

# 会计信息不确定性与董监高股份买入信息披露

孙刚

(1.厦门大学工商管理博士后流动站,福建 厦门 361005;2.浙江财经大学会计学院,浙江 杭州 310018)

**摘要:**以2006年以来我国资本市场股权全流通和公平信息披露监管为制度背景,本文考察会计信息不确定性对董监高股份买入信息披露市场反应的影响。研究表明:董监高股份买入信息披露的市场反应随着会计信息不确定性程度的增加而增大;当公司披露季度盈利亏损“坏消息”后,董监高股份买入信息披露的市场反应弱化,越是会计信息不确定性程度较高的公司越为明显。会计信息质量会影响投资者对“坏消息”持续性的预期,进而影响董监高股份买入信息披露的市场预期调整强度和方向。

**关键词:**会计不确定性;董监高股份买入;股权分置改革;会计信息;信息披露

**中图分类号:**F275.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2014)05-0087-08

## 一、引言

股权分置改革是我国资本市场发展历史中具有里程碑意义的事件,股改不仅带来公司治理和股权结构上的重大变化,而且逐步实现股份全流通,流动性的提高使得董事、监事、高级管理人员(简称董监高)股份交易活动更加频繁。在目前法律环境下,董监高是不允许在定期公告、业绩快报和预告等影响股价的重大事件敏感窗口进行股票买卖活动的,但董监高在其他非敏感窗口期的股份交易信息仍然蕴含着一些值得外部投资者研究的企业特质信息。2007年,深圳证券交易所和上海证券交易所分别颁布了《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理业务指引》和《上市公司董事、监事、高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》,两份文件均要求当董监高所持本公司股份及其衍生品发生变动后,相关人须及时通过所在公司董事会向交易所报告,并在交易所指定网站进行公告。上市公司在接到报告后的两个工作日内,通过交易所网站在线填报披露。导致董监高股份变动的原因是多样的,包括二级市场交易、增发配股、分红送转、股改对价以及股权激励等。截至2012年年底,沪深两市披露的涉及上市公司董监高及其相关人员股份变动信息就有25682条之多。

理论和实践均表明,会计信息披露的准确度是公司定价的重要因素。不准确的会计信息披露会

**收稿日期:**2014-04-25

**基金项目:**浙江省社科规划课题“结构性税制改革与浙江企业资本配置效率问题研究”(14NDJC095YB);中国博士后科学基金面上项目“政策组合效率、分红监管悖论与落实中小投资者保护研究”(2014M550355)

**作者简介:**孙刚(1977—),男,河北沧州市人,厦门大学工商管理博士后流动站博士后,浙江财经大学会计学院讲师。

削弱投资者对未来公司现金流量预测的准确性。在该情况下,投资者就很有必要搜寻一些非财务性的额外特质信息,这其中就包括董监高股份买卖信息。由于仅上交所报告了董监高股份变动信息披露日,出于研究需要考虑,本文选取在上交所上市的公司,结合后股改时期和公平信息披露监管的背景,以该所披露的董监高股份买入信息披露为研究对象,实证检验发现,在会计信息不确定性程度较高的公司中,投资者给予董监高股份买入信息披露较为积极的市场反应。当公司披露季度亏损这一不利消息后,接下来董监高股份买入信息披露的市场反应有所弱化,而弱化程度随着会计信息不确定性程度的增加而显著增强。

本研究贡献在于:(1)Lakonishok 指出内部人股份买入要比卖出更具信息含量。不同于以往文献考察董监高股份卖出行为,本研究重点分析了董监高股份买入信息披露;(2)历史文献多从公司治理和信息不对称角度检验在不同板块和性质企业中,内部人及其亲属是否会利用其所拥有的内幕特质信息进行选择性交易,并获取超额报酬,却较少关注董监高股份变动信息披露的市场反应,本文考察指出,董监高股份买入信息不仅能够预测公司未来盈利变化,并且对投资者利用以往或同期盈利走势对公司进行估值同样具有增量信息含量;(3)本研究还证实了董监高买入股份信息披露会对投资者预期调整产生影响,有利于协助投资者较为全面地解析过去和同期盈利变化信息的定价效应,丰富了会计信息经济后果的相关文献。

