

PDF-TN2015026

华谊兄弟限售股减持动机、效应与盈余管理¹

案例使用说明：

一、教学目的与用途

1、**适用课程：**投资学、金融市场与金融机构、金融理论与政策

2、**适用对象：**此案例主要为工商管理、经济、金融各本科、研究生相关课程学习。可也供 MBA 与 EMBA 案例课使用。

3、**教学目的：**本案例阐述华谊兄弟传媒集团限售股解禁后频遭减持背后的盈余管理，围绕大股东减持的动机、效应及其获取的套现、收益为主线，分析创业板上市公司限售股遭“提早减持”及解禁后迅速减持的原因及资本市场的有效性原理。为什么大股东在公司上市之前增加个人持股，在上市后首批限售股解禁时频繁抛股，积极的减持行为对股价市场的冲击如何？两者有何联系？为解读上市公司减持前后对公司的盈余进行人为管理的行为提供启示与借鉴。

具体目标分为以下 2 个方面：

（1）基于有效市场理论对当前中国资本市场的环境进行分析。结合本案例，大股东利用资本市场的信息不对称，蓄意在减持前放出公司利好消息，引导股价走向，在股价走高时以高价减持自己的股份，以进行套现，获取巨额收益，实现财富从中小投资者向大股东的转移。让学生学会用有效市场理论分析我国的资本市场是否有效。

（2）基于财务报表分析方法对减持前后的盈余表现进行分析，探究在减持前上市公司对财务报表中应计项目的调整，从而改变其相关财务比率的数额，展现与实际不相符合的财务信息，引导市场股价走向。

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。

二、启发思考题

- 1、华谊兄弟的原始大股东减持动机是什么？分析减持后，股东套现所获取的收益。
- 2、华谊兄弟的巨额减持行为一般发生在股价持续上涨之后、大幅下跌之前，其减持行为的发生与股票市场的波动息息相关，试分析减持时机背后的盈余管理。
- 3、结合创业板限售股解禁后的股价波动，分析供给冲击的股价效应。
- 4、分析限售股减持的市场效应及其影响因素。
- 5、对限售股减持背后盈余管理行为提出监管建议。

三、分析思路

1. 研究市场走势与减持金额之间的关系，可以发现：如果本月沪深 300 指数的收益率越高，下月减持的金额就会相对较高；如果沪深 300 指数本月收益率低，那么下月减持的金额就会相对较低。
2. 华谊兄弟的巨额减持一般发生在持续上涨之后、大幅下跌之前，这一减持规律背后的潜台词是什么？是不是意味着，在股票价格相对高估时减持？是不是减持即意味着股票价格将走入回归其真实价值的通道？
3. 限售股解禁是一种显著的供给冲击。尽管解禁的时间和数量是历史公开信息，本身并未包含新的信息，但如果股票需求是有限弹性的，那么股票供给的增加将会给股票价格造成下跌的压力，可以用价格压力假说等相关理论进行解释。

四、理论依据与分析

（一）理论依据

有效市场理论

公众股相关理论

价格压力假说

（二）具体分析

- 1、华谊兄弟的原始大股东减持动机是什么？分析减持后，股东套现所获取的收益。

沪深两市上市公司的限售股解禁后均不同程度遭到减持，这与我国资本市场的并不完善密切相关。首先 IPO 发行价虚高使得大股东有利用市场择机在股价峰值时减持

的冲动；其次，市场估值泡沫及对信息的敏感度使大股东能够将信息优势与市场反应联系起来，利用过高估值获取收益；其次，中小投资者中的“羊群效应”使部分股价估值过高，大股东通过获取非公开信息预知股价未来走向，通过适当减持进行套现；最后，大股东由于缺乏资金而通过减持进行套现。然而，巨额的收益是大股东进行减持的主要动机。

(1) 从减持市盈率看股票价格的高估。

减持市盈率即内部人减持均价与减持前一年每股收益的商。我们选取了 9 次大宗交易的数额来计算其减持市盈率，制成下表：

表 4 9 项大宗交易的减持市盈率

时间	减持股份数量	成交均价	减持前一年每股收益	减持市盈率
2010/11/1	500000	30.46	2009 年基本每股收益 为 0.64 元	47.59
2010/11/3	1000000	28.08		43.88
2010/11/5	1000000	28.56		44.63
2010/11/11	1000000	29.62		46.28
2010/11/15	1000000	29.01		45.33
2010/11/17	900000	28.33		44.27
2010/11/19	744700	28.95		45.23
2010/11/26	3000000	30.04		46.94
2011/5/6	3600000	16	2010 年基本每股收益 为 0.44 元	36.36
平均减持市盈率				44.50

