

# 股改时代大股东的盈余管理与股价效应

## ——基于邯钢集团反收购的案例分析

蔡祥<sup>1</sup>，张海燕<sup>2</sup>，蔡键敏<sup>3</sup>

(1、3. 中山大学管理学院，广州，510275；2、清华大学经济管理学院，北京，100084)

**摘要：**本文以邯钢钢铁的股权分置改革为研究对象，分析了公司在这一过程中的盈余管理以及股价操纵行为。我们发现，由于作为主要对价的认购权证行权与否是邯钢集团捍卫控股权的关键因素，邯钢集团试图通过盈余管理压低股价，以阻止认购权证行权，从而应对潜在的控股权危机。但由于股市整体上涨趋势等客观原因，其盈余管理最终未能阻止认购权证的行权，股权遭到了稀释。本文的分析结果表明，随着股改的深入，大股东将更为关心二级市场的股价，同时更可能利用盈余管理进行股价操纵。本文的结果还意味着，盈余管理目标的实现需要环境的配合，并不是所有的盈余管理都可以实现其既定的意图。

**关键词：**股权分置改革；控股权危机；盈余管理；股价操纵

**中图分类号：**           **文献标识码：**

### 一、前言

股权分置改革（以下简称“股改”）是我国资本市场从2005年开始的一项重大改革。通过消除流通股与非流通股分置的格局，这项改革有望改善中国资本市场的资源配置与定价功能，并有助于降低两类股东利益的矛盾与冲突。然而，股改在为我国资本市场的健康发展创造有利条件的同时，也给大股东的股价操纵提供了便利。在股改过程中，上市公司大股东股份向全流通转变，股票的流通性及定价基础发生了变化，控股股东的持股比例也因股改对价的兑现而下降；与此同时，潜在的敌意收购方可通过二级市场增持来提高持股比例，由此，一些上市公司大股东的控股地位将会受到威胁。刘成彦<sup>[1]</sup>等指出，目标公司的大股东为了维持控股权，可能会通过“利益输送”、盈余管理、关联交易、低价增持股份和机构合谋等方式，来操纵二级市场股价。<sup>[1]</sup>而这其中，盈余管理因其低成本、易操作、影响直接等原因，而成为最普遍的方式之一。

国内外学者已对股改中的一些问题进行了研究，内容涉及股改对中国资本市场的影响、股改的对价方案研究、股改与公司治理、股改与股利政策以及股改中的会计处理等方面（Hwang et al., 2006<sup>[2]</sup>；邓传洲，2006<sup>[3]</sup>；柳木华，2007<sup>[4]</sup>；廖理等，2008<sup>[5]</sup>）。但是，对于股改中大股东通过盈余管理操纵股价的行为，目前还很少有文献探讨。本文将邯钢钢铁股份有限公司（以下简称“邯钢钢铁”）为例，对大股东邯钢钢铁集团（以下简称“邯钢集团”）在股改中的这一特殊动机进行研究。

邯钢钢铁的股改始于2006年1月。为了获得股票的流通权，邯钢钢铁的大股东邯钢集团除了向流通股股东送股外，还发行了9.26亿张认购权证作为股改对价的重要组成部分。在兑现股改的送股承诺后，邯钢集团的持股比例大幅下降，伴随着邯钢集团控制权的减弱，宝钢集团在二级市场对邯钢钢铁股份和认购权证进行了增持，从而成为邯钢钢铁第一大流通股股东，严重威胁着邯钢集团的控股权，其所引起的控股权之争曾一度成为中国股票市场的热点话题。这时，邯钢钢铁9.26亿张认购权证最终是否行权就成为邯钢集团捍卫控股权的关键因素。

面对控股权危机，作为控股股东的邯钢集团会如何应对呢？我们的研究发现，邯钢集团试图通过调减应计利润、低报会计收益而压低邯钢钢铁的股价，以阻止认购权证的行权，捍卫控股权。

邯钢钢铁的股价也确实因利润的低报而下行，但其盈余管理行为最终未能达到阻止认购权证行权的目标。该结果意味着，盈余管理预期动机的实现，不仅受限于市场的总体理性（不为利润操纵行为所误导），而且很大程度上依赖于外部环境的配合。在本案例中，我们简要分析了股改及并购的制度背景，随后描述了邯钢股改对价的具体方案及实施过程，指出大股东邯钢集团具有操纵股价的动机，进而在第四部分剖析了大股东通过操纵利润来影响股价的过程及结果，最后，在结论部分进一步尝试分析了一般性的启示。