## 二、制度背景、文献回顾与研究假说

### (一)制度背景

股权分置改革从根本上解决了我国上市公司中“同股不同权”问题,逐步扭转了控股股东和中小股东之间积疾甚重的利益分配机制,日益强调市场在资源配置和利益调整中的指导作用<sup>[1]</sup>。除国资委明确规定股改后国有控股股东必须保持“最低持股比例”外,不少民企控股股东通过二级市场增持或增设反收购条款加强自身控制权。但不可避免的是,股权日趋分散,内部人对企业的掌控力有所增强。但是股权分置改革的过程中如不配套相应的散户交易制度,上市公司的治理模式有可能会从“一股独大”逐步演化为“内部人控制”。

后股改时期的股份全流通促使管理层更加关注公司会计业绩而非净资产对股价波动的影响。国资委(办)或控股股东在确保会计业绩和股价均满意的情况下,将进一步放松对企业经营活动的直接控制,给予管理层更多的经营自主权,较多地选择和采用绩效股份、股票期权以及认股权证等权益工具,激励管理者关注治理改善和市值提升。但不可否认,股权全流通后更容易滋生管理者权力膨胀、短视行为、业绩操纵和内幕交易。

考虑到后股改时期上市公司管理层频繁的股票买卖交易以及选择性信息披露操纵行为,2006年8月深交所颁布了《深圳证券交易所上市公司公平信息披露指引》,对管理层选择性信息披露进行了规范,投资者也更加依赖强制公开披露的会计信息进行决策。2007年颁布的《深证指引》和《上证规则》对上市公司董监高股份变动涉及的禁止期和敏感期进行了限定和明确,对董监高内幕交易行为形成了严格监管。在本文样本中,接近四成的交易行为为董监高股份买入,其余均为股份卖出;超过60%的董监高股份交易信息披露是在交易发生日的两日后才通过交易所披露的。“严”交易监管、“轻”披露监管的不均衡现状为董监高利用延迟披露策略性地连续交易、违规交易,降低内幕交易风险提供了机会<sup>[2]</sup>。与出于个人消费和分散风险动机的股份卖出相比较,董监高股份买入更具信息含量。并且,在股份实现全流通后,董监高等内部人对会计业绩与股价波动之间的关系日益重视,董监高股份买入信息披露将会进一步激发投资者预期调整。

### (二)文献回顾与研究假说的提出

Collins 等认为,探讨会计业绩与股价波动的关系依赖于两个基础性假设:一是股价为公司预期现金流量的贴现值;二是将远期盈利现值调整视为远期现金流量现值调整的代理变量,投资者将股价调整视为远期预期盈利现值的调整<sup>[3]</sup>。Easton 等则发现,盈利反应系数与盈利持续性程度呈显著正

相关关系<sup>[4]</sup>。在盈利持续性较高的公司中,未预期盈利会导致股价较大调整。股价在多大程度上反映当期盈利对远期盈利的预测取决于投资者对盈利持续性信号的解读效率。信息风险越高,理性投资者越倾向于搜寻其他信息以对盈利信息披露的价值效应进行判断<sup>[5]</sup>。

Bhattacharya 等和 Barth 等认为,预测公司远期现金流的信息准确程度越高,有关公司估值的不确定性就越低,投资者越便于合理预期公司远期现金流分布<sup>[6][7]</sup>,较高的会计信息准确性使得投资者对远期现金流及公司价值的预测不确定性程度减少。准确的会计信息会影响内部人和外部投资者之间的信息不对称程度,进而作用于投资者的风险评估和权益资本成本。该研究进而指出,较高的会计信息准确度会减少盈利宣告日的信息不对称程度,增加知情交易者的私人信息价值。Baiman 等也指出,会计信息准确度与内部人的私人信息优势显著负相关<sup>[8]</sup>。