假设全社会平均投资报酬率为 10%，由表 4 可知，其减持市盈率约为 45 倍，即大股东将 1 元的利润卖出了 45 元的价格，再按 10% 的投资报酬率将减持套现所得进行投资，得到 4.5 元的利润，则这比卖掉的 1 元的利润多出了 3.5 倍，这是否就意味着减持的股份价格高估了约 4.5 倍呢？而中小投资者以 45 元的价格买入价值 1 元的利润，财富就在中小投资者与大股东之间发生了转移。因此，在股票市场存在高估泡沫时，大股东有投机动机减持股份。

(2) 从累计超额收益率看大股东减持的收益

从基期到第 t 日的累计超额收益率为每一日的超额收益率之和，第 t 日的超额收益率为个股回报率与市场回报率之差。以上市日为基期，以每一阶段的减持时间为统计期，可以得出华谊兄弟上市以来的累计超额收益率。

表 5 创业板华谊兄弟累计超额收益率

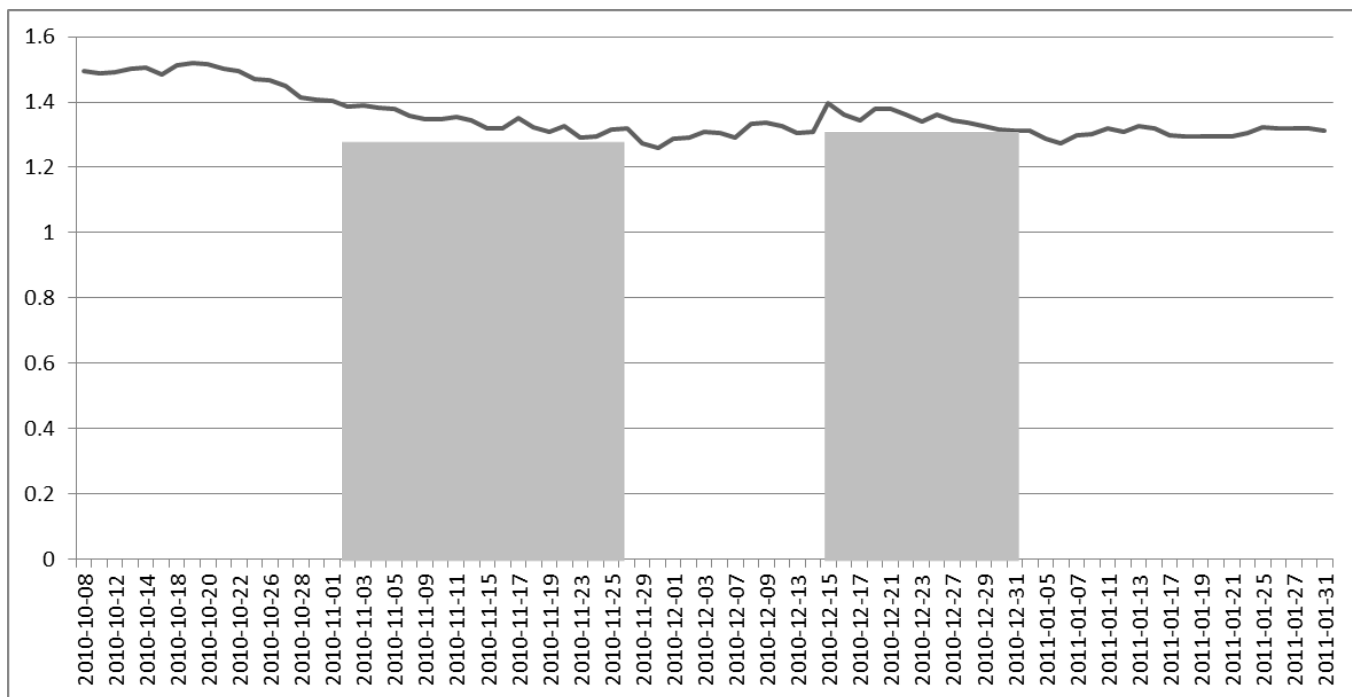
日期	日个股回报率	日创业板市场回报率 (流通市值加权平均法)	AR (日超额收益率)	CAR (累计超额收益率)
2010.9.16	-4.1478%	-1.8498%	-2.2980%	145.7390%
2010.11.1	3.7398%	4.1053%	-0.3655%	140.2648%
2010.12.14	1.0286%	0.71%	0.3186%	130.9051%
2011.1.4	1.6025%	1.7817%	-0.1792%	131.1905%
2011.4.7	1.2072%	0.9214%	0.2858%	132.6834%
2011.5.6	-1.5551%	0.4595%	-2.0146%	143.9452%
2011.11.4	-2.5711%	0.5853%	-3.1564%	168.9416%
2012.8.21	2.6786%	2.6291%	0.0495%	186.7404%

