

PDF-CASE2015026

华谊兄弟限售股减持动机、效应与盈余管理¹

案例正文

摘要：华谊兄弟传媒集团创建于1994年，是一家致力于发展广播电影电视业的综合性民营娱乐集团。本案例描述了华谊兄弟上市后多次限售股解禁前后大股东的减持动机、减持行为前后的股价操纵及背后的盈余管理。重点阐述了大股东解禁后减持的巨额收益以及基于自利动机在减持之前进行的盈余管理。2005年正式成立华谊兄弟传媒集团后，全面进入传媒产业，投资及运营电影、电视剧、艺人经纪、唱片、娱乐营销等领域，且取得了巨额的经济效益。在筹备上市之前的华谊兄弟的十大股东在限售股解禁后频频减持，大多已不在十大股东之列。作为业绩颇好的集团公司，大股东为何在限售股解禁后频频减持其股份进行套现？其动机为何？在减持前后产生了什么市场效应，股价变动与股东收益又有何关系？为避免大股东利用市场估值泡沫，在减持之前发布利好消息引导股价走向，对应计项目的确认期间进行正向调整，通过择机减持获取收益，实现大股东与中小投资者之间的财富转移，应如何限售股的发行与监管政策提出建议？

关键词：限售股；解禁；减持；盈余管理

0 引言

-
1. 本案例由武汉理工大学经济学院的曾玲玲副教授、谭喻紫撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

随着近期传媒娱乐股的疯涨及华谊兄弟和光线传媒互不相让的“一哥争夺战”，使得两家娱乐公司的股价不断创出新高。就在市场纷纷关注公司股价时，华谊兄弟的总经理王中磊却悄然进行了减持，从中套现。从深交所诚信档案及相关人员股份变动情况发现，2013年5月24日，王中磊通过竞价交易减持了公司457万股股份，成交均价为30.89元，套现金额约达到1.41亿元。此次，也是其首次对华谊兄弟股份进行减持。5月27日，抛售117.56万股，成交均价30.52元，套现3587.93万元。两日共计套现1.77亿元。华谊兄弟年报显示，王中军、王中磊二人共持有华谊兄弟2.08亿股，持股比例达到34.41%。去年9月，在三年限售解禁到期之时，王忠军、王忠磊两位实际控制人曾承诺在今年4月30日前不减持所持有的公司股份。而且这部分限售股在今年5月2日解禁前，王中军也曾在接受媒体采访时表示，他们两个人短期内不会卖股票。因为自己长期看好华谊兄弟。此外，王中军表示最近他不需要大量投资，就算需要投资，个人融资也越来越方便，不像之前资金来源限于公司股票或者分红收益。在董事长的一番表态下，5月2日解禁当日，尽管有巨量限售股出笼，但华谊兄弟股价不仅没有下跌，反而冲击了涨停板，随后几日股价也持续上扬不断创出新高。自5月2日解禁后到5月24日王中磊减持股票，华谊兄弟股价持续上涨了44.99%，市场对华谊兄弟的热捧或许一部分也基于董事长王忠军一句“短期不减持”的承诺上，然而未料到王中军话音刚落，王中磊就抛售575万股，且抛售的价格正处于历史高位。此种境况使得华谊兄弟自上市后频遭减持的状况跃然于眼前。

1 公司上市与初期的“变相减持”

1.1 公司简介及上市初期的股权结构

作为中国文化创意产业十大领军企业之一，中国电影第一股的华谊兄弟传媒股份有限公司，于2009年10月30日登陆创业板，总股本16800万股。公司主要从事电影的制作、发行及衍生业务；电视剧的制作、发行及衍生业务；艺人经纪服务及相关服务业务。主要业务收入来自于电影票房收入、音像、电视播映版权收入；电视剧播放权收入、音像版权收入、衍生产品(公关活动等)收入；艺人经纪佣金收入、企业客户艺人服务收入等。首批创业板上市公司共有28家，华谊兄弟肯定不是其中盈利能力最强或者增长最快的公司。但它获得了更多的媒体关注，一方面是因为相对于锂电池或农用机械，人

