

doi:10.3969/j.issn.1673-9833.2020.03.012

创业板上市公司大股东减持的影响及防范

李晓翼, 粟 丰

(湖南工业大学 经济与贸易学院, 湖南 株洲 412007)

摘 要: 创业板市场作为我国新兴的证券交易所市场, 由于其高增长特征而在股市中表现良好。然而创业板上市公司大量大股东减持套现现象频繁发生, 使得整个证券市场不稳定。同时大股东减持造成公司股价大幅下跌, 直接影响着中小投资者的利益。大股东依法减持对证券市场的持续健康发展, 保护投资者利益, 具有非常重要的影响。因此, 以中国创业板上市公司为研究对象, 利用相关公开数据研究创业板大股东减持的动因及影响。最后, 从如何防范大股东违法减持的角度对监管者、普通投资者和上市公司提出建议, 以求保护少数股东的利益, 维持整个资本市场的健康发展。

关键词: 创业板; 上市公司; 大股东减持; 减持影响; 信息披露

中图分类号: F830.9

文献标志码: A

文章编号: 1673-9833(2020)03-0082-06

引文格式: 李晓翼, 粟 丰. 创业板上市公司大股东减持的影响及防范 [J]. 湖南工业大学学报, 2020, 34(3): 82-87.

Influence and Prevention of Reduction of Major Shareholders in GEM Listed Companies

LI Xiaoyi, SU Feng

(College of Economics and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412007, China)

Abstract: As a new stock exchange market in China, growth enterprise market (GEM) performs well in the stock market due to its high growth characteristics. However, a large number of large shareholders of GEM listed companies reduce their holdings and arbitrage frequently, which makes the whole stock market unstable. Meanwhile, the stock price of the company falls sharply due to the reduction of major shareholders, which directly affects the interests of small and medium-sized investors. The legal reduction of major shareholders exerts a very significant impact on the sustainable and healthy development of the securities market as well as the protection of the interests of investors. In view of this problem, with the listed companies of gem as the research object, by using relevant public data, a research has thus been carried out on the motivation and impact of the reduction of large shareholders in GEM. Finally, from the perspective of how to prevent the illegal reduction of large shareholders, corresponding suggestions have been put forward for regulators, ordinary investors and listed companies so as to protect the interests of minority shareholders and maintain the healthy development of the whole capital market.

Keywords: GEM; listed company; major shareholders' reduction; impact of reduction; information disclosure

1 选题背景

创业板市场在 2015 年 5 月达到了历史高位的

4 000 点, 然而创业板的大股东和实际控制人通过大宗交易平台频繁进行减持的现象屡屡发生。作为创业

收稿日期: 2019-11-23

作者简介: 李晓翼 (1964-), 男, 湖南茶陵人, 湖南工业大学教授, 主要从事国民经济核算方面的教学与研究,

E-mail: 583968580@qq.com

板的领导者——乐视网, 控股股东贾跃亭的“乐视网减持”事件再一次将创业板大股东及实际控制人减持的现象推到了风口浪尖。经统计, 创业板上市公司大股东从2015年6月1日起3个交易日内总共发生了93笔交易, 减持金额为66.06亿元^[1]。高涨的指数与大股东的频繁减持说明此时创业板泡沫较高, 同时大股东的大规模减持也给股票市场带来下跌风险。

创业板公司市值规模较小, 导致股票价格易于操纵, 中小投资者和普通投资者盲目跟风, 这也导致创业板公司股票普遍被高估^[2]。因实际控制者拥有较高的持股比例、较大的持股权和较低的持股成本, 当公司拥有的股份获得在高份额市场环境中流通的权利后, 大股东可以通过减少持股获得巨额收益^[3]。而且在实际控制人的信息优势背景下, 大股东利用信息不对称精准减持, 这在损害了普通投资者利益的同时, 通过不公平的方法获取了巨额利润^[4]。

目前, 国内外对减持的研究主要集中于大股东减持对企业业绩^[5]、股价波动^[6]及股票收益率^[7]等方面, 而对如何防范大股东减持带来的不利影响少有研究。因股份增减在资本市场中属于正常行为, 所以从大股东减持的动机、时间及影响方面出发, 探讨如何对大股东减持进行防范, 有助于创业板良性发展, 维护投资者利益以及创业板上市公司正常发展。