由上图可知，自上市以来，在每个减持阶段之初，华谊兄弟股票的累计超额收益均在 1 倍以上，因此大股东在减持时获得了超过 1 倍的超额收益，食物链底层的散户不可能成为富人，并且终将成为成为生产富翁的消耗品，创业板已沦为“创富板”。

2. 华谊兄弟的巨额减持一般发生在持续上涨之后、大幅下跌之前，其减持行为与股票市场的波动息息相关，试分析减持时机背后的盈余管理？由图 1 的股价变动表可知，大股东减持总是精确地发生在近期股价的最高点，因此不能排除大股东的减持存在市场择机行为。然而，相对于散户而言更具有信息优势的大股东们所表现出来的减持的急迫性，也同时向市场传递着对企业未来的业绩和成长缺乏信心的市场信号，由此也会引发企业的股价下跌。所以我们无法界定减持后的股价下跌其主导因素是什么。

以累计超额收益率为衡量标准，同时以 2011 年底的大幅减持为观察点来计算 2011 年 10 月至 2012 年 1 月的累计超额收益率。图中阴影部分为两个时间段的持续减持期间，由图可知，大股东减持前累计超额收益率均呈现递增走势，大股东减持后则逐渐下降。减持时间均发生在累计超额收益率的相对最高点，对于如此巧合的市场时机选择，我们不得不怀疑减持背后存在自利动机的会计行为。