民群众对冯小刚的电影更容易理解并产生想象，另一方面也是因为它像白色风衣上的红围巾一样帮助创业板定义了自己的气质。从上市公司来看，由于华谊兄弟拥有众多明星股东，因此在上市初期便受到广泛关注。华谊兄弟的前十大股东持股数都超过 200 万股，持股数最低的高民，其持股也达 368 万股。在这 10 名股东中，除了董事长王中军、总经理王中磊、副董事长马云、董事虞锋、员工高民外，还有 5 名自然人股东：江南春、鲁伟鼎、赵静、张毅、王育莲。

1.2 为什么会对尚未解禁的限售股进行“变相减持”

2009 年 11 月“身轻如燕”的创业板又成了市场炒作的焦点。11 月 19 日，上证指数冲高回落，而创业板股票却整体逆市上扬。华谊兄弟首次发行 A 股发行价 28.58 元，市盈率为 69.71 倍，发行股份数量 4200 万股。上市之后，在创业板 28 家首批上市公司中，华谊兄弟的股价涨幅最大，成为创业板一颗耀眼的明珠，在上市第一天以 70.81 元收盘，远高于发行价。众多股东都宣称会继续持有华谊兄弟股票，而在限售股解禁后，华谊兄弟频遭减持。此外，11 月初，是创业板新股上市还不到一个星期的日子，但创业板“制造”的一些千万、亿万富翁们已经在圈内兜售锁定期一年的创业板股权，他们通过合同协议的股权质押方式，将锁定期的股权“变相减持”，即双方约定以例如 5 折的价格合同协议转让，但在具体操作时，则是办理一份股权质押融资合同，由卖方向交易所递交申请书，然后再到中登公司办理股票冻结手续，等一年后解禁时再交易过户。

创业板首批 28 家新股上市还不到 1 个月，股东就将锁定期一年的股权拿出来卖，这一方面说明“股东对公司的内在成长没信心”，另一方面则是对目前的市场价格没信心，觉得股价高估了，想提前套现。

2 “神秘大户”抛售首批解禁限售股

截至 2010 年 11 月底，首批创业板公司限售股解禁刚满一个月。深交所大宗交易数据和诚信档案显示，至少有 21 家创业板公司的限售股股东选择减持股份。他们累计从资本市场套现超过 25 亿元。其中，兑现利润的高管或高管亲属多达 31 人，累计套现 4.88 亿元。华谊兄弟董事虞锋的母亲王育莲、监事会主席谭智的太太孙晓璐以及监事赵莹堪称高管或其亲属的减持之最。从本月 1 日至 26 日，王育莲、孙晓璐和赵莹几乎天天卖出华谊兄弟的股票。三人的减持次数分别为 13 次、11 次和 3 次，卖出股票分别为 183.05

万股、770 万股和 1.3 万股，累计套现金额高达 2.8 亿元。这意味着，创业板高管或高管亲属一个月内减持的股票近 60% 来自华谊兄弟。月底，华谊兄弟上周五又一次遭到某股东的大手抛售。有股东通过大宗交易平台分三次甩卖合计 400 万股华谊兄弟股票，共套现 1.2 亿元，相当于当天该股成交额的近 50%。11 月 30 日，华谊兄弟收于 30.6 元，下跌 3.23%。目前该股的市盈率超过 70 倍，在创业板中相对较高。