本研究旨在探讨信息不确定性和信息不对称的相互作用,分析董监高股份买入信息披露对公司盈利信号不确定性的影响。对于理性投资者,公开披露的董监高股份变动信息是一项重要的额外非财务信息来源。Seyhun 和 Roulstone 表明,董监高买入本公司股份能够反映出内部人所拥有的涉及公司现金流分布的私有特质信息<sup>[9](P95-99)[10]</sup>。Brochet 发现,萨班斯法案颁布后,内部人交易信息披露会显著激发投资者预期调整<sup>[11]</sup>。另外,Gu 等指出,内部人股份卖出信息含量相对有限,而且卖出决策还可能与持股的内部人个人消费和分散风险的一些动机有关<sup>[12]</sup>。

Ecker 等的研究也表明,会计信息准确度越差(或不确定性程度越高),其盈利反应系数会越小<sup>[13]</sup>。本文将信息不确定性定义为由于会计信息不准确而导致对公司价值评估的偏误,预期盈利宣告日后的信息事件所引发的市场反应将会随着会计信息不确定性程度的增加而增加,当不准确的会计信息增加盈利宣告日的不确定性时<sup>[14]</sup>,公司董监高买入本公司股份信息的披露将更具增量信息含量。于是,本文提出如下研究假说:

假说 H1:在其他条件相同的情况下,事前会计信息不确定性程度越高,董监高买入本公司股份的市场反应就越大。

为了较为直接地检验董监高股份买入信息披露是否有助于投资者澄清盈利宣告估值效应的不确定性,参考 Freeman 等提出的滞后盈利反应系数模型,本文假定公司披露的季度盈利信息具有持续性和暂时性特征两部分,持续性盈利部分的盈利反应系数要高于暂时性盈利的盈利反应系数<sup>[15]</sup>。考虑到盈利持续性程度的不确定性,理性投资者会给盈利变化中的持续性部分分配初始先验概率(p),而盈利变化的非持续性部分分配初始先验概率(1-p)。因此,盈利宣告的投资者反应是对具有持续性程度不同的两部分盈利的加权平均市场反应,定义如下:

$$R_{\text{initial}} = [p\text{ERC}^{\text{perm}} + (1-p)\text{ERC}^{\text{trans}}] \Delta\text{QEARN} \quad (1)$$

其中, $\Delta\text{QEARN}$ 、 $\text{ERC}^{\text{perm}}$  和  $\text{ERC}^{\text{trans}}$  分别代表季度盈利变化、持续性盈利反应系数和暂时性盈利反应系数。盈利宣告日后,作为额外信息事件,事后董监高股份买入信息披露会导致投资者初始预期调整,同时为盈利持续程度的不确定性判断提供额外信息。具体而言,如果接下来的额外信息事件能够提供有关肯定(或否定)盈利持续性的证据,投资者很有可能提高(或降低)其对持续盈利部分分配的先验概率。因此,额外信息事件的市场反应可以表述为:

$$R_{\text{subsequent}} = \Delta p [\text{ERC}^{\text{perm}} - \text{ERC}^{\text{trans}}] \Delta\text{QEARN} \quad (2)$$

从模型(2)可以推断,盈利宣告日之后的额外信息事件披露的市场反应( $R_{\text{subsequent}}$ )为盈利变化的函数,盈利变化与盈利宣告日之后信息事件的关联性取决于信息事件是否会改变投资者对盈利持续性的预期。在  $\text{ERC}^{\text{perm}} - \text{ERC}^{\text{trans}} > 0$  的情形下,当接下来的额外信息事件能够提高(或降低)市场对持续盈利部分的先验概率时,市场反应应该与盈利变化正(或负)相关。当盈利增加时,董监高股份买入可以视为一个好消息,能够证实盈利增加的持续性;反之,当盈利减少时,董监高股份买入同样也可视为一个好消息,说明盈利减少不具有持续性。

对于理性投资者而言,较之通常意义上的季度盈利减少,上市公司季度亏损是损害投资者盈利持续性预期判断的重要信息事件。为了扭亏并保持投资者对公司盈利质量的预期,管理者通常会利用

