

分类号：
学 号：20202116120

密 级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕士学位论文



科隆股份大股东减持动因及经济后果研究

学 位 申 请 人	时梦真
指 导 教 师	谭伟荣 副教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	财务理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022年5月

分类号：
学 号：20202116120

密 级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



科隆股份大股东减持动因及经济后果研究

学 位 申 请 人	时梦真
指 导 教 师	谭伟荣 副教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	财务理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022年5月

**Study on motivation and economic consequences of reduction of major
Shareholders of Cologne Stock**

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Management Science

By

Shi meng-zhen

(Financial theory and method)

Dissertation Supervisor: Tan Wei-rong

May,2022

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：时梦真

时间：2022年5月31日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：时梦真

时间：2022年5月31日

导师签名：[Signature]

时间：2022年5月31日

摘要

股权分置改革后，我国上市公司大股东减持行为频出，由此引发的各类问题也受到市场和社会的广泛关注。上市公司大股东作为公司内部人，具有非常大的信息优势，这就为其精准减持创造了有利条件，大股东频繁大规模甚至违规减持不仅不利于企业发展和中小股东利益保护，也会对正常的资本市场秩序造成消极影响。针对大股东减持行为，我国证监会也相继出台了相关规定，以治理减持乱象，规范市场秩序。因此，在该背景下对大股东减持行为进行案例式研究，得出的研究结果可以对上市公司长短期经营发展、中小股东权益保护和资本市场秩序维护产生一定的现实指导意义。

本文选择化工企业科隆股份为案例研究对象，结合相关理论，并从整体上对上市公司大股东减持行为的动因、影响因素、实施路径与经济后果进行机理分析，在此基础上聚焦案例公司，具体分析科隆股份大股东的减持行为。分析发现，科隆股份大股东出于公司发展、资金压力、套现获利等动机，在公司股权制衡度较低、内外部监管存在缺陷和中小股东信息劣势的影响下，通过信息操纵、外延式并购、“高送转”等路径一路推高股价，进而实现了精准减持。减持后科隆股份股价下跌，市场消极反应明显，而且公司的盈利能力、营运能力均有所下降，股权质押危机虽得到一定缓解，但公司整体的资金压力还是较大，后续成长力也受到一定影响，而且一定程度上损害了中小股东利益，减持后高管频繁离职也增强了公司治理的不稳定性。但减持也为公司带来了一定的积极效果，减持后控股股东持股比例下降，使第二类代理问题得到缓解。基于此，本文提出了几条普适性的可行建议，首先，内部治理方面，公司应当进一步完善治理结构，提高制衡和监督力度，发挥好独立董事制度应有的功能，其次，站在中小投资者角度，其要加强理论与实践的学习，提高专业辨别能力和识别风险的意识，最后，在外部监管方面，要进一步完善减持新规，细化信息披露制度，加大处罚力度，在保障市场流动性的前提下进一步提高规范性。

关键词：大股东减持；动因；路径；经济后果

Abstract

After the reform of non-tradable shares, the major shareholders of listed companies in China frequently reduce their holdings, and all kinds of problems caused by this have been widely concerned by the market and society. As insiders, major shareholders of listed companies have great information advantages, which creates favorable conditions for them to precisely reduce their holdings. Frequent large-scale or even illegal reduction of major shareholders is not only unfavorable to the development of enterprises and the protection of the interests of minority shareholders, but also has a negative impact on the normal capital market order. China Securities Regulatory Commission (CSRC) has issued relevant regulations one after another for the behaviors of major shareholders to reduce their holdings and regulate the market order. Therefore, in this context, the case study on the reduction behavior of major shareholders can provide practical guidance for the long-term and short-term business development of listed companies, the protection of rights and interests of minority shareholders and the maintenance of capital market order.

This thesis selected the chemical enterprise Cologne as the case study object, combined with relevant theories, and analyzed the motivation, influencing factors, implementation path and economic consequences of the major shareholders' divestment behavior of listed companies as a whole. On this basis, focusing on the case company, the specific analysis of the major shareholders' divestment behavior of Cologne. Analysis found that cologne, a big shareholders of company development, financial pressure, cash profit, such as motivation, in the company's equity balance degree is low, the defect of internal and external supervision and information disadvantage under the influence of small and medium shareholders, through information manipulation, denotative mergers and acquisitions, "high sends turn" path to push up share prices all the way, to realize the precise underweight. After the reduction, the stock price of Cologne shares fell, and the market reacted negatively. In addition, the company's profitability and operating capacity declined. Although the equity pledge crisis was alleviated to a certain extent, the company's overall financial pressure was still great, and its follow-up growth was also affected, and the interests of minority shareholders were damaged to some extent. Frequent departures of senior executives after divestment also enhance the instability of corporate governance. However, the reduction has also brought some positive effects to the company. After the reduction, the shareholding ratio of controlling shareholders decreases, which alleviates the second type of agency problem. Based on this, this thesis puts forward several feasible Suggestions of universality, first of all, the internal governance, the company shall further perfect the governance structure, improve the checks and balances and supervision, the function of the independent director system should have good play, secondly, standing on the perspective of small and medium-sized investors, it must strengthen the theory and practice of learning, improve their professional discrimination

and identify the risk consciousness, in the end, In terms of external supervision, it is necessary to further improve the new rules on reducing holdings, refine the information disclosure system, increase penalties, and further improve the standardization on the premise of ensuring market liquidity.

Key words: reduction of major shareholders; Motivation; The path; Economic consequences

目录

摘要	I
Abstract	II
第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外文献综述	2
1.2.1 大股东减持动因	2
1.2.2 大股东减持实施路径	4
1.2.3 大股东减持经济后果	4
1.2.4 文献述评	6
1.3 研究内容与研究方法	6
1.3.1 研究内容	6
1.3.2 研究方法	7
1.4 技术路线	8
第 2 章 概念界定与理论基础	9
2.1 概念界定	9
2.1.1 上市公司大股东	9
2.1.2 大股东减持	9
2.2 理论基础	9
2.2.1 委托代理理论	9
2.2.2 信息不对称理论	10
2.2.3 信号传递理论	10
2.2.4 控制权收益理论	11
第 3 章 上市公司大股东减持机理分析	12
3.1 大股东减持动因	12
3.1.1 套现获利动机	12
3.1.2 反哺公司动机	12
3.2 大股东减持影响因素	13
3.2.1 股东自身特征	13
3.2.2 公司业绩状况	13

3.2.3 外部监管力度	14
3.3 大股东减持经济后果	15
3.3.1 市场反应	15
3.3.2 公司绩效	15
第4章 科隆股份大股东减持案例介绍	17
4.1 科隆股份公司概况	17
4.1.1 公司简介	17
4.1.2 股权结构	17
4.2 科隆股份大股东减持背景	19
4.2.1A 股市场背景	19
4.2.2 公司经营背景	20
4.3 科隆股份大股东减持过程	20
4.3.1 实际控制人及一致行动人减持过程	21
4.3.2 第二大股东孟庆有减持过程	22
4.4 科隆股份大股东减持特点	22
第5章 科隆股份大股东减持案例分析	24
5.1 科隆股份大股东减持动因分析	24
5.1.1 提升业绩增长动力	24
5.1.2 缓解资金压力	25
5.1.3 套现获取超额收益	26
5.2 科隆股份大股东减持实施路径分析	28
5.2.1 频繁公布利好消息	28
5.2.2 外延式并购	29
5.2.3 “高送转”	30
5.3 科隆股份大股东减持经济后果分析	30
5.3.1 市场效应分析	31
5.3.2 财务效应分析	34
5.3.3 对中小股东的影响分析	39
5.3.4 对公司治理的影响分析	41
第6章 研究结论与建议	43
6.1 研究结论	43
6.2 建议	43
6.2.1 内部治理	43
6.2.2 中小股东	44

6.2.3 外部监管	44
6.3 研究不足与展望	45
参考文献	46
致谢	49

第 1 章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

2005 年，我国正式进行股权分置改革，希望使流通股和非流通股股东在收益风险、获益实现方式和持股成本等诸多方面的差异能够得到解决，并在一定程度上使我国上市公司“一股独大”状况得到有效改善，进而阻断大股东掏空公司的通道。股改后，二级市场允许非流通股转让，减持成为控股股东获利的一种方式，这表明其获利机制产生了实质性改变，股价对控股股东财富的影响程度也大大加深。从股权分置改革到 2021 年末，有超过 4000 家公司在沪深两市发布减持公告，累计减持股数突破 3000 亿股，减持市值高达 35000 亿元。其中，仅 2020 年沪深两市上市公司减持金额就接近 6000 亿元，较去年同期增长约 75%。大量事实表明，大股东减持逐渐成为影响 A 股市场的一个重要利空因素。特别是近年，上市公司大股东及高管凭借其内部信息优势，间接操纵公司股价，在股价达到高点时减持股份以获取超额收益，这不仅会使中小股东利益受到损害，还会扰乱资本市场秩序，给我国经济发展造成不利影响。不管从何角度来看，大股东减持行为已不容忽视。我国监管层也迅速反应，颁布新规以规范此种行为。

我国证监会于 2015 年 7 月、2016 年 1 月和 2017 年 5 月相继出台规范大股东减持行为的相关规定，从减持时间、额度、禁止情形、责任规定以及信息披露要求等多个方面做出了规范，其中 2017 年减持新规还在多项内容上进行了增量添加。然而，随着资本市场状况的变化，新型减持方式不断出现，现行减持制度的局限性也逐渐暴露。由此可见，若要长久稳定资本市场秩序，相关法律法规仍需不断完善。另外，党的十九大报告指出，为保障我国经济高质量发展，系统性金融风险的防范非常重要。所以，为使我国经济发展稳步进行，把控好上市公司大股东减持套现这一风险点至关重要。

近几年，国内外学者对大股东减持这一话题已经做了相对全面深入的研究。国外学者大多从内部人交易角度来关联研究盈余管理以及市场效应，国内学者的研究视角则主要集中在大股东减持的时机选择、动因、经济后果以及与公司其他行为的关联性等方面。多数研究成果都表明，大股东会利用信息操纵和关联方交易等手段进行减持，且其根本动因大多是为套现获利，造成的经济后果主要是影响企业股价、引发市场效应、影响公司盈余持续性、损害中小股东利益等。

本文选择化工行业代表企业——辽宁科隆精细化工股份有限公司（以下简称“科隆股份”）作为案例研究对象。科隆股份大股东自 2016 年开始频繁减持，而且减持次数

之多、金额之大在同行业甚至整个二级市场上都具有很强的代表性和典型性，更值得注意的是，该公司在大股东减持过程中还伴随着多次非常规性企业行为。所以本文选择该企业作为案例对象，重点研究大股东减持的动因、路径及产生的经济后果，并有针对性地提出可行性建议，以期能够为保护上市公司中小股东利益和规范我国资本市场秩序有所助益。

1.1.2 研究意义

1.1.2.1 理论意义

丰富我国大股东减持相关理论研究。国外学者从内部人交易角度对大股东减持行为的研究较早且已形成较为完备的体系，但国内关于大股东减持的研究相对还不完善，而且更多的是运用大样本实证研究方法。本文用案例研究的方法，全面深入分析科隆股份大股东减持的全过程，以小见大，以丰富我国有关大股东减持择机行为、动因、实施路径及经济后果等相关理论的研究。

1.1.2.2 现实意义

为不同市场主体提供参考和借鉴。本文结合科隆股份自身经营状况和减持前后的各项公司行为，重点探究公司大股东频繁减持的动因，再对这一行为产生的经济后果进行详细分析，并有针对性地提出可行性建议。一方面，为外部投资者更深层次地理解公司大股东减持行为提供案例借鉴，有利于维护中小股东利益；另一方面，也为企业规范自身大股东减持行为和外部监管者更好地监督大股东减持行为提供案例参考。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 大股东减持动因

总结以往研究结论发现，对大股东减持动因及影响因素的研究大体可总结为以下几个方面：股权结构和股权制衡度、利用自身优势转移投资风险、掏空等。

1.2.1.1 股权结构和股权制衡度

若控股股东持股比例过高则会影响公司的长远发展，为股权结构更为合理、资本投资更加高效，减持股票可能成为一种可取的方式。这是因为大股东控股程度越高，其就不会担心自身的剩余索取权会丧失，减持的可能性就会更大；反之，其减持可能性会降低，做出的决策会更加谨慎。吴莹（2017）认为大股东减持部分所持股份，使持股比例

达到合理水平，可以优化公司股权结构，促进公司发展。由此可知，公司大股东可能出于优化股权结构而减持股票。张小艳、张洁（2018）认为，如果没有特殊情况的影响，大股东持股比例与其减持可能性正相关，若公司股权制衡度较高，大股东为保证自身控制地位会选择不减持或少减持。周传丽、庄凯捷（2019）的研究也得出了相似的结论，即公司现有股权结构与大股东减持行为的发生存在相关性，而且，公司大股东股权集中度越高就越容易减持手中股份。所以可以看出，大股东也可能出于优化股权结构、提高资本投资效率的考虑选择减持股份。

1.2.1.2 利用自身优势，转移投资风险

Helwege et al.（2007）认为如果公司价值被市场高估，大股东则很可能更易于减持手中股份。朱茶芬、陈超、李志文（2010）的研究也表明，大股东因具有内部人信息优势，其对公司真实价值的了解更加准确，进而据此作出是否增减持公司股票的决策。Liang Chang, Yuzheng Zheng 和 Na Tan（2019）认为在信息不对称背景下，公司会利用公布利好消息提升股价，大股东此时更易实现精准减持以获取超额收益。另外，学者们也从业绩前景这一角度探究大股东减持的动因，高燕等（2016）认为发展前景较好的公司不易遭到大股东减持，而财务风险大的公司更易被减持。这也表明了大股东想要转移风险的需求。张美娟（2020）认为从股东获利心理角度分析，若公司业绩预期良好，发展前景乐观，为长远获利考虑大股东不会轻易减持股份；反之则大股东有更大可能选择减持套现。张晓（2021）研究发现，若公司当前盈利状况不佳，大股东会为了弥补自身损失的收益而选择减持套现。Lee 和 Piqueira（2019）的研究很好地解释了这一点，即当面对确定性较高的超额收益时，大股东作为理性的经济人会选择高价套现获取资本利差，从而规避股市波动风险。

1.2.1.3 掏空

La Porta 等（2000）首次提出“掏空理论”，该理论认为，大股东在控制权和信息优势的双重加持下，更易操纵公司股价，进而择机减持以获取超额收益。这种获利方式实质上是在损害中小股东利益和掏空公司。之后 Johnson 等（2000）提出“隧道理论”，该理论的实质与“掏空理论”相似，认为大股东减持获得的超额收益其实是以中小股东的损失为代价的。在国外学者的研究基础上，国内学者对掏空理论的研究与应用也更加普遍与深刻。黄志忠、周炜、谢文丽（2009）研究发现大股东减持的两大影响因素——业绩和风险，其实受大股东掏空的影响巨大，因此得出掏空才是大股东减持根本动因的结论。吴育辉、吴世农（2010）认为在后股改时代，上市公司大股东会借用信息操控和内幕交易等手段实施掏空行为，并且研究发现减持与掏空存在密切联系。林芳、冯莉莉（2020）在研究獐子岛大股东减持行为时发现，大股东减持行为的最终目的是掏空公司

获得私利，这不仅会使中小股东利益受到严重损害，更不利于我国资本市场的平稳、健康发展。

1.2.2 大股东减持实施路径

归纳相关研究成果发现，大股东减持的实施路径大致有以下两大类：

一是进行信息操纵增强投资者信心。谢德仁（2016）认为大股东相较中小股东拥有绝对信息优势，甚至能影响或控制公司对外信息披露的时机和内容，若大股东产生减持套现意愿，则信息操纵会为其提供很大便利。赵栩、马奔（2018）的研究也证实了这一点，其研究发现，大股东在减持前有很大可能会披露积极性业绩预告，并采用拖延甚至欺瞒等手段推迟发布消极信息，以此提升投资者信心，为后续的减持做准备。其中最引人关注的信息披露是“高送转”公告的发布。傅頌、傅晔姿（2020）的研究结论表明，有很多上市公司推行“高送转”政策的目的是为了向市场传递积极信号以推高股价，然后大股东会借助此时机进行减持套现。杨莹（2021）通过实证研究证明了“高送转”现象与上市公司大股东减持往往伴随出现。

