱化大股东控制对股票流动性的抑制作用;④国有上市公司中高管股权激励并没有显著地弱化大股东控制对股票流动性抑制作用的效果,非国有上市公司中高管股权激励的这一弱化效果在当期显著存在,但是持续时间不长,说明高管股权激励并不是解决大股东侵占问题、提高股票流动性的根本措施。

表6 高管持股对大股东控制降低股票流动性的制衡作用回归结果(当期)

样本	(常量)	MAN	TOP1	MAN×TOP1	RET	P/E	SIZE	LEV	ROE	R <sup>2</sup>	F	Sig	
全样本	B	19.637**	-0.092**	-0.021**	0.003**	0.988**	0.000	-0.714**	1.577**	0.220*	0.193	57.330	0.000**
	t	20.156	-2.742	-5.755	4.034	6.359	-1.124	-14.990	4.961	1.509			
国有样本	B	17.091**	0.894	-0.029**	-0.020	1.064**	0.000*	-0.576**	1.982**	0.260**	0.221	46.354	0.000**
	t	16.624	0.979	-7.123	-0.889	6.181	-1.888	-11.394	2.788	1.960			
非国有样本	B	25.273**	-0.070*	0.001	0.003**	0.884**	0.000	-1.018**	2.714**	0.005	0.130	12.215	0.000**
	t	10.399	-1.709	-0.121	2.712	2.798	0.979	-8.658	3.975	0.004			

表7 高管持股对大股东控制降低股票流动性的制衡作用回归结果(滞后一期)

样本	(常量)	MAN	TOP1	MAN×TOP1	RET	P/E	SIZE	LEV	ROE	R <sup>2</sup>	F	Sig	
全样本	B	16.634**	-0.054*	-0.028**	0.002**	1.208**	0.000	-0.560**	1.232*	-0.102	0.206	61.832	0.000**
	t	19.092	-1.820	-8.453	2.627	8.693	-0.355	-13.155	4.333	-0.783			
国有样本	B	16.324**	-0.632	-0.035**	0.013	1.578**	0.000	-0.510**	0.910**	-0.023	0.260	56.000	0.000**
	t	16.324	-0.723	-8.988	0.611	9.590	-1.132	-10.562	2.704	-0.181			
非国有样本	B	17.191**	-0.019	-0.016**	0.001	0.646**	0.001	-0.602**	1.382**	-2.863**	0.109	10.168	0.000**
	t	8.766	-0.581	-2.315	1.337	2.532	1.599	-6.343	2.508	-3.062			

#### 主要参考文献:

徐晟,程迺.股权结构对股票流动性影响的实证研究[J].学术论坛,2012(8).

田昆儒,王晓亮.定向增发、股权结构与股票流动性变化[J].审计与经济研究,2013(5).

陈辉,黄剑.公司特征、股权结构与股票流动性[J].投资研究,2012(31).

沈小燕,王跃堂.股权激励、产权性质与公司绩效[J].东南大学学报(哲学社会科学版),2015(1).

陈文强,贾生华.股权激励、代理成本与企业绩效——基于双重委托代理问题的分析框架[J].当代经济科学,2015(2).

作者单位:中国矿业大学管理学院,江苏徐州221116