

内部人身份与内部人交易信息含量研究^①

廉鹏 王克敏 张处
(华东政法大学 复旦大学 香港科技大学)

摘要: 与欧美等股票市场上的以公司高管为主的内部人交易不同, 转型加新兴市场的特征使得中国上市公司交易本公司股份的内部人身份更加多元化。在此背景下, 本文将我国上市公司内部人分为控股股东、普通法人股东、机构投资者、董事高管及个人投资者等类别, 并具体分析了每一类内部人交易规模的差异及其交易行为对市场的影响。研究发现, 与中国上市公司所有权结构类似, 在出售本公司的内部人中, 法人股股东出售规模最大, 但是, 公司控股股东出售本公司股份后引发的累积异常收益最大; 内部人购买本公司股份却并没有引起非常明显的异常收益, 仅有董事高管的购买行为在短时间里能够获得超额收益。本文进一步分析了每类股东交易包含的信息, 结果发现, 控股股东交易对公司未来 ROE 变化的预测能力最强, 而且如果法人股股东及控股股东能够与公司管理层存在密切联系时, 其交易包含的信息更多。

一、引言

早在 Seyhun (1986, 1990) 就指出, 尽管大量研究都发现内部人交易可以获得超额收益, 但内部人之间也是存在差异的, 通常的观点认为职位更高的内部人能够获得更多的公司信息, 从而能够做出更具信息含量的决策, 这就是所谓内部人交易信息含量的“层级假设”。然而, Ke, Huddart 和 Petroni (2003)、Huddart, Ke 和 Shi (2007) 的研究则指出, 内部人的交易行为特别是内部人出售的行为首要考虑的一个问题是如何避免法律风险。对于中国当前监管环境而言, 针对内部人交易的监管力度自然是越来越强, 但从历史上来看执行力度并非十分强有力, 从 2006 年至 2014 年, 总共有 153 家公司的 179 次内部人交易案例受到证监会处罚, 其中有接近一半的案子是在 2013-2014 年两年内查处的, 在这 179 个处罚中, 涉及到 71 次监管机构仅仅执行了公开谴责, 而 108 次确实进行的罚款等处罚, 罚款金额从数万元到数千万元不等。这说明在很长一段时间里, 我国针对内部人交易的处罚并非足够强。那么, 在这种基本制度背景下, 相对违规成本并不高的时代里, 我们是否能够看到不同的内部人身份的交易行为是否包含不同的信息含量。此外, 尽管已经进入全流通时代, 我国上市公司股

^①本研究受到中国博士后科学基金第八批特别资助 (2015T80421), 国家自然科学基金青年项目 (项目号: 71402054) 资助。

权集中程度还是非常高，即便在 2006 年股权分置改革完成后，前十大股东持股比例平均值仍超过 55%，而第一大股东持股比例的平均值始终高于 35%，而从 Wind 数据库提取的信息来看，在 2006 年到 2014 年所有持股比例在 5% 以上以及公司董事、监事、高级管理人员出售的股份数量占所涉及的上市公司股本的比例还不足 7%。这说明，即便股权分置改革完成十年之后的今天，股份可以全部流通上市，但集中的股权结构并没有发生，这使得我们可以利用中国的制度环境来检验内部人交易信息含量的“层级假设”。为此，本研究利用中国股权机构的特殊性来检验内部人交易信息含量的“层级假设”。

与欧美等股票市场上的以公司高管为主的内部人交易不同，转型加新兴市场的特征使得中国上市公司交易本公司股份的内部人身份更加多元化。在此背景下，本文将我国上市公司内部人分为控股股东、普通法人股东、机构投资者、董事高管及个人投资者等类别，并具体分析了每一类内部人交易规模的差异及其交易行为对市场的影响。研究发现，与中国上市公司所有权结构类似，在出售本公司的内部人中，法人股股东出售规模最大，但是，公司控股股东出售本公司股份后引发的累积异常收益最大；内部人购买本公司股份却并没有引起非常明显的异常收益，仅有董事高管的购买行为在短时间里能够获得超额收益。本文进一步分析了每类股东交易包含的信息，结果发现，控股股东交易对公司未来 ROE 变化的预测能力最强，而且如果法人股股东及控股股东能够与公司管理层存在密切联系时，其交易包含的信息更多。

二、文献回顾

如果内部人交易能够获得超额收益，那么，外部投资者与内部人进行交易时会遭受损失。这就意味着为了避免持续性地遭受交易损失，外部投资者始终存在学习内部人交易策略的激励。因此，内部人交易超额收益研究为分析投资者对内部人交易学习能力的研究奠定了理论基础。然而，有效市场假说告诉我们，在强势有效市场中，公司内幕信息也会包含在公司股价中，内部人是无法获得超额收益的。基于有效市场假说，早期的研究分析了内部人交易是否能够获得超额收益，其主要是根据内部人净买入及净卖出构建的投资组合，利用 CAPM 等模型分析投资组合的异常收益，结果发现内部人净买入及净卖出构建的投资组合均能获得异常收益（Jaffe, 1974; Finnerty, 1976）。而随着股票收益性质的深入研究，越来越多的研究却发现了不尽相同的结论。Rozeff and Zaman（1988）发现，在分析内部人交易异常收益时将规模效应与账面市值比效应考虑在内时，内部人异常收益将会消失。Eckbo and Smith

(1998) 发现, 在传统 CAPM 模型中引入时变的预期收益后, 内部人交易的异常收益为零或者为负。Lakonishok 和 Lee (2001) 研究也证实, 内部人买入能够获取明显的超额收益, 但内部人卖出则没有明显的超额收益。Jeng 等 (2003) 以每一笔内部人交易金额为权重, 分别构建内部人买入、卖出组合, 利用投资组合评估的方法估计内部人交易超额收益, 结果表明, 内部人买入组合能够获取超额收益, 而卖出组合未能获取明显的超额收益。可见, 国外研究发现, 通常内部人买入可以获得超额收益, 而内部人出售并不会持续性的获得超额收益。已有研究从两个方面分析了研究结论不一致的原因, 其一是欧美发达资本市场针对内部人卖出行为的监管力度更强, 违规减持成本极高, 在一定程度上限制了内部人攫取减持超额收益的能力 (Jeng 等 2003; Marin and Olivier, 2008); 其二是与买入股份相比, 内部人卖出本公司股份的动机较多, 比如平衡组合、避税需求、流动性需求等 (Kallunki, Nilsson, and Hellstrom, 2009)。正如 Karamanou, Pownall, and Prakash (2013) 指出, 公司内部人股份出售未能获取超额收益的原因可以归结为研究者未能区分流动性交易动机与基于私有信息交易动机。正是出于这样的目的, 近年来的研究对内部人交易进行分类, 通过不同方法将内部人出售分为流动性交易与信息交易, 并发现后者仍能获得明显的异常收益 (Kallunki, Nilsson, and Hellstrom, 2009; Cicero and Wintoki, 2012; Cohen, Malloy, and Pomorski, 2012; Lebedeva, Maug, and Schneider, 2012; Karamanou, Pownall, and Prakash, 2013)。尽管近期的研究已经指出, 通过搜寻某种特定的内部人交易策略, 我们可以将内部人交易进行一定的分类, 然而, 这些研究却存在两方面的问题, 一方面, 难以避免数据挖掘问题, 另一方面, 如果内部人交易策略确实能够获得持续性的异常收益, 那么, 为何有效的市场可以始终“容忍”此类交易策略的存在?

针对这一问题, 已有研究从内部人交易对未来信息的预测能力角度来回答的。Seyhun (1986)、Lakonishok and Lee (2001) 均证实, 内部人是典型的“反转交易者”, 即在股价异常上升前, 买入股份, 而在股价异常下跌前, 卖出股份, 而内部人交易异常收益就源于这种择机能力。然而, 内部人的能力不止于此, 一方面, 内部人确实能够掌握一些市场不能掌握的信息, Seyhun (1992) 发现, 从整个市场层面来看, 内部人交易与未来宏观经济发展前景有关, 这使得内部人总是能够选择合理的时机完成交易。Jiang and Zaman (2010) 分析发现, 总的内部人交易与未来市场层面的现金流信息显著相关; 另一方面, 内部人可以发现并利用股票错误定价, Rozeff 和 Zaman (1998) 研究发现, 公司股票在成长型向价值型转变过程中, 内部人更多地购入本公司股份, 这表明, 内部人能够利用这一错误定价, 从中获利。Jenta (2005) 研究发现, 公司高管使用一种反转的观点对待当前市值, 且高管对市场估值系统性

地偏离公司基本价值的觉察程度及市场的错误定价在高管交易本公司股份决策中发挥着重大作用，管理者交易决策总是试图主动选择市场时机。Core 等（2006）研究了内部人交易与应计及盈余公告后漂移两种市场异象隐含的交易策略之间的关系，结果显示，低（高）应计公司的管理者买入更多（更少）本公司股份，而管理者内部人交易与盈余公告后漂移没有显著相关性。Ali, Wei, and Zhou（2011）研究发现，公司内部人会利用共同基金出现“甩卖”或者“抢购”时由于暂时性地订单流变化引发的错误定价选择交易，并从中获取收益。Piotroski 和 Roulstone（2006）则试图区分其交易获利能力源于反转交易策略还是其信息优势，结果表明，内部人交易与企业未来业绩显著正相关，与账面价值与市场价值之比正相关以及近期股票收益负相关，进一步检验还显示，公司股票错误定价比信息优势更能解释内部人买入行为。

