

# 上市公司重要股东减持股份动机、影响和管理方式简析

李涵

(陕西医药控股集团有限责任公司, 陕西 西安 710075)

**摘要:**随着我国经济体制改革的持续深入和资本证券市场的飞速发展,上市公司重要股东减持股份的情况时有发生。为避免上市公司重要股东通过不合理减持股份大额套现、损害中小股东利益,需要对上市公司重要股东减持股份的动机、减持股份的影响和减持股份管理方式进行深入研究。上市公司重要股东通过合理减持股份,既有利于引入更多机构投资者,学习先进管理模式和管理理念,又有利于通过完善股东会、董事会、监事会的公司治理体系,建立和完善现代企业制度,促进企业持续健康发展。基于此,本文简要分析了上市公司重要股东减持股份动机、影响和管理方式,希望可以为上市公司的公司治理提供参考。

**关键词:**上市公司; 减持股份; 管理方式

**中图分类号:** F832.51

**文献标识码:** A

**DOI:** 10.12317/j.issn.1673-3169.2022.21.004

## 0 引言

随着中国证监会发布减持新规,证券监督管理机构对重要股东减持股份的法律规范日益完备,重要股东的减持行为更具制度性约束。上市公司重要股东通过合理减持股份,在二级市场释放更多流动性股权,有利于增强上市公司活力。重要股东通过合理减持股份,引进财务投资者,有助于丰富和完善公司治理体系,建立现代企业制度。但是,针对部分重要股东通过股份减持进行大额套现,掏空上市公司的行为,上市公司和中小股东也要通过完善公司治理进行规范和限制。

## 1 股份减持的意义

### 1.1 促进证券市场的健康发展

公众流通股、法人股等共同组成了中国证券交易所不同性质的股票。在企业法人股票中,大量股票却没有正常地在证券市场上流通,而是以原始股形式存在,这也导致了证券交易运行中存在一些缺陷,对上市公司以及一般公众投资者的行为方式和道德规范都产生了不良影响,并严重阻碍证券交易市场的健康发展。通过适当方式减持股份,将逐渐消除这两类证券的价值差异,逐步走向统一流通、同股同权、同股同价,以推动证券市场的健康发展<sup>[1]</sup>。

### 1.2 促进控股企业股权多元化发展

很多企业,特别是国有企业,通过股份制改造转变为上市公司,企业在形式上完成了现代化发展。然而如果上市公司中控股股东的股份占比最大,导致上市公司呈现出单一控股股东“一言堂”现象,将会影响上市公司法人治理结构的激励、约束等功能无法发挥,严重的还出现控股股东侵占上市公司的情况。为此,

需要通过对上市公司采取控股股东合理减持股份的方式,改善公司股权结构,引入上市公司更多战略投资者,以促进上市公司股权多元化及上市公司的企业法人治理结构规范化。

## 2 上市公司重要股东减持原则

### 2.1 平等原则

平等原则指的是,上市公司新老股东间的平等以及国企与民企间关系保障的平等。上市公司在重要股份减持时,要避免因维护一方权益而挫伤市场积极性,使整个市场的整体收益大大降低。为此,上市公司应该注意价格的合理化,尽可能减少行政性规定。例如,挂牌公司可以采用直接向市场拍卖的形式进行定价<sup>[2]</sup>,如果上市公司的国有股份无法拍卖出去,就可以证实该公司管理层内部存在的问题。

### 2.2 均衡原则

均衡原则指的是,上市公司中控股股东股份在实现股份减持和流动的过程中,必须注意在证券市场上如何才能实现资本供求与证券供需之间关系的均衡。具体而言,是指上市公司必须对新股首发上市的合理安排、政府配股方案、对公司增发新股的有机配合等方面加以全面考虑,从而促使上市公司能够实现市场供求平衡和平稳发展。如果上市公司因为股份减持方式,而造成市场经济发展持续受挫,导致证券市场功效无法充分发挥,将得不偿失。

## 3 上市公司重要股东减持动机

### 3.1 控股股东“一股独大”影响公司运营

目前,我国上市公司在股权结构方面呈现出过度集中的现象。在国有控股上市公司中,国有股比例大,使得其他中小股东在上市公司经营管理中话语权比较

小，只能听从大股东的命令管理公司。此外，由于部分上市公司内部管理制度不健全，致使企业中董事会和监事管理人员在行使监督职能的期间缺乏自主性和公允性，无法履行其责任和义务，甚至还会发生董事、监事、高管等人员联合重要股东利益对小股东压迫，实施掏空式的减持行动。同时，由于“一股独大”的现象容易造成内部约束制度的缺失，导致大股东利益得不到制衡。上市公司重要股东在不触犯法律的情况下，做出肆意出售股权的行为实现股票减持，这种减持行为不顾及上市公司发展前景以及广大中小股东的投资权益。这不但会造成委托代理的问题，导致企业经营效益严重下降，甚至还会导致证券市场产生系统性风险，影响股价波动，损害上市公司股份价值。