二是进行盈余管理以抬高股价。股东的持股量决定了其控制权，这样大股东想要通过操纵盈余管理，在短期内拉升股价，以达到减持获利的目的便更加容易。田银华（2015）认为大股东会利用其社会资本，比如通过关联交易来隐藏其掏空动机。有时公司一些非战略性的并购行为，特别是炒作并购往往会在大股东减持前后出现。戚拥军等（2016）通过研究证明了这一点，即大股东减持行为和上市公司非常规的并购活动之间确有联系且是正相关关系。随着市场的发展完善，盈余管理手段也趋于多样化，这样大股东就有了更隐蔽的手段以实现减持。胡佳妮（2020）研究发现，操纵非经常性损益粉饰公司业绩以抬高股价是上市公司大股东减持的惯用手段之一。

1.2.3 大股东减持经济后果

1.2.3.1 大股东减持对市场财富效应的影响研究

梳理大股东减持对资本市场以及财富效应的影响的相关文献发现，多数研究认为大股东减持给资本市场带来了负面效应。Antoniadis（2015）认为大股东减持后公司股价会大幅下跌。Leuz 等（2015）认为大股东利用信息优势操纵信息内容会影响证券市场中信息传递的效率和质量，降低证券市场流动性。吴育辉，吴世农（2010）研究发现，公司减持期间的股价收益表现历经显著正累计超常收益——正累计超常收益逐渐减少——累计超常收益由正转负这一过程。章晟等（2019）认为，大股东减持获取超额收益的行为会损害中小股东利益，不利于资本市场的良性发展。谢赤、王利君（2019）认为上市公司大股东减持行为会给投资者传递出一种消极信号，从而引起市场长短期的不利影

响,超额收益也可能会由正变负,股价会出现下跌。但具体到股价下跌程度、持续时间长短以及可能造成的风险等方面的研究还较少。岳世忠、祝小溪(2020)的研究则做了很好的补充,他们认为大股东减持不仅会造成股价下跌,甚至还会带来股价崩盘的风险。

1.2.3.2 大股东减持对公司自身的影响研究

目前,国内外学者的研究大都指出大股东减持很大程度上不利于公司的健康发展,并会损害公司价值。具体表现在公司成长性、投资效率、财务绩效、财务风险以及投资者信心等方面。

王建文和何雪婷(2014)认为,若持续减持公司股份则不利于公司的未来发展,公司成长性也会降低。刘贤楠(2017)从外部视角研究发现,大股东减持套现行为会让外部中小投资者对企业发展产生担忧,进而对公司未来的融资计划产生消极影响,进而对企业价值造成损害。值得注意的是,公司其他大股东作为内部人也具有信息优势,有时会根据控股股东的行为来决定自己下一步的决策,形成溢出效应。李翔等(2018)通过研究证明了这一点,发现公司其他股东会跟随大股东减持而减持,当股东们减持的规模过大或动机不纯时,对公司产生的影响将是非常巨大的。李梅、王春晖(2020)认为大股东减持会降低公司的投资效率,甚至会造成公司投资不足。辛磊、宋玉霞(2020)认为大股东减持对企业长期财务绩效是不利的,并且把造成此种不利影响的原因归咎于机构投资者“用脚投票”机制。另外,学者还认为大股东减持会增加企业财务风险。苏金荣(2021)等认为大股东减持直接影响公司业绩,还会加大企业融资难度和财务风险。张晓(2021)认为有意推动股价上升进行连续减持,很有可能会使公司陷入熔断情形,这对公司的价值提升和健康发展非常不利。

1.2.3.3 大股东减持对公司股东的影响研究

在对公司股东的影响方面,研究大都集中于对中小股东的影响,认为中小股东在大股东减持中成为了利益牺牲者的角色。陈灿(2016)认为,大股东减持后公司的超额收益率会由大变小或由正转负,这时会造成机构投资者的资金流出,中小股东权益将不可避免地受到损失。李乐瑜(2017)认为,大股东减持会使大股东自身获得高额溢价,而大股东这种私利的获取往往伴随着中小股东权益的损害。张小艳(2018)认为,大股东通过多种手段操纵股价以备减持获利时,由于市场上的投资者处于信息劣势方,其并不了解内情,可能就会盲目跟风,进而造成股价上涨,为后续的大股东减持提供了便利。大股东等到合适时机集中抛售股票,此时会引起中小股东的恐慌情绪,使股价的波动风险加大,中小投资者成为了被收割的“韭菜”。

1.2.4 文献述评

对大股东减持相关文献梳理后发现,国外学者对此话题的研究更加深刻,不止停留在大股东减持基础问题的研究上,还研究此种行为与盈余管理以及公司其他行为的关联性,研究视角比较新颖综合。我国学者大多结合股权分置改革大背景,来研究大股东减持的时机选择、动因、实施路径及经济后果等内容。二者研究内容虽有差异,但也存在某些共同点,即在研究大股东减持行为时往往会与公司其他行为相结合。

首先,归纳总结发现,国内外关于大股东减持动因的研究其实更多的是影响因素和动机的综合体,所以说动因的特点是影响性和驱使性并存的。现可将前文关于大股东减持动因的研究理论归为以下几个方面:一是股权结构和股权制衡度;二是利用自身优势转移投资风险;三是掏空。其次,大股东减持实施路径的研究结论可归为两大类:一是进行信息操纵增强投资者信心;二是通过盈余管理抬高股价。最后,在对大股东减持经济后果的研究上,学术界认为是正效应与负效应是并存的,但主要倾向于负效应。具体体现在以下方面:一是会造成股价非正常波动,对二级市场产生不利影响;二是会造成公司财务绩效下降,影响公司长短期经营发展;三是会影响公司股权结构和公司治理效果;最后,频繁大规模的大股东减持行为还会损害中小股东利益和资本市场秩序。

综合对比可以看出,国内学者对大股东减持行为的研究相对还不成熟,且多以大样本实证研究为主,因而,国内学者仍需不断挖掘新的研究方向,丰富案例研究成果,使国内大股东减持的研究理论更加全面深刻。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

第一章绪论。该部分阐述了研究背景、研究意义、国内外文献综述以及研究内容与方法等内容。

第二章概念界定与理论基础。该部分对大股东和大股东减持的概念做了清晰界定,并介绍了信息不对称、信号传递、委托代理和控制权收益等理论,为后文研究打好理论基础。

第三章上市公司大股东减持机理分析。通过文献研究总结归纳上市公司大股东减持行为的实施机理,从动因出发,再到影响因素、实施路径,最后落脚到是如何产生经济后果的,从整体上梳理上市公司大股东减持这一行为的全过程。

第四章科隆股份大股东减持案例介绍。本章主要介绍了科隆股份公司概况、大股东减持背景、过程及特点,为后文的深入研究做好铺垫。

第五章科隆股份大股东减持案例分析。本章为全文的核心内容，在前文研究的基础上，首先，层层分析其减持动因，其次，结合减持动因及公司相关性行为剖析减持的具体实施路径，最后，从二级市场效应、公司财务效应以及其他方面多角度分析科隆股份大股东减持行为带来的经济后果。

第六章研究结论与建议。对前文研究做出总结，并结合案例与实际提出可行建议，最后总结本文的不足之处以及未来展望。

1.3.2 研究方法

本文采取的主要研究方法有文献研究法、案例研究法和事件研究法。

1.3.2.1 文献研究法

本文分类梳理了国内外有关大股东减持动因、实施路径以及经济后果等方面的文献，并对此进行总结评述，以为本文后续的案例研究提供有利借鉴。

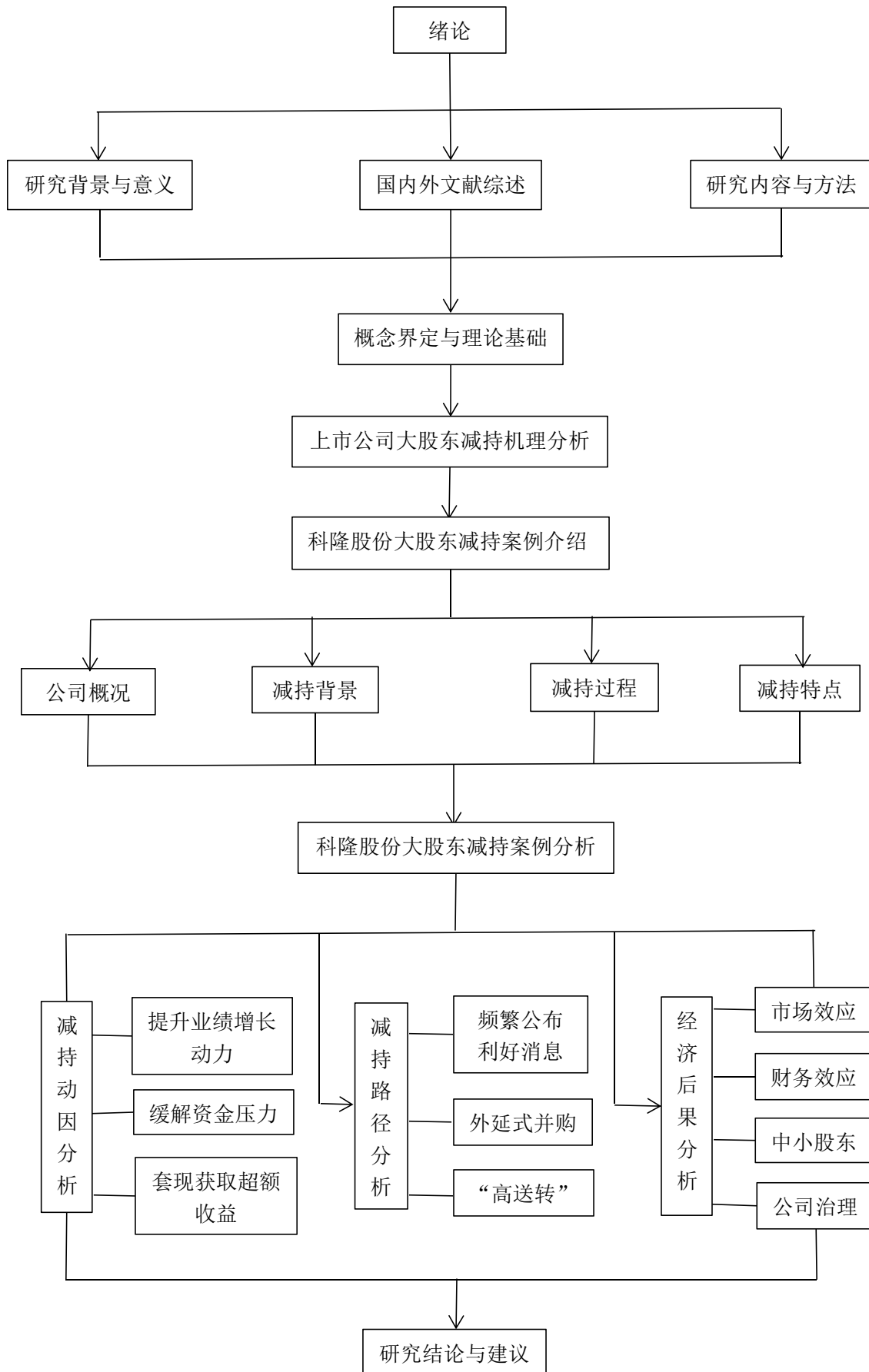
1.3.2.2 案例研究法

本文选择化工企业科隆股份为案例研究对象，该公司大股东减持次数、减持金额以及持续时间在同行业甚至是整个二级市场都具有很强的典型性和代表性。对该公司大股东减持的动因、实施路径和经济后果进行深入分析，以小见大、以点到面，为该领域的研究提供案例参考。

1.3.2.3 事件研究法

事件研究法是探究某事件与股价之间关联关系的一种研究方法。该方法的假设前提是公司某一时刻的股价表现是市场对公司全部公开信息充分反应之后的结果，而该事件发生所带来的实际股价偏离就代表着对市场造成的影响。该方法先计算某事件的发生是否产生了非正常收益，统计非正常收益后得到累计超额收益，以此来测算股票价格对事件的反应程度。本文选取科隆股份大股东减持事件前后时间段作为事件窗口，通过累计超额收益值图来分析科隆股份大股东减持行为对公司股价和市场财富产生的影响。

1.4 技术路线



第2章 概念界定与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 上市公司大股东

2017年减持新规指出，此规定适用于上市公司控股股东和持股5%以上的股东的减持行为。因此，本文所介绍的大股东是科隆股份减持发生前公司控股股东姜艳与其一致行动人以及持股比例超过5%的其他股东。

2.1.2 大股东减持

大股东减持指上市公司大股东按照相关规定，出售所持股票并获取相应对价的行为。大股东减持的方式主要有集中竞价、大宗交易以及协议转让等。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

委托代理理论是对契约论的进一步阐释，该理论指出委托人一般是资源拥有者，其通过契约或者合同雇佣他人，并赋予资源使用权，而被雇佣方的责任是为雇主提供产品和服务，以及帮雇主获取收益。建立起现代公司制度后，信息不对称问题随之出现，此时相关研究将委托代理问题分为两种，一是逆向选择，受信息不对称的影响，委托人在寻找能力强的代理人时往往出现事与愿违的情况；二是道德风险，双方签订的合约不可避免地会存在内容局限，代理人在处理合同规定以外的事件时，可能会不考虑委托人利益甚至违背委托人意志进行单方面决策，做出损害委托人利益而有利其自身利益的决策，此时能够限制代理人行为的就只剩下职业道德。在当前资本市场上，委托人可以通过积极监督来解决部分问题，但实际上，多数上市公司都存在股东监管不到位的问题，这样经理人就有了更多的方式和通道为自己谋取私利。

同样地，委托代理问题也存在于大股东与中小股东之间。当持股比例达到一定水平时，大股东可以直接左右管理层的任命，这时管理层所做的决策体现的是大股东的意志。但是，股东的身份及性质决定了其获利方式，中小股东的获利方式主要有两种，一是上市公司的股利分红，二是在二级市场上进行股票买卖。正常情况下，大股东忌于控制权的丧失不会大规模减持公司股份，但为补偿自己无法得到的资本利得收入，违规减持或

者隧道挖掘成为大股东青睐的方式，侵占中小股东利益获取超额收益，以达到自身利益最大化目标。

2.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论认为不同市场主体对资本市场各类信息的掌握程度存在较大差异。拥有信息优势的人可以更快更全面地了解到准确信息，从而在做出经营或者投资决策时可以占据时间上的优势；而处于信息劣势的人，其获取信息的方式非常被动，一般只能通过公司主动披露，导致其无法辨别信息的准确性和真实性，从而影响其做出合理决策。该理论一般认为市场中卖方拥有信息优势，而买方则处于不利地位。

事实上，在委托代理关系中普遍存在着信息不对称问题。管理层可以直接参与公司经营，所以他们获取重要信息，特别是公司一些重要的非财务信息的成本相比外部投资者更低，而且在时间上也更早，相比之下这就构成了其决策上的巨大优势。但是对于外部投资者来说，其并没有直接渠道得知管理层动态，能了解到的大部分信息基本都来自于公司主动披露的年报和公告，所以做出的某些决策会有所偏差。当管理层体现大股东意志或大股东担任公司管理者时，一旦其产生自利性决策意愿，就不可避免地会利用自身内部人信息优势进行相关内幕交易，这能够帮助其精准选择交易时机，从而获取私利，而相关的风险则转嫁给了外部投资者，此时众多处于信息劣势的中小股东才后知后觉，导致市场信心受挫。

2.2.3 信号传递理论

在当前资本市场上，由于信息不对称广泛存在，公司管理层会通过向市场发送相关信号的方式，来避免由于非对称信息而造成的效率损失。具体而言，公司可能会通过业绩、股利、战略、融资宣告等向外界发送信号。

公司大股东或高管往往会通过展现公司良好业绩预期、选择性披露利好消息、延后或隐瞒利空等方式向市场释放积极信号，而中小股东的投资决策受公司释放相关信号的影响非常大，当其投资热情被公司披露的利好消息带动，公司股价就会相应上涨。公司大股东增减持股票行为当然也会向市场释放相关信号，当大股东大规模减持时，外部投资者会怀疑公司业绩是否出现问题以致大股东对公司发展丧失信心，或者大股东是否可能选择套现离场。反之，若大股东大量增持股份，投资者会认为公司业绩可能会上升，是一种利好信号。投资者心理预期会受不同信号类型的影响，而其投资决策也会受到相应影响。