伴随着股票市场发展，内部人交易现象也成为国内学者关心的重要问题。曾庆生（2008）发现，如果公司董事长和总经理出售股份，其能够获得更高的收益。林振兴和屈文洲（2010）分析了大宗交易市场内部人交易对股票市场的影响，并发现，大股东通过大宗交易减持股份存在明显的市场择机现象。朱茶芬、李志文和陈超（2011）研究了中国上市公司大股东减持公司的短期市场反应，并发现在减持公告前后，短期异常收益出现倒 V 型。陈洁和张定胜（2011）研究发现，在大小非减持过程中出现的股价暴跌主要是由理性的无信息投资者引发的。蔡宁（2011）将大股东减持分为主动型和被动型两类，并发现大股东减持存在明显择时现象，且股东控制能力越强，越能获得更高的异常收益。曾庆生（2011）研究了我国上市公司内部人交易中存在特殊的延迟披露现象。朱茶芬，姚铮，李志文（2011）则发现中国上市公司高管大额买入和卖出能够为内部人带来显著的异常收益。史永东和于明业（2011）研究了解禁股份出售对股票收益波动性的影响，并发现了正反馈效应的存在。李俊峰，王汀汀和张太原（2011）分析了大股东增持的异常收益，并发现，大股东增持能够获得明显异常收益，沈艺峰等（2011）则进一步从政治动机和财务动机两个方面分析了大股东增持行为。

考虑到公司内部人能够获得更多公司私有信息，与外部投资者相比，内部人能够更早掌握公司即将披露的信息，其可以根据信息披露内容，选择交易时机而获利。已有研究分别考察了公司盈余公告、管理者盈余预测公告及其他重大事件披露前后内部人交易情况。Elliott, Morse 和 Richardson（1984）针对 1975~1979 年样本研究发现，当公司业绩增加时，盈余公告前的内部人买入行为显著增多，卖出行为显著减少；当公司业绩降低时，盈余公告前的内部人卖出行为显著增多。Sivakumar 和 Waymire（1994）基于 1984~1989 年样本研究了在内部人交易监管强化的条件下，盈余公告前后一个月的内部人交易行为，结果显示，内部人更

倾向于在盈余公告后进行交易，并且公告后的内部人交易与盈余公告后异常收益率显著相关。可见，强化对内部人交易的监管有利于减少信息披露前短窗口的交易。Ke, Huddart 和 Petroni 检验了公司盈余持续增长结束前，内部人如何利用信息优势进行交易，结果显示，内部人在盈余持续增长结束前两年即已得知该信息，并且在该信息披露前 3~9 个季度存在异常内部人交易。Huddart, Ke 和 Shi (2007) 研究结果表明，公司内部人面临的监管风险（公众指责、民事或刑事指控）能够显著限制内部人利用未公开披露的信息，即在盈余公告前，谋求有利交易的行为。

Penman (1982) 以 1968~1973 年披露管理者盈余预测的美国上市公司为样本，研究发现，公司内部人通常在管理者盈余预测好消息前大量买入本公司股份，而在管理者盈余预测坏消息前大量卖出公司股份。Noe (1999) 以 1979~1987 年披露管理者盈余预测公司为研究样本，证明了盈余预测后的内部人买卖交易更为频繁，即在盈余预测好消息后，内部人大量卖出本公司股票，在盈余预测坏消息后，内部人买入本公司股票。Rogers (2008) 研究发现，内部人交易激励会影响公司信息披露的质量，内部人要增持本公司股份时，为保持其信息优势，使其在增持后获取超额收益，公司偏好披露低质量的盈余预测信息；内部人要减持本公司股份时，诉讼风险的约束使得管理者偏好披露高质量的预测信息。Rogers 和 Stocken (2007) 进一步考察了公司信息不对称程度对内部人交易与公司盈余预测误差关系的影响，研究发现，当市场难于觉察盈余预测误差时，公司偏好增大该误差，使内部人能够利用盈余预测误差交易本公司股份获利。Cheng 和 Lo (2006) 的研究结果证实，当内部人要买入本公司股份时，盈余预测坏消息更频繁，然而，当内部人要卖出股份时，诉讼风险又限制了公司提高盈余预测好消息频率的偏好，进一步地，当 CEO 买入本公司股份时，内部人交易与盈余预测坏消息频率的敏感性显著提高，当 CEO 卖出本公司股份时，盈余预测好消息的频率没有显著变化。

Seyhun (1986) 证实，内部人通常在股价异常上升前，买入股份，而在股价异常下跌前，卖出股份，并且不同内部人拥有不同品质的私有信息，有的拥有更多的公司私有信息，这表明，内部人能够识别其掌握的私有信息的价值，并且为了利用更高价值的信息，其交易量也随之增加。Seyhun (1990) 发现，内部人能够根据市场变化，合理选择交易时机。Rozeff 和 Zaman (1998) 研究发现，公司股票在成长型向价值型转变过程中，内部人更多地购入本公司股份，由于投资者的过度反应通常导致价值型公司的股价低于其基本面价值，而成长型公司的股价高于基本价值。Jenta (2005) 研究发现，公司高管使用一种反转的观点对待当前市值，且高管对市场估值系统性地偏离公司基本价值的觉察程度及市场的错误定价在高管

交易本公司股份决策中发挥着重大作用，管理者交易决策总是试图主动选择市场时机。Piotroski 和 Roulstone（2005）则研究了内部人交易试图区分其交易活力源于反转交易策略还是其信息优势，结果表明，内部人在交易中既是反转交易者，又能够利用他们拥有的信息优势，具体地，内部人交易与企业未来业绩（用以表示信息优势）显著正相关，与账面价值与市场价值之比（B/M）正相关以及近期股票收益（表示市场错误定价）负相关。进一步检验还显示，公司股票错误定价比信息优势更能解释内部人买入行为。Core 等（2006）研究了内部人交易与应计及盈余公告后漂移两种市场异象隐含的交易策略之间的关系，结果显示，低（高）应计公司的管理者买入更多（更少）本公司股份，而管理者内部人交易与盈余公告后漂移没有显著相关性。

针对中国股票市场，王克敏和廉鹏（2008）分析了大股东减持行为与公司管理者盈余预测的关系，并发现，公司管理者盈余预测好坏信息披露时机与大股东减持行为显著相关。王克敏和廉鹏（2009）进一步分析了公司内部人交易与管理者盈余预测误差之间的关系。吴育辉和吴世农（2010）则分析了大股东减持行为与公司信息披露之间的关系，并发现公司大股东减持是对中小股东利益的一种侵占。蔡宁和魏明海（2011）发现股东关系越紧密，大股东减持越有可能出现合谋倾向。俞红海和徐龙炳（2010）发现公司控股股东最优减持与现金流量权和公司治理指标正相关。Cheng, Luo, and Yue（2013）分析了中国上市公司盈余预测精度与公司内部人交易的关系，结果发现，在内部人出售前，更多好消息也更加精确，而坏消息更加不精确，而内部人购买恰好相反，进一步分析则发现，机构投资者持股比例越高或者披露风险越高时，两者敏感性更低。此外，大量研究还发现通过应计盈余管理及实际业务盈余管理的关系（Dechow 等，1996；Bergtresser and Philippon, 2006；武聪，张俊生，2009；Beneish 等，2012），影响审计师意见（Chen, Martin, and Wang, 2013）以获取内部人交易收益。

三、内部人身份的分类及其行为的描述

为了刻画内部人交易行为，本文将内部人交易行为分为了两个部分。考虑到在股权相对集中的环境里，内部人通过公开市场并不太可能一次性的全部出售其持有的本公司股份，这就导致了内部人会分批分次的出售其所持公司股份，这样一来，对于每一个内部人我们都可以获得一系列交易记录。对于投资者而言，一个相对合理和简单的假设是：如果投资者观察到公司内部人总是规律的出售或者购买公司股份，那么，当这一内部人再次进行类似的操作

时，投资者会认为这一行为并不会为他们带来更多的信息，而如果突然内部人大量购买或者出售股份，那么，投资者很自然将这些交易行为与其掌握的公司信息联系在一起。

根据 Wind 数据库提供的交易数据，内部人的类型被划分为五类：控股股东（Controlling shareholders）、其他公司（Other company）、战略投资者（Strategic investors）、公司管理层（Manager）以及其他个人投资者（Individuals）。其中，控股股东定义为掌握公司控制权的股东以及该股东存在一致行动关系的内部人，是否掌握控制权根据公司年报公布的公司控股股东及实际控制人信息确定的。其他公司（Other company）则表示持股比例超过 5% 但不掌握公司控制权且与公司控股股东无关系的法人股股东。战略投资者（Strategic investors）由两个来源构成，一是公司 IPO 及 SEO 招股说明书中公告的公司战略投资者，另一个是持股超过 5% 的机构投资者，所谓机构投资者包括了银行、保险公司、证券投资基金、证券公司、风险投资基金及投资咨询公司。公司管理层（Manager）则包含了现任的公司董事会、监事会成员及公司高级管理人员，考虑到部分公司还公布了现任高管的亲属交易行为，本文定义的公司管理层也包含了高管的亲属。其他个人投资者（Individuals）是指持股 5% 以上但不在公司担任任何职务与公司管理层无亲属关系的个人投资者。

