

创业板高管减持信息优势的影响状况及规范举措

王素玲(教授), 赵冠飞

(安徽大学商学院, 合肥 230039)

【摘要】创业板市场上市公司高管减持一直以来都是在我国资本市场中备受关注的重要问题之一。本文选取深交所2010年11月1日创业板解禁日至2014年4月30日止创业板上市公司高管减持的样本数据,揭示创业板高管在减持过程中综合利用估值及业绩预测两种类别信息优势进行减持操作的状况,并就监管与规范对策提出相关建议。

【关键词】创业板; 高管减持; 信息优势

一、引言

创业板市场在深交所经批准自2009年10月23日开板成立四年多来,已经成为中小企业创业初期与资本市场对接的有效渠道。它不仅在一定程度上破除了企业(特别是自主创新企业和其他成长型创业企业)发展面临的资金“瓶颈”,而且也为企业把握机会,扩大生产规模,不断做大做强提供了资金保障。

根据深交所统计,截至2014年4月底,创业板上市公司已达379家,总股本758.8亿股,总市值1.88万亿元。然而,在创业板市场取得斐然成绩的同时,我们也应清醒地认识到其面临的诸多问题,如三高、改变资金用途、高管及原始股东减持成潮等,其中高管减持是最受市场关注的重要问题之一。

2010年11月1日创业板解禁伊始,很多公司股东、高管就加入了减持大潮之中。根据深交所数据显示,在创业板解禁后的三年内,首批28家公司中有21家公司高管有股份减持行为,涉及金额达15.27亿元。据不完全统计,在创业板解禁前的半年多时间内,创业板上市公司高管辞去原职的多达40余位,其中不乏企业创始人。在创业板成立4年间,创业板总计上市的355只个股中,有213只个股遭到高管净减持,占总数的将近6成,累计套现将近150亿元,而仅有25只个股获得高管净增持,增持总额也只有不到3亿元。

创业板上市公司高管的减持行为,虽对以价值为最终因素的股票价格未产生重大实质性的影响,但因高管对上市公司具有相应的信息优势,所以,大幅度的减持行为往往会给其他投资者造成很大的心理影响。同时,也使公司管理层动荡,对公司未来发展构成负面影响。长此以往,公众投资者会逐渐丧失投资创业板公司的热情,从而在创业板市场形成“劣币驱逐良币”的现象,同高管持股

制度设计初衷相悖离。因此,本文调研创业板高管减持的信息优势因素影响状况,探寻监管与规范的相关策略,以期促进创业板市场的有序建设。

二、创业板高管减持的制度背景

2006年1月1日实施的《公司法》第二节第一百四十二条规定:公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况,在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五;所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内,不得转让其所持有的本公司股份。

证监会在2007年4月5日发布的《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》(证监公司字[2007]56号)第五条规定:上市公司董事、监事和高级管理人员在任职期间,每年通过集中竞价、大宗交易、协议转让等方式转让的股份不得超过其所持本公司股份总数的25%,因司法强制执行、继承、遗赠、依法分割财产等导致股份变动的除外。

2008年4月20日发布的《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》(证监会公告[2008]15号)第八条规定:持有或控制上市公司5%以上股份的股东及其一致行动人减持股份的,应当按照证交所的规则及时、准确地履行信息披露义务。证监会公告[2008]15号文于2014年2月12日废止,为配合相关工作,上交所于2014年4月15日发布了《关于取消解除限售存量股份转让等业务限制相关事宜的通知》,对其中某些限售存量股份转让条款等进行了修改或更具体的针对性规定。

深交所在2008年依次发布的《关于实施〈上市公司解除限售存量股份转让指导意见〉有关问题的通知》(深证会[2008]41号)、《关于做好客户解除限售股份减持行为

规范工作有关事项的通知》(深证会[2008]50号)、《关于进一步规范“大非”通过大宗交易系统减持股份有关事项的通知》(深证会[2008]163号)等文件中对解除限售存量股份等行为进行了规范。并在2009年10月15日发布的《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》中,分别对在职、离职高管减持本公司股份做了较具体的规定:在职高管年减持股份数量不得超过其持有的本公司股数的25%;已离任高管,在其离任后的6至12个月,减持的本公司股数不得超过其自身持有的本公司股数的50%,12个月,减持股数不再受到限制。此规定使在任创业板高管减持其所持有的全部股份实现套现,一般至少需要5年,而高管离职后则仅仅需要12个月。

