

控股股东减持动机问题研究

朱昆鹏

(淮北市医疗保障局医疗生育保险征缴稽核中心 安徽 淮北 235000)

[摘要]自2005年股权分置改革以来,随着非流通股限售期的结束,大股东依仗其掌握公司内部信息的优势适时减持进行过度的投机牟利。大股东操纵资本市场会给中小股东相关利益造成损害。由于我国资本市场自身的复杂情况,导致影响控股股东减持的因素也相当复杂,文章主要以影响减持的众多动机中两个代表性的动机:支持性减持、投机套利性减持为考察蓝本对大股东一系列的相关行为进行分析。

[关键词]控股股东;减持;动机;影响

[DOI] 10.12252/j.issn.2096-6288.2021.07.603

引言

随着中国证券市场逐步迈入了全流通的时代。政府减少对资本市场的宏观干预更注重市场的整体协调能力。从经济学有效市场假说原理的角度来看,一个完善的市场就是政府少干预甚至不干预,每个投资人都是理性的,市场会自我调节和趋于完善。作为投资人的大股东尤其是控股股东其持股比例是综合多种因素权衡后的最佳结果。控股股东减持是一个持续向目标减持比例的动态调整过程,因此,受主客观因素的共同影响,大股东不会也不可能不计成本的大量抛售其所持股票。改革过程中出现的曲折和反复是符合客观经济规律的正常表现,一个资本市场的成熟也是在不断的改革和探索中完成的。

1、控股股东减持动机分析

控股股东及一些非控股小股东减持的动机多种多样,并不是所有的股东都会选择减持。一般来说,当市场面临高估值风险时,大股东的抛售动力较强,市场估值相对合理时,大股东更倾向于选择持有股票。股票最大的“庄家”既不是公募基金,也不是私募基金,而是以低成本获得非流通股的大小股东,也就是所谓的“大非”“小非”。其中最具有发言权的是控股大股东——他们对自己企业的经营状况最为了解,但股改之前大股东及其他法人股东的股份不能流通,所以他们对公司股价既不关心,也无动力经营好上市公司。大小非解禁,就是非流通股已获得上市流通的权力。大小非解禁通常会带来减持,减持就是大股东在二级市场抛售一部分可以上市流通的股份,增加了市场的流通量,有人卖就需要资金去承接,短时间内供过于求,使股价下跌,一般来说对股市算是利空。当然如果大股东不减持就不算利空,反而有可能刺激股价上涨。下面就对大股东减持众多动机中几个代表性的减持动机进行分析研究。

1.1 支持性减持

支持是指大股东为了提升上市公司业绩、避免其违约、退

市或破产而向上市公司输送利益的行为。支持可能是为了获得更高的投资回报,也可能是为了以后进一步的掏空。如果社会投资者是理性的,控制性股东只有在掏空的同时伴随着支持行为才能帮助企业度过危机,也为其以后的继续掏空提供可能。一家上市公司被宣布为ST后,如果财务状况不能在限期内得到改善,公司将失去上市资格。大股东为了保护壳资源往往会频繁运作来支持上市公司以达到保持公司控制权并能继续获得控制权私人收益。大股东在改进业绩方面的努力直接表现为股价上升。

第一大股东的持股比例在一定范围内将有助于提高上市公司绩效。我国上市公司大股东减持行为并不鲜见,尤其是自股权改制以来我国沪深股市所面临的大股东解禁限售股减持压力的背景下,大股东减持更值得关注。一般认为,大股东减持是不看好公司经营前景,对公司发展缺乏信心的表现,但实际上大股东可能出于资金周转、战略调整、新项目投入等因素急需现金,短期内不可能通过再融资程序募集资金。而控股大股东的适当减持有利于增加股份流动性、提高公司治理效率,从而增加公司财务绩效。

有研究表明大股东减持行为对公司经营绩效的影响与大股东减持幅度有关,在减持幅度较大时,大股东减持行为与公司经营绩效显著负相关,控股股东的减持行为与公司经营绩效显著负相关;在减持幅度较小时,控股股东的减持行为对经营绩效有正面影响作为众多减持动机之一的支持性减持,在公司的所有权安排中,大股东拥有公司的控制权,就既有能力为获取控制权的私人利益而侵占上市公司的资源,又有能力当上市公司陷入经营困境时,通过减少自己的侵占行为而使公司具有偿债能力,甚至会用自己的资源进行支持以防止公司破产。