本文根据以上内部人类型的分类对各个类型内部人股份出售和购买特征进行了描述性统计分析，表 1 报告了内部人股份出售的描述性统计，针对内部人出售，从交易的绝对数量来看，其他公司（Other company）的出售总规模最大，达到了 2400 亿元，而控股股东的出售金额达到 1140 亿元，这两类内部人构成了内部人出售主要来源，控股股东（Controlling shareholders）出售样本中，平均的出售金额为 3651 万元，中位数 1890 万元，而相对出售规模均值和中位数分位数达到了 0.76% 和 0.53%，其他公司（Other company）平均的出售金额为 3864 万元，中位数 1675 万元，而相对出售规模均值和中位数分位数达到了 0.74% 和 0.50%。

策略投资者、管理者、个人投资者出售的总金额 800.9 亿、336.3 亿、306.3 亿元，可见，无论从绝对交易规模还是从相对交易规模，控股股东和其他公司类型都没有明显的差别，但两者交易规模都明显高于其他类型的出售规模。因此，单从出售规模角度来看，在中国股票市场主流的是公司控股股东和非控股的法人股股东，而不是美国市场关注的公司高管的交易行为。

表 2 报告了内部人股份购买的描述性统计。相比内部人出售无论在交易频数（8738 vs. 28905）还是绝对交易金额（898.1 vs. 5023.9 亿元），内部人购买规模都远远小于内部人出售的规模。而在内部人购买中控股股东（Controlling shareholders）购买金额达到了 562.3 亿

元，平均的购买金额为 4107 万元，中位数 551 万元，而相对出售规模均值和中位数分位数

表 1 不同类型内部人股份出售特征的描述性统计

该表报告了不同类型内部人股份出售的总价值（十亿元），每一类内部人的股份出售的观测值数量、涉及到的公司数量。本表 Panel A 针对每一类内部人股份出售报告了绝对交易规模（百万元）分布特征（均值、标准差、最小值、5% 分位数、25% 分位数、中位数、75% 分位数、95% 分位数以及最大值）。Panel B 报告了每一类内部人股份出售报告了相对交易规模（百分比）分布特征（均值、标准差、最小值、5% 分位数、25% 分位数、中位数、75% 分位数、95% 分位数以及最大值）。其中，任意一个内部人交易 j 的绝对交易规模定义为交易 j 的成交价格乘以内部人交易股份数量，如果公司并没有公司准确交易日期或者没有公司准确的成交价格，那么，则以交易区间中间日期的收盘价作为成交价格。内部人交易 j 的相对交易规模定义为交易 j 的绝对交易规模与交易日收盘价计算的股票市值的百分比。

A.		Absolute sale size (million yuan)								Cases	Total value
	mean	std	min	5%	Q1	med	Q3	95%	max	#	(bil. yuan)
Insiders	17.38	70.30	0.00	0.01	0.25	2.16	14.50	69.98	5458.50	28905	502.39
Controlling	36.51	56.88	0.00	1.03	7.42	18.90	42.40	129.52	1255.05	3280	119.77
Dated retail	14.42	27.25	0.00	0.23	1.78	5.26	13.76	61.70	280.16	801	11.55
Undated retail	57.54	75.08	0.00	3.01	16.40	32.16	67.63	211.08	619.49	870	50.06
Block	36.14	51.94	2.23	4.59	9.75	20.86	45.50	119.80	1255.05	1609	58.15
Other company	38.64	99.42	0.00	0.59	6.07	16.75	37.57	120.77	2334.04	6167	238.28
Dated retail	12.06	24.64	0.00	0.12	0.94	3.50	12.96	48.48	338.27	1372	16.55
Undated retail	57.17	140.16	0.00	1.98	10.96	24.34	48.69	190.88	2334.04	2661	152.14
Block	32.61	52.62	1.06	3.57	9.07	18.31	38.26	97.98	902.25	2134	69.60
Strategic investor	30.38	143.46	0.00	0.48	3.39	9.94	24.57	83.95	5458.50	2636	80.09
Dated retail	7.71	29.43	0.00	0.15	0.91	2.26	5.90	26.14	634.42	907	6.99
Undated retail	71.35	274.95	0.05	1.87	8.00	18.51	42.97	236.23	5458.50	672	47.95
Block	23.80	31.96	2.16	3.57	7.77	15.02	27.54	71.37	450.40	1057	25.15
Managers	2.65	9.10	0.00	0.01	0.13	0.50	1.80	11.45	373.35	12695	33.63
Dated retail	1.42	4.76	0.00	0.01	0.11	0.41	1.28	5.44	256.16	11669	16.55
Undated retail	2.54	3.35	0.02	0.02	0.03	0.47	5.29	7.52	11.24	18	0.05
Block	16.89	23.68	2.38	3.20	5.42	10.19	20.00	49.12	373.35	1008	17.03
Other individuals	7.42	45.18	0.00	0.00	0.02	0.12	2.14	31.31	1480.81	4127	30.63
Dated retail	1.25	8.57	0.00	0.00	0.01	0.06	0.41	4.86	321.65	3382	4.23
Undated retail	49.90	153.15	0.03	0.28	4.15	11.82	35.67	156.32	1480.81	299	14.92
Block	25.73	28.63	3.00	4.63	9.40	16.88	30.36	72.29	233.00	446	11.47
B.		relative sale size (%)								Cases	
	mean	std	min	5%	Q1	med	Q3	95%	max	#	
Insiders	0.34	0.63	0.00	0.00	0.01	0.05	0.40	1.45	8.80	28905	
Controlling	0.76	0.79	0.00	0.03	0.20	0.53	1.02	2.20	8.12	3280	
Dated retail	0.34	0.51	0.00	0.01	0.05	0.15	0.40	1.00	4.78	801	
Undated retail	1.06	0.79	0.00	0.08	0.62	1.00	1.25	2.26	8.12	870	
Block	0.80	0.81	0.01	0.10	0.25	0.51	1.02	2.38	4.99	1609	
Other company	0.74	0.82	0.00	0.02	0.15	0.50	1.03	2.23	8.80	6167	
Dated retail	0.29	0.55	0.00	0.00	0.02	0.08	0.31	1.14	5.00	1372	
Undated retail	0.94	0.81	0.00	0.04	0.36	0.95	1.17	2.36	8.80	2661	
Block	0.77	0.85	0.01	0.06	0.22	0.49	1.00	2.48	5.00	2134	
Strategic investor	0.50	0.73	0.00	0.01	0.06	0.25	0.70	1.72	8.52	2636	
Dated retail	0.17	0.34	0.00	0.01	0.03	0.08	0.17	0.66	5.19	907	
Undated retail	0.87	0.96	0.00	0.03	0.27	0.71	1.04	2.48	8.52	672	
Block	0.55	0.67	0.00	0.01	0.14	0.36	0.73	1.87	4.97	1057	
Managers	0.06	0.17	0.00	0.00	0.00	0.01	0.04	0.30	4.05	12695	
Dated retail	0.03	0.07	0.00	0.00	0.00	0.01	0.03	0.14	1.63	11669	
Undated retail	0.24	0.38	0.00	0.00	0.00	0.01	0.23	0.95	0.95	18	
Block	0.41	0.42	0.02	0.06	0.14	0.26	0.53	1.21	4.05	1008	
Other individuals	0.16	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	0.95	5.20	4127	
Dated retail	0.03	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.13	5.00	3382	
Undated retail	0.72	0.70	0.00	0.01	0.19	0.59	1.01	1.82	5.20	299	
Block	0.74	0.73	0.01	0.10	0.27	0.52	0.94	2.00	4.96	446	

表 2 不同类型内部人股份购买特征的描述性统计

该表报告了不同类型内部人股份出售的总价值 (十亿元)，每一类内部人的股份出售的观测值数量、涉及到的公司数量。本表 Panel A 针对每一类内部人股份出售报告了绝对交易规模 (百万元) 分布特征 (均值、标准差、最小值、5% 分位数、25% 分位数、中位数、75% 分位数、95% 分位数以及最大值)。Panel B 报告了每一类内部人股份出售报告了相对交易规模 (百分比) 分布特征 (均值、标准差、最小值、5% 分位数、25% 分位数、中位数、75% 分位数、95% 分位数以及最大值)。其中，任意一个内部人交易 j 的绝对交易规模定义为交易 j 的成交价格乘以内部人交易股份数量，如果公司并没有公司准确交易日期或者没有公司准确的成交价格，那么，则以交易区间中间日期的收盘价作为成交价格。内部人交易 j 的相对交易规模定义为交易 j 的绝对交易规模与交易日收盘价计算的股票市值的百分比。