## 二、制度背景及文献回顾

股权分置是指我国上市公司总股份中流通股和非流通股曾经长期并存的一种现象。尽管在制度设计之初，股权分置的制度安排有其积极合理的一面，但随着中国经济体制改革的不断深化，其内在的缺点日渐显露，比如扭曲证券市场的价格机制，加剧流通股股东与非流通股股东的利益矛盾等，从而成为我国资本市场健康发展的制度性障碍。经国务院批准，中国证监会 2005 年 4 月 29 日正式宣布启动股权分置试点工作。截止目前，股改已基本完成，但其对中国资本市场发展的深远影响却可以说才刚刚开始，而且这种影响将体现在资本市场的方方面面，控制权市场就是其中非常重要的一环。

### 1. 股改与控制权市场

在股权分置的资本市场中，上市公司存在很高比例的非流通股。非流通股不能在证券市场交易，只能以协议的方式转让，并且在交易中缺乏定价依据，容易涉及到国有资产流失等相关问题，因此，企业的并购活动受到严重阻碍。股改为上市公司的并购创造了广阔的空间，对控制权市场产生着实质性的影响。

首先，大股东股权的被稀释降低了并购的门槛。在股改的对价方案中，普遍采用大股东向流通股股东送股，或是大股东缩股、流通股股东扩股的方式，导致控股股东的持股比例大幅度下降，甚至失去绝对控股的地位。另一方面，股权分置改革使得资本市场上的流通股份增加，收购方可以通过二级市场收购上市公司股份，也为并购提供了便利。

其次，股票流通为潜在的收购者提供了新的融资来源。受限股票在获得流通权后，可以随时变现，意欲并购的主体能够通过减持股份获得大量的现金用于并购活动。此外，全流通后的股价更合理地反映了股票的价值，为换股合并提供了定价依据。换股并购不但避免了大额现金的支付，而且解决了并购融资困难的问题，增强了并购主体的支付能力，促使并购重组更加活跃。

由此可见，随着我国资本市场的发展，特别是股权分置改革的不断推进，企业的并购重组将越来越活跃，敌意收购的可能性将大大提高。对于那些在股权分置改革中控制权受到严重削弱的公司来说，控股股权危机随时可能爆发。

### 2. 股改时代的盈余管理与股价操纵

学术界对盈余管理的研究已有二十多年的历史，中外学者们就盈余管理的含义、动机、手段、计量方法等各个方面进行了深入而广泛的研究和探讨。其中，盈余管理动机是倍受学者们关注的一个问题。国外的研究主要是考察以下三个方面的动机：（1）资本市场动机；（2）基于会计盈余数据的契约动机；（3）迎合或规避政府监管的动机。<sup>[6]</sup>在我国特殊的制度背景下，公司进行盈余管理的主要目的在于迎合或规避政府监管，比如争取上市资格、避免亏损、避免受到特别处理或退市，争取达到再融资要求等等。<sup>[7]</sup>由于高管的薪酬和升迁在很大程度上取决于会计业绩，这些盈余管理行为在顺应了监管方要求的同时，也增加了高管的个人财富。<sup>[8]</sup>

作为一种强制性的制度变迁，我国的股改同样引起了盈余管理问题，但直接从该角度进行的

研究还比较少。邓传洲<sup>[3]</sup>等采用应计利润的方法，分别以截面数据和时间序列为基础分析了宝钢股份在股改中的盈余管理行为，其研究表明大股东具有通过操纵利润降低股改成本的动机。<sup>[3]</sup>柳木华<sup>[4]</sup>比较全面地分析了股改对上市公司会计行为的影响。<sup>[4]</sup>比如，一些上市公司为了实现对价方案中承诺的业绩增长水平而进行利润操纵；股改使大股东的效用函数得到改变，大股东除了从公司内部转移收益外，还可从外部资本市场获取资本利得，从而使内幕交易和操纵股价的动机变得更加强烈；此外，高管持有的大量发起人股份成为可流通股，相应的利益动机也将导致盈余管理行为。柳木华<sup>[4]</sup>的分析表明，股改将大大强化上市公司基于资本市场的盈余管理动机，然而在实证证据和案例分析方面，我国的研究还相当缺失。

上市公司是否确实在试图通过盈余管理影响股价呢？在较成熟的国外资本市场，这一问题已得到了比较肯定的回答。大量研究表明，在增发前后，上市公司的操纵性应计利润水平显著较高，显示管理者有意通过盈余管理抬高或维持增发前的股票价格，从而降低权益融资的成本。<sup>[9]</sup>在敌意收购中，对于目标企业（被收购方）来讲，坚挺的股票价格是对抗控股权危机的防御武器，它能造成高昂的收购成本，从而阻碍收购方的并购行动。Easterwood 对 1985 至 1989 年间被收购的 110 家目标公司的研究表明，目标公司在收购行动开始前的季度调增报告盈余，而在被收购后没有进行盈余管理的迹象。<sup>[10]</sup>