图 6 2010 年 10 月-2011 年 1 月累计超额收益率



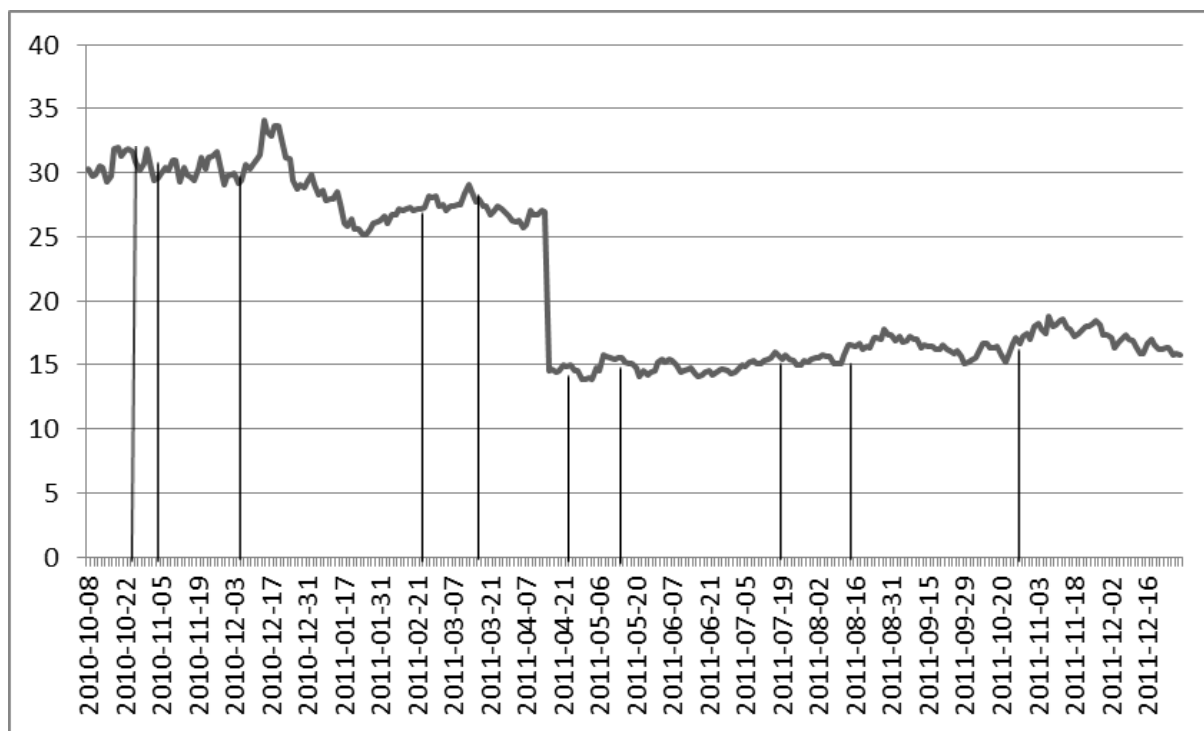
(1) 事件日的确定

大股东有自利动机，利用控制权优势在减持之前发布利好消息抬高股价，下表总结了 2010 年 10 月至 2011 年底发布公告时间、内容及当日的股价表现。

表 7 2010-2011 华谊兄弟公告内容及日期

发生时间	事件内容	当日股价表现
2010. 10. 16	发布 2010 年三季度业绩快报，净利润增幅达 139.63%	10 月 18 日收盘价为 29.72 元/股
2010. 10. 27	发布 2010 年三季度报告	收盘价 30.9 元/股
截至 2011 年 1 月底	大股东减持 47 次，减持股份数量为 1547 万股，占解禁股份的 11.36%	11 月份均价 30.36 元/股， 12 月份均价 30.87 元/股， 2011 年 1 月份均价 26.97 元/股
2011. 2. 18	发布 2010 年业绩快报，净利润增幅达 80.50%	收盘价 27.05 元/股
2011. 3. 11	发布 2010 年年报	收盘价 29.09 元/股
2011. 4. 16	发布 2011 年第一季度报告	18 日收盘价 14.71 元/股
2011. 5. 6	当天有 3 位大股东进行减持，减持股份数量达 1915.02 万股	4 月份均价 19.6 元/股 5 月份均价 14.93 元/股
2011. 7. 15	发布 2011 年半年度业绩预告，预告归属于上市公司股东净利润比上年同期增长 112.19%-140.48%	收盘价 16.02 元/股
2011. 10. 21	发布 2011 年三季度报告	收盘价 15.18 元/股
截至 2011 年 11 月底	11 月大股东减持 39.6 万股	11 月均价 17.94 元/股

图 8 公告事件与股价波动的关系



由股价波动与公告发布时间的关系图可知，市场对于披露的信息能够作出及时反应，因此业绩报告的消息发布会在很大程度上影响股价走势。并且，由表 4 可知，大股东减持当月，其均价相对较高，而在减持前后，股价相对较低。自 2009 年华谊兄弟上市以来，其股价呈现波动性下降的趋势，而大股东大量减持所传递的对企业未来业绩并不看好的市场信号必然是导致其股价波动性下跌的重要原因之一。相对于中小投资者，大股东能够提前获知某些重大的、非公开的信息，另一方面也可以直接介入信息的加工及披露过程。以下将从企业的财务信息来分析其具体的盈余管理行为及企业实际的盈利能力。

(2) 华谊兄弟解禁或减持前的盈余管理方式

在已有的研究中已证实，由于要在减持前抬高股价，在原非流通股股东解禁或减持之前的季度期间，公司的可操控应计为正。在股改之前，大股东无法通过资本市场途径攫取利益，因此对盈余的会计调整主要与政府监管行为相关。股改之后，限售股被允许进入流通市场，大股东的利益实现方式逐渐与资本市场联系起来。大股东减持事件存在两个事件点，即解禁和减持，解禁是指原限售股达到限售期限后被允许上市流通，减持则是大股东减少手中持有的股份，由于解禁与减持之间的等待期较短，因此只有发布的

季度报及业绩快报能够及时地影响市场预期，因此，解禁或减持之前的盈余管理主要是针对季度性盈余进行会计调整。

$OA=OI-CFO$ ，OA 为营业性总应计，OI 为营业利润，CFO 为经营活动净现金流量。

表 9 华谊兄弟季度性营业性总应计

信息披露	营业性总应计（万元）	基本每股收益（元）
2010.8.19（2010 半年报）	17749.03	0.08
2010.10.27（2010 第三季度报告）	36810.44	0.25
2011.8.11（2011 半年报）	-1640.29	0.11
2011.10.21（2011 第三季度报告）	31440.87	0.06