A.	Absolute sale size (million yuan)									Cases #	Total value (bil. yuan)
	mean	std	min	5%	Q1	med	Q3	95%	max		
Insiders	10.28	73.35	0.00	0.00	0.03	0.15	1.09	36.52	2423.86	8738	89.81
Controlling	41.07	151.61	0.00	0.17	1.20	5.51	23.36	168.10	2423.86	1369	56.23
Dated retail	11.65	41.25	0.00	0.11	0.77	2.46	7.49	46.00	728.40	895	10.42
Undated retail	97.62	245.61	0.03	1.54	10.65	25.24	71.43	414.08	2423.86	451	44.03
Block	77.26	155.12	4.03	4.08	19.34	36.16	55.47	160.74	761.19	23	1.78
Other company	35.42	101.50	0.00	0.10	1.85	8.84	32.63	138.36	1238.09	504	17.85
Dated retail	11.20	29.22	0.00	0.03	0.49	2.26	9.66	47.31	265.00	185	2.07
Undated retail	46.58	110.91	0.00	0.44	4.87	16.88	47.89	172.52	1238.09	302	14.07
Block	100.61	262.70	4.37	4.39	4.91	7.18	115.80	313.44	1104.00	17	1.71
Strategic investor	63.82	211.42	0.04	0.39	3.57	11.31	35.86	225.51	1929.87	169	10.79
Dated retail	14.47	36.68	0.04	0.15	1.60	5.98	11.07	42.46	271.99	59	0.85
Undated retail	91.12	259.51	0.20	0.85	7.01	19.92	53.47	425.22	1929.87	108	9.84
Block	45.65	20.15	31.40	32.83	38.53	45.65	52.78	58.48	59.90	2	0.09
Managers	0.80	4.76	0.00	0.01	0.05	0.15	0.43	2.55	162.54	3906	3.13
Dated retail	0.62	2.55	0.00	0.01	0.05	0.15	0.42	2.37	92.61	3782	2.35
Undated retail	0.58	1.28	0.01	0.07	0.12	0.25	0.49	1.59	9.04	103	0.06
Block	33.96	45.12	2.65	2.65	3.70	17.28	41.64	150.48	162.54	21	0.71
Other individuals	0.65	5.27	0.00	0.00	0.01	0.02	0.08	1.19	156.02	2790	1.82
Dated retail	0.20	3.14	0.00	0.00	0.01	0.02	0.06	0.48	156.02	2670	0.53
Undated retail	10.54	17.86	0.00	0.07	0.47	3.69	12.11	45.63	111.54	117	1.23
Block	20.64	21.27	4.66	5.45	8.57	12.49	28.63	41.55	44.78	3	0.06
B.	relative sale size (%)									Cases #	
mean	std	min	5%	Q1	med	Q3	95%	max			
Insiders	0.15	0.57	0.00	0.00	0.00	0.03	0.78	8.63	8738		
Controlling	0.42	0.89	0.00	0.00	0.03	0.11	0.39	1.62	1369		
Dated retail	0.13	0.22	0.00	0.00	0.02	0.06	0.15	0.55	895		
Undated retail	0.98	1.33	0.00	0.03	0.17	0.52	1.00	5.00	451		
Block	0.84	0.72	0.04	0.04	0.28	0.83	1.15	1.91	23		
Other company	0.78	1.16	0.00	0.00	0.08	0.30	0.98	3.48	504		
Dated retail	0.26	0.59	0.00	0.00	0.02	0.08	0.24	0.88	185		
Undated retail	1.10	1.31	0.00	0.02	0.19	0.66	1.42	3.95	302		
Block	0.92	1.20	0.28	0.28	0.31	0.44	0.46	3.65	17		
Strategic investor	0.88	1.42	0.00	0.00	0.06	0.25	0.87	4.56	169		
Dated retail	0.37	0.99	0.00	0.00	0.03	0.09	0.29	1.03	59		
Undated retail	1.14	1.55	0.00	0.00	0.09	0.42	1.55	4.77	108		
Block	1.41	0.25	1.23	1.25	1.32	1.41	1.50	1.57	2		
Managers	0.02	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.06	3906		
Dated retail	0.01	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.05	3782		
Undated retail	0.02	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.07	103		
Block	0.80	1.16	0.01	0.06	0.11	0.20	0.79	3.82	21		
Other individuals	0.03	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	5.12	2790		
Dated retail	0.01	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	5.03	2670		
Undated retail	0.58	0.90	0.00	0.00	0.03	0.21	0.69	2.70	117		
Block	1.54	2.04	0.31	0.32	0.37	0.42	2.16	3.55	3		

达到了 0.42%和 0.11%，分布右偏程度更加明显。其他公司 (Other company) 平均的购

买金额为 3542 万元，中位数 884 万元，而相对购买规模均值和中位数分位数达到了 0.78% 和 0.30%。可见，无论从绝对交易金额还是相对交易规模控股股东的交易金额都远远高于其他类型的股东，策略投资者、管理者、个人投资者购买的总金额 107.9 亿、31.3 亿、18.2 亿元，同样的结果，无论从绝对交易规模还是从相对交易规模，控股股东高于其他公司类型都没有明显的差别，两者交易规模又都明显高于其他类型的出售规模。

综上，无论从出售还是从购买股份的角度来看，公司控股股东和非控股的法人股东是内部人买卖交易的主力。因此，不能机械的按照已有研究分析以管理者交易为主分析内部人交易信息含量。

二、内部人身份与交易信息含量

接下来，既然对于中国上市公司内部人而言，控股股东的出售行为和其他非控股法人股东出售行为所占比例最大，那么，是否他们包含的信息最多且是否能够预测未来基本面信息呢？为了检验这些问题，本研究将首先检验内部人交易后公司股票累积原始收益及累积异常收益。

本文使用了事件研究方法估计内部人出售前、后的累积异常收益（CARs）。CARs 的计算方法是基于 Fama and French（1992，1993）提出的三因子模型。在 Fama-French 三因子模型中，本文根据 A 股股票收益数据构建了三个因子，并以一年期银行存款收益率作为无风险利率，其中，MKT 因子表示市场超额收益，使用了 CSMAR 提供的 A 股市值加权的综合市场日收益率减去无风险利率计算所得；SMB 则表示规模因子，表示规模小的公司市值加权日收益减去规模大的公司市值加权日收益，公司规模大小是使用每年四月末股份总市值的中位数划分规模大、小；HML 表示账面市值因子，表示账面市值比高的公司价值加权日收益与账面市值比低的公司价值加权日收益之差，为了划分账面市值比的大、小，本文使用了年报公布的权益账面价值与每年年末普通股市值之比计算账面市值比，并将每年账面市值比中最高 30% 的公司作为高账面市值比的公司，以最低 30% 公司作为低账面市值比的公司。

本文检验了 (-20, 20) 窗口内的累积异常收益，考虑到这一窗口比常见的事件研究采用的窗口更长，所以模型错误指定的影响会更加明显。在本文研究期间内，中国市场经历了 2007 年股票市场暴涨又经历长时间的市场异常低迷，这会是模型错误指定问题显得更加严重。具体地：

对于样本中的交易日 τ ，本文针对股票 i 使用其日超额股票收益对同期三因子收益进行

回归，回归方程为：

$$r_{it} = \alpha_i^\tau + \beta_{i,MKT}^\tau MKT_y + \beta_{i,SMB}^\tau SMB_y + \beta_{i,HML}^\tau HML_y + \varepsilon_{it}, \quad t = \tau - 120, \Lambda \tau - 21 \quad (1)$$

由此，本文定义 CARs 为：

$$CAR_{i,\tau+d}^\tau = \sum_{t=\tau-20}^{\tau+d} t_{it} - \alpha_i^\tau - \beta_{i,MKT}^\tau MKT_t - \beta_{i,SMB}^\tau SMB_t - \beta_{i,HML}^\tau HML_t, \quad -20 \leq d \leq 20 \quad (2)$$

基于模型（1）、（2），表 3 对不同的内部人身份给出了内部人出售和内部人购买对应的累积异常收益的描述性统计及其统计检验，其中，累积异常收益是以绝对交易规模为权重的加权平均。

从 20 天的累积异常收益来看，针对内部人出售，控股股东出售对应的累积异常收益为 -3.50%，非控股法人股股东、策略投资者、管理者、个人投资者的出售在 20 天对应的平均累积异常收益分别为 -2.57%， -2.19%、-2.96%及 -2.69%，可以看出来只有控股股东出售的平均累积异常收益最负，但其他类型的内部人出售并没有显现出不同内部人之间累积异常收益存在固定的关系。而在更短的窗口里，除了 2 天窗口外 5 天和 10 天的窗口与 20 天窗口的结果类似。

与内部人出售会带来明确的市场反应不同，内部人购买却并没有带来一致的市场反应。对于 20 天窗口，控股股东购买对应的累积异常收益为 0.32%，非控股法人股股东、策略投资者、管理者、个人投资者的出售在 20 天对应的平均累积异常收益分别为 2.30%， -2.52%、1.23%及 -1.72%，只有非控股法人股股东和公司管理者的购买行为形成了显著为正的异常收益，其他类型内部人设置会出现负的累积异常收益。同时，与内部人出售不同，非控股法人股股东和管理者购买行为表现出明显一致性的影响，其他类型内部人并没有出现异常收益。

表 3 不同类型内部人股份出售后累积原始收益及累积异常收益

该表报告了不同类型股内部人出售及购买本公司股份后 2 天、5 天、20 天及 40 天、60 天绝对交易规模加权平均的累积原始收益以及累积异常收益。对于无法确定准确交易日期的出售和购买交易以报告的交易区间最后一天作为事件日。

cumulative raw returns (%)	cumulative abnormal returns (%)
----------------------------	---------------------------------