由于特殊的制度背景，我国的情形与国外的研究结果有所差异。既有的研究表明，发生控股权转让的公司多为面临财务危机的公司，在原有控股股东（多为国有控股）无力为上市公司“输血”以挽救财务危机，且在控制期间已经通过关联交易获取了足够利益的情况下，往往会选择与收购方合谋，尽快转让控制权。何燎原等研究了 2002 年深市发生控制权转移的 79 家上市公司，结果发现样本公司在发生控制权转移的前一年存在明显的调减收益的盈余管理行为，而在控制权转移的当年存在人为调增收益的盈余管理行为。<sup>[11]</sup>

邯郸钢铁所面临的情形类似敌意收购，其动机主要表现为抑制股价以阻碍认购权的行使，因此其盈余管理模式将与国内的现有研究不同。在这一点上，股票期权所带来的盈余管理行为特征可能更值得我们关注。不过，从目前的研究来看，这方面的文献基本上局限在管理者股票期权上。由于利益动机截然不同，研究结论也大相径庭，如 Balsam 等以及 Safdar 等的研究发现，管理层在被授予股票期权之前有通过减少可操控应计利润影响会计盈余，从而压低股价的行为。<sup>[12,13]</sup>

本文将结合股权分置改革的制度背景，深入剖析邯郸钢铁进行盈余管理以操纵股价的起因、过程，以及最终结果，以弥补国内在相关方面研究的空白。随着股权分置改革的深入，限售流通股向流通股的逐渐转换，收购兼并将呈愈演愈烈之势。由此相关的一系列问题，诸如控制权转移、收购方和被收购方的盈余管理、股价操纵、收购成本等等，均会影响着我国资本市场的发展模式。

### 三、案例背景

邯郸钢铁股份有限公司于 1997 年 10 月 13 日由邯钢集团独家发起，采用募集方式设立。公司股票于 1998 年 1 月 22 日在上海证券交易所挂牌上市。股改前，大股东邯钢集团持有非流通股 145,818.47 万股，占总股本的 52.76%。

#### 1. 邯郸钢铁的股权分置改革

为了解决国有股份的流通问题，邯郸钢铁于 2006 年 1 月 23 日开始了股改的历程。公司于 2006 年 1 月 25 日首次公告股改方案，最终方案在 3 月 24 日召开的股东大会上以高票数通过。具体的对价方案为：邯钢集团向方案实施股权登记日登记在册的流通股股东每 10 股派送 1 股股票，同时派发总量不超过 925,706,368 张、行权价为 2.8 元、有效期 12 个月（2006 年 4 月 5 日至 2007 年 4 月 4 日）的欧式认购权证。根据股权登记日公司流通股总数的不同，流通股股东每 10 股约可获得

7 张认购权证。

除了对价方案外，邯钢集团还作出以下承诺：1) 自股改方案实施之日起 2 个月内，将以不超过 3.5 元的价格通过上海证券交易所集中竞价系统增持 3 亿股流通股。邯钢集团增持的股票在股改相关认购权证有效期内不对外出售。2) 除遵守法定承诺义务外，自股改方案实施之日起 5 年内，邯钢集团在邯钢钢铁的持股比例低于 40% 时，不通过交易所的集中竞价系统出售股份。

## 2. 股改引发的控股权危机

股改实施后，邯钢集团根据股改方案向流通股股东送出了 1.27 亿股的股票，致使持股比例从 52.76% 下降至 48.17%。根据增持计划，集团公司从 4 月 5 日起在二级市场增持邯钢钢铁股票，并在短短的 12 个交易日内快速增持 3.01 亿股，使持股比例回升至接近 60% 的水平。但是，作为股改对价重要组成部分的 9.26 亿张认购权证，却成了邯钢集团控股权的另一大隐患。

从邯钢钢铁启动股改前后的财务状况来看，从 2005 年第三季度至 2006 年第二季度，公司每股净资产保持在 3.80 元左右，股价则从 3.20 元左右持续上升至接近 4 元的水平。相比之下，认购权证 2.8 元的行权价格明显定价偏低，因此到期行权的机会很大。按此推算，若 9.26 亿张的认购权证到期全部行权，邯钢集团的持股比例将急剧下降至 25% 左右，控股权将因此受到动摇。

宝钢集团的举牌则进一步威胁了大股东的控股地位。在股改之前，宝钢集团及其旗下子公司已合计持有邯钢钢铁流通股 7,359 万股，占邯钢钢铁在外流通股份的 5.8%（占邯钢总股本的 2.66%）。股改实施后的两个月内，宝钢系进一步将其持有的邯钢钢铁股份增持到 1.38 亿股，合计持股比例为 5.0002%，已触及举牌线。同时，通过获得股改对价及二级市场大肆收购，宝钢系估计还持有邯钢认购权证共 1.46 亿份。