### 3.2 套取巨额收益

控制权收益理论研究指出，控股股东会依靠自身的控股地位优势，利用内部信息，转移公司资源以获取中小股东无法享有的控制权私利。因此，控股股东会通过新的减持途径对上市公司进行大幅度减持，以实现较好的经济利益。在公司治理不规范的上市公司，尤其是家族企业的上市公司，控股股东往往容易将上市公司作为自身获取巨额利益的来源和渠道，通过人为操纵股价进行大额减持，套取巨额收益，实现风险转移<sup>[3]</sup>。控股股东通过大宗交易、换购ETF等方式对所持股权进行连续减持，损害投资人利益。

### 3.3 业务发展受挫

控股股东作为企业内部人，对公司的经营发展状况最为了解，尤其是公司的前期发展情况和未来发展前景。在上市公司公开披露的信息中，普通投资者大多只能通过公司报表判断公司业绩，无法获得报表之外的信息，从而影响对公司的价值判断。作为对上市公司比较了解的内部人士，往往能够比外部投资人和中小股东更快掌握公司内部信息，因此会倾向于通过减持股份规避风险。当上市公司逐渐进入发展瓶颈期，甚至开始业绩下滑时，上市公司控股股东本着降低投资风险的原因，在公司经营乏力、无法改善经营状况时，倾向于通过减持股份实现逐步退出。在国有企业中，随着资本市场退市制度逐渐完善，为确保国有资本经营活力，对一些没有发展空间、业绩逐年下滑甚至面临清算破产风险的上市公司，国有控股股东也可以通过让民营企业参与借壳上市，将上市公司退市并引入民营资本股东等方式，减少控股股东的持股比例，引入民营资本加入，确保上市公司的发展活力和空间。

## 4 上市公司重要股东减持的影响

### 4.1 优化股权结构

上市公司控股股东通过合理减持股份，适当降低控股股权比例，既可以将原始股流入市场，增强二级市场股份流动性，又可以通过定向增发，引入私募股权基金等财务投资者，引进先进的管理机构和管理经验。通过股权多元化，在保持上市公司控股股东持股地位的前提下，完善公司治理体系和治理结构，增强上市公司经营活力。

### 4.2 影响股价波动

上市公司控股股东连续大额减持套现，即使在市场上提前进行了披露，也会引发广大投资者对公司质量的怀疑，进而传导到二级市场，影响公司股价。

### 4.3 损害公司和中小股东权益

控股股东通过操纵股价进行大额套现，将严重损害中小股东利益。在公司治理不健全的上市公司，中小股东无法通过股东大会对控股股东的行为进行限制，只能被迫承受股价下跌造成的损失。

## 5 上市公司重要股东减持股份管理缺陷

### 5.1 信息披露真实性和及时性不足

当前，部分上市公司对外信息披露存在形式化问题，信息披露缺少真实性、及时性和有效性。在对市场上本应知悉的重大信息的公开过程中往往有所保留，这种形式重于实际的信息公开意识背离了公司维护小股东权益的宗旨。在实际减持中，对触及核心利益的重大股份减持的情况披露并不充分，往往通过提前有利消息的公布时间，进一步推迟利空消息，从而抬高股票价格以实现“精准减持”。此类做法严重违背了中国证券市场公平交易的基本准则<sup>[4]</sup>。近年来，上市公司往往会通过高送转、兼并整合、定向增发等形式控制股票价格走势，并在适当时机进行重大股份减持套利。

### 5.2 监管执行力度执行不够

目前，以问题为导向的事后监管是现行主要监管模式。通常只有上市公司发生违规行为后，监管机构才结合具体问题采取相应的监管措施，使得中小股东利益无法得到及时保护。另外，由于惩罚力度较小，违规成本过低，与违规收益之间存在严重不匹配现象，相关惩罚的警示作用无法得到充分发挥。新出台的减持新规中，违规减持处罚也仅仅停留于书面警示、公开谴责、限制交易等方面，威慑力仍显不足。不仅如此，在对一些被证监会查处的案件中可以看出，监管机构处罚违规行为的力度较小，在违规行为主体来看这些处