2.2.4 控制权收益理论

以往研究将控制权收益分为控制权共享收益和控制权私人收益。控制权共享收益的来源主要是公司业绩提高产生的经营利润和公司股价上涨带来的资本利得，分配标准是公司股东的持股比例，分配对象是公司全体股东。而控制权私人收益仅由公司大股东享有，获利方式是大股东利用控制权和内部人优势，通过隧道掏空等手段获取额外的货币利益或者非货币利益，在这一过程中将不可避免地对中小股东利益造成损害。

基于理性经济人假设，使自身利益最大化是所有经济人的目标，所以，大股东真正追求的是其控制权收益的最大化。大股东追求正当的控制权收益无可厚非，这也是对其控制权成本的补偿，然而一味追求超额的私利是不合理甚至是不合法的行为。一般情况下，大股东在二级市场上抛售手中股份获利的方式有两种，一是利用正常的股价波动来赚取资本利差，二是利用控制权和信息优势实施操纵行为获取超额利差。当正常的控制权收益不足以满足大股东的需求，或者控制权私利更易获取且明显偏大时，大股东会忽视甚至放弃通过提升公司业绩与股价的方式获利，而选择利用其控制权地位和信息优势等方式获取超额收益，最终“掏空”公司。

第3章 上市公司大股东减持机理分析

3.1 大股东减持动因

本文定义的减持动因不包括影响因素，总体可概括为两种：一是套现获利动机，大股东出于自身利益考虑减持股份以获得超额收益，此种动因下的减持行为往往会给公司、市场及外部投资者带来消极影响；二是反哺公司动机，大股东出于公司长远发展考虑，减持获得资金投入公司的日常运营或者引入战略投资者。

3.1.1 套现获利动机

结合当前资本市场实际来看，大股东减持的动因大多是套现获利。首先，基于信息不对称理论，大股东对公司未来发展和市场价值能够预先进行准确判断，当其发现公司发展前景不好或者价值被高估时，会出于降低自身风险的考虑而选择减持股份套现离场。另外，上述情形中大股东还不是完全出于自身获利目的而减持，主要是受公司经营情况的影响，但当其有自利性需求时，尽管减持的时机并不好，大股东也会为了获得流动资金、增加财富积累而选择减持。这两种情形虽有不同，但都体现了大股东减持的套现获利动机。

当然，大股东并不会仅因时机良好就选择减持股票，还会受到限售股、股权制衡度以及减持成本等方面的制约。一般来说，大股东的减持成本包括两种，一是股份的取得成本，二是因持股减少而损失的控制权私有收益。大股东享有的控制权私有收益包括如低价转让公司资产获得的货币收益，或者如在职消费、职业声誉等的非货币收益。而减持股份不可避免地会使大股东丧失部分控制权，相应地因控制权带来的收益也会减少。

虽然减持需要付出成本，但当大股东的减持并不影响其控制权地位时，第二类成本将不复存在。若减持比例影响到了控制权地位或者清仓式减持，这样减持后大股东将不再享有控制权私有收益。但是，减持前“高送转”方案的实施和其他一系列配合行为的开展，会大大稀释原先的持股成本，加之减持时机精准，大股东在减持过程中获得的收益将远高于付出的成本，这时，减持获利行为的实施与否就不言而喻了。

3.1.2 反哺公司动机

当然，大股东减持也存在正向动因，当公司陷入融资困境时，大股东为获取资金、缓解财务困难、保障公司的基本运营等会选择减持股份，另外，为公司长远发展考量，

大股东也可能会以减持或转让股票的方式引入战略投资者，以扩大公司优势，保障公司可持续发展。

基于融资优序理论，企业融资时一般会优先考虑低成本或者低财务风险的内源融资方式。创业板企业一般具有高科技性、高成长性和高收益性的特点，这就决定了其在产品改进与创新时将会投入更多的人力和物力，再加上公司资本积累不足，这就会导致公司自身资金占用率较高，所以综合考虑，内源融资方式对创业板企业来说或许并非可选择的最优融资方式。但考虑到其初始规模较小且股权较为集中，所以当公司因周转压力、业务拓展或者研发投入等原因需要资金投入时，大股东适当地减持部分股份就成为了一种相对合适的融资方式。而且，因创业板企业具有发展上的局限性，通过引入战略投资者可以使其现有业务得到拓展，扩大自身优势，公司大股东为长远发展考虑很可能以转让或者减持股票的方式吸引战略投资者进入。

3.2 大股东减持影响因素

文献综述中提到的部分减持动因严格来说是影响因素，股权结构集中度只是股东减持前可以考虑的公司内部环境因素，公司估值、业绩预期以及外部监管力度等也只是股东减持时机选择的考虑因素，但实质上这些因素并不能直接推动大股东做出减持决定，当然也就不能作为大股东减持的动因。

3.2.1 股东自身特征

大股东持股比例越高，对减持时控制权丧失的担心就会越小，其减持的可能性和减持幅度就越大，反之，大股东可能出于对自身控制权私有收益的保护而谨慎选择是否减持和减持比例的大小。

从股东属性来看，国有控股公司大股东减持行为相对较少，这是因为其侵占行为会产生货币收入效应和一定的政治性效应，而非国有控股公司大股东并不存在上述制约情况，所以减持相对更多。从上市板块来看，由于创业板上市公司高管持股比例相对较高，且短视性较强，导致减持套现离场现象较为普遍，而大股东兼任高管的情况也非常多，再加上创业板公司获利波动性较大，大股东减持的意愿相对就更为强烈。

3.2.2 公司业绩状况

公司当前业绩状况越好，未来发展前景越乐观，大股东对公司盈利的信心就会更强，减持可能性就更低；反之，大股东为转移自身风险就更易减持。创业板上市公司具有高估值、高投资热情但业绩不稳定的特点，市场上有很多公司在上市前自称具有高成长性，

但上市后便出现业绩变脸或者违规行为，随后便开始了频繁的大股东减持行为，最终导致公司股价暴跌，高估值和业绩变脸也成为创业板上市公司愈发显著的矛盾。大股东凭借内部人信息优势可以对公司实际业绩和发展前景做出预判，所以出于私人利益考虑选择减持套现，而把风险转嫁给了不明情况的中小投资者。

3.2.3 外部监管力度

当前资本市场上大股东减持规模和频率逐渐增大，为规范大股东减持行为，维护市场秩序，我国也相继出台了多项规定。

2017年减持新规是我国使用的相对最健全和惩罚力度最大的减持规定，对上市公司大股东减持行为起到了很好的治理作用，但经过实践检验，该规定也存在一定的局限性，其制度设计缺乏对大股东减持问题的全面把控，具体规定相对孤立，动态性不足，长期来看治标不治本。例如新规对大宗交易减持方式做出了严格规定，但大股东并非无计可施，转而又选择了协议转让等方式，若规定不能及时更新完善，则大股东依然能够通过分批减持来实现其目的。减持规定的局限性制约着外部监管约束的力度，使震慑作用大打折扣，大股东此时就会利用此缺陷实施减持，若减持获利远超成本，跨越制度红线违规减持获利的行为便会更加普遍。

本文为了更清晰地展示大股东减持的动因、外部因素及减持过程，制作了基本流程图，如下图所示。

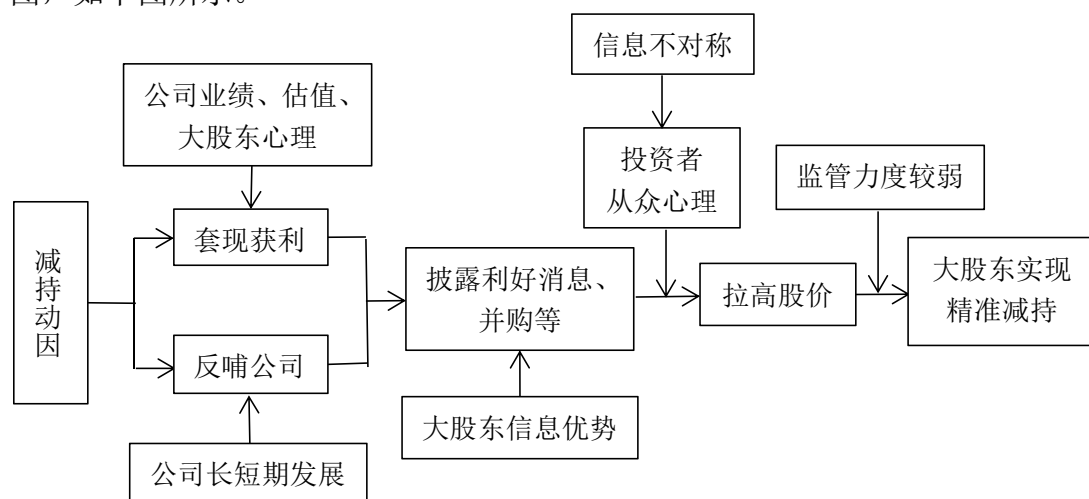


图 3-1 大股东减持过程机理图

3.3 大股东减持经济后果

3.3.1 市场反应

基于信号传递理论，大股东利用内部人信息优势和控制权优势，通过操纵信息披露、盈余管理等手段推高股价，随后进行大规模减持的行为，会向市场释放消极信号，使投资者信心受挫，引发市场担忧，当外部投资者反应过来之后会选择抛售手中股票，股价随之下跌，公司价值降低。最终中小股东成为了利益受损者，市场财富效应降低，而大股东却从中获取了超额收益。

3.3.2 公司绩效

3.3.2.1 财务绩效

控股股东利益的来源之一就是公司经营获得的利润，所以控股股东基于企业经营获利以及自我实现的需求，通常有充分的动机助力企业实现良好发展。然而，近年来资本市场上大股东减持行为频繁发生，而且减持规模和金额都比较大，致使创业板整体股权集中度下降，再加上创业板公司自身特征的影响，减持后大股东通过提高公司经营业绩获利的愿望不再强烈，其履职尽责的心理也会受到影响。而且，减持获利目的达到后那些在减持前刻意披露的利好项目得不到后续保障，就势必会影响公司的长期发展。此外，大股东尤其是控股股东影响甚至一定程度上决定着公司人力资源和资金资源等基本生存发展要素的质量，其减持套现或者离场会使公司重要人力资源和资金资源失去保障，进而影响到公司财务绩效的提高和长期稳定发展。

3.3.2.2 治理绩效

创业板上市公司中，股权集中度高且控股股东担任公司高管的现象非常普遍，而且大股东减持会产生溢出效应，可能引发公司其他高管的减持行为，而高管减持往往具有短视性，一般会选择套现离场，如此一来，高管频繁变动将对公司经营发展产生不利影响。同时，大股东大规模减持会大大降低股权集中度，也会削弱控股股东的控制权，从而使公司应对高风险的能力降低，增强了公司治理的不稳定性。此外，大股东控制权被削弱之后，公司管理层和中小股东对其的制衡力相对增强，中小股东利益可以得到一定保障，因而一定程度上缓解了上市公司第二类代理问题。

下图梳理了大股东减持对市场反应以及公司绩效的作用机理。

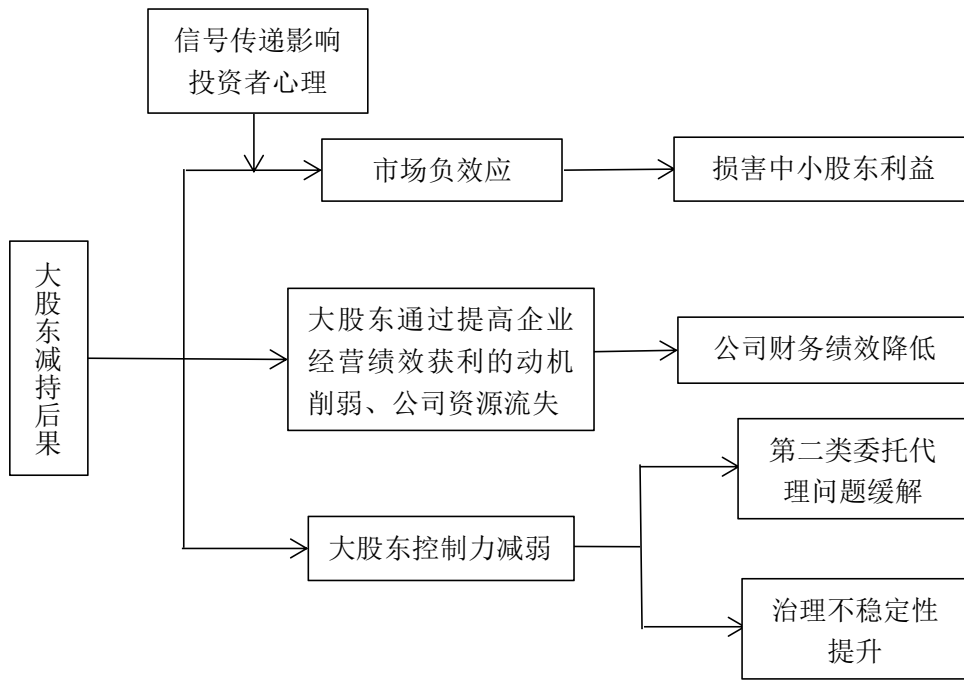


图 3-2 大股东减持后果机理图

第4章 科隆股份大股东减持案例介绍

4.1 科隆股份公司概况

4.1.1 公司简介

辽宁科隆精细化工股份有限公司成立于2002年3月，注册地位于辽宁省辽阳市，法定代表人为姜艳。2014年10月，科隆股份在深圳证券交易所创业板挂牌上市，股票代码为300405。

科隆股份的主营业务是以环氧乙烷为主要原料的精细化工新材料系列产品的研发、生产与销售，2016年新增了企业管理、贸易经纪与代理以及设备房屋租赁等业务。科隆股份产品以聚醚单体-聚羧酸系高性能减水剂系列产品为主，晶硅切割液及其它各类环氧乙烷衍生品为辅，广泛应用于混凝土制造、光伏、化工医药、石油开采、金属加工以及IT行业等多个领域。科隆股份于2010年9月被正式评为国家级高新技术企业，目前是国内在相关产业链上提供高品质产品专业化服务的龙头企业之一。

科隆股份控股股东姜艳女士，是公司的实际控制人和最终控制人，并在公司担任高管职务，截至2021年12月，姜艳女士的持股比例为29.58%。另外，科隆股份自成立以来，先后共设立、并购了8家子公司，具体情况见表4-1。

表4-1 科隆股份控股子公司情况

并购时间	子公司名称	投资额（万元）	投资占比（%）
2010.08	盘锦科隆精细化工有限公司	12685	100
2012.12	广东科隆万通精细化工有限公司（注销）	850	85
2014.02	辽阳鼎鑫典当有限公司	975	97.5
2014.11	辽宁蓝恩环保科技有限公司	500	100
2015.07	辽阳市工程质量检测有限公司（注销）	1000	100
2015.11	北京新海洲科技有限公司	65	65
2016.04	四川恒泽建材有限公司	6000	100
2021.06	聚洵半导体科技（上海）有限公司	100	51.00003

资料来源：东方财富网

4.1.2 股权结构

分析科隆股份股东信息可以发现公司大股东减持行为较为频繁，且股东的持股比例一直处于波动状态，有一定程度的“一股独大”现象。科隆股份的股权结构特征具体表现为以下几个方面。

姜艳频繁减持，但并未影响其第一大股东地位。近年来，姜艳的持股比例一直在增减变化当中，2016年持股43.46%，2018年提高了6个百分点，达到峰值，但随后便连年下降，一直到2021年末，姜艳的持股比例降为29.58%，但这并未撼动姜艳科隆股份第一大股东的地位，其对公司仍然拥有绝对控制权。

蒲泽一转让公司股份，退出大股东行列。蒲泽一是姜艳的儿子，自2016年孟庆有减持股份退出股东行列后，蒲泽一以6.17%的持股比例成为公司第二大股东。但2018年其将所持股份转给了姜艳，蒲泽一自此退出科隆股份股东行列。

机构投资者和自然人在前十大股东中占比大致相当。2016至2017年，以公司或投资机构形式持股的大股东占到半数，2016年持股共计11.17%，2017年有所下降。2018年二者比例变为6:4，2019年至今该比例结构并未发生变化，其中辽阳市国有资产经营（集团）有限公司以5.17%的持股比例成为科隆股份第二大控股股东。

控股股东的一致行动人长期在公司前十大股东行列。姜艳丈夫的弟弟蒲云军及蒲云军的女儿蒲静依都是姜艳的一致行动人。二人的持股比例都较为稳定，2016至2020年几乎没有太大的增减变动，都是公司的前十大股东。