由表可知，2010 及 2011 年 11 月解禁之前的第三季度报告其营业性总计及基本每股收益达到相对最高点，2011 年每股收益较低是因为 2010 年股东大会决议以资本公积转增股本，总股本达到 60480 万股。营业性总应计在解禁前夕呈现相对高点现象，也说明在减持之前的会计调整为正向的盈余管理，将不属于本期的营业收入提前确认，向市场传递业绩增长的利好消息，影响其会计利润的分布情况。

（3）财务报表分析

尽管华谊兄弟频遭减持，市场却仍对其发展充满信心，大股东减持股份均由机构投资者买入，上市仅 3 年时间，华谊兄弟前十大股东除控制人外遭遇大换血，原自然人股东均由机构投资者替代。通过对其上市前即 2008 年至上市后 3 年的财务数据的整理，分析华谊兄弟的实际盈利能力。

① 盈利能力分析

表 10 华谊兄弟盈利能力指标

财务指标	2012	2011	2010	2009	2008
净资产收益率（%）	12.73%	12.61%	9.89%	17.55%	31.24%
基本每股收益（元）	0.40	0.34	0.25	0.64	0.57
市盈率	35.625	46.5	117.32	86.61	

华谊兄弟的总体盈利能力较好，但在 2010 年达到最低点，其每股收益降至 0.25，股价却并没有随之下降，继续维持在较高水平，致使其市盈率在 2010 年达到峰值。2010 年华谊兄弟限售股陆续解禁，原值 1 元利润的股份买到 117.32 元，而在 2010 年底，大股东减持较为集中，达 43 次。由此可知，在此次减持中大股东套现获得了巨额收益，此后华谊兄弟的股票也一直低于其最初的发行价。

上市之初，华谊兄弟成为市场关注焦点，由于在上市之前已成为文化娱乐产业民营

企业中的佼佼者，使其在上市之初的市盈率达到 86.61，首日上市更以高出发行价约 3 倍的股价收盘，在 2010 年频遭大股东减持后逐渐下降，经过 2011 年底的大幅度减持后降至最低。与市盈率变化趋势不同的是净资产收益率，在 2010 年遭受业绩大幅下滑后，净资产收益率在 2011 年实现反升，基本每股收益与净资产收益率变化趋势较一致。因此尽管大股东减持给市场传递了不对其未来盈利看好的信息条件下，华谊兄弟仍以自身的盈利实力证明了自己的傲人地位。

② 资产运营能力分析

表 11 华谊兄弟资产运营财务指标

财务指标	2012	2011	2010	2009	2008
应收账款周转率（次）	1.97	1.98	3.19	3.14	2.74
存货周转率（次）	1.10	0.98	2.23	1.26	1.12
总资产周转率（次）	0.42	0.40	0.57	0.53	0.94

与盈利能力的趋势不一致的是，华谊兄弟的资产运营能力在 2010 年达到高峰，其存货周转较快，应收账款收回能力加快，在 11 年及 12 年又迅速下降。而从华谊兄弟的年报中可知，2010 年的应收账款占该期资产的 22.64%，而在 2009 年时这一数据仅为 11.41%，2011 年又降至 16.63%，而且 2011 年的预付账款也占到 16.19%，华谊兄弟对 2010 年巨额的应收账款的解释为“公司业务规模扩大，报告期内应收上映影片分账款及电视剧销售款增加所致，其中报告期下半年共有 5 部影片上映，而上年同期下半年仅有 2 部影片上映，导致报告期末应收账款增加。”

然而 2010 年较差的盈利状况与该解释并不相符，因此可以怀疑华谊兄弟在 2010 年底减持之间对对应计项目进行了正向的盈余管理，提前确定不属于该期的收入。

③ 偿债能力分析

表 12 华谊兄弟偿债能力指标

项目	2012	2011	2010	2009	2008
流动比率	1.72	2.52	3.68	7.32	1.71
速动比率	1.29	1.80	3.18	6.08	0.96
资产负债率	48.65%	30.69%	18.57%	10.86%	30.58%

比较 08 及 09 年的数据可充分体现出上市公司的融资优势，企业以上三项指标均迅速上升，重要原因之一是 2009 年公司上市后首次公开发行股票，使得公司的净资产规