11 月 26 日，马云减持了所持华谊兄弟 300 万股，称“为了改善生活”。按 11 月 26 日 30.04 元的交易价格计算，马云 300 万股的套现金额高达 9012 万元，相较其不足 1000 万元的入股成本，盈利已近 10 倍；若算上剩余 2464.8 万股零成本持股市值，浮盈超过百倍。由于 300 万股尚未达到披露要求，马云的减持行为未获公开披露。公开资料显示，马云入股华谊兄弟最早在 2006 年。该年 6 月 15 日，周石星将华谊兄弟前身浙江华谊 10.7% 的股权转让给马云，转让价款为 53.5 万元；同日，汪超涌、王忠军、王忠磊、刘晓梅分别将其持有浙江华谊 2.1%、0.525%、0.105%、0.07% 的股权转让给马云，转让价款分别为 10.5 万元、2.625 万元、0.525 万元、0.35 万元。转让结束后马云出资金额为 67.5 万元，占出资比例的 13.5%，持股成本为 67.5 万元。2006 年 6 月 23 日，浙江华谊注册资本由 500 万元增至 5000 万元，其中增加的 4500 万元全部由股东华谊广告认缴。华谊广告注册资本 200 万元中，王忠军出资 144 万元，占 72%；王忠磊出资 8 万元，占 4%；马云持有 15% 的股权。增资后，华谊广告出资浙江华谊 4550 万元，占比 91%；马云在浙江华谊中直接出资 67.5 万元，占比 1.35%。假设马云在华谊广告中出资价格与王忠磊一样，则马云持有华谊广告 15% 股权的成本为 30 万元，加上其在浙江华谊的出资成本 67.5 万元，马云直接和间接在浙江华谊的投入为 97.5 万元。2006 年 8 月 1 日，浙江华谊变更为华谊有限。2007 年 8 月 28 日，马云将其持有的华谊有限 0.27% 的股权转让给鲁伟鼎，转让价款为 13.5 万元。转让后马云持有华谊广告 12% 股权，出资华谊有限 54 万元，占比 1.08%。2007 年 11 月 19 日，华谊广告将其持有的华谊有限 91% 股权中的 12.7048% 转让给马云，转让价款为 635.24 万元，马云共出资金额 689.24 万元，占比 13.78%。2007 年 11 月华谊有限增资至 5264 万，马云出资金额 689.24 万元，占比 13.09%。2008 年 1 月华谊有限整体变更设立股份公司后，马云持股华谊兄弟 1310.4 万股，占比 13.09%。2008 年 2 月华谊兄弟增资至 1.26 亿股，增资每股定价 3 元，马云认购 72 万股，出资 216 万元，累计持股 1382.4 万元，占比 10.97%。2010 年 11 月 1 日，华谊兄弟 1.36 亿股限售股解禁，马云所持 2764.8 万股全部解禁，兑现每年转让的比例不超过其所持

股份总数 25%的承诺后，实际上市流通股数为 691.2 万股。此次，马云减持其中的 300 万股，套现 9012 万元，相比原始投资的 935.24 万元，获益达 8.64 倍，扣除现金分红后的盈利为 16.31 倍。剩余的 2464.8 万股则为零成本，以 11 月 29 日 30.6 元收盘价计算，市值为 7.54 亿元。若汇总 2764.8 万股的盈利，市值加套现总额达 8.44 亿元，原始投资获益为 89.28 倍，扣除现金分红后浮盈 161.21 倍。

3 星光渐暗

3.1 艺人出走致使华谊“形散”

2009 年 10 月 30 日，华谊兄弟作为“中国娱乐第一股”在深交所创业板挂牌上市。11 月 1 日是创业板解禁后的首个交易日，华谊兄弟面临 13639.2 万股的解禁，解禁数额为目前流通股总数的 1.62 倍，占到总股本的 40.5%，解禁压力前所未有。就在这个节骨眼，众人都在猜测谁会“出卖”华谊。同一时间点上，华谊旗下很多明星的合约都要到期，周迅已经宣布自己成立工作室。持有华谊 36 万股的李冰冰也宣布自组工作室，而持有华谊 180 万股的黄晓明则还在洽谈之中。明星们离场最直接的影响，就是使得华谊艺人经纪业绩有所下滑，在 1-9 月艺人经纪方面创收超过 8000 万，但占据整个公司营运收入比例下降了 5.87%。这几天华谊的股票也是一路走跌，到 11 月 18 日尾盘收于 29.37 元/股，已经跌破了 30 元。对此，很多人怀疑持有华谊大量股票的明星们借合约到期来抛售华谊的股票，从中套现。对此，华谊的董秘胡明则认为，这几天华谊股价的波动非常正常，股市就是有涨有跌，“这几天的股市整体情况都不是很好，不只华谊一家在跌。”至于明星们是否会抛售股票，胡明称，李冰冰、黄晓明、张纪中等都表达将持有华谊的股票。