2010年11月1日,首批在创业板上市的28家公司中除宝德股份(300023)外,其余27家公司解禁,掀起了创业板市场公司股东以及高管离职减持高潮。为抑制辞职减持现象的发生,深交所于2010年11月4日发布了《关于进一步规范创业板上市公司董事、监事和高级管理人员买卖本公司股票行为的通知》,该通知明确规定创业板董事、监事、高级管理人员自IPO上市之日始半年内申报离任的,从申报之日开始,18个月内不允许其减持所持有的本公司股份;同时该通知规定,在创业板IPO后第7到第12个月申报离任的,从申报之日开始,一年内不允许转让所持的本公司股份。2014年4月29日,深交所发布了“关于废止《关于实施〈上市公司解除限售存量股份转让指导意见〉有关问题的通知》(深证会[2008]41号)等业务规则相关事宜的通知”,对其中某些限售存量股份转让条款等进行了修改或更具体的针对性规定。

以上逐步强化的对创业板高管减持行为的监管与规范,延长了公司高管持有股票的限售期,解决了通过尽早辞职达到一年内减持所持全部股份的突出问题,一定程度上起到了对高管等人员减持行为的限制与规范作用。但仅仅通过用延长后仍较短的限售期达到从根本上约束高管减持行为显然是不现实的。

三、创业板高管减持的信息优势影响现状

创业板上市公司高管与其他主板和中小板公司高管一样,具有企业运营管理者 and 资本市场重要投资者双重甚至更多的角色身份,作为“理性的经济人”,他们同样会追求自身利益最大化。高管身份的特殊性使其相对于外部投资者具有的相应信息优势为其“逐利”创造了“得天独厚”的条件:依靠企业运营管理者身份,及时、低成本取得企业相关状况信息,能够在企业财务报告发布前准确预测业绩并对更长期间的业绩做出判断。同时,依靠重要投资者身份,利用市场估值、业绩预测及未来风险判断选择“恰当”时机交易,以实现自身利益最大化。

李锦文(2011)实证了高管减持与公司的盈利能力负相关,而与发行价正相关。于海林(2011)实证了上市公司

高管为减持会进行向上的盈余管理。黄嘉成、王则斌(2013)以2006~2011年高管持股变动的上市公司为样本数据,实证了高管在增持中存在负向盈余管理行为,而在减持时存在正向盈余管理行为。这充分说明高管能够识别出公司股价超出其内在价值的情况,甚至会通过盈余管理达到对股价的操纵,进而选择“恰当”时机减持实现自身利益最大化的目的。

根据对创业板向“套现板”变化的原因分析,通常创业板的“疯狂”减持行为有以下几点主要原因:为解决大股东等发生的资金困难,变通套现;原始股东限售股期满,解禁套现;公司业绩下滑,失缺信心,提前减损套现;股价大幅上涨,逢高套现。实务中,高管无论何种原因的减持时机选择大都很准确地发生在能使其损失最小化或获取私人收益最大化的“恰当”期。

(一)利用估值方面的信息优势进行减持操作

创业板上市公司的股价一般远远超出股票的内在价值,这主要是由于上市公司的原始股票经过了高市盈率以及高溢价两次增值,而IPO市场的估值直接影响着创业板高管的减持期望。

本文以截至2013年12月31日能获取的355家创业板上市公司作为样本资料,将创业板同主板和中小板的IPO市场发行价格与发行市盈率对比,即可清楚地发现我国创业板具有高股价、高市盈率的普遍特点。创业板、中小板、主板IPO市场发行市盈率、发行价比较详见表1。

表1 创业板、中小板、主板IPO市场发行市盈率、发行价比较

	市盈率		发行价	
	平均值	最小值	平均值	最小值
主板	45.286	7.170	23.694	1.800
中小板	47.241	7.170	25.698	2.600
创业板	55.718	12.940	29.713	8.200

数据来源:锐思数据库。

从表1来看,取样期间创业板市场无论发行市盈率均值及最小值还是发行定价均值与最小值都远远高于主板与中小板。其发行价最小值约是主板的4.5倍,是中小板的3倍多。因为股票发行价定价太高,平均市盈率高达55倍,使创业板高管的持股成本远低于主板与中小板,更低于股票市价。

创业板的股价和市盈率居高不下,而创业板公司的业绩难以维持过高的市盈率,高管持股时间越长,贬值就会越多。在解禁期满后,如果创业板高管预测公司业绩会继续下滑,高管为避免风险,实现个人利益的最大化,会进行立即减持操作处理。

本文根据锐思数据库创业板高管股份变动数据作为样本资料,综合2010年11月1日创业板解禁开始,直到

2014年4月30日止创业板高管的减持情况,手工整理所得创业板高管股份减持交易共**4 583**笔。因高管配偶、子女、父母等其他相关人员的减持交易不受限售期影响,剔除了上述交易后,在取样期间有**241**家公司高管发生减持行为的交易**3 594**笔,其中包括**3**笔(详见表2)在限售期内进行的减持交易。