2 大股东减持行为动因

2.1 规避股市下跌风险

目前, 国内宏观经济相较2014年以前处于低位运行, 创业板上市公司由于其自身高成长特性, 大股东和实际控制人更倾向于减少手中持有的股份, 从而保证自己的利益不受损失^[8]。同时, 自2014年以来, 我国经济遇到了许多突如其来的意外冲击和挑战, 经济下行压力不断加大。表1为我国2007—2018年实际GDP与实际GDP增长率数据汇总表。

表1 我国2007—2018年实际GDP与实际GDP增长率数据
Table 1 China's actual GDP and actual GDP growth rate in 2007—2018

年份	实际GDP		年份	实际GDP	
	数值/亿元	增长率/%		数值/亿元	增长率/%
2007	7 411.02	14.23	2013	12 521.88	7.67
2008	8 126.50	9.65	2014	13 435.68	7.30
2009	8 890.38	9.21	2015	14 362.77	6.89
2010	9 835.97	10.63	2016	15 323.62	6.69
2011	10 773.98	9.53	2017	16 380.96	6.89
2012	11 620.41	7.85	2018	17 462.10	6.60

由表1不难得知, 统计年间我国经济增长速度大体逐年放缓。实际GDP增速在2007年达最高点,

为14.2%, 后因2008年的国际金融危机, 导致全球经济受到冲击, 我国实际GDP增长率随之跌落^[9]。

为减少经济快速增长带来的影响, 政府采取了一系列刺激政策(如国内需求刺激和产业振兴)以促进经济快速稳定增长。因此, 我国GDP增长率从2009年第一季度开始止跌, 2010年的经济增长率升至10.63%。而经济刺激措施的影响消退后, 随之而来的是经济增长率继续下降, 自2012年起, 我国GDP增长率跌至8%以下。2014年以来, 我国经济增速继续下降, 第二季度GDP增长率降至7.4%, 第三季度降至7.3%, 均低于之前各年度经济运行区间数据。

2015年, 中国股市经历了“股灾”, 虽然中国股市的波动从2016年到2017年相对放缓, 但股市仍不乐观。为避免股价下跌的风险, 创业板上市公司主要股东及时减少持股数量是合理的选择^[10]。

2.2 监管制度不完善

目前, 我国在减持方面约束大股东及实际控制人员的规定, 主要包括《证券法》《上市公司收购管理办法》《上市公司股东减持预披露事项(征求意见稿)》等。虽然在2017年5月27日中国证监会修改并发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》, 但是仍然不够完善, 还存在很多需要探讨的地方。

与国外市场相比, 我国对减持行为的规范较少, 尤其是针对信息披露方面, 相较美国、日本等国家的相关减持规定, 我国境内虽然对限售期、减持数量和减持的方式进行了规定, 但现有监管体系的不完善导致大股东违法减持行为依然不时发生^[11]。

2.3 公司估值偏离实际价值

导致大股东和实际控制人减持最重要的因素是上市公司估值。创业板上市公司通常被认为具有高增长率, 并且通常具有高发行价、高市盈率和 high 融资率^[12]。我国创业板上市公司2014—2019年的整体平均市盈率如图1所示。



图1 创业板2014—2019年整体平均市盈率

Fig.1 Overall average price earnings ratio of GEM in 2014—2019

通过图1可以得出,股权价值给股东管理带来了巨大的利益诱惑^[13]。恰巧也是公司上市增值后,由于中国股市的独特性,创业板上市公司的发行价与初始价格可能相差悬殊,因此,大股东在巨大的利益诱惑面前选择减持套现。

2.4 获取超额收益

股权分置改革后,解禁的大股东持有的股份可以在证券市场自由流通^[6]。2015年“股灾”期间,创业板在5月和6月出现了两次大股东净减持峰值,累计金额分别为210.92亿元和211.8亿元,之后7月股市大幅下跌,国家不得不出手维护股票市场的稳定。随着创业板相关制度不断完善,大股东通过减持股票获得超额收益成为比较安全的方式。同时,企业财产与大股东私人财富之间的混同,也会导致大股东通过减持来获取超额收益^[14]。

3 大股东减持的影响

3.1 分散公司控制权

大股东减持对于企业来说是一把双刃剑,它在帮助大股东获取收益的同时会分散企业的控制权,这对企业是一种风险^[15]。一般情况下,大股东的违规减持带来的是股价的长期走低,如果外部资本趁机大量低价买入股份并增持股份,那么不但很可能会改变公司的股权结构,还会动摇大股东的控股地位,甚至取得上市公司的实际控制权^[16]。跨时两年多的金科控制权的争夺战就属于此种现象,其黄红云系与融创系股权变动情况如表2所示。