在其招股说明书中，华谊兄弟也指出：影视及艺人经纪服务行业具有较强的专业性，优秀人才的专业能力及丰富经验是本公司的宝贵财富；公司拥有包括黄晓明、李冰冰、周迅、邓超等着名艺人在内的国内富有竞争优势的签约艺人队伍，这些优秀人才对公司的经营业绩具有重要影响，构成了公司突出的人才优势，也是公司的核心竞争力之一。所谓水能载舟，亦能覆舟。2005 年金牌经纪人王京花出走，几乎掏空了华谊兄弟的艺人储备。华谊兄弟吸取教训，在 2009 年上市时让大批明星持股。以股份为筹码，让艺人成为东家，希望以此尽可能留住那些大牌明星。但目前看来并不是很奏效。黄晓明即持有华

谊兄弟 180 万股的股份,李冰冰持有 36 万股,但这仍旧阻止不了其离开。以知识产权和智力资源为核心的流行文化与娱乐产业中,人力资源永远是第一生产力。王中军曾如此说。但如何留住众星和名导,并培养出更多的人才,对王氏兄弟来说,无疑是一大考验。

3.2 未来股价走势难测

根据股权分置改革办法,原非流通股股份满期后可解禁流通。根据代理理论,企业大股东受利益最大化的支配,通过信息优势了解市场对公司价值的定价错误后,利用市场时机选择来减持限售股以获取额外收益。然而,从理论上而言,对于绝对或相对控股的非流通股股东来说,管理办法中对限售股的减持比例和信息披露具有相对严格的要求,股份转让需缴纳 20% 的个人所得税,且若公司的盈利能力较好,其控制权是具有价值的。因此只有当股票价值高估到能弥补其损失且能获得超额收益时才会减持。

事实上,内部人减持限售股在近年来是较为普遍的。由于存在信息不对称,股东为获取更高的超额收益,对限售股解禁进行盈余管理以择机减持,而散户常常无法辨识利好消息背后的潜在风险,因此导致大股东与散户之间的财富转移,致使散户蒙受巨额损失。2009 年华谊兄弟前十大股东均为自然人,截至 2011 年底,上市时前十大股东有四位通过减持已不在前十大股东之列。由于“明星股”的光环,华谊兄弟在上市之后备受市场关注,且其上市前的优秀业绩也给足了市场信心,然而,在上市之后的第一个季度,华谊兄弟的业绩便急速下滑,在 2010 年 4 月后,其股价急剧下降,光环似乎逐渐褪去。2010 年 11 月 1 日限售股解禁后,华谊兄弟的明星股东纷纷减持,进行套现。艺人方面,其旗下艺人相继离开,星光逐渐暗淡。

表 1 华谊兄弟限售股解禁时间表

解禁时间	解禁股份 (万股)	已流通股份 (万股)	解禁股份/已流通股份 (%)	解禁市值 (万元)
2010-02-01	840	4200	20%	14826.00
2010-11-01	13616.20	24795.40	54.91%	240325.93
2011-11-04	41.40	40008.10	0.1%	730.71
2012-10-30	20809.40	60480	34.41%	367285.91