罚，只是收益的极少部分，因此仍需要进一步增强处罚力度。

### 5.3 缺少有效的外部制衡机制

上市公司重要股东在利益驱动下，可能会运用资本市场和信息技术的优势，协助企业高层利用盈余管理、内部交易等行为控制股票价格，并从中获取丰厚利润。关于公司违规减持问题，当前的外部审核机关还无法通过挂牌公司财务状况，向市场有效披露上市公司财务状况风险，尤其对以财务手段掩盖的掏空行为，还无法做到有效约束。而作为外部控制的审计部门，要根据上市公司的实际情况适时发出公司预警信息。另外，当前网络媒体等信息传播媒介，也面临着信息传播效率滞后等情况。由于缺乏有效的外部制衡机制，无法对重要股东违规减持采取事前有效监管和防范。

## 6 针对上市公司重要股东减持的管理措施

### 6.1 公司治理层面

#### 6.1.1 合理优化股权结构

通过合理优化股权分配和制衡体系，形成合理的股东治理机制，能够在一定程度上避免出现上市公司的重要股份通过大股东卖空效应而损害中小股东权益的问题。上市公司通过健全独立董事会机制，对公司活动开展有效监管，并通过合理的内部制衡，可以实现对大股东的无序减持等重大决策的有效监督和制约。中小股东代表应充分利用自身的合法权益，主动参与中小股东大会，以增强中小股东的监督力量，并通过合理行使表决权，提高公司治理参与度，减少上市公司信息的不对称情况，合理解决上市公司信息公开的委托代理等问题。

#### 6.1.2 加强信息披露的真实性和及时性

第一，规范披露是影响上市公司股票价格的重要信息，能够提高市场交易透明度，从而弱化重要股东的信息垄断，减少市场投资者信息不对称的问题。同时，结合减持新规，上市公司应督促重要股东建立健全信息披露制度和信息报告制度，股东应积极增加信息披露范围和程度。不仅公司重要股东要积极做好信息披露，而且公司股东、董事、高层及其减持后会对市场形成巨大影响的股东代表也应积极参与信息披露。第二，为提高信息披露的时效性，上市公司必须在事前、事中、事后对重要股东减持的股份规模、减持原因、减持日期和价格信息等具体事宜作出更详尽准确的公告与解释，有效减少重要股东大幅减持对市场的负面影响。第三，在法律法规规定的减持股份信息披露范围之外，鼓励重要股东主动完善信息披露范围，使信息披露更

趋于完善，有利于增强市场信心，提升股票价值，从而增加上市公司信息公开的自愿性和积极性<sup>[5]</sup>。

#### 6.1.3 借助外部咨询机构的力量

作为一项系统工程，上市公司股份减持涉及公司发展战略规划、公司治理结构、公司控制权分配等多个方面，属于影响公司发展战略的重大事项和关键环节。建议在具体减持中，借助律师事务所、会计师事务所、证券公司等外部咨询机构力量，理顺股东在减持上市公司股份中涉及的法律、税务、财务等方面的关键要点，才能在合法合规范围内开展股份减持工作，避免触碰监管对大股东的减持限制。建议上市公司聘请外部咨询机构作为财务顾问，制定上市公司股份减持方案。这样可以提高国有股份减持的专业性及独立性，实现降低成本、提高效率、确保合法合规的目的。在国有股份减持过程中可以聘请外部机构进行咨询和辅导，借助外部机构，与证监会、交易所、证券业协会等监管机构进行有效沟通。同时，上市公司可以通过聘请外部机构，为上市公司国有股份减持提供全流程配套服务，为国有股份减持后公司的有效运转提供可靠保障。

### 6.2 监管机构层面

监管机构通过加强监管执行力度，有利于规范和监督上市公司国有控股股东的违法减持行为。第一，针对目前已经出现的重大违法违规减持案件，国有企业监管机构可以通过总结大股东违规减持常用手法与特征，形成违规减持警示和通报制度，从监督程序上做好前置规范与管理。目前，上市公司中存在的重要公司股份违规减持情况，主要伴随着高送转让、兼并重组、定向增发等情况。基于此，监管机构还应当通过联合监督的方式对资本市场中不同层次的市场主体进行监督。第二，监管机构要加强监督执法，要重点调整罚款限额，加大对操纵上市公司内幕信息、进行违法关联交易等行为的惩罚力度，加大对大股东违法行为的惩治力度<sup>[6]</sup>。第三，要充分发挥股票交易所的监督职能。股票交易具有实时控制市场波动的优势，为体现其市场监督功能，交易所应通过建设实时交易监测平台，从事后监管、监管形式化逐步转向动态监督，最终实现过程与结果协同管理，从而及时发现大股东的违规减持股份行为。

## 7 结语

在保障上市公司重要股东控股地位的同时，促进上市公司控股股东合理减持，可以优化上市公司股权

(下转第15页)