	AS-mean	AS-t-ratio	AS-mean	AS-t-ratio
2-day				
Controlling shareholder	0.39	2.03	0.19	1.25
Other companies	1.47	2.80	1.29	2.00
Strategic investors	0.87	0.99	-0.73	-0.63
Directors and managers	2.44	7.75	2.36	7.58
Other individuals	1.31	1.93	0.25	0.57
5-day				
Controlling shareholder	0.46	1.55	0.02	0.11
Other companies	2.43	3.44	1.97	2.67
Strategic investors	0.56	0.45	-3.15	-1.60
Directors and managers	3.03	7.79	2.82	8.82
Other individuals	2.12	1.28	-0.89	-0.79
20-day				
Controlling shareholder	2.21	4.03	0.29	0.67
Other companies	2.42	2.94	2.38	2.01
Strategic investors	2.55	1.37	-2.53	-0.87
Directors and managers	3.89	9.24	1.27	4.03
Other individuals	6.03	3.03	-1.90	-0.98
40-day				
Controlling shareholder	4.50	6.43	1.04	1.76
Other companies	4.51	3.35	2.68	1.51
Strategic investors	1.45	0.60	-3.10	-0.86
Directors and managers	7.40	9.60	2.48	3.74
Other individuals	11.03	3.07	-6.46	-2.43
60-day				
Controlling shareholder	5.84	6.21	1.90	2.03
Other companies	6.33	3.92	1.09	0.58
Strategic investors	3.34	1.07	-3.48	-0.96
Directors and managers	9.47	7.45	1.65	2.09
Other individuals	14.82	4.63	-8.50	-2.51

表 4 不同类型内部人股份购买后累积原始收益及累积异常收益

该表报告了不同类型股内部人出售及购买本公司股份后 2 天、5 天、20 天及 40 天、60 天绝对交易规模加权平均的累积原始收益以及累积异常收益。对于无法确定准确交易日期的出售和购买交易以报告的交易区间最后一天作为事件日。

cumulative raw returns (%)		cumulative abnormal returns (%)	
AS-mean	AS-t-ratio	AS-mean	AS-t-ratio
2-day			

Controlling shareholder	0.39	2.03	0.19	1.25
Other companies	1.47	2.80	1.29	2.00
Strategic investors	0.87	0.99	-0.73	-0.63
Directors and managers	2.44	7.75	2.36	7.58
Other individuals	1.31	1.93	0.25	0.57
5-day				
Controlling shareholder	0.46	1.55	0.02	0.11
Other companies	2.43	3.44	1.97	2.67
Strategic investors	0.56	0.45	-3.15	-1.60
Directors and managers	3.03	7.79	2.82	8.82
Other individuals	2.12	1.28	-0.89	-0.79
20-day				
Controlling shareholder	2.21	4.03	0.29	0.67
Other companies	2.42	2.94	2.38	2.01
Strategic investors	2.55	1.37	-2.53	-0.87
Directors and managers	3.89	9.24	1.27	4.03
Other individuals	6.03	3.03	-1.90	-0.98
40-day				
Controlling shareholder	4.50	6.43	1.04	1.76
Other companies	4.51	3.35	2.68	1.51
Strategic investors	1.45	0.60	-3.10	-0.86
Directors and managers	7.40	9.60	2.48	3.74
Other individuals	11.03	3.07	-6.46	-2.43
60-day				
Controlling shareholder	5.84	6.21	1.90	2.03
Other companies	6.33	3.92	1.09	0.58
Strategic investors	3.34	1.07	-3.48	-0.96
Directors and managers	9.47	7.45	1.65	2.09
Other individuals	14.82	4.63	-8.50	-2.51

图1和图2分别针对内部人出售和内部人购买行为给出了绝对交易规模加权平均的累积异常收益。

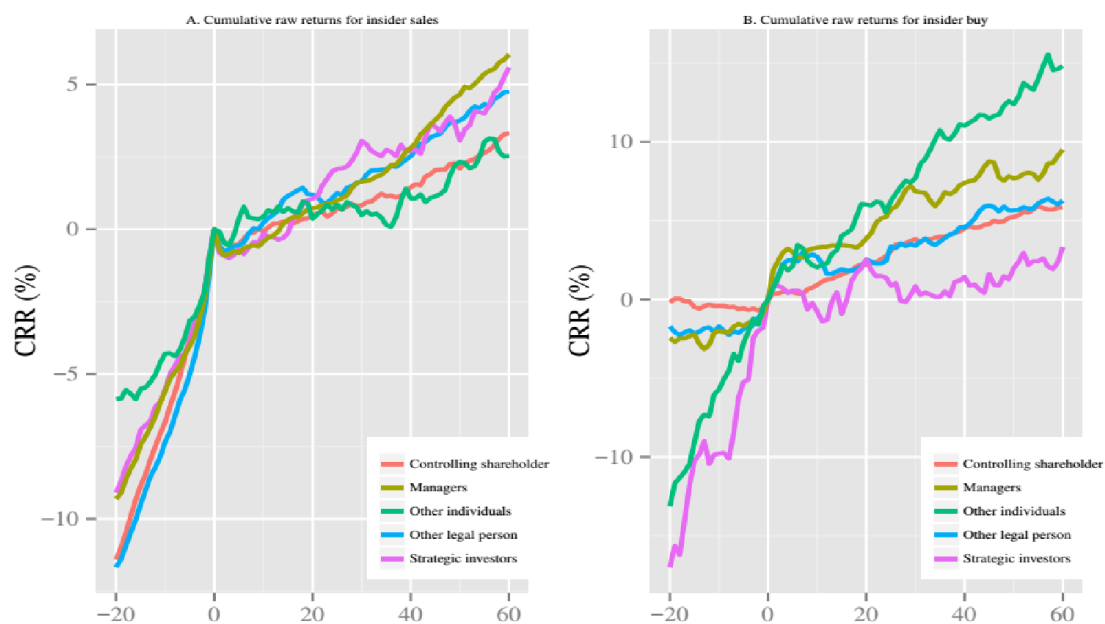


图 1 不同类型内部人股份出售（购买）前、后累积原始收益（CRR）

图 1 给出了[-20,60]窗口内部人出售及购买绝对交易规模加权平均的累积原始收益，与表 3、表 4 的结果一致，则只有在出售后 20 天后，控股股东对应的负的累积异常收益最大，而在短窗口里几类股东并没有表现出明显的差别。

图 2 给出了[-20,60]窗口内部人出售及购买的绝对交易规模加权平均的累积异常收益，与表 3、表 4 的结果一致，对于内部人出售，只有在出售后 20 天后，控股股东对应的负的累积异常收益最大，而在短窗口里几类股东并没有表现出明显的差别；对于内部人购买在五类内部人中，只有非控股法人股股东和管理者购买出现稳定的正异常收益，控股股东排在两者之后。

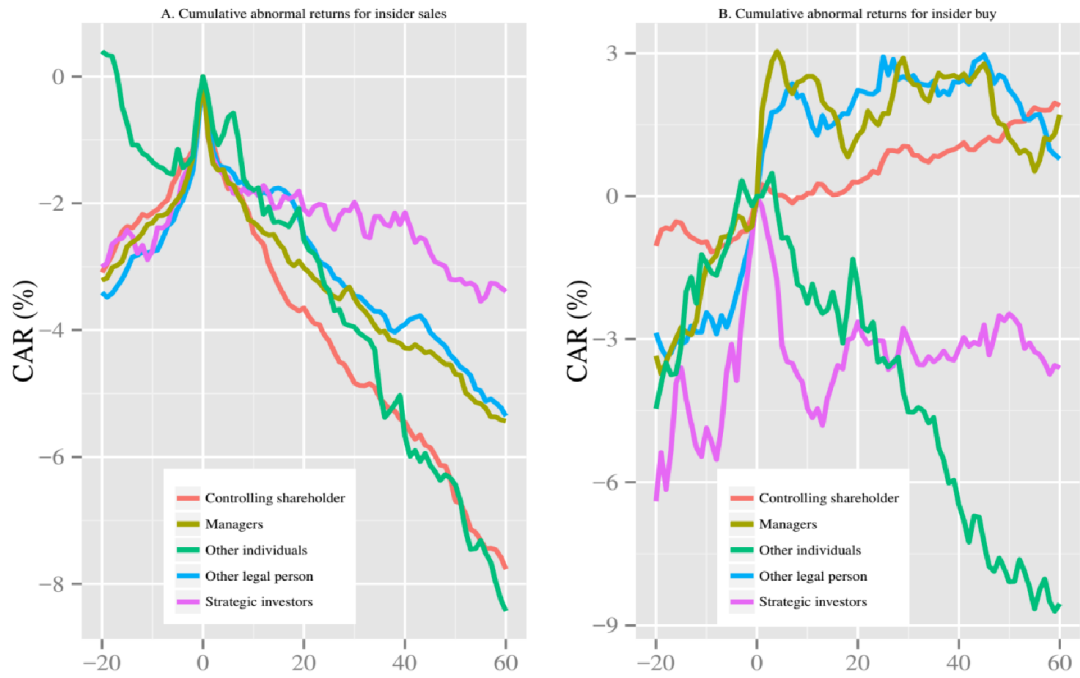


图2 不同类型内部人股份出售(购买)前、后累积异常收益(CAR)

表5给出了在控制其他变量的情况下,内部人出售累积异常收益对不同内部人身份及交易规模、公司规模以及账面市值比等变量回归分析结果。从结果来看,无论是内部人购买还是出售,控股股东、非控股法人股东及公司管理者交易规模对累积异常收益有显著的影响。这与单变量检验保持一致。

表5 不同类型内部人股份出售后累积异常收益回归分析

CS	OC	Stra	Mana	Indi	RS	Size	BM	N	Adj-R ²
5-day CAR									
-1.11	-0.97	-0.31	-0.35	-0.70				45536	0.00
(-12.39)	(-9.54)	(-2.29)	(-6.21)	(-2.30)					
-0.86	-0.85	-0.28	-0.30	-0.60	-0.23	-0.09	1.70	45536	0.01
(-10.50)	(-5.44)	(-1.58)	(-4.98)	(-2.61)	(-2.50)	(-1.58)	(9.96)		
20-day CAR									
-2.39	-1.36	0.35	-0.75	-1.08				45536	0.00
(-7.13)	(-5.01)	(0.86)	(-4.38)	(-1.71)					
-1.74	-1.17	0.33	-0.59	-0.92	-0.42	-0.35	5.46	45536	0.01
(-6.56)	(-2.72)	(0.63)	(-3.33)	(-2.11)	(-2.10)	(-1.61)	(18.05)		
40-day CAR									
-2.77	-1.03	1.78	-0.64	-0.92				45536	0.01