在钢铁业并购风起云涌的背景下，宝钢系大举增持邯钢钢铁股票及其认购权证的行为，很自然地让人将其与控制权之争联系起来。以上数据显示，截至 2006 年 5 月底，宝钢集团通过自身及关联公司已掌控邯钢钢铁股份共计 2.84 亿股，超过其总股本的 10%，这无疑对邯钢集团的控股权造成极大的威胁。

## 3. 邯钢钢铁的股价操纵动机

对于认购权证，如果股票的市场价格高于行权价，权证持有人可通过行权得到价差收益，因此行权的可能性很大；反之若股票的市场价格低于行权价，权证持有人则不会选择行权。回顾邯钢钢铁的股价，自 2005 年底，日平均股价均在 2.8 元之上，因此权证持有人在权证到期时行权的可能性极大。

在宝钢举牌邯钢钢铁之时，作为股改对价的 9.26 亿张认购权证最终是否行权成为了邯钢集团捍卫控股权的关键因素。由于认购权证的行权与否取决于邯钢钢铁股票在权证行权期间的价格，股价的变化将成为影响认购权证是否被执行的决定性因素，进而影响邯钢集团的控股权，因此邯钢钢铁的股价就成为了邯钢集团关注的焦点。众所周知，上市公司的股价与其会计盈余有着正相关的关系，在权证有效期内低报会计盈余，可以起到打压股价的作用。因此，邯钢集团具有强烈的动机通过向下的盈余管理影响邯钢钢铁的股价，从而阻止认购权证的行权，以应对控股权危机。

## 四、盈余管理与股价操纵

### 1. 盈余管理的检验方法

当前研究基本上都用可操控性应计利润来衡量盈余管理的存在性及程度。学术界运用最广泛

的估算可操控性应计利润的方法是 Jones 模型和修正的 Jones 模型。夏立军对中国资本市场的各种盈余管理估计模型进行比较后发现，横截面模型比时间序列模型更能够有效地衡量盈余管理程度。<sup>[14]</sup> 本文将采用应计利润总额  $TA$ 、行业修正的应计利润  $IndadTA$  以及根据修正的横截面琼斯模型估算出的可操控应计利润  $DA_{pt}$  三项指标来度量邯郸钢铁的盈余管理行为。三种指标的计算方法如下：

$TA_t = (OP_t - CFO_t) / A_{t-1}$ ，其中， $OP_t$ 指第  $t$  期营业利润； $CFO_t$ 指第  $t$  期经营活动现金流； $A_{t-1}$ 指滞后一期的期末总资产。

$IndadTA_t = TA_t - \overline{TA}_t$ ，其中， $\overline{TA}_t$ 指第  $t$  期行业平均的应计利润除以滞后一期的期末行业平均总资产。

对于可操控应计利润  $DA$  的计算，首先根据如下的模型 (1) 估计出钢铁行业其他上市公司（不含邯郸钢铁）季度的正常应计利润估计参数：

$$TA_{it} = a_{1t} (1/A_{it-1}) + a_{2t} [(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / A_{it-1}] + a_{3t} (PPE_{it} / A_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中： $\Delta REV_{it}$ 是指第  $i$  个公司第  $t$  期销售收入的变化额，等于公司  $i$  第  $t$  期主营业务收入和第  $t-1$  期主营业务收入之间的差额； $\Delta AR_{it}$ 是指第  $i$  个公司第  $t$  期应收账款的变化额，等于公司  $i$  第  $t$  期应收帐款和第  $t-1$  期应收帐款之间的差额； $PPE_{it}$ 是指第  $i$  个公司第  $t$  期固定资产净值； $A_{it-1}$ 是指第  $i$  个公司滞后一期的总资产。

然后，利用模型 (1) 估计出的各个季度参数算出邯郸钢铁的正常应计利润：

$$NDA_t = \hat{a}_{1t} (1/A_{t-1}) + \hat{a}_{2t} [(\Delta REV_t - \Delta AR_t) / A_{t-1}] + \hat{a}_{3t} (PPE_t / A_{t-1}) \quad (2)$$

实际应计利润与正常应计利润的差额，就是可操纵盈余：

$$DA_{pt} = TA_t - NDA_t \quad (3)$$

## 2. 数据来源

本文以 2006 年第一季度至 2007 年第二季度的财务报告为观察窗口，即邯郸钢铁认购权证存续期及其前后各一个报告期，目的在于观察权证到期前后邯郸钢铁是否有盈余管理的行为。本文数据主要来源于 Wind 数据库。

## 3. 盈余管理的检验结果

表 1 列示了相关期间的应计利润总额情况。从表中可以看出，在认购权证发行前，邯郸钢铁 2006 年第一季度的应计利润总额为滞后一期总资产的 2.44%，而在认购权证发行后应计利润总额开始出现负值，在 2006 年第四季度甚至达到滞后一期总资产的 -9.22%。由此可以初步判断，邯郸钢铁在认购权证有效期内减少了应计利润的确认，存在向下调整会计盈余的行为。随着认购权证于 2007 年 4 月初到期，邯郸钢铁总的应计利润出现上升的趋势，在 2007 年第二季度，与滞后一期总资产之比已升至 -0.05%。