下表列示了截至2021年9月30日科隆股份前十大股东的持股情况。

表4-2 2021年9月30日科隆股份前十大股东持股情况表

名次	股东名称	股份类型	持股数(股)	占总股本持股比例(%)
1	姜艳	流通A股, 限售流通A股	65,808,349	29.58
2	中天证券-辽阳市国有资产经营(集团)有限公司-中天证券天沃1号单一资产管理计划	流通A股	11,493,550	5.17
3	齐培洋	流通A股	3,575,900	1.61
4	王德卫	流通A股	3,445,000	1.55
5	上海阿杏投资管理有限公司-阿杏世纪私募证券投资基金(新进)	流通A股	3,246,200	1.46
6	上海拓牌资产管理有限公司-拓牌量化增强1号私募证券投资基金(新进)	流通A股	3,000,000	1.35
7	喀什新兴鸿溢创业投资有限公司	限售流通A股	2,976,759	1.34
8	胡玉兰	流通A股	2,962,300	1.33
9	上海拓牌资产管理有限公司-拓牌兴丰2号私募证券投资基金(新进)	流通A股	2,200,000	0.99
10	陈中立(新进)	流通A股	1,729,735	0.78

资料来源：东方财富网

4.2 科隆股份大股东减持背景

4.2.1 A股市场背景

表 4-3 2011-2020 年 A 股上市公司大股东减持总体情况统计表

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
A 股上市公司减持数	303	295	433	494	491	458	390	533	1742	1979
A 股上市公司总数	2102	2252	2254	2376	2594	2811	3243	3338	3760	4141
减持公司数占比 (%)	14.41	13.10	19.21	20.79	18.93	16.29	12.03	15.97	46.32	47.79

数据来源: Wind 数据库

由表 4-3 中的数据可知,近十几年来,我国 A 股上市公司中进行大股东减持的公司数呈现出明显的上升态势,尤其是 2012-2014 年以及 2018-2020 年,大股东减持公司数上升幅度较大,且 2014 年占比达 20.79%,2020 年更是超过了 40%,达到近几年的峰值。由于 2016 年 2017 年我国证监会发布并实施了《减持规定》,由上表可以看出这两年发生大股东减持的上市公司数逐渐减少,初步来看《减持规定》对规范上市公司大股东减持行为达到了一定效果。但 2019、2020 年减持规模又出现较大增加,说明 A 股上市公司减持行为仍较为活跃,需要进一步加强管理和规范。

表 4-4 2011-2020 年 A 股上市公司各板块大股东减持情况统计表

板块	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	均值占比 (%)
上交主板	91	68	103	157	198	134	105	162	29.97
深交主板	46	40	53	74	85	52	47	54	13.28
深交中小板	114	115	156	159	128	139	108	132	30.94
深交创业板	52	72	121	104	80	133	130	185	25.82

数据来源: Wind 数据库

从表 4-4 可以看出,发生减持的上市公司中,中小板数量占比最高,这是由于中小板上市条件较为严格,具有高成长、高收益的特点,同时也伴随着高风险,所以更容易发生股权变动。其次减持占比较高的是上交主板,一方面,上交主板上市公司上市时间较早,而且规模较大;另一方面,从行业来看制造业企业占比较大,易受实体经济的影响。而且,主板上市公司一般发展较为成熟且都具有一定规模,并且国有企业占比较大,其减持一般受政策因素的影响较多。所以主板企业的减持情况整体占比较高,但也趋于稳定。创业板上市公司中创业型和高新技术企业占比较大,具有风险高、业绩波动大的特点,这种特质某种程度上就构成了创业板公司大股东减持的影响因素。所以,通过数据也可以发现,近几年创业板上市公司大股东减持行为一直较为活跃,此话题也成为学者们近年较为关注的热点研究问题之一。

4.2.2 公司经营背景

本文基于科隆股份自2014年上市以来的财务数据，对其经营情况进行总体分析，结果如表4-5所示。

表4-5 2014-2020年科隆股份经营情况统计表

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业总收入(亿元)	11.38	8.004	7.773	11.28	11.96	9.447	9.293
归属净利润(亿元)	0.382	-0.287	0.157	0.228	-1.005	0.108	-0.608
资产负债率(%)	55.58	54.58	44.74	48.08	52.03	49.82	50.72
净利率(%)	3.36	-3.59	2.02	2.01	-8.50	1.01	-6.63

数据来源：东方财富网

通过上表主要财务数据可知，科隆股份2014-2020年总体经营情况不佳，其中，营业总收入整体处于下降趋势，只有2017年有所上升；归属净利润和净利润水平也非常低，有将近半数的年份都是负利润；资产负债率相对稳定。可以看出，科隆股份自上市以来盈利状况并不乐观。

为改善业绩状况，2016年4月29日科隆股份拟对四川恒泽建材有限公司（简称“四川恒泽”）进行100%并购，并购价格2.3亿元，转让价格较净资产溢价高达235.6%。另外，科隆股份在2016年停止了部分产品的销售业务，加大了对核心业务产品的研发升级，并且还拓展了新的业务版块，这让科隆股份当年的营业收入受到很大影响，而且研发投入的增加也进一步增大了公司的资金压力。

2018年科隆股份业绩持续低迷，出现了资产减少但负债显著增加、收入升高但净利润降低的局面。分析可知，公司2018年的专项储备相比上年有所下降，而且多位公司高管进行了频繁减持，这都对公司当年所有者权益的减少造成了影响。当年，科隆股份变更了业务范围，增加了很多新业务，但新业务的推广需要时间，推出当年并未取得明显成果，这就影响到了公司当年净利润的增长速度。而且，当年国际市场原油价格普遍升高，这导致科隆股份主要生产原料的价格上升，也使得公司产品成本有所增加，进而影响到了公司利润。另外，并购四川恒泽给科隆股份带来了1.17亿元的商誉减值，这导致了公司当年的营业亏损。

综上所述，科隆股份自上市以来业绩一直处于低迷状态，大股东为套现减持股份或者为反哺公司拉升业绩增长动力而减持，就都在意料之中了。

4.3 科隆股份大股东减持过程

科隆股份大股东减持行为开始于2016年，本文主要研究2016年1-7月公司第二大股东孟庆有的减持行为以及2019-2021年公司实际控制人姜艳及一致行动人的减持行为。

4.3.1 实际控制人及一致行动人减持过程

科隆股份自上市以来，第一大股东和实际控制人一直是姜艳女士，蒲云军、蒲静依和郝乐敏为姜艳的一致行动人。三人具体减持过程如下表所示：

表 4-6 科隆股份实际控制人及一致行动人减持股变动明细表

股东名称	减持方式	减持期间	减持均价（元/股）	减持股数（股）	减持比例（%）
蒲云军	集中竞价	2019.05.14	19.60	190125	0.125
郝乐敏	集中竞价	2019.05.14	19.60	41400	0.027
姜艳	集中竞价	2019.07.15	7.67	650000	0.292
姜艳	集中竞价	2019.07.16	8.15	400000	0.180
姜艳	集中竞价	2019.07.23	7.51	300000	0.135
姜艳	集中竞价	2019.07.24	8.17	296600	0.133
姜艳	集中竞价	2019.07.25	8.06	200400	0.090
姜艳	集中竞价	2019.07.26	7.88	85800	0.039
姜艳	集中竞价	2019.09.16	9.01	126215	0.057
姜艳	集中竞价	2019.09.17	8.42	80179	0.036
姜艳	集中竞价	2019.09.18	8.26	51000	0.023
姜艳	集中竞价	2019.09.19	8.22	32500	0.015
姜艳	集中竞价	2019.09.23	7.90	20700	0.009
姜艳	集中竞价	2019.09.24	8.03	13200	0.006
姜艳	集中竞价	2019.09.25	7.71	8400	0.004
姜艳	集中竞价	2019.09.26	7.30	5400	0.002
姜艳	集中竞价	2019.09.27	7.37	3400	0.002
姜艳	集中竞价	2019.11.01	7.26	6200	0.003
姜艳	集中竞价	2019.12.09	7.12	285000	0.128
姜艳	集中竞价	2019.12.11	6.72	595000	0.267
姜艳	集中竞价	2019.12.12	6.64	249000	0.112
姜艳	集中竞价	2019.12.13	6.69	276500	0.124
姜艳	集中竞价	2019.12.16	6.76	242100	0.109
姜艳	集中竞价	2019.12.17	6.85	142425	0.064
姜艳	集中竞价	2019.12.19	6.89	136000	0.061
姜艳	集中竞价	2019.12.27	6.85	102600	0.046
姜艳	集中竞价	2020.05.07	5.53	210000	0.094
姜艳	集中竞价	2020.05.08	5.61	200000	0.090
姜艳	集中竞价	2020.05.13	5.56	110000	0.049
姜艳	集中竞价	2020.05.15	5.58	129800	0.058

姜艳	集中竞价	2020.05.19	5.59	60000	0.027
姜艳	集中竞价	2020.05.21	5.56	150000	0.067
姜艳	集中竞价	2020.05.26	5.62	330000	0.148
姜艳	集中竞价	2020.05.27	6.18	65000	0.294
姜艳	大宗交易	2020.06.10	5.78	2589400	1.164
姜艳	大宗交易	2020.06.11	5.78	1059800	0.476
姜艳	集中竞价	2020.06.17	5.91	138300	0.062
姜艳	集中竞价	2020.06.19	5.82	148200	0.067
姜艳	大宗交易	2021.03.17	7.10	2506500	1.127
姜艳	大宗交易	2021.03.18	7.10	1069400	0.550
姜艳	集中竞价	2021.03.18	7.16	1224500	0.481
姜艳	集中竞价	2021.03.19	7.17	400000	0.180
姜艳	大宗交易	2021.06.24	8.7	2380000	1.070
姜艳	大宗交易	2021.06.25	8.7	1060000	0.476

数据来源：科隆股份公司公告

4.3.2 第二大股东孟庆有减持过程

科隆股份第二大股东孟庆有减持前的持股比例为 10.2941%，减持后下降为 4.9853%。

表 4-7 科隆股份大股东孟庆有减持股变动明细表

股东名称	减持方式	减持期间	减持均价（元/股）	减持股数（万股）	减持比例（%）
孟庆有	大宗交易	2016.01.19	35.10	50	0.7353
孟庆有	大宗交易	2016.05.24	43.26	10	0.1470
孟庆有	大宗交易	2016.05.30	37.00	30	0.4412
孟庆有	大宗交易	2016.06.06	43.55	68	1.0000
孟庆有	大宗交易	2016.06.30	44.86	57	0.8382
孟庆有	大宗交易	2016.07.04	44.05	11	0.1618
孟庆有	大宗交易	2016.07.08	47.73	68	1.0000
孟庆有	大宗交易	2016.07.14	44.81	46	0.6765
孟庆有	大宗交易	2016.07.20	45.77	21	0.3088

数据来源：科隆股份公司公告

4.4 科隆股份大股东减持特点

通过对科隆股份大股东减持过程的梳理可以看出，科隆股份大股东减持行为存在减持次数频繁、减持时间集中、时机选择性强等特点。2016 至 2021 年间公司大股东共进

行了 54 次减持，且年中和年末的减持集中度较高，由此可见大股东并不是在任意时间点选择减持。例如，2020 年 5 月大股东姜艳的 8 次减持行为，分析发现在其减持期间公司股价整体呈现上涨趋势，并且其减持时点与大盘指数上涨的日期区间存在高度重合。这说明科隆股份大股东的减持行为与股价变动存在时间上的密切关系，具有较强的时机选择性。并且值得注意的是，减持公告中显示孟庆有和姜艳及其一致行动人的减持原因都是出于个人资金需要。

表 4-8 2020 年 5 月姜艳减持情况统计表

日期	变动人	变动数量（股）	交易均价（元）	当日收盘价（元）
2020.05.07	姜艳	-655000	6.18	5.55
2020.05.08	姜艳	-330000	5.62	5.63
2020.05.13	姜艳	-150000	5.56	5.55
2020.05.15	姜艳	-60000	5.59	5.54
2020.05.19	姜艳	-129800	5.58	5.60
2020.05.21	姜艳	--110000	5.56	5.53
2020.05.26	姜艳	-200000	5.61	5.64
2020.05.27	姜艳	-210000	5.53	5.90

数据来源：东方财富网

第5章 科隆股份大股东减持案例分析

5.1 科隆股份大股东减持动因分析

通过前文的介绍可以发现，科隆股份的大股东减持行为开始于2016年初，并且大体分为两个阶段，一是2016年公司第二大股东孟庆有的减持行为，公司于2014年上市，一年限售期结束后其就开始陆续减持公司股票，半年的时间之内就从持股百分之十以上减持到百分之五以下，从而从公司第二大股东到退出大股东行列，而其之后的减持已经不需要进行披露了，所以可以推测孟庆有的减持动因更倾向于套现获利。二是公司实际控制人并担任高管职务的第一大股东姜艳女士的减持行为，其减持行为开始于2019年，并一直持续到2021年，作为拥有实际控制权和经营权的大股东，姜艳女士的减持动因似乎更加复杂。

本文为全面深入了解科隆股份大股东减持的动因，已经详细介绍果公司上市后2015至2019年的经营状况。下面将基于此对二者的减持动因进行深入分析。

5.1.1 提升业绩增长动力

查看相关数据可知，科隆股份上市当年扣非净利润仅3266万元，同比下滑了近3成。总体来看，2014至2020年，科隆股份亏损年度净利润合计-1.89亿元，而盈利年度净利润合计仅为8752万元。这说明科隆股份不仅一上市就遭遇了业绩变脸，而且上市后累计亏损已逾亿元。

2015至2018年，在科隆股份上市后的3年半时间里，公司股价经历了高位震荡，到不断拉出新高度，再到持续下滑的过程，市值最大缩水幅度达75%。反观科隆股份的主营业务盈利能力，其扣非净利润遭遇“腰斩”，而2015年曾一度陷入亏损，主营业务盈利能力持续下滑。再结合现金流状况，2017年公司经营活动产生的现金流量净额为-5705.70万元，同比下降了373.89%，不难发现科隆股份确实正在步入困境。科隆股份作为创业板上市公司一旦出现亏损，就相当于亮起了警戒的红灯，甚至可能出现退市风险，作为公司实际控制人与经营者的大股东姜艳更是需要考虑公司的未来发展，如何增强公司的盈利能力，拉动业绩增长。

由于内生增长动力不足，公司选择了外延式并购以拉升公司业绩，然而此行为却给公司经营带来了新的压力。2016年1月28日科隆股份发布重大事项停牌公告，同年4月29日发布并购草案，决定收购四川恒泽建材有限公司100%的股份，2016年9月6日完成资产过户，四川恒泽成为科隆股份的全资子公司。由此，为公司的后续发展埋下隐患。

表 5-1 2014-2016.01 四川恒泽部分财务数据统计表

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1 月
营业收入	8203.32	19440.73	1485.07
营业税金及附加	20.85	80.61	26.86
利润总额	321.46	2470.84	248.86
净利润	239.37	2047.15	207.69

数据来源：四川恒泽财务报表

由科隆股份发布的并购公告可知，公司最终的转让溢价高达 235.60%，然而，由表 5-1 可以看出，2015 年四川恒泽的营业收入激增，利润总额是 2014 年的 7 倍，净利润更是达到了惊人的 9 倍增长量。由此可见，科隆股份公布并购案前，标的公司突然发生业绩暴增情况。另外，四川恒泽 2015 年有 1.94 亿元的营业收入，但当年的营业税金及附加却只有 80 多万元，二者似乎并不匹配。而且，查看四川恒泽资产负债表可以发现，公司 2014 年和 2015 年有大额应收账款，分别占到了当年营业收入的 66.03%和 55.13%。可以说，四川恒泽当年激增的营业收入绝大部分是应收账款增加引起的，实际收入质量并不高。

并购标的估值增长较快，那作为保障的业绩承诺实现情况如何呢？如表 5-2 所示，四川恒泽的业绩只兑现了 2016 年，2017 年至 2020 年均未完成业绩承诺。当初的交易方案约定：交易总价 2.3 亿元，其中 65%以发行股份的方式支付，另外 35%以现金支付。

表 5-2 2017-2020 年四川恒泽业绩承诺及履行情况统计表

年份	承诺净利润（万元）	当期净利润（万元）	完成比例（%）
2017	≥3400	2473.08	72.74
2018	≥4300	1348	31.35
2019	≥4700	861.53	18.33
2020	≥5000	-4325.34	-86.51