(-8.22)	(-4.29)	(5.14)	(-3.03)	(-0.72)						
-1.72	-0.88	1.63	-0.39	-0.88	-0.58	-1.03	9.95	45536	0.02	
(-5.12)	(-2.36)	(3.24)	(-1.81)	(-0.84)	(-3.50)	(-3.74)	(17.32)			
60-day CAR										
-2.75	-0.89	3.15	-0.41	-0.41				45536	0.01	
(-8.31)	(-2.60)	(5.88)	(-2.08)	(-0.20)						
-1.18	-0.69	2.88	-0.03	-0.41	-0.84	-1.67	15.32	45536	0.03	
(-3.26)	(-1.52)	(4.04)	(-0.16)	(-0.23)	(-4.43)	(-6.32)	(12.11)			

表 6 给出了在控制其他变量的情况下,内部人购买累积异常收益对不同内部人身份及交易规模、公司规模以及账面市值比等变量回归分析结果。从结果来看,无论是内部人购买还是出售,控股股东、非控股法人股东及公司管理者交易规模对累积异常收益有显著的影响。这与单变量检验保持一致。

表 6 不同类型内部人股份购买后累积异常收益回归分析

CS	OC	Stra	Mana	Indi	RS	Size	BM	N	Adj-R ²
5-day CAR									
1.08	1.55	1.05	0.98	0.55				11705	0.01
(8.97)	(7.73)	(2.62)	(22.96)	(1.98)					
1.09	1.51	1.05	1.09	0.53	0.12	-0.14	0.61	11705	0.01
(11.09)	(6.91)	(2.78)	(20.24)	(1.88)	(1.28)	(-2.79)	(4.20)		
20-day CAR									
2.67	4.19	2.42	2.56	1.51				11705	0.01
(7.62)	(7.61)	(4.33)	(14.94)	(4.11)					
2.81	4.07	2.74	2.95	1.36	0.21	-0.82	2.00	11705	0.02
(9.05)	(6.62)	(4.32)	(15.73)	(4.20)	(0.86)	(-6.09)	(5.40)		
40-day CAR									
1.57	2.43	0.59	0.44	-1.54				11705	0.01
(3.76)	(1.89)	(1.06)	(1.67)	(-1.27)					
1.89	2.54	1.29	1.19	-1.47	0.13	-1.26	4.25	11705	0.02
(4.87)	(1.78)	(1.37)	(4.32)	(-1.10)	(0.32)	(-5.49)	(6.22)		
60-day CAR									
2.41	2.73	1.89	0.23	-0.89				11705	0.01
(4.98)	(1.40)	(1.60)	(0.60)	(-1.07)					
2.97	3.34	3.12	1.35	-0.32	-0.21	-1.51	6.76	11705	0.02
(5.97)	(1.77)	(1.88)	(3.26)	(-0.27)	(-0.46)	(-2.92)	(6.13)		

三、内部人身份及其交易行为与公司未来盈余

为了验证不同身份内部人出售和购买行为对公司未来 ROE 的预测能力，设计以下回归模型：

$$\begin{aligned} \text{ROE}_{i,q+k} = & \beta_1 \text{CS}_{i,q} + \beta_2 \text{Com}_{i,q} + \beta_3 \text{Stra}_{i,q} + \beta_4 \text{Mana}_{i,q} + \beta_5 \text{Indi}_{i,q} \\ & + \beta_6 \text{RS}_{i,q} + \beta_7 \text{ROE}_{i,q} + \varepsilon_{i,q+k} \end{aligned} \quad (3)$$

以未来 $q+k$ 个季度的公司 ROE (ROE_{q+k}) 对作为被解释变量，将控股股东哑变量 (CS)、其他公司哑变量 (Com)、战略投资者哑变量 (Stra)、管理层哑变量 (Mana)、个人内部人哑变量 (Indi) 以及季度总交易规模 (RS)、当期公司 ROE (ROE_q)，其中，连续变量均被去中心化。

表 5 报告了上述回归结果，Panel A 为不同类型内部人出售对 ROE 预测能力，结果显示，无论是未来一个季度还是未来四个季度只有控股股东哑变量 (CS) 均显著为负，而其他公司哑变量 (Com) 只有在第一个季度才显著为负，其他季度不再显著，其他类型的内部人出售够没有对为类 ROE 构成预测作用。

Panel B 为不同类型内部人购买对 ROE 预测能力，结果显示，对于第一个季度，无论哪一个内部人交易类型的购买行为都没能预测未来 ROE，而在第四个季度，只有控股股东哑变量 (CS) 显著为正，反而其他公司哑变量 (Com) 只有在第四个季度显著为负，其他类型的内部人出售够没有对为类 ROE 构成预测作用。

以上结果表明，在所有五类内部人类型中，只有控股股东的出售行为预测未来公司业绩，无论是短期还是长期的 ROE，控股股东出售后公司业绩明显下降。而控股股东的购买行为只能显著预测未来长期的业绩上涨。

表 7 不同类型内部人股份出售及购买对 ROE 的预测能力

A. ROE _q prediction for insider sales									
One-quarter-ahead ROE (ROE _{q+1})									
Const.	CS	Com	Stra	Mana	Indi	RS	ROE _q	N	R ²
1.24 (10.23)						-0.11 (-3.46)	0.39 (8.01)	7672	0.15
	-0.89 (-4.90)	-0.36 (-1.95)	0.08 (0.56)	0.33 (4.33)	0.31 (3.01)			9042	0.01
	-0.41 (-3.35)	-0.12 (-0.74)	0.12 (0.90)	0.12 (1.33)	0.13 (1.15)	-0.08 (-2.17)	0.41 (7.38)	9042	0.17
Four-quarter-ahead ROE (ROE _{q+4})									
0.98 (4.68)						-0.09 (-3.79)	0.39 (9.13)	7672	0.14
	-0.90 (-4.19)	-0.33 (-1.86)	0.01 (0.05)	0.32 (1.96)	0.33 (2.06)			9042	0.01
	-0.47 (-2.24)	-0.12 (-0.72)	0.04 (0.27)	0.13 (0.81)	0.17 (1.00)	-0.06 (-2.39)	0.38 (8.85)	9042	0.14
B. ROE _q prediction for insider buy									
One-quarter-ahead									
Const.	CS	Com	Stra	Mana	Indi	RS	ROE _q	N	R ²
1.28 (12.19)						-0.03 (-0.41)	0.37 (11.72)	3777	0.13
	0.03 (0.14)	-0.81 (-1.34)	0.16 (0.44)	0.07 (0.31)	0.04 (0.30)			4022	0.00
	0.07 (0.35)	-0.45 (-0.80)	0.04 (0.11)	0.01 (0.04)	0.02 (0.14)	0.00 (-0.05)	0.37 (7.32)	4022	0.13
Four-quarter-ahead									
1.07 (9.87)						0.10 (1.62)	0.42 (11.81)	3777	0.15
	0.47 (2.24)	-0.84 (-2.27)	0.60 (1.31)	0.09 (0.56)	-0.15 (-0.86)			4022	0.01
	0.47 (2.15)	-0.55 (-1.47)	0.35 (0.73)	0.04 (0.26)	-0.15 (-0.85)	0.08 (1.23)	0.41 (8.35)	4022	0.15

四、公司管理层与内部人关系对交易行为信息含量的影响

既然公司控股股东和非控股法人股东是构成当前我国内部人交易的主力,且两类股东的交易行为都在一定程度上包含了公司信息,那么,如果说控股股东可以随时获取甚至影响公司决策,非控股法人股东的有关公司的信息从何而来?本研究下边的结果对于其他类型的公司进行了更加细致的分类,对于此类公司分成了三类,一类是控股股东的一致行动人 (Controlling-shareholder-affiliated companies), 该数据来自于年报前十大股东是否构成一直行动人的说明; 第二类是在董事会派驻董事的公司 (Directors-affiliated); 第三类是其他类型的无关联的法人股东 (Non-affiliated companies)。表 8 给出类对非控股法人股股东分类后每一类出售和购买规模的描述性统计。

表 8 非控股法人股东出售及购买规模的描述性统计

A. Absolute and relative sale size for insider sales										
	Absolute sale size (mil. yuan)			Total value (bil. Yuan)	Relative sale size (%)			Total (%)	Firms	Cases
	mean	std	med		mean	std	med			
Controlling-shareholder-affiliated	20.19	40.27	7.16	3.84	0.36	0.51	0.15	0.01	27	190
Directors-affiliated	37.42	110.72	14.95	154.10	0.61	0.77	0.35	0.33	521	4118
Non-affiliated companies	34.62	78.07	16.50	216.87	0.70	0.85	0.42	0.47	805	6265

B. Absolute and relative sale size for insider buy										
	Absolute buy size (mil. yuan)			Total value	Relative buy size (%)			Total	Firms	Cases
	mean	std	med		mean	std	med			
Controlling-shareholder-affiliated	46.57	20.68	5.23	2.28	0.79	1.09	0.31	0.01	27	49
Director-affiliated	36.88	96.01	6.82	7.45	0.47	0.77	0.18	0.03	86	202
Non-affiliated companies	42.87	110.30	9.90	29.62	0.86	1.24	0.33	0.09	184	691