表 1 应计利润总额季度分布表

	营业利润 ( $OP_t$ ) (万元)	经营活动现金流 ( $CFO_t$ ) (万元)	期初总资产 ( $A_t$ ) (万元)	$TA_t$ (%)
2006 年第一季度	3,903.76	-41,902.99	1,873,995.47	2.44

2006 年第二季度	46,230.89	137,827.54	1,859,403.74	-4.93
2006 年第三季度	41,504.76	49,294.76	1,985,602.80	-0.39
2006 年第四季度	33,205.63	236,900.11	2,209,451.55	-9.22
2007 年第一季度	37,952.38	111,376.50	2,366,567.59	-3.10
2007 年第二季度	35,231.57	36,414.86	2,428,432.43	-0.05

为了控制行业因素和正常性应计利润对应计总额的影响，我们在图 1 中列示了行业修正后的应计利润 (*IndadTA*) 以及操控性应计利润 (*DApt*) 季度变化图。从中可见，其规律与表 1 基本一致。邯鄲钢铁 2006 年第一季度的应计利润与滞后一期总资产之比比行业平均水平高出 3.79%，说明在认购权证发行前，邯鄲钢铁有着比同业更多的应计利润。从 2006 年第二季度开始，情况发生了变化，邯鄲钢铁的应计利润开始低于行业平均水平，在 2006 年第四季度甚至比同业低 9.64%。在认购权证到期后，邯鄲钢铁的应计利润与同业逐渐趋平，在 2007 年第二季度只比同业低 1.73%。就操控性应计利润而言，在认购权证发行前，邯鄲钢铁 2006 年第一季度可操控应计利润为滞后一期总资产的 3.12%，而在认购权证发行后，这一比率开始出现下降的趋势。在 2006 年第二季度至 2007 年第一季度的四个季度，平均的可操控性应计利润水平达到 -5.85%。至此，我们从应计利润总额、行业修正的应计利润、以及横截面修正琼斯模型估计的可操控应计利润三个方面均获得相同的结论，即邯鄲钢铁在认购权证有效期内存在向下操控会计盈余的行为。

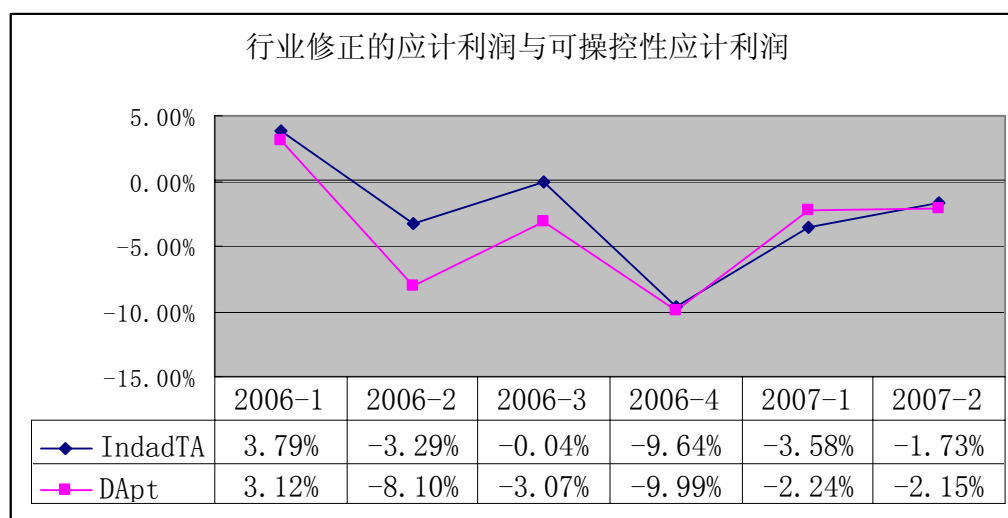


图 1 行业修正的应计利润与可操控性应计利润趋势图

#### 4. 盈余管理对股价的影响

邯鄲钢铁的盈余管理行为是否影响到其股票二级市场的表现呢？下面我们就对其认购权存续期间股价的变化进行详细地分析。表 2 以及图 2 列示了该期间内邯鄲钢铁及钢铁行业股价涨跌幅度的对比。以权证发行日（2006 年 4 月 5 日）为起始点，将该时点邯鄲钢铁及钢铁行业的股价变动设为 0%，随后以百分比形式表示各季度末股价相对于起始点股价的涨跌幅度。由该表可见，从权证发行日至 2006 年第三季度，邯鄲钢铁的股价涨幅略快于钢铁行业的其他股票，在 2006 年第二季末和第三季末的涨幅分别比同行业股票高出 12.12% 和 5.72%。然而，随着权证的到期日越