数据来源：四川恒泽公司公告

四川恒泽业绩承诺未能实现，并且带来了 1.17 亿元的商誉减值，科隆股份收入和利润都受到了极大影响。公司为扭转这一局面，急需寻找新的方式来维持收入和利润的增长，而作为拥有内部人优势的实际控制人，面对如此不利的业绩状况，姜艳女士不管是出于战略原因还是套现原因都有很大的理由减持公司股份。

5.1.2 缓解资金压力

分析发现，科隆股份近几年存在较为频繁股权质押行为，并且质押金额较大，如果对照其减持行为来看，自减持以来就一直有股权质押的身影在，不得不让人联想二者之间的关系。大股东姜艳的股权质押情形如下表所示：

表 5-3 2015-2020 年科隆股份大股东姜艳的股权质押情况统计表

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
质押笔数（笔）	2	8	5	10	6	3
质押股数（万股）	884	4391.7	3489	1568.51	3101.5	1575.66
占当年总股本的比例（%）	13	21.6	16.71	9.98	14.09	7.08

数据来源：东方财富网

姜艳是以自然人名义申请的股权质押，并且循环质押特征较为突出。从表 5-3 也可以看出，姜艳的频繁高额质押反映出公司流动资金严重不足。事实证明，高份额承诺会带来高运作资本。适当的股权质押也是一种融资方式，质押获得的资金注入公司可以保障正常的生产运营，缓解一定的资金压力，当公司市场表现不佳时，也可以对公司股价带来积极影响。虽然循环质押带来的杠杆效应持续性较强，但相应地风险也会更大，这样就使公司更易受到外部市场的影响。

前文分析过科隆股份因并购造成了业绩翻车，在这段时间内公司股价也出现了下跌的情况，2017 年 3 月后，一年时间内跌幅达到 60%。由此也就引发了姜艳的“质押危机”，其所质押的股票出现平仓风险。由表 5-3 可以看出，姜艳的股权质押行为一直贯穿在公司的发展过程中，且质押比例较高，截至 2021 年第三季度末，姜艳持股比例为 29.58%，已被质押的股份占到其所持股份比例的 33.1%。2021 年 8 月，姜艳签订了两份股权转让协议，以 7.4 折的价格将质押股票转让给了钟学智和张宜宇。科隆股份解释称，低价转让股份是为了获取转让价款，以偿还股票质押融资贷款，从而降低质押风险。

另外，科隆股份主营业务的研发成本也给公司带来了较大的资金压力。2018 至 2020 年，科隆股份的研发投入金额较高，分别占当年营业收入的 3.91%、3.97%和 3.48%，2021 年前三季度，公司的研发费用更是同比增长了 64.75%。主营业务研发费用的投入需求也给科隆股份的资金带来了较大的压力。

当股权质押风险较高且不能满足公司需要时，大股东可能会通过减持股份更好地应对资金压力缓解资金风险。而且，大股东姜艳的持股比例在公司拥有绝对优势，相比之下通过减持股票筹资的风险更低而且速度更快。从时间上分析来看，姜艳的股权质押危机发生在 2018 年，而其减持行为开始于 2019 年，并且从此以后质押与减持就开始了相伴相生之路，这不得不引起我们的思考，缓解股权质押危机、获取公司经营所需的流动资金可能是姜艳减持股份的动因之一。当然，结合姜艳后续的频繁减持可以发现，此行为也存在姜艳为了获取超额收益，降低掏空成本的可能性。

5.1.3 套现获取超额收益

以往研究结论认为，获取超额收益一般是上市公司大股东减持的最主要动因。股改后，我国法律体系更加完善，政策性监管力度更强，对中小股东权益的保护也更有利，

这使得大股东们开始寻找新的方式和手段为自己谋取私利。对于大股东来说，利用自身内部绝对优势减持手中股份似乎成为获取私利最简单的方法。

表 5-4 科隆股份分红情况表

分红年度	每 10 股税前派现（元）	每 10 股税后派现（元）	股利支付率（%）
2014	2.00	1.80	33
2017	0.25	0.125	17

数据来源：科隆股份公司公告

结合以往大股东减持案例及本案例可以发现，公司大股东减持金额基本都是千万元甚至上亿元，很明显，减持股份已经成为大股东短期内获得巨额财富的重要手段。作为公司投资者的大股东想要获得回报，主要有两种方式，首先，取决于自己手中持有的股份数量和公司的股利分配政策，通过分派现金股利以获得投资回报；其次，是通过在二级市场上出售公司股票获得资本收益。

本文对科隆股份上市以来的股利分派情况进行分析，发现公司派发现金股利的频率较低，且分配金额也较少。由表 5-4 可以看出，2017 年科隆股份的派息率仅为 17%，低于刚上市时的 33%，与同时期 A 股市场 37.05% 的平均股息率相比具有很大差异。由此可见，若仅仅依靠公司分派现金股利获利，科隆股份的大股东远远不能被满足，加之其对行业和公司未来表现的预期比较消极，出于获取私利的心态来说，减持“套现”或成为大股东当下可以选择的相对稳妥且最直接的方式。

查看公司公告可以发现，科隆股份大股东和高管的减持行为在股票解禁期一满就开始了，减持得如此着急，更加让人怀疑其动机的合理性。2016 年 4 月科隆股份发布重大资产重组公告，而同年 7 月第二大股东孟庆有却进行了连续减持，对公司“重大利好”消息的漠视态度也说明了孟庆有急于套现离场的决心。连续减持后孟庆有持股比例降至 5% 以下，按照规定，若其想要继续减持，就不需对外披露减持公告，从此孟庆有退出科隆股份大股东行列。

另外，2019 年初 A 股震荡调整，但科隆股份的热度却高居不下，在大盘直线下跌之际依旧表现亮眼，引来诸多关注。2019 年 5 月 8 日，深交所向科隆股份发布了关注函，并且公司高管在此期间还进行了频繁减持，此种形势下科隆股份股价仍节节攀升。就在股价上涨之际，科隆股份大股东频频减持，并且公司董监高的减持行为也在继续。2019 年 5 月至 2019 年底，姜艳及一致行动人陆续发布减持公告，特别是 5 月份的 10 次集中减持，并且减持的理由均为个人资金需求。通过此次集中减持蒲云军和郝乐敏共减持公司股份 231525 股（占公司总股本的 0.152%）。前文介绍过控股股东姜艳的股权质押危机，因 2018 年的“母告子”案件，暂时缓解了姜艳的股权质押压力，姜艳 2019 年的减持行为很有可能是为了套现以缓解股权质押可能带来的平仓风险。

公司股价一路飙涨、高管和大股东持续减持，随后深交所向科隆股份发送了问询函。

问询结果显示，科隆股份 2019 年初股价飙涨的幕后主力是游资所在的券商营业部，且存在不同寻常的操作痕迹。2019 年 4 月底多家券商营业部频繁进出科隆股份，多次高买低卖再高买公司股票。由此可见，当时科隆股份股价的大幅上涨并非常规因素引起的，更可能是市场操作的结果。不一般的股价上涨、不寻常的减持时机与可疑的市场操作都透露出科隆股份大股东减持的套现动机。

5.2 科隆股份大股东减持实施路径分析

5.2.1 频繁公布利好消息

表 5-5 2016-2021 年科隆股份大股东减持前后披露利好消息简表

时间	事件内容
2016.01.29	关于筹划发行股份购买资产的停牌公告
2016.04.08	2016 年第一季度业绩上涨预告
2016.04.26	2015 年度内部控制自我评价报告
2016.04.26	2015 年度募集资金用于公司经营的使用情况
2016.04.26	2015 年度关联交易及 2016 年度关联交易计划的公告
2016.04.29	发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金
2016.04.29	重大资产重组暂不复牌
2016.05.17	修改公司章程增加公司经营范围
2016.07.14	2016 年上半年度业绩上升预告
2019.04.09	2019 年第一季度业绩上升预告
2019.04.25	2018 年度利润分配及资本公积金转增股本预案
2019.04.25	为全资子公司提供担保
2019.04.30	股票交易异常波动及风险提示
2019.05.07	股票交易异常波动及风险提示
2019.12.24	与中建西部建设股份有限公司签订战略合作框架协议
2020.04.02	公司及全资子公司通过高新技术企业重新认定
2020.10.28	公司及子公司获得政府补助
2021.02.08	现金收购聚洵半导体科技(上海)有限公司 51%股权并签署《股权转让协议》
2021.08.09	公司及子公司获得政府补助

资料来源：科隆股份公司公告

如表 5-5 所示，2016 年 1 月至 7 月，科隆股份对公司利好公告的披露非常密集，但观察后会发现，预披露情况占比很大，这并不代表着实际情况就是如此，而且像募集资金计划投入公司经营这种消息，短期内可能不会使公司业绩得到提升，而且在达到大股东的目的之后，至于后续是否真的用于公司运营就没有任何保障了。大股东孟庆有于

2016年1-7月实施分批减持，因其具有内部人信息优势，通过不断向外发布利好消息，增强投资者信心抬高股价，随后便抓住机会减持手中股份，从而获取超额收益。分析发现，在孟庆有减持完成之后仍然有利好消息的披露，这其实是大股东为稳定股价采取的手段，以避免减持后期股价下跌太快。控股股东姜艳的减持集中开始于2019年年中和年末，观察此段时间利好信息的披露次数，不难看出其减持也存在明显的择时行为。

另外，有多家证券公司在科隆股份披露利好消息的同时，对其展开了调研，并在报告中给予公司增持的评级。由于中小投资者处于信息劣势，并不能真正了解到公司的内部信息，其单靠公司发布的公告想要获取准确的信息比较困难，当专业机构给出分析评价之后，中小投资者相对会给予很高的关注和信任。当市场上对科隆股份进行调研的机构不断增多时，就会使其更快受到广大投资者的关注，了解发现，国联证券、信达证券等专业研报都曾在科隆股份披露利好消息期间给出了“推荐”、“买入”、“增持”等积极意见，这样一来中小投资者的投资信心便更加坚定。这样，科隆股份大股东通过信息操纵，发布对公司经营并无多大实质作用的利好消息，再与相关证券机构进行配合，增强投资者信心，从而拉升股价再进行减持，达到了其套现获利的目的。

5.2.2 外延式并购

对于高新型化工企业而言，并购能给公司带来多方面的益处，对外部投资者来说也是重大利好消息。

前文已介绍过科隆股份并购四川恒泽的基本情况，若四川恒泽如期完成业绩承诺，则科隆股份的业绩将会有明显增长。事实上，2016年四川恒泽也确实完成了当年的业绩承诺，科隆股份当年的财务报表业绩数据体现出明显涨势，由表5-6可知，2016年科隆股份归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长了154.73%，成功实现扭亏为盈。2017年公司发布的业绩承诺完成情况公告也向外界传递出了积极的信号，收购完成后，四川恒泽的经营业务在原有基础上得到了拓展，公司业绩进一步提升，这也对科隆股份利润的增加有很大助益。公司的此次并购在短时间内成功达到了向市场传递积极信号和增厚业绩的目的，公司股价也进一步上升。

表5-6 并购带来的科隆股份业绩增长情况表

	2015	2016年同 比增速(%)	2016	2017年同 比增速(%)	2017
营业收入(亿元)	8.00	-2.89	7.77	45.07	11.28
归属于上市公司股东的净利润(千万元)	0.53	154.73	1.57	45.01	2.28
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润(千万元)	-3.30	136.89	1.22	-49.82	0.61

数据来源：科隆股份公司年报

2016年4月29日科隆股份发布并购草案，同年8月6日证监会予以批准，随后便迅速完成资产过户，科隆股份在公司业绩增长缓慢、盈利能力不足的状况下，积极推进外延式并购，短期内达到了提升公司业绩、拉升股价的目的。值得注意的是，一般情况下业绩高速增长是上市公司发布“高送转”预案的前提条件之一，所以，科隆股份此次并购与后续“高送转”方案的发布有着紧密联系。

5.2.3 “高送转”

在创业板市场上，“高送转”方案的发布常常伴随着公司大股东减持的发生，所以，“高送转”被视作提振股价以方便股东减持的工具之一。其本质是股东权益的内部转换，公司股票的总价值并不会因此而发生变化。但由于配送比例一般较大，投资者会将此视为一种积极信号，认为企业未来发展潜力较高，经营业绩将会持续增长，由此，外部投资者一般对“高送转”方案持欢迎态度。企业内部有意的炒作，再配合上外部过多的追捧，公司股价节节攀升便在情理之中了，然后大股东趁此时机减持手中股票，以获取超额收益。科隆股份在上市后共推出四次“高送转”方案，具体见下表5-7。

表 5-7 科隆股份股利分派方案

报告期	分配方案	股权登记日	股权除息日	派息日
2014	10派2元	2015.05.22	2015.05.25	2015.05.25
2016	10转5股	2017.06.08	2017.06.09	2017.06.09
2017	10送1股转2股派0.25元	2018.05.31	2018.06.01	2018.06.01
2018	10转5股	2019.06.05	2019.06.06	2019.06.06

数据来源：科隆股份公司公告

由上表可以看出，2016年科隆股份的股利分配方案为每10股转增5股，2017年则采用向全体股东每10股送1股并转增2股的高股利分配方案。“高送转”不会使资金流出企业，实施成本相对较低，而且会吸引更多的游资机构和持有者进入，进而造成公司股价上涨。

另外，前文分析发现科隆股份盈利状况并不乐观，2015-2018年，公司净利润一直处于负增长状态，作为内部人的大股东对此情况更是非常了解，若公司长期处在此种业绩状况中，则很难吸引投资者进入。但是，公司发布“高送转”股利分配方案后再配合披露其他利好消息，情况便大不相同，会吸引大量投机者入场，进而抬升公司股价。这样就为后续的大股东减持套现提供了更加有利的条件。

5.3 科隆股份大股东减持经济后果分析

本文采用事件研究法分析科隆股份大股东减持行为产成的短期市场效应，并结合公

司各项财务数据分析大股东减持前后公司的盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力的变化情况，以及对中小股东利益和公司治理的影响。

5.3.1 市场效应分析

在资本市场中，股价会受特定事件的影响而在短期内发生波动，事件研究法可以通过股价的变动情况来反映特定事件对二级市场财富的影响。本文将运用此方法分别分析科隆股份大股东姜艳和孟庆有的减持行为产生的市场效应。

(1) 事件日和窗口期的确定

孟庆有的减持行为在 2016 年 7 月最为频繁，且 7 月 8 日的减持股数和金额最大，因公司并未发布预披露公告，所以本文选取减持开始日 2016 年 7 月 8 日为第一个事件日。控股股东姜艳的减持行为开始于 2019 年 7 月 15 日，故选取为第二个事件日。窗口期是指受特定事件影响的时间段，本文选取事件日前后 5 天作为窗口期，用[-5,5]来表示，若有停牌情况逐日向后顺延。

(2) 实际收益率的计算

实际收益率 (R_{it}) 也即真实收益率，是交易日 t 个股股票收盘价 (P_{it}) 和交易日 $t-1$ 个股股票收盘价 (P_{it-1}) 差值与交易日 $t-1$ 个股股票收盘价的比值。计算公式如下：

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad \text{式 (5-1)}$$

(3) 预期收益率的计算

对预期收益率 ($E(R_{it})$) 的测算一般采用市场模式，此模式的前提假设是个股股票报酬率与市场报酬率之间存在一定的线性关系，那么预期收益率便可用市场收益率来代替。此时预期收益率是大盘指数在交易日 t 的收盘价 (R_{mt}) 和大盘指数在交易日 $t-1$ 的收盘价 (R_{mt-1}) 差值与大盘指数在交易日 $t-1$ 的收盘价的比值。科隆股份上市于深交所，所以本文采用的大盘指数为深证成分指数。计算公式如下：

$$E(R_{it}) = (R_{mt} - R_{mt-1}) / R_{mt-1} \quad \text{式 (5-2)}$$

(4) 超额收益率和累计超额收益率的计算

超额收益率 (AR_{it}) 是实际收益率与预期收益率的差值，累计超额收益率 (CAR) 是对窗口期内超额收益率的求和。计算公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad \text{式 (5-3)}$$

$$CAR = \sum AR_{it} \quad \text{式 (5-4)}$$

表 5-8 科隆股份大股东孟庆有减持事件窗口期相关数据计算表

日期	t	Pit	Rit	Rmt	E (Rit)	AR	CAR
2016.07.01	-5	15.33	-0.0248	3664.39	-0.003	-0.0218	-0.0218
2016.07.04	-4	15.35	0.0013	3702.06	0.0103	-0.0009	-0.0227
2016.07.05	-3	15.61	0.0169	3683.54	-0.0050	0.0219	-0.0008
2016.07.06	-2	15.80	0.0122	3705.15	0.0059	0.0063	0.0055
2016.07.07	-1	16.89	0.0690	3684.77	-0.0055	0.0745	0.08
2016.07.08	0	16.64	-0.0148	3683.22	-0.0004	-0.0144	0.0656
2016.07.11	1	15.44	-0.0721	3685.08	0.0005	-0.0726	-0.007
2016.07.12	2	15.68	0.0155	3756.95	0.0120	0.0035	-0.0035
2016.07.13	3	15.68	0	3782.12	0.0067	-0.0067	-0.0032
2016.07.14	4	15.67	-0.0006	3774.65	-0.0020	0.0014	-0.0018
2016.07.15	5	15.47	-0.0128	3781.53	0.0018	-0.0146	-0.0164