图2 上市日至2012年底股价变动及减持时间表

▲处为限售股解禁日

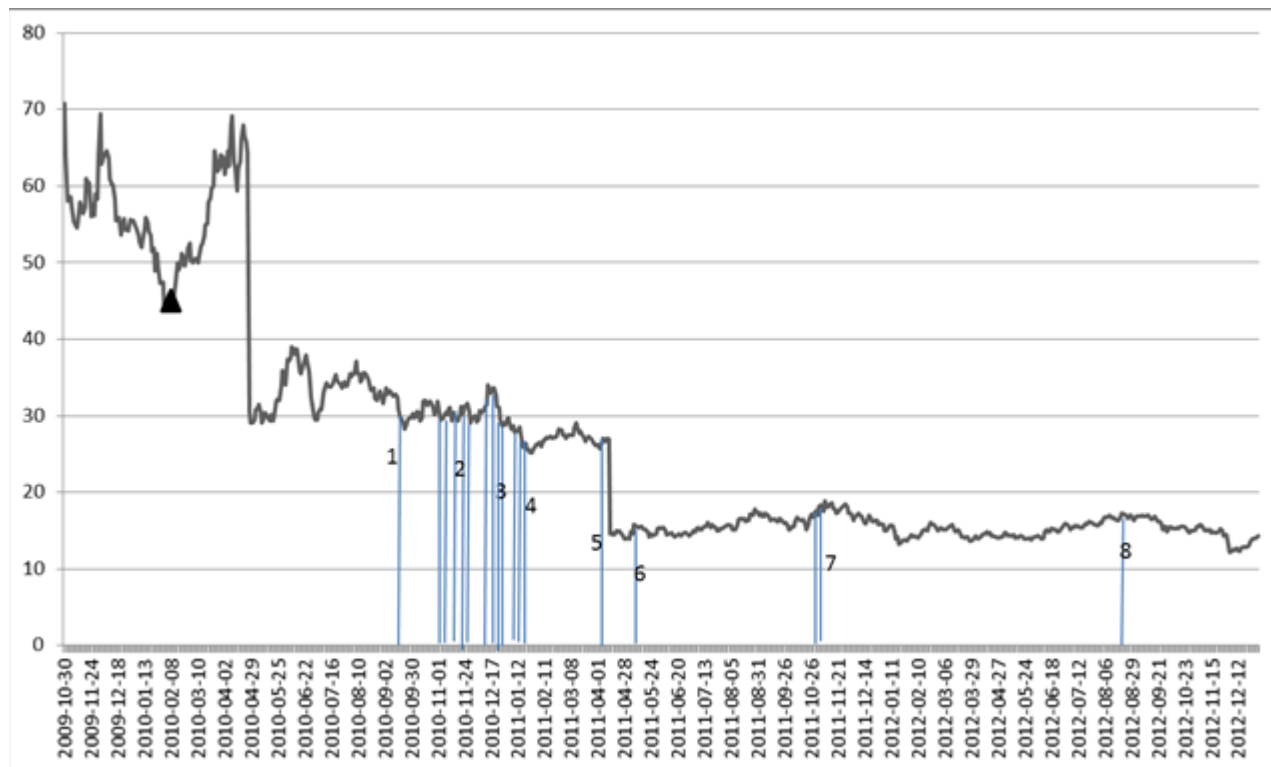


表3 华谊兄弟大股东减持概况

序号	减持发生时间及次数	减持股份数量	减持股东
1	2010. 9. 16, 减持 1 次	2, 000	马云
2	2010. 11. 1-2010. 11. 26, 减持 31 次	13, 397, 000	虞锋、赵莹、TAN ZHI、马云
3	2010. 12. 14-2010. 12. 31, 减持 12 次	1, 336, 900	虞锋、赵莹
4	2011. 1. 4-2011. 1. 13, 减持 4 次	736, 164	虞锋
5	2011. 4. 7, 减持 1 次	17, 200	刘晓梅
6	2011. 5. 6, 减持 3 次	19, 150, 200	虞锋、马云
7	2011. 11. 4-2011. 11. 9, 减持 4 次	396, 000	胡明、徐佳
8	2012. 8. 21, 减持 1 次	243, 000	胡明
9	2013. 11. 27, 减持 1 次	4, 560, 000	王中磊

2013 年度内，华谊兄弟的实际控制人“王中军、王中磊年内已经多次减持华谊兄弟，累计套现超过 8 亿”。再加上马云的两次减持，“三人减持的市值共计达到 11 亿元”。大股东为什么减持？而且是如此集中地巨额减持？从相关媒体的报道来看，大股东巨额减持的现象，并不限于华谊兄弟，原因何在？