来越近，邯鄲钢铁股价的涨幅相对于同行业的其他股票出现了减缓的趋势，从 2006 年第四季度开始，涨幅明显慢于同行业的其他股票，在 2006 年末比同业低 37.82%，到 2007 年 4 月 4 日权证到期日，甚至低于同行业 68.21%，可见其股价表现大大弱于同业。

表 2 邯鄲钢铁及钢铁行业股价涨跌幅度比较

日期	2006-4-5	2006-6-30	2006-9-29	2006-12-29	2007-3-30	2007-4-4
邯鄲钢铁	0.00%	31.53%	18.48%	45.92%	113.86%	117.88%
钢铁行业	0.00%	19.41%	12.76%	83.74%	170.65%	186.09%
差异	0.00%	12.12%	5.72%	-37.82%	-56.79%	-68.21%

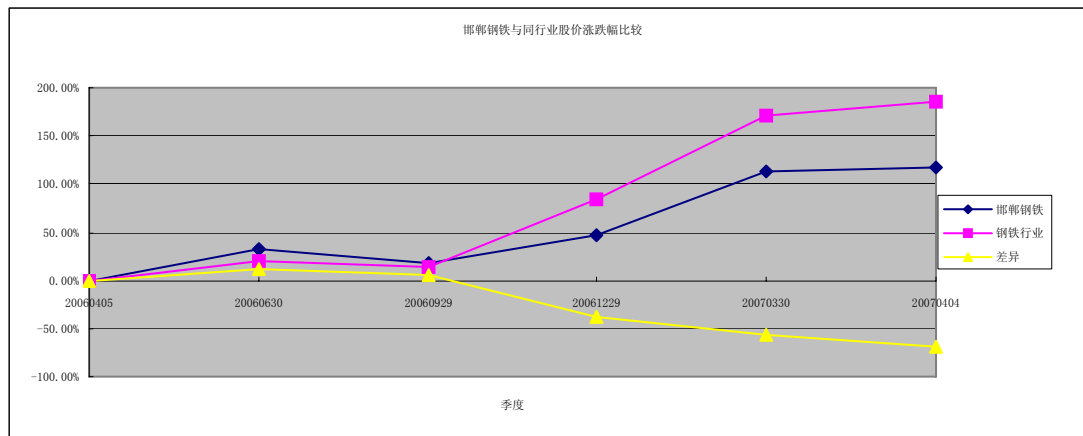


图 2 邯鄲钢铁与钢铁行业股价涨跌幅比较图

结合本文前面第 3 小节的分析，我们发现，邯鄲钢铁在 2006 年第四季度对会计盈余进行了大幅度的调减，致使股价明显低于同行业。正是在 2006 年第四季度，邯鄲钢铁的股价走势与钢铁行业指数相比发生了根本性的逆转。随着公司继续向下调减会计盈余，股价的表现与同业相比差距越来越大。由此可见，邯鄲钢铁的盈余管理行为确实对股价造成了一定的影响。

## 5. 股价操纵的效果

尽管邯鄲钢铁的盈余管理行为改变了公司股价的正常趋势，但由于市场理性或者说不为公司利润操纵行为所欺骗或误导的鉴别能力，以及股市整体强劲上涨趋势的影响，该公司的盈余管理行为最终没有达到阻止认购权证行权的目标。在认购权证的五个行权交易日里，邯鄲钢铁的股价在 6.5 元左右波动，远远高于最终行权价 2.73 元（经分红除息调整）。在 98.04% 的认购权证成功行权后，大股东邯钢集团的持股比例因此下降至 32.49%。

对比邓传洲<sup>[3]</sup>等对宝钢股份的研究，同样是钢铁行业的上市公司，同样是控股股东在股改中发行了认购权证，也同样以盈余管理的手段试图阻止认购权证的行权，然而在宝钢股份的案例中，作为控股股东的宝钢集团成功阻止了权证的行权，而邯钢集团的盈余管理行为却未能达到预期的目标。<sup>[3]</sup>其原因何在呢？

首要原因可能在于邯钢集团低估了股价波动的风险，对认购权证作出了偏低的定价。宝钢股份的对价方案为每 10 股送 2.2 股股票及 1 张认购权证。以 2005 年中报每股净资产 3.93 元计算，送股的成本为 8.65 元，按照期权定价的布莱克-舒尔茨模型（简称 BS 模型）计算，宝钢认购权证的理论价值为每份 0.6396 元，因此，宝钢股份的股改成本为每十股 9.29 元。邯鄲钢铁的对价方案为每 10 股送 1 股股票及 7.29504 张认购权证。以 2005 年年报每股净资产确定 1 股股票的成本为 3.80 元。同时，采用邯鄲钢铁股改前一年的股票收益波动率作为股票年报酬率的标准差的替代值，