表2 黄红云系与融创系股权变动情况
Table 2 Changes in equity of Huang Hongyun and Rong Chuang

日期	事件	占股比例/%	
		黄红云系	融创系
定向增发前		31.44	0.00
2016年9月20日	定向增发	25.44	16.91
2016年11月11日—28日	融创二级市场增持	26.24	20.00
2017年4月13日	黄红云签署一致行动协议	26.24	20.00
2017年5月2日	融创二级市场增持	26.24	24.94
2017年5月5日	停牌	26.24	24.94
2017年7月5日	复牌	26.24	24.94
2018年2月2日	融创披露增持情况	26.71	26.33
2018年10月25日	融创披露增持情况	27.67	27.67
2018年10月28日	黄红云签署一致行动人	29.99	27.67
2018年11月24日	回注减资	>30	<30

由表2可得知,在2016年9月20日定向增发后,融创系通过不断增持股份,在2018年10月25日成为金科第一大股东,具体数据表明融创系比黄红云系占股仅高0.0002%。如此时融创系继续增值,金科

控制权极有可能落入融创系之手。后因黄红云系及时出手才保住控制权,最终作为实际控制人落幕。

3.2 破坏股票市场稳定和投资者利益

通过对现有研究进行梳理,发现多数研究者认为大股东减持行为一方面会直接影响股票价格和投资者的决策,另一方面会直接影响整个股票市场的稳定性。天龙集团大股东冯毅在2016年及其一致行动人的减持行为正属于此种现象。冯毅在其减持前放出利好消息,待股价拉升后高位减持,随之股票价格持续下跌,减持的超额收益非常显著。

从图2所示天龙集团股价变动图中可以看出,天龙集团冯毅的一系列减持行为导致了公司股价的持续震荡。公司股价在公布了2016年当年度的利润分配方案后上涨到了40.18元,随后冯毅高位减持,股价应声下跌。其首次减持行为导致公司股价跌至37.72元,跌幅达6.12%。次日,冯毅进行第二次减持,导致收盘股价跌至36.32元。在冯毅最后一次减持行为完成后,股价直接跌至31.40元,与减持前相比,降幅为13.55%。由于信息不对称,中小股东的利益受到了极大的侵害。

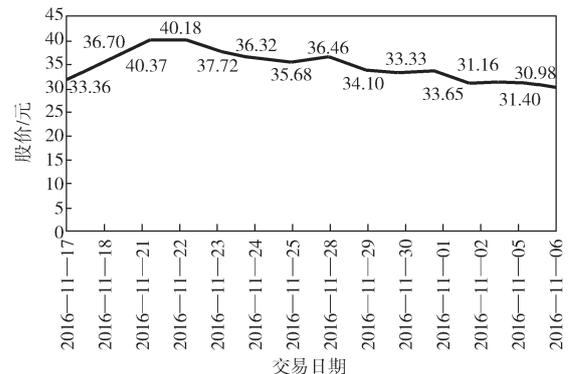


图2 天龙集团股价变动图

Fig. 2 Stock price change chart of Tianlong Group
全通教育属于2015年“股灾”中减持例子之一,其股价变动图如图3所示。

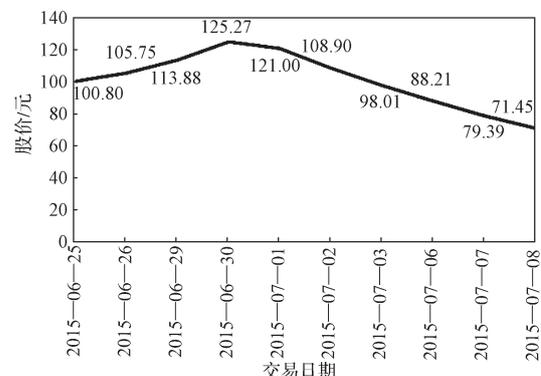


图3 全通教育股价变动图

Fig. 3 Change chart of stock price of Quantong Education
从图3可以看出,2015年7月1日中小企业基

金第一次减持的最后一笔大宗交易后, 全通教育股价持续大幅下跌。这是因为全通教育中小企业 6 月 25 日至 7 月 1 日期间的数笔减持事件并没有及时披露, 导致市场股票供给增加的消息立即引起投资者的强烈反应, 自 7 月 2 日至 8 日的 5 个交易日里, 全通教育均以跌停报收, 中小投资者利益受到严重侵害。全通教育只是 2015 年“股灾”中的一个典型事例, 个股受到大股东减持的影响, 而创业板受到大量大股东减持的冲击, 也就造成了千股跌停的局面, 进而股票指数大幅下跌。