表 9 结果显示，在三个更加细致的分类里，普通的非控股法人股东出售和购买规模都是最大，而其次是与公司董事会有关关系的非控股法人股东。那么，这三类非控股法人股在购买和出售的信息含量方面是否有差异呢？表 4-7 给出了这三个更加细致分类后，每一类内部人出售和购买引发的异常收益，对于内部人出售，很明显的是对于那些能够在董事会派驻董事的非控股法人股东，他们出售行为在 2 天、5 天、10 天和 20 天累积异常收益都是最负的，而对于购买而言，此类对应的累积异常收益是正的最高的，这一结果表明，对于那些有关联董事存在的非法人控股股东而言，他们出售和购买行为能够获得更高的异常收益。

之前提到了在股权分置改革后我国公司的治理结构会发生明显的变化，一个重要的变化就是随着中小企业板和创业板公司的不断增多，民营上市公司数量逐年增多，截至 2014 年年底沪深两市上市公司中已经超过一半的公司实际控制人为个人或者某一家族。已有针对家族企业研究曾指出（Reeb 等 2003，Wang，2006）如果家族企业的创始人担任公司高管，那么，公司业绩明显比未担任高管的公司业绩更差，而且对高质量会计信息的需求降低。结合我国内部人交易监管制度，我们可以发现，《公司法》规定了一项非常强的监管制度针对上市公司董事、监事及高级管理人员，即此三类人员在任内转让本公司股份的比例不得超过年初所持本公司股份数量的 25%。那么对于控股股东及实际控制人为个人的公司，对于控股股东，其可以选择出任公司高管，但这一选择的一个后果是其在满足了所有针对控股股东和实际控制人交易本公司股份的监管条件后还必须满足上述《公司法》监管规则。一个颇有意思的问题是，上述规则是否价值呢？图 3 和图 4 试图回答这一问题，很明显，如果控股股东出售本公司股份时（图 3）结果表明，如果控股股东兼任高管，那么，其出售后累积异常收益明显高于为出任高管的控股股东出售行为；如果控股股东购买本公司股份时（图 4）结果表明，如果控股股东兼任高管，那么，其购买后正的累积异常收益明显高于为出任高管的控股股东出售行为。这一结果也验证了《公司法》规则的有效性。

表 9 非控股法人股东出售及购买累积异常收益

	Insider sales (%)			Insider buy (%)	
	AS-mean	AS-t-ratio		AS-mean	AS-t-ratio
			2-day		
Controlling-shareholder-affiliated	-0.42	-0.58		0.80	1.43
Directors-affiliated	-1.29	-4.22		1.39	2.14
Non-affiliated companies	-1.08	-8.78		1.23	1.55
			5-day		
Controlling-shareholder-affiliated	-0.25	-0.28		1.40	1.84
Directors-affiliated	-1.73	-3.35		2.25	2.46
Non-affiliated companies	-1.27	-5.86		1.84	2.05
			10-day		
Controlling-shareholder-affiliated	-0.79	-0.66		1.65	1.59
Director-affiliated	-2.22	-3.30		1.88	1.94
Non-affiliated companies	-1.55	-5.59		1.82	1.68
			20-day		
Controlling-shareholder-affiliated	-2.38	-2.82		1.36	0.98
Director-affiliated	-3.31	-2.85		2.22	1.86
Non-affiliated companies	-2.03	-4.80		2.32	1.60

五、结论

鉴于我国上市公司长期以来都是所有权较为集中,在大的内部人构成方面尽管可能与英美资本市场并不明显差异,但是发挥的功能是否相近仍然是值得检验的问题,因此,本章我们将内部人分为了五类,分别是控战略投资者 (Strategic investors)、公司管理层 (Manager)

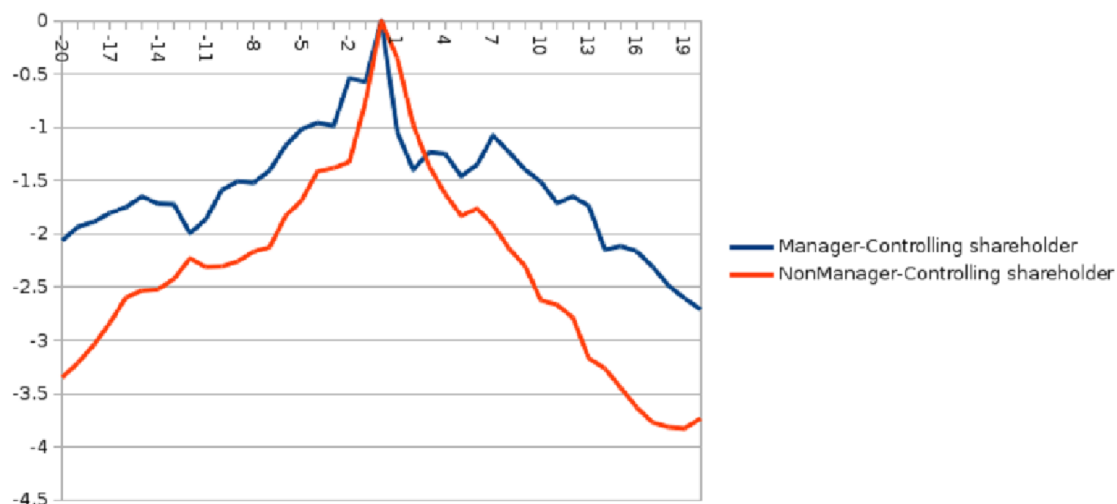


图 3 控股股东为个人时出售行为的累积异常收益: 兼任管理者 vs.未兼任的实际控制人

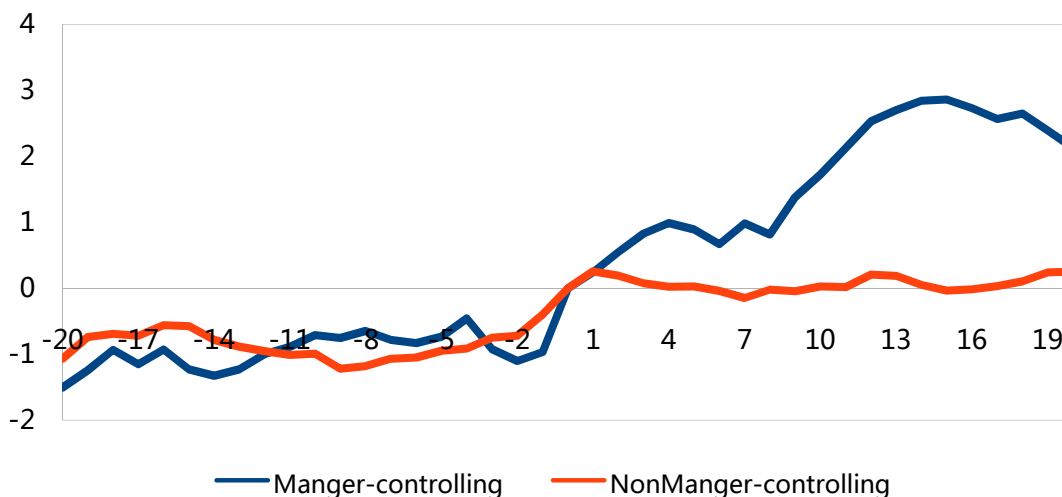


图 4 控股股东为个人时购买行为的累积异常收益：兼任管理者 vs.未兼任的实际控制人

战略投资者 (Strategic investors)、公司管理层 (Manager) 以及其他个人投资者 (Individuals)。并进一步描述和检验了这五类内部人出售和购买行为信息含量，结果发现，

首先，从交易规模的角度来看，控股股东和非控股法人股股东是我国内部人出售和购买行为的“主力军”，而且内部人出售而言非控股法人股股东是最重要的股份出售来源。

其次，从市场反应的角度来看，对于内部人出售，控股股东的出售行为带来的负累积异常收益是最大的，其次是非控股法人股股东；对于内部人购买而言，非控股法人股股东和管理者购买行为对应的累积异常收益最大。

第三，在 ROE 预测能力来看，只有控股股东的出售和购买行为能够预测公司未来的 ROE。

第四，对于非控股法人股股东，本研究发现，通过在董事会派驻董事，此类股东会做出更多的有信息的交易行为。

第五，《公司法》规定了一项非常强的监管制度针对上市公司董事、监事及高级管理人员，即此三类人员在任内转让本公司股份的比例不得超过年初所持本公司股份数量的 25%。本研究利用实际控制人为个人的公司对这一制度的作用进行了检验，结果发现，如果控股股东出售本公司股份时，如果控股股东兼任高管，那么，其出售后累积异常收益明显高于为出任高管的控股股东出售行为；如果控股股东购买本公司股份时，如果控股股东兼任高管，那么，其购买后正的累积异常收益明显高于为出任高管的控股股东出售行为。这一结果也验证了《公司法》规则的有效性。