按照 BS 模型计算，邯钢认购权证的理论价值为每份 0.48 元，也即 7.29504 份的成本为 3.50 元。因此，邯钢钢铁的股改成本为每十股 7.3 元。

从表面上看，邯钢钢铁的股改成本比宝钢股份低，然而，权证定价对股票收益的波动率这一参数相对比较敏感。在对权证有效期内股价波动率缺乏准确预测的情况下，难以合理估计权证的价值。在宝钢权证发行的前一年，股价的历史波动率为 30%，而在其权证有效期内，股价的历史波动率仅为 20%，说明宝钢集团在制定股改对价时，股价波动的风险已得到充分考虑；然而，在邯钢权证发行的前一年，股价的历史波动率为 25%，而在其权证有效期内，股价的波动率达到了 51%（如果采用该值作为权证估计的参数值，则邯钢钢铁的权证理论价值将近为每份 0.75 元，总的股改成本大约为每十股 9.27 元，与宝钢股份的成本基本上一致），说明邯钢集团在制定股改对价时，很可能低估了股价波动的风险，因此对认购权证作出了偏低的定价，其权证的最终行权就构成了其股权分置改革之初被低估成本的一部分。

此外，邯钢股价受大势影响而波动的因素也不可忽略。由于我国证券市场不成熟，大势的涨跌会严重影响着个股的走势。Morck, Yeung 和 Yu 对比全球的资本市场发现，我国资本市场中股票的齐涨齐跌现象非常严重，是典型的新兴资本市场。<sup>[15]</sup> 在此基础上，陈志武发现，在过去的 15 年里，股价的同向涨跌率有明显的上升趋势。<sup>[16]</sup> 回顾中国股市在宝钢股份认购权证有效期内的走势，上证指数及深证成指的升幅分别为 43% 和 38%；然而在邯钢钢铁认购权证的有效期内，两者的升幅分别达 154% 和 150%。可见，宏观环境的差异将给同样的盈余管理行为带来不同的效果。

## 6. 后续的盈余管理

虽然邯钢钢铁的认购权证已完成了它的历史使命，然而，从图 1 的结果来看，邯钢钢铁在认购权证到期后，仍然保持较低的应计利润水平。造成这一现象的主要原因在于，邯钢集团 2006 年 6 月 2 日决定在其后的 12 个月内，通过上海证券交易所证券交易系统，以不低于 15 亿元人民币的资金总额，增持不超过 7 亿股的邯钢钢铁流通股股份。该增持计划于 2007 年 6 月 1 日实施完成，邯钢集团以 15.43 亿元的资金增持 3.27 亿股流通股，持股比例上升至 37.33%。由此可见，虽然认购权证已于 2007 年 4 月初到期，但由于增持承诺的存在，邯钢钢铁的应计利润仍需保持在较低的水平，以使邯钢集团在加强控股权的同时，降低增持成本。

其次，虽然宝钢系已于 2006 年 8 月开始减持邯钢认购权证，并在 2007 年 7 月大幅减持邯钢钢铁股份，宝邯控股权之争告一段落，但是作为控股股东，邯钢集团目前 37% 左右的持股比例明显偏低。提高这一控股比例的有效方式是以定向增发的方式增持邯钢钢铁股份。在定向增发中，股价的上升意味着同样的资产折合的股份数减少，可见，为了继续加强邯钢集团的控股权，邯钢钢铁的应计利润仍将被努力维持在较低的水平。

再有，根据邯钢钢铁的股改承诺，自改革方案实施之日起 5 年内，邯钢集团在邯钢钢铁持股比例低于 40% 时，不通过交易所的集中竞价系统出售股份。在前述增持计划中，邯钢集团也承诺在增持计划完成后的十二个月内，不通过上海证券交易所竞价交易出售该次增持的流通股股份。由于邯钢集团目前在邯钢钢铁的持股比例尚未达到 40%，其所持有的流通股并不具备通过竞价系统出售的条件，因此，邯钢钢铁目前仍有动机保持较低的应计利润，待将来达到股票竞价出售的条件时，再作反方向的盈余操纵，以获取股价上涨带来的资本利得。

## 五、结论

本文以邯钢钢铁股权分置改革作为切入点，探讨了控股股东邯钢集团为应对控股权危机而进



行盈余管理以影响股价的动机，并采用应计利润的方法验证了其盈余管理的存在性。本文的研究表明，伴随着股权分置改革的进行及初步完成，大股东将会更加关注股票价格，进而通过盈余管理等手段来操纵股价。本文的研究还发现，虽然股价确实因利润的低估而下行，但是下行的幅度有限，不足以阻止认购权证的行权。这一结果意味着，由于资本市场总体上的理性（在一定程度上能够辨别利润的质量）以及不受管理者控制的股票市场的波动，人为的利润操纵，并不一定能够达到其事前的股价目标。