从通过大宗交易减持的价格来看，其中 5 笔交易的成交价格低于同日二级市场的价格。从解禁开始便马不停蹄地折价抛售，股东的减持意愿似乎甚为迫切。那么，这些股东剩下的那部分流通股继续减持的可能性便不容小觑，反正已巨额浮盈。面对多重压力，从股价走势上看，不管是解禁前还是解禁后，华谊兄弟普遍跑输创业板综指。中金公司在最近一个月内的研究报告中，对华谊兄弟维持“中性”评级。我们认为，由于面临着小非减持预期、费用上升以及人员流失的风险，加上估值较高，对华谊兄弟的投资应该谨慎。

3.3 密集减持，或为并购？

华谊兄弟 2013 年 6 月 5 日开盘后不久就以拟披露重大事项而紧急停牌。6 日，公司发布公告披露马云减持的详情，但并没有提及何时复牌。该重大事项很可能是并购游戏公司事宜。华谊兄弟董秘胡明在今年初曾表示，文化产业在政策利好的背景下正处在快速发展的时期，这为公司成为全产业链、综合性的娱乐传媒集团提供了良好的契机。今年公司会继续在投资并购方面发力，标的主要围绕影视娱乐相关的、成长性高的优质公司。华谊兄弟在投资掌趣科技上尝到了甜头。2010 年 6 月，华谊兄弟以自有资金 1.485 亿元投资掌趣科技，即通过以收购股权及增资的方式获取掌趣科技 22%的股权。两年后，掌趣科技通过重重“关卡”登陆 A 股。掌趣科技招股发行上市后，华谊兄弟这部分股权占掌趣科技总股本比例降至 15.73%，为第二大股东。随着掌趣科技股价一路水涨船高，华谊兄弟投资收益超过 10 倍。华谊兄弟若再收购游戏公司，体量应该比掌趣科技大。而且，华谊兄弟可能谋求在业务上与其融合和互补，布局全产业链。华谊兄弟投资掌趣科技，角色主要是财务投资者，对其经营业务基本没有插手。但游戏是娱乐产业的重要组成部分，华谊兄弟管理层希望游戏能与影视业务融合发展，所以再次收购游戏公司的预期很大。

近期，华谊兄弟已进行多次减持，包括公司实际控制人减持自家股票和华谊兄弟减持掌趣科技。密集的减持或许是为了并购筹措资金。有分析师表示，华谊虽然业绩爆发增长，但手头并不宽裕，今年一季度货币资金也就 7 亿，经营活动产生的现金流量净额仅 2306 万元。公司如果有大的收购举动，通过减持套现不失为捷径。

（案例正文字数：6048）

The Motivation, Effect and Earnings Management of Selling Non-tradable shares of Huayi

ABSTRACT:

After the split share structure reform in 2005, the original non-tradable shares are allowed to be traded. Big shareholders make use of market choose to sale their shares. In this case, the Huayi Brothers Media Corporation, for example, specifically explores the holdings of major shareholders cash in huge gains and earnings management before the reduction based on the self-serving motives. Big shareholders take advantage of market valuation bubble, released before the reduction of the good news to guide stock prices, project corresponds to the positive earnings management, to earn money after the sales and achieve the transfer of wealth between big shareholders and minority investors. This article is restricted to companies listed on GEM lifted frequently underweight as the background, before the lifting of the ban or reduction of earnings management analysis provides concrete examples and recommendations for regulatory policy, there is some reference to its governance significance.