参考文献

- 蔡宁. 解禁股份交易中的“择时”行为与大股东侵害, 南开管理评论[J], 2011, 第4期, 第90-99页。
- 蔡宁,魏明海. 股东关系、合谋与大股东利益输送——基于解禁股份交易的研究, 经济管理[J], 2011, 第9期, 第63-74页。
- 李俊峰,王汀汀,张太原. 上市公司大股东增持公告效应及动机分析[J], 中国社会科学, 2011, 第4期, 第95-110页。
- 沈艺峰, 醋卫华, 李培功. 增持股份: 财务动机还是政治动机? [J] 会计研究, 2011, 第1期, 第52-59页。
- 俞红海, 徐龙炳. 终极控股股东控制权与全流通背景下的大股东减持[J], 财经研究, 2010, 第1期, 第123-133页。
- 吴育辉, 吴世农. 大股东减持与上市公司信息披露[J], 中国工业经济, 2010, 第5期, 第121-130页。
- 朱茶芬, 姚铮, 李志文. 高管交易能预测未来股票收益吗? [J] 管理世界, 2011, 第9期,
- 朱茶芬, 李志文, 陈超. A 股市场上大股东减持的时机选择和市场反应研究[J], 浙江大学学报 (人文社会科学版), 2011, 第2期, 第1-11页。
- 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年10月号, 第71-77页。
- 王克敏, 廉鹏. 大股东减持时机与管理者盈余预测择机——基于中国上市公司的实证研究[J], 2008, 中国国际金融年会。
- 王克敏、廉鹏. 公司治理、内部人交易与管理者盈余预测误差[J], 中国国际金融年会, 2009。
- 武聪, 张俊生. 内部人交易与企业盈余管理行为[J], 经济管理, 2009, 第08期, 第113-118页。
- 晏艳阳, 赵大玮. 我国股权分置改革中内幕交易的实证研究[J], 金融研究, 2006, 第4期。
- 曾庆生. 公司内部人具有交易时机的选择能力吗? ——来自中国上市公司内部人卖出股票的证据[J], 金融研究, 2008, 第10期, 第117-135页。
- 曾亚敏, 张俊生. 上市公司高管违规短线交易行为研究[J], 金融研究, 2009, 第11期, 第143-157页。
- 曾庆生. 上市公司内部人交易披露延迟及其经济后果研究——来自上海股票市场的经验证据[J], 财经研究, 2011, 第2期, 第72-82页。
- Akbas, Ferhat, Felix Meschke, and M. Babajide Wintoki, 2014, Corporate Directors and Informed Traders[J], Working Paper.
- Ausubel, Lawrence M., 1990, Insider Trading in a Rational Expectations Economy[J], American Economic

Review 80, 1022-1041.

Beneish, Messod D., Eric Press and Mark E. Vargus, 2012, Insider Trading and Earnings Management in Distressed Firms[J], *Contemporary Accounting Research*, 29, 191-220.

Bergtresser, Daniel, and omas Philippon, 2006, CEO Incentives and Earnings Management[J], *Journal of Financial Economics*, 80, 511-529.

Bettis, J. C., J. L. Coles, and M. L. Lemmon, 2000, Corporate Policies Restricting Trading by Insiders[J], *Journal of Financial Economics*, 57, 191-220.

Bhattacharya, Utpal, and Hazem Daouk, 2002, The World Price of Insider Trading[J], *Journal of Finance* 57, 75-108.

Bhattacharya, Utpal, Hazem Daouk, Brian Jorgenson, and Carl-Heinrich Kehr, 2000, When An Event Is Not An Event: The Curious Case of An Emerging Market[J], *Journal of Financial Economics*, 55, 69-101.

Bhattacharya, Utpal, and Hazem Daouk, 2009, When No Law is Better Than A Good Law[J], *Review of Finance*, 13, 577-627.

Bushman, Robert M., Joseph D. Piotroski, and Abbie Smith, 2005, Insider Trading Restrictions and Analysts' Incentives to Follow Firms[J], *Journal of Finance* 60, 35-66.

Chen, Chen, Xiumin Martin, and Xin Wang, 2013, Insider Trading, Litigation Concerns, and Auditor Going-Concern Opinions[J], *Accounting Review*, 88, 365-393.

Cicero, David C., and M. Babajide Wintoki, 2012, Insider Trading Patterns[J], Working Paper

Core, J. E, W. R. Guay, S. A. Richardson and R. S. Verdi, 2006, Stock Market Anomalies : What Can We Learn from Repurchases and Insider Trading? [J], *Review of Accounting Studies*, 11, 49-70.

Cohen, Lauren, Christopher Malloy, and Lukasz Pomorski, 2012, Decoding Inside Information[J], *Journal of Finance*, 67, 1009 - 1043.

Dai, Lili, Renhui Fu, Jun-Koo Kang, and Inmoo Lee, 2012, Corporate Governance and Insider Trading[J], Working Paper.

Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney, 1996, Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research*[J], 13, 1-36.

Denis, David J., and Jin Xu, 2013, Insider Trading Restrictions and Top Executive Compensation[J], *Journal of Accounting and Economics*, 56, 91-112

Drake, Michael S., Darren T. Roulstone, and Jacob R. Thornock, 2012, Investor Information Demand:

Evidence from Google Searches Around Earnings Announcements[J], *Journal of Accounting Research*, 50, 1001-1040.

Eckbo B. Espen and David C. Smith, 1998, The Conditional Performance of Insider Trades[J], *Journal of Finance*, 53, 467-198.

Elliott, J., Morse, D., and Richardson, G., 1984, The Association Between Insider Trading and Information Announcements[J], *The RAND Journal of Economics*, 15, 521-536.

Fernandes, Numo, and Miguel A. Ferreira, 2009, Insider Trading Laws and Stock Price Informativeness[J], *Review of Financial Studies*, 22, 1845-1887.

Fidrmuc, Jana P., Marc Goergen and Luc Renneboog, 2006, Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration[J], *Journal of Finance*, 2931-2973.

Finnerty, J. E., 1976, Insiders and Market Efficiency[J], *The Journal of Finance*, 31, 1141-1148.

Givoly, Dan, and Dan Palmon, 1985, Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence[J], *Journal of Business*, 58, 69-87.

Huddart, S., Ke Bin, and Shi C, 2007, Jeopardy, Non-public Information, and Insider Trading around SEC 10-K and 10-Q Filings[J], *Journal of Accounting and Economics*, 43, 3-36.

Hu, Jinshuai, Jeong-Bon Kim, and Wenrui Zhang, 2013, Insider Trading and Stock Price Crash Risk: International Evidence from a Natural Experiment[J], Working Paper.

Jaffe, J. F. 1974, Special Information and Insider Trading[J], *The Journal of Business* 47, 410-428.

Jagolinzer, Alan D., David F. Larcker, and Daniel J. Taylor, 2011, Corporate Governance and the Information Content of Insider Trades[J], *Journal of Accounting Research*, 49, 1249-1274.

Jeng, L., A. Metrick and R. Zeckhauser, 2003, Estimating the Returns to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 85, 453-471.

Jenter, D., 2005, Market Timing and Managerial Portfolio Decisions[J]. *The Journal of Finance*, 60, 1903-1949.

Jiang, Xiaoqun, Mir A. Zaman, 2010, Aggregate Insider Trading: Contrarian Beliefs or Superior Information? [J] *Journal of Banking and Finance*, 34, 1225-1236.

Jin, Wei, Joshua Livnat, and Yuan Zhang, 2013, Insider Trading and Analysts Forecast Revisions: Global Evidence[J], Working Paper.

Karamanou, Irene, Grace Pownall, and Rachna Prakash, 2013, Asymmetric Information Consolidation and Price Discovery: Inferring Bad News from Insider Sales[J], Working Paper.

Ke Bin, S. Huddart, and K. Petron, 2003, What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades[J], *Journal of Accounting and Economics*, 35, 315-346.

Lakonishok, J., and I. Lee, 2001, Are Insider Trades Informative? [J], *The Review of Financial Studies*, 14, 79-111.

Lebedeva, Olga, Ernst Maug, and Christoph Schneider, 2012, Trading Strategies of Corporate Insiders[J], Working Paper.

Kallunki, Huha-Pekka, Henrik Nilsson, and Jorgen Hellstrom, 2009, Why Do Insiders Trade? Evidence Based on Unique Data on Swedish Insiders[J], *Journal of Accounting and Economics*, 48, 37-53.

Manne, Henry G., 1966, *Insider Trading and the Stock Market*[J], New York: Free Press.

Marin, Jose M., and Jacques P. Olivier, 2008, The Dog That Did Not Bark: Insider Trading and Crashes[J], *Journal of Finance*, 58, 2429-2476.

Ravina, Enrichetta and Paola Sapienza, 2010, What Do Independent Directors Know? Evidence from Their Trading[J], *Review of Financial Studies*, 23, 962-1003.

Rogers, Jonathan, 2008, Disclosure Quality and Management Trading Incentives[J], *Journal of Accounting Research*, 1265-1296.

Rogers, Jonathan L., Douglas J. Skinner, and Sarah L. C. Zechman, 2013, The Role of the Media in Disseminating Insider Trading News[J], Working Paper.

Rozeff, Michael S. and Mir A. Zaman, 1988, Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence[J], *Journal of Business*, 61, 25-44.

Rozeff, M. S., and M. A. Zaman, 1998, Overreaction and Insider Trading: Evidence from Growth and Value Portfolios[J], *The Journal of Finance*, 53, 701-716.

Sivakumar, K., and G. Waymire, 1994, Insider Trading Following Material News Events: Evidence from Earnings[J], *Financial Management*, 2, 23-32.

Veenman, David, 2012, Disclosure of Insider Purchases and the Valuation Implications of Past Earnings Signals[J], *Accounting Review*, 87, 313-342.