我们的研究结果为投资者的实际财务分析与投资提供了一定的启示。上市公司的财务操纵行为不是静止的，其动机、手段、后果都有可能随着公司内部与外部环境的改变而改变。尽管盈余管理的最终效果不完全在公司的掌控之下，但上市公司不会轻易放弃一切机会。作为投资人，有必要仔细分析会计数据背后的故事，谨防误入会计信息的“陷阱”。

本研究也存在以下方面的局限性，应该在以后的研究中加以避免或予以克服。首先，尽管作者较为清晰地整理出邯钢集团进行盈余管理以操纵股价的动机、过程并分析其效果，但是由于市场的理性是很难彻底证实的，我们只能通过邯钢集团反并购举措的失败来推论资本市场的理性。其次，本文所针对的案例主体来自于特定行业的特定企业，尽管我们认为所选的案例对象具有较强的典型性，但是我们的结论是否适用其他企业和行业，则有待于后续大样本研究以及对其他行业的相关研究的检验。

## 参考文献

- [1] 刘成彦, 陈炜. 后股权分置时代上市公司大股东交易行为研究 [J]. 证券市场导报, 2006, (10).
- [2] Hwang, C. Y., S. J. Zhang, and Y. J. Zhu. Float, Liquidity, Speculation, and Stock Prices: Evidence from the Share Structure Reform in China [EB/OL]. Nanyang Technological University, Working Paper, 2006.
- [3] 邓传洲, 赵春光, 张人骥. 制度安排与盈余管理: 宝钢权证的案例分析 [R]. 工作稿, 2006.
- [4] 柳木华. 后股权分置时代会计行为演变趋势研究 [J]. 深圳大学学报 (人文社会科学版), 2007, (1).
- [5] 廖理, 刘碧波, 郦金梁. 道德风险、信息发现与市场有效性——来自股权分置改革的证据 [J]. 金融研究, 2008, (4).
- [6] Healy, P. H. and J. M. Wahlen. A Review of Earnings Management Literature and its Implications of Standard Setting [J]. Accounting Horizons, 1999, (13).
- [7] 蔡祥, 李志文, 张为国. 中国实证会计研究述评 [J]. 中国会计与财务研究, 2003, 5 (2).
- [8] 王克敏, 王志超. 高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究 [J]. 管理世界, 2007, (7).
- [9] Rangan, S. Earnings Management and the Performance of Seasonal Equity offerings [J]. Journal of Financial Economics, 1998, (50).
- [10] Easterwood, C. M. Takeovers and Incentives for Earnings Management: An Empirical Analysis [J]. Journal of Applied Business Research, 1998, (14).
- [11] 何燎原, 王平心. 控制权转移过程中的盈余管理行为研究——基于深市上市公司的实证研究 [J]. 财政研究, 2005, (4).

- [12] Balsam, S., H. J. Chen, S. Sankaraguruswamy. Earnings Management Prior to Stock Option Grants [EB/OL]. Working Paper, 2004.
- [13] Safdar, I. Stock Option Exercise, Earnings Management, and Abnormal Stock Returns [EB/OL]. Working Paper, 2003.
- [14] 夏立军. 盈余管理计量模型在中国股票市场的应用研究 [J]. 中国会计与财务研究, 2003, (2).
- [15] Morck, R., B. Yeung, and W. Yu. The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, (5).
- [16] 陈志武. 股价同向涨跌率上升, 中国股市质量变差了 [J]. 新财富, 2005, 12 (56).

## Price Effect of Earnings Management during Share Structure Reform—A Case Study of Handan Iron and Steel Group's Anti-acquisition

CAI Xiang<sup>1</sup>, ZHANG Haiyan<sup>2</sup>, CAI Jianmin<sup>3</sup>

(1,3. Sun Yat-sen University, Business School, Guangzhou, 510275; 2. Tsinghua University, School of Economics and Management, Beijing, 100084)

**Abstract:** Using the share structure reform of Handan Iron and Steel (HDIS) as research object, this study examined earnings management and price manipulation of HDIS during the exercise period of warrants. We find that, since warrants is critical in control rights of HDIS, HDIS conduct earnings manipulation to lower the stock price, thus prohibiting the exercise of warrants and keeping the control rights. Due to the big bull market, HDIS fail to keep the price lower than the threshold, and investors exercise the warrants, as a result, the control right has been diluted. Our study suggests that controlling shareholders will show more concern about stock price as share structure reform goes on, and earnings management will be widely used as a way to manipulate price. Besides, our results are consistent with the efficiency of capital market, that is, investors can tell the incentive under earnings manipulation, and conduce to the failure of manipulation.

**Key Words:** Share structure reform; Crisis of control rights; Earnings management; Stock price manipulation