表2 在限售期内进行减持情况说明

股票代码	变动日期	上市日期	距上市日天数	姓名	职务描述	与领导人关系描述
300064	2010-03-26	2010-03-26	0	杨晋中	副总经理	本人
300138	2011-04-26	2010-11-05	171	高智超	证券事务代表	本人
300282	2012-11-29	2011-12-29	330	宋淑梅	监事	本人

在上述有减持行为的**241**家公司中,高管在解禁后一个月以内立即进行减持的有**71**家,解禁半年内进行减持的有**147**家。这说明有近四成的创业板高管在解禁半年内就利用高估值优势的影响进行了减持操作。2009年12月25日挂牌的同花顺在2010年1月18日,公司董秘方超和监事易晓梅双双辞职,堪称上市后离职最快进行减持的创业板高管。

(二)利用业绩预测方面的信息优势进行减持操作

创业板高管运用长期的业绩预测信息,可以预计下一期或更长时期的公司业绩水平。在目前创业板市场普遍的高估值、高溢价背景下,一般创业板上市公司的业绩很难达到预期的水平,所以,有的创业板高管利用业绩方面的信息优势影响,或是为避免损失,选择在下期业绩走低前的“恰当”时期进行减持操作,甚至会以利好消息或错误业绩公告为幌子,在减持前默认股价走高,进而进行减持操作。

表3、表4和表5及变动对比图分别为取样期间创业板高管及相关人员累计减持最多的十家上市公司及累计套现金额和单次减持最多的时点,减持前后发布的业绩对比和股价前后的变动情况。

表3 创业板高管及相关人员累计减持股份最多的十家上市公司及累计套现金额

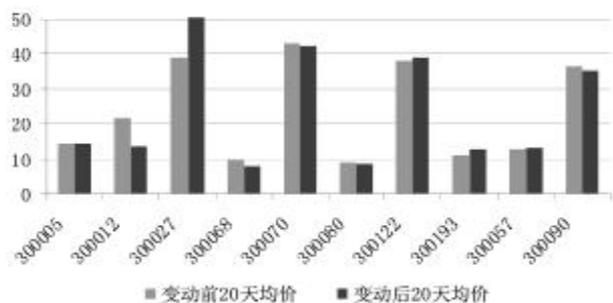
序号	证券代码	公司名称	累计减持股数(股)	累计减持套现金额(元)
1	300005	探路者	- 23 676 424	422 991 633.1
2	300012	华测检测	- 37 637 573	605 712 740.8
3	300027	华谊兄弟	- 83 969 756	2 254 788 113
4	300068	南都电源	- 32 430 105	267 947 910
5	300070	碧水源	- 25 036 545	1 094 665 716
6	300080	新大新材	- 55 589 519	474 856 911.4
7	300122	智飞生物	- 48 767 500	1 539 019 025
8	300193	佳士科技	- 23 302 199	270 395 017.6
9	300057	万顺股份	- 22 837 500	264 142 500
10	300090	盛运股份	- 24 000 000	763 900 000

表4 十家上市企业高管及相关人员单次减持最多的时点,减持前后发布业绩的对比

	减持发生日期	季报截止日期	资产收益率(%)
300005	2013-10-21	2013-09-30	15.434 6
		2013-12-31	24.065 6
300012	2013-05-06	2013-03-31	2.106 7
		2013-06-30	6.547
300027	2013-08-16	2013-06-30	13.07
		2013-09-30	12.300 4
300068	2013-05-27	2013-03-31	1.028 6
		2013-06-30	2.031 5
300070	2013-08-05	2013-06-30	2.552 6
		2013-09-30	3.272 5
300080	2013-11-01	2013-09-30	0.246 2
		2013-12-31	2.371
300122	2013-03-14	2012-12-31	9.17
		2013-03-31	1.708 6
300193	2013-11-25	2013-09-30	3.562 8
		2013-12-31	3.654 1
300057	2014-02-14	2013-12-31	9.078
		2014-03-31	1.684 9
300090	2014-01-22	2013-12-31	9.491 7
		2014-03-31	1.942 2

表5 减持前后20天平均股价以及累计日收益率的变动

	变动前20天均价(元/股)	变动后20天均价(元/股)	变动前20天累计日收益率	变动后20天累计日收益率
300005	14.473	14.465	0.268 2	- 0.200 7
300012	21.784	13.463	0.109 8	0.039 3
300027	38.675	50.334	0.289 9	0.516 6
300068	9.779	7.575	0.171 6	- 0.275 1
300070	43.058	42.239	0.162 9	- 0.128 1
300080	8.777	8.524	0.070 9	0.092 1
300122	37.774	38.789	0.054 2	0.000 4
300193	11.029	12.496	0.127 4	- 0.013 1
300057	12.585	13.03	0.096 4	- 0.070 5
300090	36.27	35.131	0.228 9	- 0.170 3