模扩大，资金充裕。2009 年上市之后，华谊兄弟的资产负债率持续上升，流动比例与速动比率呈现下降趋势，存在一定的偿债风险。

一方面，上市之后的华谊兄弟业绩出现下滑，原签约艺人纷纷解约，华谊兄弟的发展前景一度堪忧，另一方面，华谊兄弟尽管在解禁之后频遭减持，但企业本身的盈利能力与运营情况较好，仍不失为文化娱乐界的一颗明珠。华谊兄弟建立了全方位的品牌竞争优势，充分发挥电影、电视剧制作与发行及艺人经纪的协同效应。随着国民经济的持续快速增长，居民对文化娱乐产品的消费欲望及消费能力均得到了快速提升，同时随着国家产业政策的持续扶持，华谊兄弟作为民营电影企业中的佼佼者，有着良好的发展前景。

3. 结合创业板限售股解禁后的股价波动，分析供给冲击的股价效应。

2009 年 10 月，创业板登陆中国 A 股市场。自此以来，以高发行价、高市盈率、高投机性和股价高波动性为特征的创业板成为了资本市场争议的中心。作为证券发行制度安排的结果，创业板 IPO 股票分别形成了 3 个月（针对询价对象网下配售的股票，2012 年 5 月 25 日浙江美大(002677) 上市始，IPO 取消了针对询价对象网下配售股票 3 个月锁定期的限制。）、12 个月（针对战略投资者配售的股票）和 36 个月（针对原始股股东持有的股票）三种不同的锁定期，从而相应地形成三次供给冲击。供给与需求共同决定股票价格。限售股解禁是一种供给冲击，是否对股票价格产生影响或者影响程度然要受到股票需求弹性的影响：在其他条件不变时，如果股票需求弹性很大，那么供给冲击对股票价格影响就较小；反之，如果股票需求弹性很小，那么供给冲击将造成股票价格的显著下跌。

根据现行的股票发行与上市制度规定，IPO 首日上市交易的股份占总股本的比重是比较小的，而大量的股份是以解禁的方式逐步上市交易的，因此，限售股解禁是一种显著的供给冲击。尽管解禁的时间和数量是历史公开信息，本身并未包含新的信息，但如果股票需求是有限弹性的，那么股票供给的增加将会给股票价格造成下跌的压力，价格压力假说等相关理论与实证研究对此给出了解释。供给冲击（IPO 限售股锁定期解除）的价格效应理论主要包括价格压力假说、资产替代假说、信息发现假说、流动性假说、买卖价差假说等。在股票解禁的情况下，股价的异常变动通常伴随着交易量的异常变动。大量的限售股涌向二级市场，流动性增加，可能引起交易量的显著增加。供给冲击越大，

股价变动越显著。限售股占流通股的比例越高，实际解禁规模越大，则供给冲击就越大，在其他条件相同的情况下，股价下跌的幅度可能就越大。如果创业板股票第一次与第二次实际解禁的股票数量有差异，那么价格变动应会有显著差异。此外，实际解禁的限售股占原流通股的比例越高，则供给冲击效应越显著。

如果在上市首日允许更多数量或更高比例股票上市交易，那将有助于提高新股定价效率。如果在发行时能够配售给参与询价的机构投资者较少的股票而配售给战略投资者更多的股票，那将有助于减小供给冲击的股价下跌效应，从而有助于股价的稳定。从减少供给冲击幅度、提高定价效率来说，在发行环节引入存量发行、完善市场化定价方式、提高信息透明度、打击股价操纵行为等，也将具有重要的现实价值。

4. 分析限售股减持的市场效应及其影响因素。

限售非流通股的解禁与减持一说最早出现于我国股票市场 2005 年以来的股权分置改革，公司上市之前，将其所有股票分为三份，一为可以公开交易的社会公众股，即实际流通在外股份，而另外两份分别是国有股和法人股，属于非流通股，解禁指的就是这些非流通股在股权分置改革之后的某时点允许上市交易和转让，变成流通股，减持是指限售股解禁之后实际发生的股份转让行为。而作为地位仅次于主板市场的创业板市场，在 2009 年 10 月上市初也延续了这项政策，平均限售期为一年。根据中国证券登记结算有限责任公司的统计，仅 2010 年，创业板市场累计解禁市值达到了 463 亿，占当前流通市值 835 亿的 55%，相当于进行了一次 1:1 的增发。在宣布解禁后一个月内，就已有 14 家公司出现了不同程度的减持，减持的比例达到了 50% 以上。而截至 2011 年 4 月 2 日，共有 16 家创业板公司遭到 14 家风投机构的减持，共减持股票数量 4347.26 万股，减持套现金额达 10 亿元。一般而言，主板市场上限售股的解禁和减持行为，都会被投资者认为是一项利空，而这种市场的预期往往会在事件发生后对股价造成冲击。但创业板股票在上市门槛、监管制度、信息披露、股东性质、投资风险等方面和主板市场有较大区别，具有高发行价、高市盈率、高超募率等特性，风险要大于主板市场，其目的主要是扶持中小企业，尤其是高成长性企业，其更为重要的功能是为企业发展初期就持股并参与到企业日常经营管理中的风险投资或创业投资企业建立正常的退出机制。