1.2 投机套利性减持

原始股的购买成本比较低,多年的分红送股和陆续填权又再次降低了其持股成本,即使减去支付的对价以后,大股东

减持的收益空间仍旧具有相当诱惑力。因此，单从即时获利角度来看，经济利益驱动使“大小非”股东有足够的理由减持套现。

一些二级市场的接盘投资者根据对上市公司股价的估价进行选择：对公司基本面不理想、缺乏投资价值、发展前景有限的公司，大股东纯属减持套现，可能因为缺乏接盘者而无法顺利减持；对公司基本面良好、具备投资价值、有发展潜力的公司，大股东正常减持时，投资者会根据公司投资价值与股价表现的关系进行选择，某些优质公司会出现“越减持越上涨”的现象。

1.3 规避风险性减持

此类股东一般集中在限售股持股比例偏低、较多无话语权的小非流通股东。由于其不涉及控制权问题，获取股价收益最符合自身利益，受“落袋为安”的利益观导向，这部分股份的套现欲望会非常强烈。

1.4 战略投资性减持

在成熟的资本市场中，投资者的投资决策将更多基于对市场未来发展的理性预期。从这个意义上讲，股票本身的投资价值和公司在远期商业竞争中的走向将成为关注的重点。在股权分置改革完成以后，产业资本与金融资本进入了新一轮的博弈阶段。如果股票价值大于重置成本。则说明投资金融资产的资产回报率不及投资实物回报率高，公司股价被高估，势必要进行减持；反之则说明公司股价被低估。企业若以购买股票的方式来取得生产性资产，将会比重置新设备来的便宜，那么很显然，此时“大小非”并没有过大的减持动力。由此可见，“大小非”股东对公司成长性的合理市场预期，将对其减持决策产生重大影响。

2、研究结论

2.1 股改后大小非并非盲目减持

大股东减持行为与公司的经营绩效有直接关系。通常情况下，对于一家业绩良好具有发展前景的公司大股东普遍具有惜售心理，而对一家业绩与发展前景较差的公司大股东减持套现的动机更强烈。控股股东的减持是一个持续向目标减持比例的动态调整过程，解禁后非流通股股东要获得流通权必须向流通股股东支付对价。作为一个理性的个人投资者，在资本市场上逢高减持套现是作为一个投资客的本能，更何况有时减持，其收益早已超过其初始成本许多倍。故股东并非不计成本的盲目减持，其要比较减持前后成本与收益再做决定。

2.2 大股东可作为支持性行为而减持

大股东减持套现，将所得资金注入处于财务困境的上市公司。一般来说，减持处于财务困境的上市公司的股份，并不能可能获得满意的即时性利益。但是，大股东减持套现后，将资金注入处于财务困境的上市公司，增强公司资金流动性，使公司暂时摆脱财务困境，恢复公司正常的经营状态。同时，为公司加强财务管理以提高综合经营绩效赢得了时间。对大股东来讲，微量的减持既不损害其对该家公司的控股地位，又能挽救该公司退市的境遇，其实控股股东的初始投入成本在公司盈利时早已收回，现在要做的只不过是减少暂时的股利分红，所以ST公司成功保壳后，更方便两大股东以后的掏空行为。

2.3 大股东可出于投机性套利动机减持

大股东减持实际上是一个在大股东追求财富最大化下的股权结构均衡问题。控股股东通过减持获取的股权转让溢价大大高于非控股股东，二者之间存在显著差异，控股股东通过减持获取控制权私利的情况的确存在。非国有控股公司的控股股东通过减持获取的股权转让溢价远远高于国有控股公司，说明非国有控股公司控股股东具有更强的通过减持获取控制权私利的动机，而国有控股公司因受到政府监管等因素的影响控股股东通过减持获取控制权私利的动机并不显著。此外，控股股东的股权转让溢价受控制权程度、股权制衡度和公司资产管理效率的影响。控股股东控制权程度越高，其股权转让溢价越高。

结束语

在目前的制度背景下，中小股东无法提前了解大股东的减持计划和减持动机，而只能在事后上市公司的信息披露中简要了解大股东的减持结果。这样的结果不仅加剧了大股东与中小股东之间本来就存在的信息不对称问题，而且降低了上市公司信息的有效性。股改是我国资本市场迈向成熟过程中必经的不断摸索的过程，因此，笔者相信随着我国立法及股票市场的不断完善，我国资本市场会朝着越来越好的方向不断发展。

参考文献

- [1] 楼瑛, 姚铮. 财务绩效与上市公司大股东减持关系实证研究[J]. 经济论坛, 2008(12): 25-31.
- [2] 刘亚莉, 李静静. 大股东减持、股权转让溢价与控制权私利[J]. 经济探索, 2010(8).
- [3] 刘亚莉, 王微. 大股东减持的市场反应与影响因素——基于市场氛围的研究