创业板每年因解禁都会释放大量股票进入二级市场, 2013—2018 年创业板股票解禁数量如图 4 所示。从图 4 可以看出, 创业板股票解禁数量逐年递增, 2015 年, 股灾当年解禁数量是 2013 年的近 10 倍。而后解禁数量继续走高。2015 年 6 月 5 日, 创业板指数达到峰值, 正好此时上市公司大股东选择在年中大规模解禁, 此后又大规模减持套现, 故股票指数在 6 月一路暴跌, 引发“股灾”。

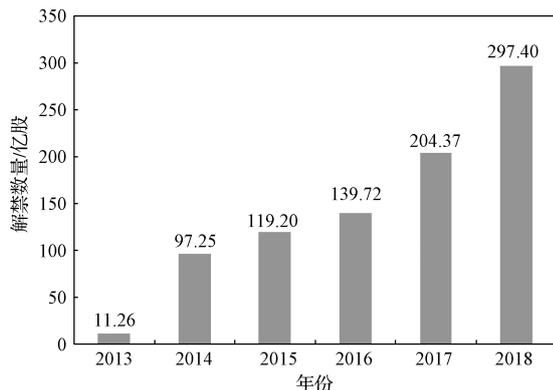


图 4 2013—2018 年创业板股票解禁数量

Fig. 4 Number of shares on GEM lifted from 2013 to 2018

4 大股东减持影响的防范

4.1 监管者层面

我国沪深两市对上市公司股东的股份减持行为制定了相应的法律法规, 但是仍然存在内幕交易与违规减持难以区分、针对不同减持方式的规制仍可完善、对违法减持的惩罚力度仍然较轻等问题, 这些都是规范减持行为亟待解决的问题。

4.1.1 境内减持规定

中国证监会在 2017 年 5 月 27 日发布了新的减持行为准则。证监会发布的《减持新规》中调整的主要内容包括: 1) 上市公司董监高的减持行为; 2) 上市公司大股东的减持行为; 3) 持有特定股份的上市公司特定股东的减持行为。同时制定了 4 个方面的规范: 一是对于借大宗交易“过桥减持”的行为; 二是细

化信息披露的规定, 在减持前的 15 d 公告减持计划, 要求披露包括股份的来源、数量、时间跨度等, 价格幅度, 原由等信息; 三是规定了减持数量, 在任意连续的 90 个自然日内, 大股东采用竞价交易方式减持的股份数量以总股本的 1% 为限, 采取大宗交易方式减持的股份数量以总股本的 2% 为限, 总计不得超过 3%; 四是区分了股份类型。

同时, 我国《证券法》也有相关规定, 对不遵守信息披露义务或者短线交易限制进行违规减持的, 最高处以 60 万元的罚款。处罚力度相较违规减持可能获得的收益来说显然过低, 不加大惩罚力度, 难以防止股东的违规减持行为。

4.1.2 境外减持规定

香港地区对大股东减持的规定主要有两个方面: 一是要求上市公司的控股股东在上市之日起 6 个月内不得转让股份, 以上市之日起 7~12 个月内不得丧失其控股地位; 二是规定股东信息披露, 当持股数量变动大于 5% 时, 需要及时进行信息披露。在时间和方式上要求大股东、董事及高管应当在关键事件发生后的 3 个营业日内进行信息披露, 并向联交所按照要求的时间发出通知。

美国关于股东减持的制度源于《美国 1933 年证券法》, 之后推出了 144 规则, 这也是当今美国证券市场主要的规则。144 规则主要明确: 第一, 交易主体的区分为关联方和非关联方; 第二, 证券分为受限证券和非受限证券; 第三, 将发行人区分为报告公司和非报告公司。除此之外, 所有受限证券都需要遵守对应锁定期, 且对不同类型发行人规定了不同的锁定期。同时, 发行人的关联方在一定时间内减持数量达到 5 000 股或总市值达到 5 万美元的, 需要进行相应的减持信息披露^[11]。

日本的《金融商品交易法》也对上市公司的信息披露制度做了规定, 需要按季度进行信息披露, 且经营者需要对披露内容的真实、准确性承担相应责任。同时, 提高了对重大事项虚假陈述或操纵市场等违法行为的惩处力度, 加重了处罚金额和有期徒刑的力度, 对不提交大量持有报告书或变更报告书的经营管理者处以对应百分比的罚款。同时, 对义务人未依照规定进行申报报告书的, 处 5 a 以下有期徒刑, 或处 500 万日元以下的罚款, 同时对其所属法人处 5 亿日元以下的罚款^[11]。