全流通给中国资本市场带来的最大冲击就是原先的非流通股解禁后流通，非流通股股东可以通过减持获得收益。对于创业板股票而言，在减持行为发生前股价会显著地上

涨，但以减持日为界，减持后股价掉头下跌，这支持了财富再分配假说，减持使得财富从流通股股东转移到限售股股东手里，减持的规模越大则减持的负效应越显著，说明限售股东的减持导致了流通股股票的供给数量增加，由于股票需求曲线的向下倾斜，从而引发其股价的下跌，减持的负效应在减持股东性质为风险投资的情况下会更为明显。这与信息发布假说的论点一致，预期风投公司能掌握到更多公司内部的增长性信息，能够对公司未来发展作出更好的判断。因此建议，在广大投资者很难直接获取关于公司的内部治理和成长状况的信息时，减持信息可以作为投资者获取信息的一个间接途径，以便更好地进行决策。

5. 对限售股减持背后盈余管理行为提出监管建议

2013 年 11 月 30 日，证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》。意见指出：“发行人控股股东、持有发行人股份的董事和高级管理人员应在公开募集及上市文件中公开承诺：所持股票在锁定期满后两年内减持的，其减持价格不低于发行价；公司上市后 6 个月内如公司股票连续 20 个交易日的收盘价均低于发行价，或者上市后 6 个月期末收盘价低于发行价，持有公司股票的锁定期限自动延长至少 6 个月。

“发行人应当在公开募集及上市文件中披露公开发行前持股 5%以上股东的持股意向及减持意向。持股 5%以上股东减持时，须提前三个交易日予以公告。

“网下投资者报价后，发行人和主承销商应预先剔除申购总量中报价最高的部分，剔除的申购量不得低于申购总量的 10%，然后根据剩余报价及申购情况协商确定发行价格。被剔除的申购份额不得参与网下配售。”

关于减持价不得低于发行价，不得即刻减持的规定，其含义是不是旨在抑制过高的发行价，并且提高发行定价过高的成本？关于发行定价时，剔除不低于 10%的最高报价的规定，是不是防止 IPO 价格过高？是不是指在抑制此前被广泛诟病的“三高”现象？

个人转让限售股的所得开征了个人所得税。在此之前，极低的持股成本与极高的减持收益明显强化了限售股的减持动机，因此开征税收能够增加其交易成本，在一定程度上能够抑制减持行为，然而当股票市场股价泡沫使减持收益能够弥补所有的交易成本时，仍无法有效制止大股东的投机性减持行为。其次，要进一步完善社会主义特色的资本市场，根据市场状况细化限售股自由流通的规则，例如何以适当延长限售股的限售期，增加解禁的批数，从而减少每批解禁的限售股数量，增加市场对限售股解禁的预期，减

少其对市场的明显冲击。第三，进一步完善资本市场，增加信息披露的透明度，完善会计制度，压缩可操纵性盈余的空间，防止中小投资者对市场信息的过激反应。中国的资本市场并不成熟，创业板设立不久，其在发展过程中必然存在众多问题，因此治理过程只能逐步推进。