KEY WORDS: non-tradable shares market choose earnings management

案例正文附件

附件 1：资本市场现状

非流通股进入流通市场后，原非流通股股东攫取利益方式开始变为利用资本市场。若原流通股股价存在估值泡沫，并在可预期的未来，其股价必然会回落至其真实价值，则大股东必然有减持套现来获取超额收益的投机动机。事实上，股权分置改革以来，自 2006 年始，限售股逐渐解禁，减持套现现象便不断涌现，2006 年第一批解禁的限售股约为 104.8 亿股，当年的减持规模即达约 4.4 亿股，此后每年不断增长。至 2013 年，限售股将实现全面解禁。理论上，限售股的解禁时间是既定的，其解禁后不会引起明显的市场反应。然而，利用资本市场动因的盈余管理，大股东在减持之前利用信息及控制权优势通过发布利好消息等手段将股价估值泡沫持续推高，并在股价最高点时进行大额减持，获取超额收益，减持后再修正其原先的业绩预测，估值泡沫迅速破灭，大股东与中小投资者就实现了财富再分配。

过去 10 年，中国股票市场结构发生了基础性的改变，从一个非流通股占主导的市场逐渐转变为一个接近“全流通”的市场。在 2005 年股权分置改革启动前，A 股流通市值仅 1 万亿元，占 A 股总市值的 29%；到 2014 年 6 月末，A 股流通市值扩容至 20 万亿元，占总市值的比重跃升至 73%。可以说，股权分置改革重构了 A 股市场的估值体系，对市场价值造成了全面而深远的影响：一是带来了市场流通价值的显著提升，伴随二级市场上不能交易的非流通股转变为有一定锁定期的有条件限售股，其估值水平从以净资产为基准转向以二级市场市盈率为基准，流通性增强本身产生了巨大的溢价；二是导致了市场整体估值水平的修正，限售股逐步解禁造成了二级市场股票供给的急剧增加，A 股市场平均市盈率从 2007 年的 49 倍大幅下降至 2014 年 6 月末的 12 倍。

附件 2：股票的流通性与流动性

股票的流通性（marketability）在概念上不同于流动性（liquidity）。流动性是指资产以合理价格变现的速度和能力，而流通性通常是指资产在某些法律条款约定下能否自由转让或出售的权利。流动性反映交易发生的难易程度，而流通性表明交易发生的可能性，完全流通并不意味着完全的流动性。从另一方面看，非流通性就是缺乏流动性的一种极端情况。在多数情况下，非流通性一般是指证券不能在二级市场上交易或出售，但这并不意味着不能通过场外市场进行协议转让，比如股改前的非流通股、股改后的有

条件限售股，皆可在场外协议转让。正是由于交易方式受到限制，非流通性股票缺乏流动性。Longstaff (1995a)、Dyl 和 Jiang (2008) 等国外文献有时将流通性和流动性视为等同。根据上述概念的区别，基于中国股权分置改革的特殊性，在非流通股转变为有条件限售股的过程中，本案例使用流通性概念来描述这种股票内涵性质的变化。

附件 3：创业板限售股减持概况

截至 2012 年 10 月底，创业板首批上市的 28 家企业的限售股全部解禁，股份数量约为 49.39 亿股，其中，90%以上为首发原始股东所持股份。而坚持套现所体现的巨大的财富效应很容易使大股东进行减持套现，因为与机构投资者不同，自然人并不注重其发展远景，只为近期的巨额利润而吸引。尽管解禁并不意味着一定会减持，但创业板的大规模的限售股迎来的解禁洪峰仍会给市场带来巨大压力。截至 2012 年 10 月，首批 28 家创业板上市公司合计遭大股东(占总股本比超 5%)及高管减持约 47 亿元。其中 26 家公司遭到减持，华谊兄弟遭减持 59 次，减持市值以 8.86 亿元位居第二位；

经过几年的市场检验，创业板公司“造富神话”的光环正在褪去。而不断的高管减持更是雪上加霜，这也充分说明高管对企业未来的发展状况感到担忧。同时，这种只顾套现获益而并不注重发展实业的态度，并没有给创业板的设立带来良好的市场反应。

被市场看好的华谊兄弟频遭减持，其业绩也并不如市场预估的那一片美好前景，本文将对减持股东的获利状况进行探究，研究华谊兄弟解禁前后的股价、滚动市盈率、股东的市场回报率变化，来分析大股东的减持动机。此外，对于套现获利，华谊兄弟是否存在资本市场动因的盈余管理行为，本文将从其减持前后的盈利能力、财务状况等方面进行探究。