数据来源：东方财富网

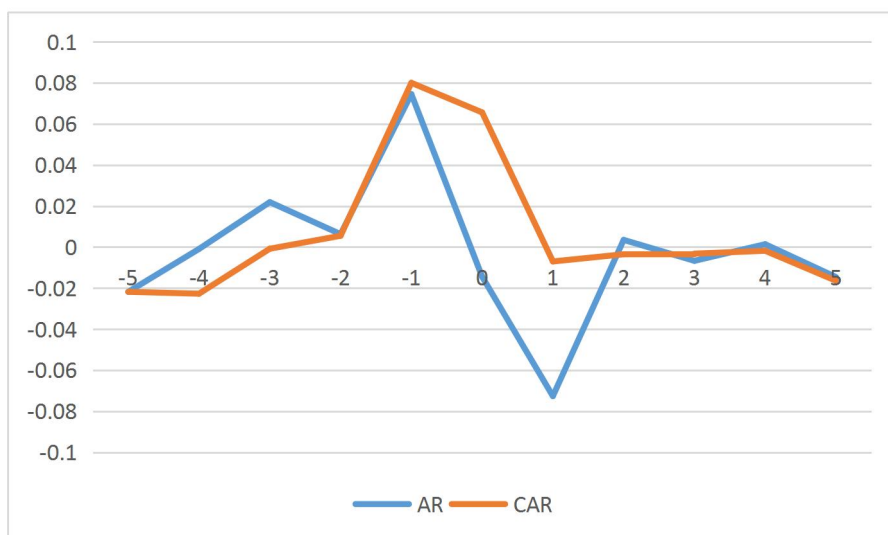


图 5-1 科隆股份大股东孟庆有减持事件窗口期 AR、CAR 走势图

由上图可以看出，孟庆有减持前科隆股份大多是正向超额收益，并在减持日前一天急剧上涨达到峰值，但是在减持日当天却出现了断崖式下降，超额收益率由正转负。减持日后一天超额收益率继续下降，达到窗口期内的最低值，但在往后的几天里超额收益率有所上升，并一直处于波动状态。在大股东减持期间，利好消息的披露仍然在继续，这在一定程度上稳定了减持后期的股价。

总体来看，科隆股份大股东孟庆有减持前的累计超额收益率呈波动上升趋势，在多种手段的配合下公司股价被抬升到高点，使得 CAR 达到峰值，减持日前后，CAR 值大幅下降，减持日后累计超额收益率虽趋于稳定但大多是负值。由此可见，科隆股份大股东孟庆有在此次减持过程中获取了高额内部人收益，中小股东权益却受到了较大损害。

表 5-9 科隆股份大股东姜艳减持事件窗口期相关数据计算表

日期	t	Pit	Rit	Rmt	E (Rit)	AR	CAR
2019.07.08	-5	7.46	-0.0557	9186.29	-0.0272	-0.0285	-0.0285
2019.07.09	-4	7.55	0.0121	9198.79	0.0014	0.0107	-0.0178
2019.07.10	-3	7.37	-0.0238	9166.15	-0.0035	-0.0203	-0.0381
2019.07.11	-2	7.52	0.0204	9152.77	-0.0015	0.0219	-0.0162
2019.07.12	-1	7.64	0.0160	9213.38	0.0066	0.0094	-0.0068
2019.07.15	0	7.66	0.0026	9309.42	0.0104	-0.0078	-0.0146
2019.07.16	1	8.14	0.0627	9283.41	-0.0028	0.0655	0.0509
2019.07.17	2	7.91	-0.0283	9302.00	0.0020	-0.0303	0.0206
2019.07.18	3	7.52	-0.0493	9154.65	-0.0158	-0.0335	-0.0129
2019.07.19	4	7.54	0.0027	9228.55	0.0081	-0.0054	-0.0183
2019.07.22	5	7.13	-0.0544	9122.64	-0.0115	-0.0429	-0.0612

数据来源：东方财富网

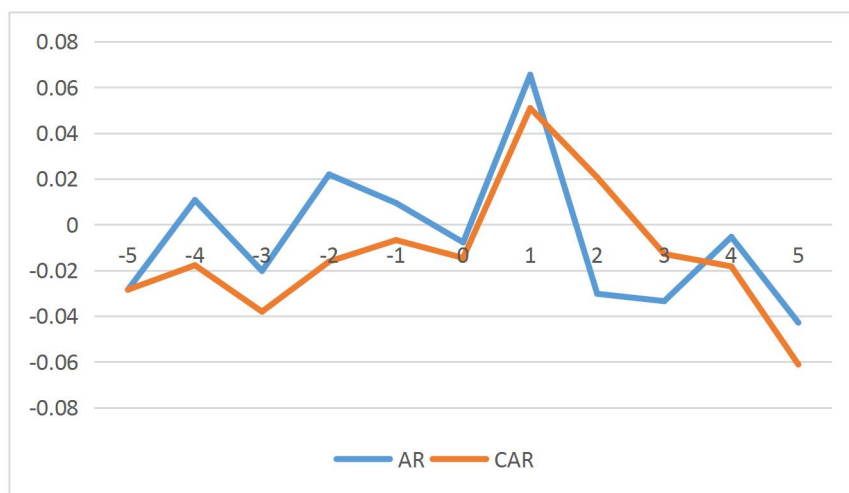


图 5-2 科隆股份大股东姜艳减持事件窗口期 AR、CAR 走势图

如图 5-2，科隆股份减持事件日前的超额收益率多为正数，但在事件日前一天开始出现下降，减持后也只有第一天为正数其余都是负值，特别是减持后的第二天和第三天，超额收益率迅速下跌，最终在第五天降至最低值。累计超额收益率在减持前后差异也较大，减持前呈整体上升趋势，减持后却大幅下降且并未返升，而是出现了降幅进一步扩大的现象。总体来看，姜艳减持后，公司的超额收益和累计超额收益从波动上升态势转为快速下降，并且均低于减持前的最低值，减持后市场财富效应明显降低。

综上所述可知，科隆股份大股东虽然以信息操纵等手段配合减持，但由于像业绩预期、战略合作等利好消息事实上并不能为公司带来实质性盈利，且对中小股东来说，公司大股东在股价高点突然进行集中大规模减持，这严重挫伤了其投资信心，于是减持的市场反应较为强烈。科隆股份大股东孟庆有和姜艳的减持行为短期内都带来了消极的市

场反应，减持后出现了明显的股价下跌和累计超额收益率降低的情况，导致市场财富效应降低。这说明科隆股份大股东采取多种手段实现了精准减持，这一过程中其获取了超额收益，但带来了消极的市场反应，并严重损害了公司中小股东利益。

5.3.2 财务效应分析

为全面分析科隆股份大股东减持前后的财务状况变化，本文将选取盈利能力、偿债能力、盈利能力和成长能力的相关指标，通过数据来直观反映大股东减持后公司财务状况的情况。

5.3.2.1 盈利能力

盈利能力是一个企业存在发展的最基本的能力。本文将选取营业利润率、销售净利率、净资产收益率和每股收益指标来评价科隆股份减持前后的盈利能力。营业利润率指标反映公司产品本身在市场上的竞争力，体现方式为投入其中的各资源要素所获得的利润的多少；销售净利率指标表示每一元销售收入带来的净利润的增减变化；净资产收益率指标反映公司股东权益的收益水平，股东权益是公司的自有资本，所以该指标可以衡量公司运用自有资本的效率；每股收益是衡量普通股获利水平和投资风险的指标，也是反映企业经营成果的常用指标之一。

表 5-10 2015-2021 年科隆股份盈利能力指标统计表

指标/年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 三季报
营业利润率 (%)	-4.76	1.98	1.31	-15.79	-4.03	-9.26	1.38
销售净利率 (%)	-3.59	2.02	2.01	-8.50	1.01	-6.63	1.28
净资产收益率 (%)	-4.77	2.34	2.43	-11.17	1.28	-7.73	1.15
每股收益 (元)	-0.42	0.20	0.18	-0.66	0.05	-0.27	0.04

数据来源：东方财富网

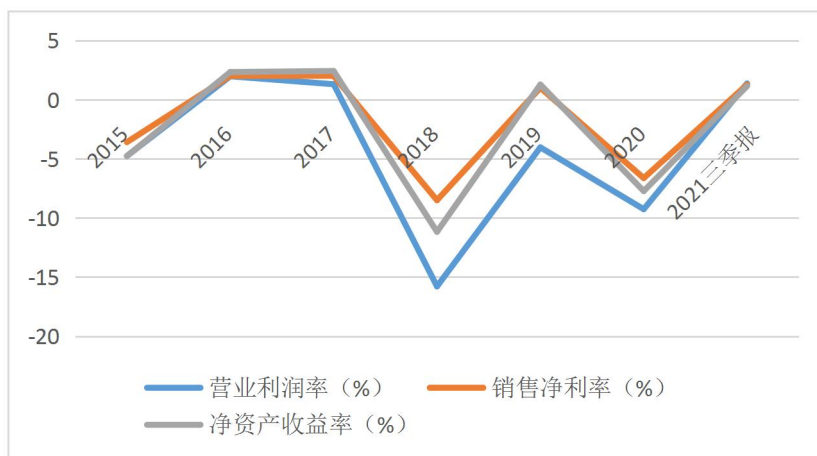


图 5-3 2015-2021 年科隆股份盈利能力指标折线图

由上表可知，科隆股份盈利能力指标变化趋势大体一致，2016-2017年有小幅下降或基本持平，2018年出现大幅下降，之后三年又呈现出波动状态，整体处于较低水平。综合分析发现，科隆股份盈利指标呈现整体较低并异常波动背后的原因一是并购项目的影响，二是对政府依赖过重，缺乏内生增长动力，三是大股东频繁减持的影响。2016年为提升公司业绩，科隆股份进行了外延式并购，从而推高股价为大股东和高管减持做铺垫。然而2017-2020年四川恒泽并未完成业绩承诺，并导致科隆股份在2018年度计提了大额的减值准备，计提金额约为11700万元，这对公司当年的净资产和净利润产生了非常大的影响，多个盈利指标都呈现大幅度下降趋势，同比下降了10个百分点以上。

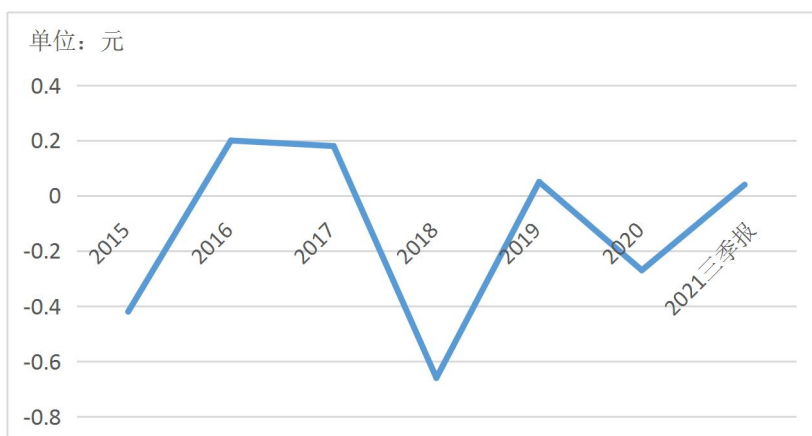


图 5-4 2015-2021 年科隆股份每股收益趋势变动图

根据图 5-4，2015-2016 年大股东减持前，科隆股份的每股收益指标增速很快，特别是 2016 年不仅实现由正转负而且约是 2015 年的 1.5 倍，但在 2016-2017 年大股东孟庆有集中减持后，每股收益出现了小幅下降，之后的 2017-2018 年更是出现了断崖式下降，甚至跌为负值，远低于同行业平均水平。控股股东姜艳的减持行为开始于 2019 年 5 月，而后在当年又进行了多次减持，2020-2021 年的减持行为相比 2019 年减少很多，观察这一期间的每股收益变化趋势可以发现，2019 年至 2020 年间每股收益呈现下降趋势，并由正转负。

综合以上分析可以得出结论，科隆股份大股东孟庆有和姜艳在 2016 年和 2019 年的集中频繁减持行为，导致公司这一时期内创造的每股税后利润大大减少，中小股东投资风险加大，企业获利能力水平也受到较大影响。

5.3.2.2 偿债能力

企业拥有充足的流动资金和稳定的资金链能大大降低运营风险，反之则会使企业陷入资金链断裂、进入破产清算的不利局面。本文选取的偿债能力指标有速动比率、权益乘数和利息保障倍数。速动比率反映企业偿还短期负债的能力，该比率的正常值为 1 左右。权益乘数反映企业财务杠杆的大小，该指标越大表明企业负债程度越高，偿债压力

越大。利息保障倍数反映企业支付利息费用的能力，衡量的是企业的长期偿债能力，正常情况下其值至少应大于1。

表 5-11 2015-2021 年科隆股份偿债能力指标统计表

指标/年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 三季度报
速动比率	1.14	1.18	1.18	1.17	1.15	1.10	1.09
权益乘数	2.20	1.81	1.93	2.08	1.99	2.03	2.07
利息保障倍数	0.09	1.71	1.87	-1.91	1.19	-1.04	1.53

数据来源：东方财富网

由上表我们可以看出，科隆股份速动比率呈现出先升后降的趋势，且总体比值在 1-2 之间，速动比率处于较低水平，且从 2016 年以后一直保持下降态势，特别是 2018-2021 年，2020 年更是出现了最低值，这与姜艳的减持行为存在时间上的联系，这说明公司可以快速变现用于偿还流动负债的资金存在短缺压力，大股东减持对科隆股份的短期偿债能力有不利影响，企业面临很大的偿债风险。

再看权益乘数，其变化趋势基本与速动比率呈现相反态势，权益乘数越大说明企业长期偿债压力更大，而从 2016 年公司大股东陆续减持之后，2016-2018 年和 2019-2021 年权益乘数均呈现增加态势。而利息保障倍数数值较低且出现了负值，究其原因，一方面是受收入减少利润降低的双重影响，2018 年的息税前利润同比降幅较大，这是由于四川恒泽业绩未达标且科隆股份计提了大额的减值准备，另一方面由于 2020 年利润总额为负值，且利息费用较高。二者共同导致了利息保障系数的减少。这两项长期偿债能力指标的分析结果说明，科隆股份流动资金不足，债务负担较重，偿债压力较大，债权人风险较高。

综上所述，科隆股份从大股东减持的 2016 年开始，各项偿债能力指标均表现较差，速动比率指标下降，权益乘数上涨，利息保障倍数较低且出现负值，这表明企业的偿债能力下降，面临的资金压力较大，可能存在无法偿还到期债务的风险。而且观察三项指标的共同点可以发现，指标的增减变动在时间节点上都与公司的大股东减持行为较为吻合，这也从侧面反映出科隆股份大股东减持行为对公司的偿债能力存在不利影响。

5.3.2.3 营运能力

营运能力体现公司日常经营运转的效率。本文选择的营运能力指标有存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率和总资产周转率。通常情况下，周转次数越多周转率越高，营运能力就越强。

表 5-12 2015-2021 年科隆股份营运能力指标统计表

指标/年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 三季度报
存货周转率	5.050	4.239	5.176	5.958	4.782	4.386	3.966
应收账款周转率	2.352	1.890	2.211	2.281	2.005	2.140	1.905
流动资产周转率	0.813	0.784	0.984	0.985	0.816	0.857	0.752
总资产周转率	0.595	0.525	0.643	0.667	0.556	0.583	0.516