五、参考文献

- [1] Baker, M. and J. Wurgler. The equity share in new issues and aggregate stock returns[J]. Journal of Finance, 2000(55)
- [2] Bergstresser, D. and T. Philippon. CEO incentive and earnings management[J]. Journal of Financial Economics, 2006(80)
- [3] Chen, K. and H. Yuan. Government involvement, market forces, and the pricing of earnings: A comparison of China's tradable and nontradable shares, Working Paper[J]. The Hong Kong University of Science and Technology, 2009
- [4] Healy, P. M. and J. M. Wahlen. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting[J]. Accounting Horizons, 1999(13)
- [5] 蔡宁, 魏明海. “大小非”减持中的盈余管理[J]. 审计研究, 2009(02): 40-49
- [6] 曹晓丽, 刘瑞均. 创业板股份减持市场效应及影响因素实证研究[J]. 财会通讯, 2012(09): 133-135
- [7] 陈夏菁, 程树峰. 盈余管理方式研究综述[J]. 中国管理信息化, 2012(8): 13-15
- [8] 黄顺武, 刘进. 供给冲击的股价效应: 来自创业板限售股解禁的证据[J]. 金融经济研究, 2013(09): 97-108
- [9] 李宁, 刘玉红. 大小非减持过程中的盈余管理行为及监管策略[J]. 财经问题研究, 2009(11): 56-60
- [10] 李增福, 郑友环. 避税动因的盈余管理方式比较——基于应计项目操纵和真实活动操控的研究[J]. 财经研究, 2010(6): 80-89
- [11] 鲁桂华. 限售股的减持动机和市场反应透析[J]. 财务与会计, 2007(7): 27-29
- [12] 刘婧颖, 张顺明. 中国股票市场的流通性价值及影响因素研究——基于股权分置改革的经验证据[J]. 投资研究, 2014(12): 97-109
- [13] 林振兴, 屈文洲. 大股东减持定价与择机——基于沪深股市大宗交易的实证研

究[J]. 证券市场导报, 2010 (10) :71-77

[14]汪昌云、孙艳梅、郑志刚、罗凯. 股权分置改革是否改善了上市公司治理机制的有效性[J]. 经济研究, 2010(12):131-145

[15]叶志强、冯怡、张顺明. 股权分置改革后我国证券市场有效性研究——基于非流动性非预期新信息视角[J]. 投资研究, 2013(05), 124-137

[16]张颖. 大股东减持与盈余管理[J]. 经济研究导刊, 2011 (28) :86-90

六、关键点

1、关键点：本案例探究创业板上市公司华谊兄弟传媒集团限售股解禁与减持前的盈余管理，并分析其盈利能力。在股改之前，原非流通股不被允许上市流通，由于大股东与中小投资者之间构成了代理关系，大股东基于自利动机通过非市场途径占有中小投资者利益。2005年，股权分置改革之后，原非流通股被允许进入流通市场，大股东利用控制权优势，一方面具有获取重大的、非公开信息的优势，另一方面能够对信息加工及披露直接介入，因此为了实现个人财富最大化，大股东存在显著的资本市场动机的盈余管理行为。

2、关键知识点：利用信息不对称，大股东通过发布利好消息有意识地引导市场预期，抬高近期股价，在股价峰值进行减持套现，以获取巨额收益。本文以华谊兄弟为例，通过分析减持市盈率及累计超额收益率分析大股东的减持获益，以证明大股东减持之前的盈余管理动机。通过以往的研究发现，大股东在减持之前存在正向的盈余管理。通过对华谊兄弟的营业性应计、资产运营能力分析，可以怀疑华谊兄弟在减持之前对应计项目进行正向的盈余管理。此外，通过真实交易进行盈余管理也大有可为，然而由于其存在隐蔽性，故本文不做讨论。

尽管华谊兄弟频遭减持，通过对其盈利能力、资产运营能力、偿债能力分析，华谊兄弟的总体运营能力较好，原自然人股东减持股份均由机构投资者买入。在2010年第一季度业绩下滑的状况下，华谊兄弟仍被市场看好，建议买入，且得到众多证券公司的支持且从国家产业政策的鼓励来看，华谊兄弟仍具有良好的市场前景。

3、能力点：分析与综合能力、批判性思维能力以及解决问题的实际能力。

七、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 90-100 分钟。

1. 课前计划：①请学生自学相关理论。②提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

2. 课中计划：

（1）课堂前言（2-5 分钟）简明扼要、明确主题

（2）分组讨论（30-35 分钟）发言要求：准备相关的发言提纲

（3）小组发言（每组 10 分钟）幻灯片辅助，控制在 40 分钟

（4）引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（10 分钟）

3. 课后计划：请学生利用学习的相关理论，运用不同的方法对限售股减持的动机进行分析，并在课后进行小组间的交流与信息共享，提出最佳的解决方案，并撰写案例分析报告（1000-1500 字）

（案例使用说明字数：9332）