4.1.3 境内上市公司减持制度存在的问题与建议

首先, 我国《证券法》不但规范了发起人或大股东的减持行为, 还对此类人员内幕交易作出了规定。但内幕交易一般比较隐秘, 违规减持在什么情况下

属于内幕交易却没有明确区分。恰巧这两种违法减持行为在惩罚规定和处罚力度上有较大差异,因此,对这两种行为如果无法在法律上给出明确区分的话,错误地认定会导致那些进行内幕交易的行为人得不到相应的制裁。

其次,对于利用大宗交易行为减持的股东也应承担一定的披露义务。需对大宗交易买卖双方的信息进行披露,围堵减持双方共同谋利的违规行为。参考集中竞价的相关披露制度,改善信息不对称现象。同时,为了缓解大量异常股权质押对市场造成的压力,应对于股权质押中的异常质押行为做出限制和监管。

最后,由于对减持性质推定不够完善,违法减持的处罚力度相较境外相关制度较轻,建议加重对违法减持处罚的手段和力度。新规中未规定关于上市公司因业绩变动导致大股东减持行为的相关处罚措施,因此建议对于股东可能因内幕信息进行的精准减持行为,如果证实属于内幕交易,则必须按照内幕交易的规定进行严格处罚。当公司业绩下降一定比例时,大股东不得减持,只有在公司业绩恢复正常之后的一定时间内,才能减持。同时,现有制度的违法成本较低,可以适当引进境外相关规定,借鉴美国、韩国、日本等对于违法减持在刑法上对违法人需承担的刑事责任的相应规定。如美国规定对违法减持的违法人处以10万美元罚金,且视情节严重程度最高并处5a监禁。日本对于不遵守信息披露规定、虚假陈述等的股东,也规定了相关罚金和刑法的处罚。

4.2 普通投资者层面

普通投资者应注意解读市场信息,高度重视高管的减持行为。普通投资者通常属于弱信息方,他们对信息的获取是有限的,因此必须更加注重在公司公告之外解释的市场信息。当公司的股价继续上涨时,有必要保持警惕,并注意在减持之前是否是公司高级管理人员的行为。整体管理人员的减持会产生负面影响,而且大多数影响都是可持续的,因此在公告发布之前确定管理人员的减持行为并保持警惕,可考虑跟随高管卖出手中股票。

4.3 上市公司层面

虽然我国已经实施了股权激励制度,但目前效果并不明显,这种情况在民营企业和中小企业中尤其凸显。由于高管的收益并没有达到他们的预期,因此为了满足他们的短期财富需求,他们会选择实施减持套现。另一方面,高管们对公司没有强烈的归属感,这导致了一个问题,即为了获取利益,高管们首先想到的是减持,而不是留在公司以渡过难关。因此,对于这些现象,公司需要完善高级管理人员的薪酬体

系,其激励机制应兼顾长期和短期。同时,对于不情愿的高管的归属感,要加强对企业职业经理人的人文关怀,让高管愿意为公司服务,并且提供最好的服务。这将减少发生减持行为的数量,并减少对公司的负面影响。

5 结语

在国内经济形势持续下行的当前,大股东在保护自身利益的前提下,频繁通过减持来保证企业以及自身利益。我国证券市场的相关制度相比于西方国家还处于发展和完善的过程中,股票市场的投资者基数和活跃程度相较于配套的市场管理制度约束机制尚处于不对等状态,也导致很多上市公司大股东在股票市场上通过违规减持来获取自身超额利益。

为了促使创业板市场健康发展,首当其冲的是在不影响市场正常秩序的前提下,控股股东对减持权利的行使应当依法合规,即其减持行为必须遵循相应的法律法规。同时,仅仅依靠大股东的自律远远不够,市场上的违规减持现象屡屡发生以及对相关法律法规的轻视,究其根本原因在于违法违规的成本偏低。故监管层必须严格履行其监管职责,并且不断完善监管制度。

参考文献:

- [1] 李秉祥,朱涵宇,简冠群. 创业板上市公司控制权特征对实际控制人减持行为的影响研究[J]. 商业研究, 2019(5): 88-97.
LI Bingxiang, ZHU Hanyu, JIAN Guanqun. The Impact of the Control Power Characteristics of the Listed Companies on the Reduction Behavior of the Actual Controller of GEM Listed Companies[J]. Commercial Research, 2019(5): 88-97.
- [2] 邓鸣茂. 大股东减持时机与定向增发套利行为研究[J]. 审计与经济研究, 2016, 31(3): 73-82.
DENG Mingmao. The Research on Large Shareholders' Holding Reduction Timing and Private Placement Arbitrage Behavior[J]. Journal of Audit & Economics, 2016, 31(3): 73-82.
- [3] 曹国华,林川. 基于股东侵占模型的大股东减持行为研究[J]. 审计与经济研究, 2012, 27(5): 97-104.
CAO Guohua, LIN Chuan. Large Scale Limited Tradable Stock Based on Shareholders Occupation Model[J]. Journal of Audit & Economics, 2012, 27(5): 97-104.
- [4] 曹国华,杜晶. 上市公司不同类型股东的大小非减持动因探究: 基于最优股权结构模型的研究[J]. 南方金融, 2011(10): 55-59.

- CAO Guohua, DU Jing. The Research of Reduction Motivation of Different Shareholders: Based on the Optimal Ownership Structure[J]. South China Finance, 2011(10): 55-59.
- [5] 黄晋杰. 限售股股东在大宗交易平台上的减持行为研究 [D]. 上海: 上海交通大学, 2012.
- HUANG Jinjie. An Empirical Research on Reduction of Restriction-Lifted Shares of Non-Circulating Stockholders by Block Trading System[D]. Shanghai: Shanghai Jiaotong University, 2012.
- [6] 徐惠丽. 我国股权分置改革中第一大股东减持动因研究 [D]. 杭州: 浙江工商大学, 2011.
- XU Huili. The Motivation of Holding Reduction by the Largest Shareholder's Research in Chinese Shareholder Structure Reform[D]. Hangzhou: Zhejiang Gongshang University, 2011.
- [7] 朱茶芬, 李志文, 陈超. A股市场上大股东减持的时机选择和市场反应研究 [J]. 浙江大学学报, 2011(2): 1-11.
- ZHU Chafen, LI Zhiwen, CHEN Chao. A Study on the Timing and Market Reaction of Large Shareholders' Reduction in A-Share Market[J]. Journal of Zhejiang University, 2011(2): 1-11.
- [8] 曹国华, 林川. 行业差异与大股东减持行为 [J]. 中国流通经济, 2013, 27(1): 117-122.
- CAO Guohua, LIN Chuan. Does Industrial Differences Influence the Reduction of Major Shareholders[J]. China Business and Market, 2013, 27(1): 117-122.
- [9] 陈启清, 杨振. 2014—2015宏观经济形势分析及展望 [J]. 理论视野, 2015(2): 34-42.
- CHEN Qiqing, YANG Zhen. Analysis and Prospect of Macroeconomic Situation from 2014 to 2015[J]. Theoretical Horizon, 2015(2): 34-42.
- [10] 吴必成. 乐视网大股东减持“反哺”行为研究 [D]. 杭州: 浙江工商大学, 2017.
- WU Bicheng. The Reserch of LETV Large Shareholders' Selling and "Feedback" Behavior[D]. Hangzhou: Zhejiang Gongshang University, 2017.
- [11] 栾雅婷. 我国证券市场中小投资者权益保护制度研究 [J]. 河北企业, 2017(5): 89-90.
- LUAN Yating. Research on the Protection System of the Rights and Interests of Small and Medium-Sized Investors in China's Securities Market[J]. Hebei Qiye, 2017(5): 89-90.
- [12] 付洪垒, 雷娜. 金科文化大股东减持动因分析 [J]. 合作经济与科技, 2019(20): 58-59.
- FU Honglei, LEI Na. An Analysis of the Reasons for the Reduction of Large Shareholders of Jinke Culture[J]. Co-Operative Economy & Science, 2019(20): 58-59.
- [13] JACOBS B W. Shareholder Value Effects of Voluntary Emissions Reduction[J]. Production and Operations Management, 2014, 23(11): 1859-1874.
- [14] BERLE A, MEANS G. The Modern Corporation and Private Property[M]. New York: Macmillan, 1932: 311-314.
- [15] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Agency Problems and Dividend Policies Around the World[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(1): 1-33.
- [16] 李博文. 大股东减持的动因与经济后果 [D]. 南京: 南京大学, 2016.
- LI Bowen. Holdings of Major Shareholders Motives and Economic Consequences[D]. Nanjing: Nanjing University, 2016.

(责任编辑: 廖友媛)