数据来源：东方财富网

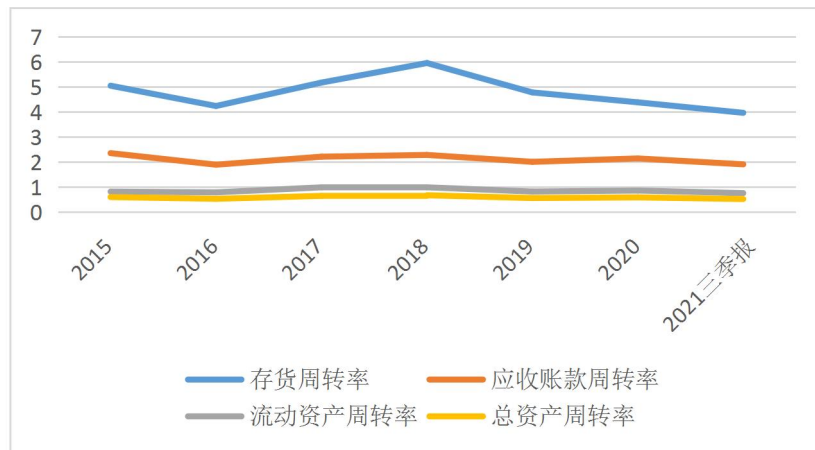


图 5-5 2015-2021 年科隆股份营运能力指标变动图

从统计数据可以看出，科隆股份的存货周转率指标总体波动不大，2016-2018 年有所上升，周转速度相对较快，但 2018 年之后一直呈现下降态势。可见科隆股份 2016-2018 年在采购、储存、生产、销售的各个环节上保持着较高水平的运作能力，资产的变现速度也较快。但 2019 年姜艳减持后，公司的存货周转率不仅降幅明显而且整体水平较低，说明这段时期内公司存货变现能力变差，资金被占用情况较为严重。

表 5-13 2015-2021 年科隆股份营业收入与应收账款统计表

指标/年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 三季度报
应收账款（亿元）	3.469	4.750	5.443	5.037	4.376	4.303	4.387
营业收入（亿元）	8.000	7.767	11.270	11.950	9.438	9.288	8.279
占比（%）	43.36	61.16	48.30	42.15	46.37	46.39	52.99

数据来源：东方财富网

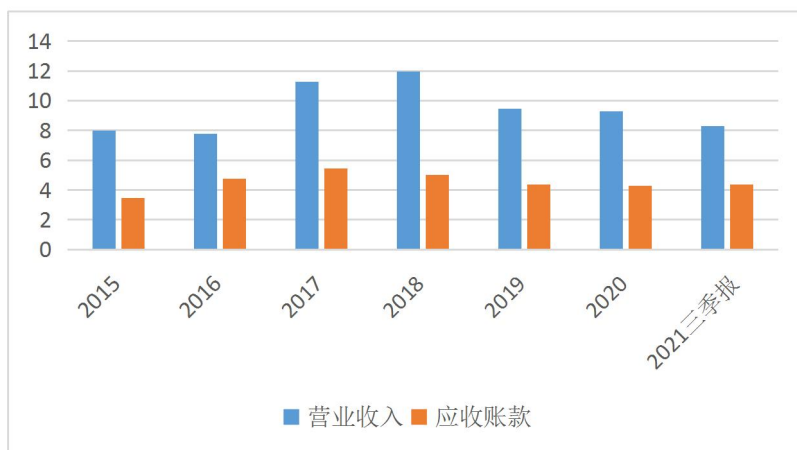


图 5-6 2015-2021 年科隆股份营业收入与应收账款柱状图

通过科隆股份的应收账款周转率数据可以看出，公司总体资金周转能力较低。另外，应收账款占营业收入的比重也可以体现企业营业收入的质量，若营业收入中应收账款占比较大，则表明企业营业收入的质量不高，发生坏账的风险也较大。根据表 5-12 和图 5-6 可知，科隆股份 2015-2021 年应收账款占营业收入的比重总体较为稳定，但在 2016 年出现快速攀升，而且 2019 年营业收入同比增速由正转负。这都体现出在 2016 年和 2019 年大股东减持之后，公司的营业收入质量明显降低，回款能力下降，经营活力不足。

科隆股份流动资产周转率和总资产周转率基本呈现同向变化，且水平较低，根据上表可知，总资产周转率呈先升后降的波动趋势，2016 年有所下降，2018-2021 年整体也处于下降趋势。可见，在此期间科隆股份的资产运用水平并不高，公司的获利能力也会受到影响。

综上所述，大股东减持后科隆股份营运能力明显下降，结合前文分析，造成此种后果的原因一是公司快速并购和业务拓展造成资金链紧张，二是大股东大规模减持后各方对公司的信心降低，致使产品销售渠道变窄、客户资源流失。

5.3.2.4 成长能力

本文选取的成长能力指标有净利润增长率、营业收入增长率、现金流量增长率和基本每股收益增长率。

表 5-14 2015-2021 年科隆股份成长能力指标统计表

指标/年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 三季报
净利润增长率	-175.11	154.83	45.01	-540.5	110.72	-663.64	-47.06
营业收入增长率	-29.64	-2.89	45.07	6.04	-21.00	-1.63	17.93
现金净流量增长率	-140.16	30.77	83.69	954.7	-126.9	-197.21	64.51
基本每股收益增长率	-159.46	147.71	-10.78	-467.5	107.20	-674.74	-47.04

数据来源：东方财富网

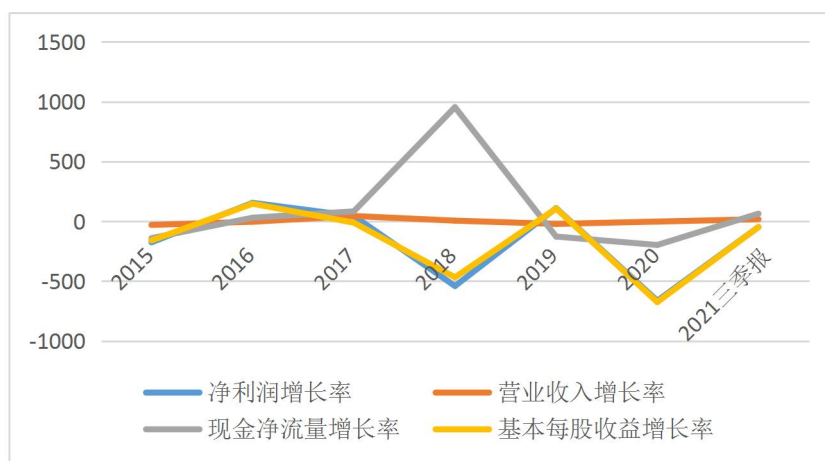


图 5-7 2015-2021 年科隆股份成长能力指标变化图

从表 5-14 和图 5-7 中的数据来看,科隆股份总体成长能力指标表现较差,出现了大量的负值。但 2016-2017 年净利润、现金净流量和基本每股收益指标有所增长,主要原因是科隆股份于 2017 年把子公司数据纳入了合并报表。而在 2017-2018 年和 2019-2020 年,公司净利润、基本每股收益都出现大幅下降,甚至降为负数,这体现了在并购后期,科隆股份的资源整合能力较差,其中在 2018 年,公司营业收入下降较少而利润的降幅却非常大,原因在分析盈利能力时有所提及,主要是当年公司产生了较多的资产减值损失。总体来看,大股东减持之后科隆股份的成长能力呈现出较低水平。

另外,前文介绍过科隆股份在 2017 年施行了力度较大的“高送转”分配方案,如果公司后续成长性不高,就会因公司净利润增长与股本扩大不同步而导致每股收益降低,公司股价下跌的风险也就会加大。

5.3.3 对中小股东的影响分析

信息不对称现象广泛存在于资本市场中,大股东处于信息优势地位,若再同时拥有控制权,那么就为大股东的一些自利行为提供了有利保障。科隆股份的大股东就是同时拥有信息优势与控制权优势,通过信息操纵不断强化市场信心,同时利用其控制权做出配合性决策。而中小股东作为信息接收者,且以散户居多,他们没有条件掌握公司内部信息,有的甚至缺少基本的金融市场知识,难以识别公司的操纵行为,当减持事件发生后,股价大幅下跌时,他们才意识到大股东的真实意图,这样一来,中小股东被刻意蒙蔽,其知情权受到侵犯。

除此之外,中小股东的经济利益也有很大损失。公司大股东大规模减持后,股价会随之下跌,公司价值也会相应降低,中小股东股份将不可避免地发生减值。每股净资产反映每股股票所拥有的资产现值,可以用来衡量企业的内在价值,该指标越高,表明公司发展潜力与股票的投资价值越大,投资者所承担的投资风险越小。本文将运用此指标

反映科隆股份大股东减持行为对公司中小股东利益的侵害程度。

表 5-15 科隆股份 2014-2021 年每股净资产指标统计表

年份	每股净资产（元）
2014	9.180
2015	8.568
2016	11.850
2017	8.095
2018	5.520
2019	3.668
2020	3.392
2021 三季报	3.439

数据来源：东方财富网

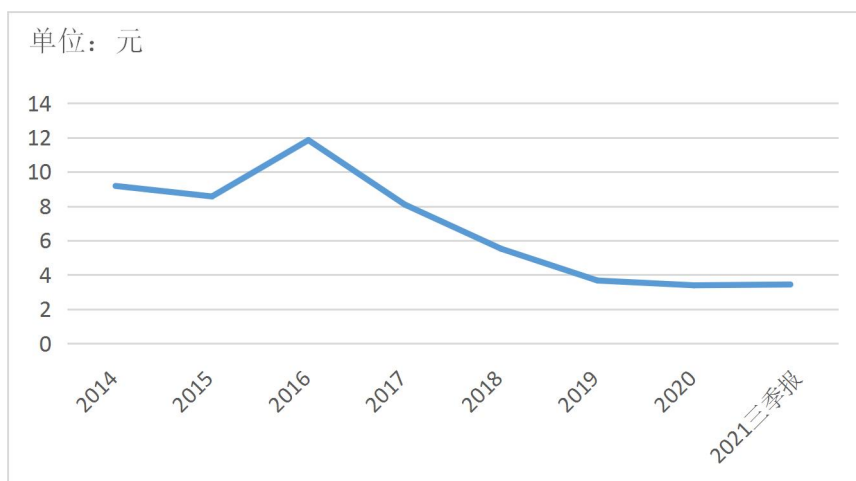


图 5-8 科隆股份 2014-2021 年每股净资产变动图

从表 5-15 和图 5-8 中可以看出，科隆股份大股东减持前，每股净资产指标较高，2015 年虽有下降但总体处于较高水平，但在 2016 年大股东减持后骤然降低，从最高点的 11.85 元降低至 2021 年的 3.439 元，且过程中并无上涨现象，特别是 2016-2019 年降幅较大，2019-2021 年虽减小了降幅，但与减持前相比仍然处于较低水平。这说明科隆股份大股东减持后公司每股股票价值下降，发展潜力降低，中小股东股票减值，投资风险增大，中小股东利益受到较大侵害。科隆股份大股东通过减持获取了超额收益，这虽然是大股东的个人行为，但中小股东却成为了其减持套现后的风险承担者，在这一过程中科隆股份中小股东的法律权益和经济利益都受到了严重侵害。

5.3.4 对公司治理的影响分析

5.3.4.1 公司治理结构不稳定性增强

科隆股份刚上市时公司高管的人员变动较少。但是在大规模的大股东减持事件发生后，公司高管却开始了频繁离职，特别是在2016年大股东孟庆有减持完成之后。统计发现，2016-2021年，科隆股份发生职务变动的高管共有8名，其中1位是因任期届满而离任，因其他原因离任的高管具体信息如下表5-16所示。

表5-16 科隆股份部分董监高变动情况

姓名	原担任职务	变动日期	变动类型	变动原因
孔迪	证券事务代表	2016.07.18	离任	个人原因
刘淑兰	财务总监	2016.08.19	离任	个人原因
林艳华	非职工代表监事	2016.10.25	离任	个人原因
张云鹏	董事	2016.10.25	离任	个人原因
苏静华	职工代表监事	2017.04.25	离任	个人原因
韩旭	董事	2020.08.27	离任	个人原因
孟佳	财务总监	2021.08.26	离任	个人原因

资料来源：科隆股份公司公告

林艳华是科隆股份IPO的财务总监，但其在公司上市后不久就选择了离职，而且在公司股票锁定期满后减持了9万股股份，达到其当期可减持数量的最大值，后又担任科隆股份非职工代表监事一职，而在2016年10月林艳华又辞去了该职务。刘淑兰是科隆股份上市后的第二任财务总监，其在2015年12月29日上任，但在任时间仅有8个月，在大股东孟庆有集中减持之后就闪电离职。

另外，在公司大股东减持之后，董监高也开始了频繁减持之路。对公司公告中董监高减持公司股票的信息进行统计后发现，除大股东以外，科隆股份的董监高在2016年进行了高达40多次的减持，2017年减持了31次，2018年减持3次，2019年减持1次。董监高如此频繁的减持，再结合其离职情况，可以发现科隆股份的大股东减持行为具有溢出效应，给公司董监高传递出了某种信号，而且董监高也拥有内部人信息优势，在分析公司当前情况和预期未来发展状况后，选择纷纷减持套现离场。而且，科隆股份频繁的高管减持行为和离职情况也引起了广大投资者的关注，给市场传递出了消极信号，打击了投资者信心。

从表5-16可以看出，在大股东减持之后，从公司辞职的人员有财务总监、监事、董事等，这些人均处于公司核心职位。在资本市场上，公司高管变动是非常正常的现象，但是显然，当公司核心管理人员变动过于频繁时，就不仅仅是员工流动的问题，这会影响到公司的日常运转和长期战略的落实，也给公司治理结构带来了很大的不稳定性，不利于公司长期健康发展。

5.3.4.2 第二类代理成本降低

一般用其他应收款占总资产比重的大小来衡量上市公司控股股东的占款情况，比重越大则控股股东资金占用情况越严重，也说明其有很强烈的动机盘剥中小股东，反之则说明中小股东利益受到大股东侵占的可能性降低。

表 5-17 科隆股份第二类代理成本分析

年份	其他应收款（万元）	总资产（亿元）	比值
2014	1088.07	14.06	0.0077
2015	1154.63	12.84	0.0090
2016	4245.22	16.78	0.0253
2017	4766.09	18.29	0.0261
2018	3775.69	17.53	0.0215
2019	3679.72	16.44	0.0224
2020 中报	4040.28	16.54	0.0244
2021 中报	2586.12	17.68	0.0146

数据来源：科隆股份公司财务报表

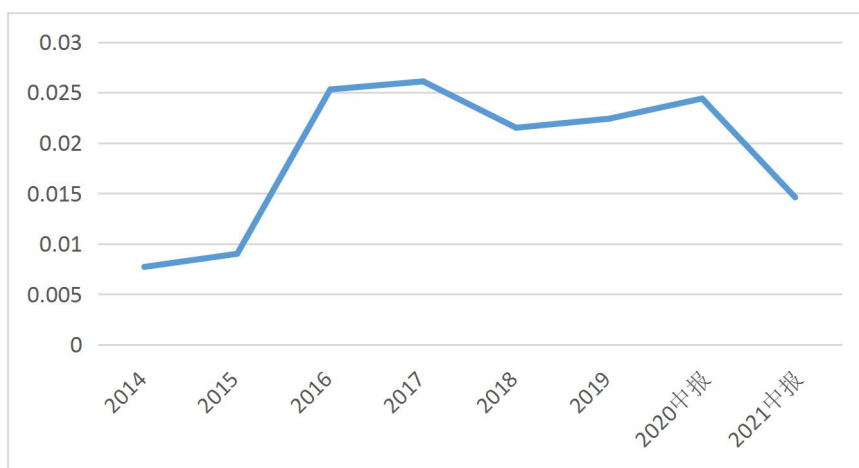


图 5-9 科隆股份其他应收款与总资产比值变化图

由表 5-17 和图 5-9 可以发现，2016 年大股东孟庆有减持之前，该比值呈现大幅上升状态，减持后该比例出现持续下降趋势，2019 年之后降幅进一步扩大，这说明科隆股份大股东与中小股东之间的第二类代理问题总体上得到有效缓解，也说明了公司内部治理问题得到一定程度上的改善。客观上来说，大股东减持股份后，其对公司的绝对控制权会被削弱，相应地受到中小股东和管理层制衡的可能性增大。当中小股东的话语权和地位得到提升，那么其自身利益受到大股东侵占的可能性就有所降低。因而，科隆股份大股东减持行为某种程度上使公司第二类代理问题得到有效缓解，并使公司内部治理效果得到提升。