减持前后20天平均股价的变动对比图

依据表3、表4和表5及减持前后20天的股价变动对比图的统计结果可以发现,取样期间创业板高管及相关人员累计减持最多的十家上市公司减持活动发生后,有6家公司的股价均价发生下滑,说明很大一部分高管是利用了拥有一定的业绩预测信息优势影响在股价处于高位“恰当”时机进行了减持操作。

在十家上市公司减持活动发生后,有6家公司的资产收益率出现明显增加,说明通过大幅度的减持操作一定程度上也能起到对未来业绩的调节作用。而在减持发生后,其中有8家公司的累计超额日回报率出现了下滑,说明高管在减持活动中拥有的业绩预测方面的信息优势影响所进行的减持操作活动,虽未对以价值为最终因素的股票价格产生重大实质性影响,但高管大幅度的减持行为确实给公众投资者造成了负面的影响,向市场传递了一定的利空信息,长此以往,定会对创业板市场的有序建设造成障碍。

四、创业板高管减持信息优势问题的监管与规范对策

创业板高管减持过程中综合利用估值、业绩预测两种信息优势进行减持操作的状况之所以存在,主要的原因在于证券市场信息不对称,以及定价机制和监管政策不完善。

对于信息不对称现象,学术界一般认为可以从强制和自愿两个角度,考查信息发布的数量以及质量两个方面解决信息不对称。强制角度上,制定一系列的法律法规规范会计信息的生成与发布,并推进会计的信息化进程,建立健全信息披露机制。同时,引入中介机构,并进一步强化其责任,保证注册会计师的独立性,提高审计工作的质量。自愿角度上,根据信号传递理论,上市公司要吸引众多投资者,会积极发布更多更高质量的信息,帮助其了解企业的实质情况。

其他监管与规范对策选择包括:

1. 提高会计信息透明度。信息透明度的提高有助于外部投资者更好地认识企业当前及未来发展情况,帮助其做出恰当的评价,减少与高管等内部人之间的信息不对称。

(1)建立与我国国情适应的信息评估体系。理论界已经提出了多种衡量信息透明度的方法与指标体系,但都是依据自身的外部环境提出的,建立可以广泛使用具有可操作性的透明度评估体系不仅可以提高资本市场信息的质量,而且可以规范上市公司及其内部人行为,对少有话语权,处于信息劣势地位的中小投资者的保护更具有现实意义。

(2)加大违规披露的惩戒力度。尽管我国整体信息披露水平已经有了较大的提升,但在深交所披露的评级报告中,仅有中兴通讯(000063)的评级结果连续11年为A级,这从侧面说明信息质量的提升仍有很长的路要走。我国对违法违规披露行为的监管与惩戒执行方面应重点避免企业进行选择性披露。同时,引入过错推定原则以及过错赔偿制度,加重惩戒力度,加大相关责任人违规的成本,才能进一步促进信息披露水平的提升。

(3)证券监管部门应加强对创业板市场在IPO过程中信息披露问题的关注,促使IPO定价科学化,平抑市场估值泡沫。

2. 完善创业板市场定价机制。让创业板的价格回归价值,可以从根本上缓解或解决高管减持成潮的问题,保护中小投资者利益。放松创业板企业IPO过程中对询价机构的限制,针对放松限制条件后可能出现的询价机构随意报价情况,可以从强化监管和发挥市场的监督作用两个方面进行完善。

3. 加强对高管辞职减持的限制。首先,延长高管限售期,鼓励其在任期内不减持全部股份,并详细规定高管减持逐年递增的比例,以促使高管关注企业长期发展,提升公司价值。其次,在法律中明确高管等内部人辞职套现后又去上市或者非上市公司就职的时间间隔。如规定辞职五年内不得到上市公司任职,三年内不得在非上市公司任职等。再者,在加大对违规减持企业的惩戒力度的同时,对优秀公司应给予更多的鼓励和支持,包括根据实际需求批准再融资需求等。

主要参考文献

曹廷求,张光利.上市公司高管辞职的动机和效果检验[J].经济研究,2012(6).

朱茶芬,陈超,李志文.信息优势,波动风险与大股东的选择性减持行为[J].浙江大学学报:人文社会科学版,2010(2).

朱茶芬,陈超,周陆海.内部人延迟披露股票交易信息经济动机和后果研究[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2013(3).

朱茶芬,姚铮,李志文.高管交易能预测未来股票收益吗?[J].管理世界,2011(9).

刘亭立,陈晨.创业板上市公司高管减持研究[J].财会通讯:综合(中),2012(10).

李锦文.我国创业板高管减持行为研究[D].复旦大学硕士学位论文,2011.

于海林.高管增减持、盈余管理及其经济后果[D].安徽工业大学硕士学位论文,2011.