思想观念,改进员工的管理意识,为公司发展打下良好的基础;第二,加强内部制度流程建设,及时根据最新的法律法规制定以及各部门业务的实际发展情况制定内部制度流程和相关规范,并确保其合理性;第三,要加强合规监督,时刻追踪最新出台的法律法规,全方位监控基金投资运作风险点,并将风险点作为监控重点,合理监督公司的运作情况;第四,要强化对风险的控制,根据市场变化,定期进行风险评估,设置风险预警机制,在运作过程中对基金可能出现的风险隐患进行全面把控<sup>[9]</sup>。

### 2.2.3 严格落实信息披露制度

严格的信息披露制度不但能扩大基金管理范围,还可以做到分散股权,从而最大限度上避免少数股东干预管理的情况,全方位规避个人和基金产品之间的利益输送,规避企业董事会和企业内部普通员工发生利益交集,使企业朝着更好的方向发展。

## 2.3 健全基金监管体系

### 2.3.1 确保IPO公司会计信息的真实性

金融企业需要使用的会计信息较多,部分企业缺乏专业能力鉴别各类信息,需要委托会计师事务所对相关信息进行审计,因此需要规避会计师事务所和企业之间的利益联系,确保会计师事务所的独立性,从而提高审计报告的真实性和合理性。

### 2.3.2 完善信息披露机制,保护投资者利益

目前,很多公司会定期披露“扣除非经常性损益后的每股收益”和“每股经营活动产生的现金流量”两项指标,这两个指标通过权责发生制和收付实现制反映了每股收益的质量。但是,由于现行现金流量将“处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收到的现金净额”全部纳入“投资所产生的现金流量”中,但“偿付利息所支付的现金”却被纳入“筹资活动产生的现金

流量”中,使得“净利润”和“经营活动产生的现金流量”口径不一致,增加了数据分析的难度<sup>[10]</sup>。因此,需要调整和优化信息披露机制,使得二者的口径基本一致,促使公司的财务分析机制更为合理。

## 3 结语

我国是经济大国,有庞大的经济体系和稳定的投资人群,未来我国的证券投资基金市场将拥有广阔的发展前景,尽管在投资基金发展过程中还有很多需要完善的地方,但是随着市场经济建设的不断完善,市场将会发展得越来越好,希望通过本文的分析,能够为相关从业人员提供一定借鉴,从而促进我国证券投资基金的健康发展。

## 参考文献

- [1] 范世荣.我国私募证券投资基金监管现存困境及解决对策[J].财讯,2021(2):1-3.
- [2] 成亿苓.我国证券投资基金羊群行为的成因、影响与对策分析[J].中小企业管理与科技,2021(28):64-66.
- [3] 贾丽娜,孙辉,曾涛,等.证券投资基金共同持股、信息偏好与股价信息含量[J].金融理论与实践,2021(1):67-75.
- [4] 黄胡蝶.证券投资基金对我国股票市场的稳定性影响研究[J].环渤海经济瞭望,2021(8):26-28.
- [5] 陆兴强.私募股权投资基金与证券投资基金一体规范研究[J].商情,2021(29):49-51.
- [6] 陆兴强.证券投资基金的交易行为及其市场影响分析[J].经营者,2021,35(9):250-251.
- [7] 贾和悦.关于证券投资基金风险管理的问题分析与对策探讨[J].消费导刊,2021(16):275-276.
- [8] 张沛莹.中国证券投资基金“羊群行为”的成因分析与控制对策[J].经济与社会发展研究,2021(25):76-77.
- [9] 汪宗霖.以证券投资基金金融服务为视角探究金融消费者权益的法律保护[J].科学与财富,2021(12):303,351.
- [10] 赖朝果.浅析不完善证券市场环境下我国证券投资基金的现状和发展策略[J].理财周刊,2021(1):32,34.

(上接第12页)

治理结构,推动上市公司可持续发展。通过引入多元股权方的治理方式和治理效能,可以有力促进上市公司现代化发展,完善上市公司股权治理结构和法人治理体系,为上市公司经营发展提供保障。

## 参考文献

- [1] 胡超.国轩高科大股东减持动因及其影响研究[D].重庆:西南大学,2020.
- [2] 孙玉莹.上市公司高送转与大股东减持行为研究[D].长春:

吉林大学,2020.

- [3] 陈红,张骁.上市公司重要股东减持动因及应对策略研究[J].金融发展评论,2018(5):118-128.
- [4] 吴莹.我国上市公司大股东减持动机及影响分析[J].当代会计,2017(8):24-25.
- [5] 姜英兵,申柯.上市公司“高送转”与大股东减持[J].财务研究,2017(1):40-51.
- [6] 史征斌.关于我国上市公司股份回购的动机分析和财务效应探讨[J].消费导刊,2021(26):280.