第6章 研究结论与建议

6.1 研究结论

本文以案例公司科隆股份为例，分析了大股东孟庆有在2016年1月至7月的减持行为，以及控股股东姜艳及其一致行动人在2019年至2021年的减持行为，重点研究大股东减持行为的动因、路径及产生的经济后果，研究结论如下：

第一，科隆股份大股东在减持新规不完善、市场减持较热、公司经营不利的背景下实施减持行为，其动因不尽相同。孟庆有与蒲云军及郝乐敏的减持动因主要是套现获利，控股股东姜艳的减持动因包括：改善公司经营情况，提升业绩；缓解股权质押危机，满足融资需求；套现获取超额收益。

第二，科隆股份大股东为了顺利实施精准减持，达到各自的减持目的，实施了多种减持路径，具体包括：操纵信息披露，集中发布多项利好消息推高股价；快速实现外延式并购改善业绩表现；发布“高送转”方案增强投资者信心。

第三，科隆股份大股东减持后，给企业自身和外部市场都带来了消极后果。首先，大股东减持事件给市场带来了明显的负效应，减持后公司股价下跌，超额收益率降低，甚至由正转负，这都证明大股东减持行为严重打击了市场投资者信心，同时中小股东利益受到侵害。其次，减持还对公司的经营发展造成负面影响，公司盈利能力和营运能力明显降低，未来成长能力不足，而且减持后公司的偿债压力并未得到缓解，这也从侧面证明了大股东减持获得的资金并没有用来反哺公司，而是进了自己的口袋。最后，大股东减持后公司高管也随之减持并且频繁离职，这使公司治理的不稳定性上升，但与此同时，大股东减持后其控制权的下降使公司第二类代理问题得到一定缓解。

6.2 建议

6.2.1 内部治理

完善公司治理结构，提高制衡和监督力度，提升公司治理效率和水平。在科隆股份大股东减持案例中，大股东姜艳对公司拥有绝对控制权，同时拥有公司管理权，这种情况在当前市场中非常多见，这让中小股东不可避免地处于劣势地位。因此，公司应在内部监管力度和监管方法方面多下功夫，完善公司治理结构，提高公司治理效率和水平。首先，公司管理层应该对公司内部控制的建立和完善负责，进一步明确并细化股东大会、董事会、监事会以及经理层的职责，提高各主体的制衡性，并发挥好董事会的主导作用。

其次，企业设置独立董事制度的目的是希望借用此制度对公司的重大事项起到良好的监管作用，监督公司大股东行为也在其职责范围之内。所以，应当提高独立董事的专业水平和独立性，使其保持在公司董事会中的独立地位，发挥好独立董事的监督作用，使其能够适时监督大股东减持行为，为中小股东合法利益发声。另外，大股东和管理者自身也应加强自我监管，提高自身道德要求和责任意识，用长远和发展的眼光经营管理公司，避免短视行为。

6.2.2 中小股东

中小股东应加强学习，提高自身风险意识。外部投资者和中小股东在面对各种市场信息时，应有意识地提高自身敏感度，当上市公司频繁集中披露利好消息时，要理性分析，减少因误判而做出不合理决策的可能性。在当前资本市场中，大股东特别是担任高管职位的大股东，直接参与公司生产经营的全过程，可以全面掌握公司的各种重要信息，况且，其在公司的信息披露上拥有选择权。中小股东在面对此种无法彻底改变的不利局面时，就更要避免非理性投资，提高自身风险意识。为维护自身利益，中小股东应提高对信息的初步鉴别能力，然后从中筛选有用信息，并从全局的视角分析信息以评估自己的投资行为，最后再选择适当的时机做出合理决策，避免盲目跟风。具体来说，首先应加强相关知识的理论学习，对大股东减持方式和手段的多样变化应该有足够的了解，保障投资安全性。其次，要加强股票实践操作能力，当股价出现波动时要保持理性，结合公司实际情况做出合理分析和判断，降低投资风险。最后，选择投资对象时要灵活，事先评估公司的业绩状况和价值，谨慎选择投资产品，可以选择多样化投资方式，分散投资风险。

6.2.3 外部监管

第一，加大对信息披露的监管力度，建立健全完备的信息披露机制。相关部门对上市公司的减持事件要从事前就开始跟踪监管，注意其事中和事后的信息披露行为，迫使企业提高减持全过程的信息披露质量，从源头上切断信息操纵这一减持路径。科隆股份大股东借助热点概念炒作股价，在减持过程中利用发布积极业绩预告、“高送转”预案等方式抬升股价，其本质就是大股东通过信息操纵抬升股价掏空中小股东的行为。利好消息的披露会使本就处于信息劣势的投资者做出不利决策，中小股东利益受损，不利于金融市场交易秩序的建立。所以，要防止虚假信息在资本市场上横行，混淆视听，同时，还要甄别预披露利好消息的实际作用，有些并未通过决议的利好消息被公司提前发布出来，有时只是有目的的“虚晃一枪”，为的是使投资者坚定投资信心。要想达到上述效果，一个重要前提就是保持公司信息的透明度与准确性。为此，有关部门应建立健全企

业信息披露体系，加大监管力度，保障外部信息使用者获取的信息是详实且可靠的。

第二，严格落实并完善减持新规，进一步规范大股东减持行为，加大违规违法处罚力度。事实证明《减持规定》的实施短期内起到了一定效果，因此证监会应进一步细化和完善《减持规定》，根据减持方式和手段的变化以及市场情况的变化及时作出应对，加强《减持规定》的效用性、适用性和持续性。同时应加大对违规违法减持行为的处罚力度，提高其违规成本。各证券交易所可根据自身实际情况，在不违背《减持规定》的前提下制定适应本市场的减持细则，当然细则的制定和落实应贴合实际，不流于形式，与《减持规定》相互配合互为补充，共同发挥效力。事实告诉我们，想要长期有效地规范大股东自利行为或是违规违法行为，仅依靠公司内部治理远远不够，必须运用强制手段，这就要求进一步完善法律环境，保障《减持规定》的有效落实。

6.3 研究不足与展望

在对科隆股份大股东减持案例进行研究的过程中，本文力求做到内容具体、重点突出、分析深入、结论合理，但仍然在许多方面存在不足之处。

首先，本文的研究方式是单案例研究，每个案例都是一个特殊的个体，虽然存在一定的普遍性，但由个案的研究结果推广到普遍性结论上确实会略显单薄。上市公司大股东减持这一行为的动因和目的具有多样性，并不主要是为了套现获利或者掏空公司，为优化公司股权结构、获取资金以投入公司正常运营、长期发展战略能够顺利实施等目的而进行的减持案例大有存在。所以本案例中总结的大股东减持的动因和目的只能一定程度上反映部分实例，并不具有普遍代表性。

其次，由于客观原因，本文的研究数据并不能完全保障其完整性和真实性。本文所用数据和信息均来源于上市公司公开披露的公告和相关机构的研究报告，但事实上，还存在一部分重要信息并没有被公司披露出来，而本人也并未到案例公司进行实地调查，再加上大股东减持行为本身的隐蔽性特征，所以本文的研究数据存在一定的局限性。

后续作者一定会持续关注科隆股份大股东减持事件，力求完善研究结果。相信随着我国市场监管力度的加强和相关法律法规的完善，上市公司大股东减持行为可以得到有效规范，学者们对此话题的研究也将更加全面深刻。

参考文献

- [1]杨孝安,宁少一,陈宝东.大股东减持、高送转与盈余持续性[J].会计之友,2021(08):1-9.
- [2]李梅,蔡昌,倪筱楠.大股东减持、分析师关注与公司盈余管理[J].山西财经大学学报,2021,43(09):111-126.
- [3]梁毕明,徐铭泽.大股东和高管频繁减持之谜:高位套现抑或战略炒作[J].财会月刊,2021(09):41-47.
- [4]丁振松.民营企业控制人股权减持对大股东掏空的影响研究[J].商业经济研究,2021(02):163-166.
- [5]赖丹,方文龙.高送转、会计稳健性与大股东减持规模[J].华东经济管理,2020,34(12):99-107.
- [6]林芳,冯丽丽.獐子岛大股东减持:“支持”抑或“掏空”?——一个大股东减持效应的分析框架[J].财会通讯,2020(22):165-171.
- [7]李梅,王春晖.机构投资者调研、大股东减持与公司投资效率[J].投资研究,2020,39(09):65-81.
- [8]卢玉舒,高晓波.大股东减持与风险管理——以掌趣科技为例[J].财会通讯,2020(18):99-103.
- [9]郝丽娜.大股东减持、会计信息可靠性与盈余持续性[J].财会通讯,2020(15):40-43.
- [10]罗宏,黄婉.多个大股东并存对高管机会主义减持的影响研究[J].管理世界,2020,36(08):163-178.
- [11]傅頔,傅晔姿.上市公司“高送转”与大股东减持行为研究——以天龙集团为例[J].财会月刊,2020(15):50-56.
- [12]吴先聪,陈鑫,张健.“减持规定”规范了大股东减持行为吗?[J].审计与经济研究,2020,35(03):58-69.
- [13]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(03):82-87.
- [14]辛磊,宋玉霞.创业板上市公司高管大股东减持状况及经济后果分析[J].财会通讯,2020(10):67-71.
- [15]舒家先,易苗苗.业绩预告、大股东减持与股价崩盘风险研究[J].经济理论与经济管理,2019(11):68-81.
- [16]谢赤,王利君.创业板上市公司大股东减持的时机选择与市场反应[J].华东经济管理,2019,33(08):136-142.
- [17]张娟娟.重要股东净减持额创十年新高大数据透露五大特征[N].证券时报,2019-11-29(A09).
- [18]章晟,景辛辛,苏姣.规范大股东减持能有效抑制股价波动吗?——基于《减持新规》[9号文]的自然实验[J].证券市场导报,2019(03):13-23.

- [19]张小艳,张洁.基于全流通背景的大股东减持影响因素实证研究[J].财会通讯,2018(29):36-40.
- [20]杨永英.大股东利用高送转获取异常减持收益实证分析[J].财会通讯,2018(21):121-124.
- [21]郑志刚,刘思敏,黄继承.我国上市公司策略性股票更名: 战略转型还是高位套现? [J].金融研究,2018(10):158-173.
- [22]吴战箴,吴伟立.大股东减持伤害了实体经济吗? [J].南开管理评论,2018,21(01):99-108.
- [23]王欣兰,徐琪.大股东减持的择机行为研究述评[J].财会月刊,2018(12):129-134.
- [24]谢德仁,崔宸瑜,廖珂.上市公司“高送转”与内部人股票减持:“谋定后动”还是“顺水推舟”?[J].金融研究,2016(11):158-173.
- [25]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,2016,27(05): 97-104.
- [26]高燕,杨桐,郑甘甜,龙子午,杜为公.全流通背景下大股东减持现状及影响因素研究[J].宏观经济研究,2016(08):107-115.
- [27]张炳才,吴玉锋.原始股东减持与公司业绩增长变动关系研究——基于创业板上市公司的数据[J].财会通讯,2013(11):25-26.
- [28]陈维,吴世农.我国创业板上市公司高管和大股东减持股份的动因及后果——从风险偏好转向风险规避的“偏好逆转”行为研究[J].经济管理, 2013,35 (06):43-45
- [29]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.
- [30]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),2010,40(02):164-173.
- [31]Liang Chang, Yuzheng Zheng, Na Tan. The Relations between Annual Report Tone Management and Major Shareholder Reduction of Listed Company—A Case Study Based on Ourpalm Company[P]. Proceedings of the 2019 International Conference on Education Innovation and Economic Management (ICEIEM 2019),2019.
- [32]Lee E, Piqueira N. Behavioral biases of informed traders: Evidence from insider trading on the 52-week high[J]. Journal of Empirical Finance, 2019, 52 (6):56-75.
- [33]S. Venus Jin, Aziz Muqaddam. Product placement 2.0: “Do Brands Need Influencers, or Do Influencers Need Brands?”[J]. Palgrave Macmillan UK, 2019, 26(5):522-537.
- [34]Zhongfu Yu, Jing He, Yalong Liu. Information Transfer between Major Shareholders and Company Value Reduction[P]. Proceedings of the 2018 8th International Conference on Social science and Education Research (SSER 2018),2018.
- [35]AIL U, HIRSHLEIFER D. Opportunism as a firm and managerial trait: Predicting insider trading profits and misconduct[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126 (3):490-515.

- [36]Reyna J,Vazquez R D,Valdes A L.Corpo-rate governance,ownership structure andperformance inMexico [J]. International Business Research,2012,5(11):12-27.
- [37]Kyriacou K.,K. B. Luintel,B..Mase. Private Information in Executive Stock Option Trades:Evidence of Insider Trading in the UK[J].Economica,2010(77).
- [38]Marin J.M., J.P.olivier. The Dog That Did Not Bark: Insider Trading and Crashes[J].The Journal of Finance ,2008(63):2429-2476.
- [39]Johnson S.,La Porta R.,Lopez-de-Silannes F..Tunneling[J].American Economic Review Papers and Proceedings,2000(2):22-27.
- [40]La Porta R.,Lopez-de-Silannes F.,Shleifer A.,Vishny R..Investor Protection and Corporate Governance[J].Journal of FinancialEnocomics,2000(1):2-3.

致谢

2020 到 2022，初入学校之景恍如昨日。万分幸运，在最好的年华迈入北国学府，遇见优秀的导师，结交可爱的伙伴，在美丽的石河子大学度过研究生阶段的学习。在论文完成之际，回首写作之路，常怀感恩之情。

首先我要感谢我的导师谭伟荣老师和付玉梅老师，老师们为人和善亲切、治学严谨、认真负责，在我的日常学习中、毕业论文的开题、写作、修改润色过程中都给予很大帮助，她们的建议助我进一步理清思路、突破瓶颈、完善写作。老师们对学术的态度，对工作的热情都让我感到钦佩。此外我还要感谢每一门课程的授课老师，他们认真教学，诲人不倦，让我在每一节课上都有所领悟，有所进步。

其次我要感谢相识的同学们，在论文写作过程中，她们总是分享自己的看法，耐心为我提出可行建议；在学习中，我们共同探讨、齐心合作、共同进步；在生活中，她们也给予我很多关爱和陪伴，和朋友们在一起的时光总是快乐而温暖的，这段宝贵回忆我会一直珍藏于心中。

最后我要感谢我的家人，在外读书期间，虽然相隔千里，但是我的家人一直给予我信任和关怀，他们永远是我坚强的后盾，支持我勇敢地去面对未来的不确定性，默默陪伴我克服每一个困难，亲切鼓励我在成长的道路上步履不停，成为更好的自己。

论文即将完成，我的研究生生活也即将画上句号，在这段美好时光里，我拓宽了自己的眼界，尝试了很多之前未曾尝试的事，在不断地经历过程中得以进一步，并更加清晰地认识到自己的优势与不足。在即将离开校园迈入社会大门的此刻，我怀揣着对学生时代的不舍，同时也满怀对未来的信心，我将把在校所学应用在工作岗位上，在面对全新挑战的过程中不懈努力，成长为真正对社会有贡献的人。


作者简介

时梦真，女，生于1999年9月，籍贯河南。2015年9月至2019年6月就读于哈尔滨学院经济与管理学院会计学专业，获管理学学士学位；2020年9月至2022年6月就读于石河子大学经济与管理学院会计硕士专业，攻读硕士学位。

获奖情况：2020.12获石河子大学经济与管理学院第五届会计案例模拟大赛优秀奖

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

研究生姓名	时梦真	学制	两年
专业	会计专硕	研究方向	财务理论与方法
<p>学术评语:</p> <p>论文选题符合专业培养目标,能够达到综合训练目标,工作量符合要求。选题具有一定的实践指导意义。案例选取得当,能全面收集关于科隆股份大股东减持的资料,写作过程中能综合运用所学知识,全面分析了科隆股份大股东减持的动因、路径及经济后果等问题,综合运用知识能力强。</p> <p>文章篇幅完全符合学院规定,内容完整,层次结构安排科学,主要观点突出,逻辑关系清楚。语言表达流畅,格式完全符合规范要求。</p> <p style="text-align: right;">指导教师签字: </p> <p style="text-align: right;">2022年5月31日</p>			