其掌握的经营或财务资源,通过诸如会计应计项目操纵、经营活动操纵、资产重组等活动避免亏损或争取下季度扭亏,特别要避免投资者形成年度亏损预期<sup>[16][17]</sup>。当上市公司发生季度亏损时,董监高买入本公司股份则可以被认为是利好信息。会计信息不确定性程度对董监高股份买入信息披露的市场反应与季度盈利变化关系的影响正如前述滞后盈利反应系数模型所示,投资者预期评价调整将会受到接下来信息事件的信号作用和投资者初始不确定性程度的综合影响。

给定  $ERC^{perm} - ERC^{trans} > 0$ , 当公司某季度发生亏损时,随后董监高买入本公司股份这一额外信息事件可以视为一个好消息,说明亏损不具有可持续性。这里将模型(2)适当调整为:  $R_{subsequent} = \Delta p [ERC^{perm} - ERC^{trans}] \times Loss$ 。其中, Loss 为亏损指示变量,1 代表上季度亏损,否则为 0。此时,董监高买入季度亏损的本公司股份信息披露能够激发投资者预期调整,降低市场投资者对持续性盈利部分分配的先验概率,即  $\Delta p \downarrow \rightarrow R_{subsequent} \downarrow$ , 该过程在会计信息不确定性程度较高的企业中会表现得尤为显著。基于此,本文提出如下研究假说:

假说 H2: 在其他条件相同的情形下,季度盈利亏损宣告日后,董监高买入本公司股份信息披露的市场反应显著削弱。

假说 H3: 在其他条件相同的情形下,季度盈利亏损宣告日后,董监高买入本公司股份信息披露的市场反应显著弱化过程在会计信息不确定性程度较高的企业中表现得较为明显。

### 三、数据选择与研究设计

#### (一)数据来源与样本筛选

本文研究数据来源于深圳国泰安 CSMAR 数据库,选取 2006~2012 年间存在董监高及相关人员持股变动的上市公司为研究样本,但不包括具有如下特征的样本:(1)未报告董监高持股变动披露填报日期的样本;(2)基于非公开二级市场买卖行为而发生的董监高持股变动样本,包括股改对价支付、分红送转、增发配售、股权激励实施以及其他样本;(3)董监高以 B 股或以美金为交易货币的股票交易样本;(4)非董监高本人从事的股份交易样本;(5)公司一季报披露日超过当年 6 月 30 日、半年报披露日超过当年 9 月 30 日、三季度报披露日超过当年 12 月 31 日、年报披露日超过次年 4 月 30 日的样本;(6)董监高持股变动披露日早于或晚于季报(或中报、三季度报、年报)披露 30 日以上的样本;(7)各变量存在缺失值的样本。通过数据删选,共获得有效样本数 1 234 个。所有变量均在 0%~5% 和 95%~100% 分位数处做 Winsorize 缩尾处理。数据整理及其回归分析采用的计量经济学软件分别为 SAS 9.1 和 STATA 10.0。

#### (二)变量定义

1.董监高买入本公司股份信息披露的市场反应。上交所披露了董监高股份变动交易数据,同时还披露了交易日和在线填报披露日数据,这为本文开展相关研究提供了良好基础条件。为了评价董监高股份变动信息披露事件的影响,借鉴 Lakonishok 等的研究成果<sup>[18]</sup>,在考虑到董监高股份变动信息报告流程差异以及信息提前泄露问题的基础上,本文利用董监高股份变动日前后各 2 天市场超额累积报酬率度量投资者的市场反应。日超额收益定义为董监高股份变动信息披露事件窗口期间证券的实际日收益与预期日收益之差的累积,预期收益的计量采用市场模型法(Market Model)。

2.会计信息不确定性度量。参考 Francis 等、Dechow 等和 McNichols 的相关研究,本文利用营运资本应计项目与上一期、当期和未来一期经营活动现金流量的匹配程度衡量会计信息不确定性<sup>[5][19][20]</sup>。该研究设计的前提假设是:经营活动现金流量是公司估值的关键指标,较低的会计信息不确定性意味着会计业绩能够较好地匹配经营活动现金流量;反之,会计信息不确定性程度越高,会计业绩与经营活动现金流量的不匹配性越高。当然,会计信息的不确定性也可能是由故意或者非故意的会计估计差错导致的。本文采用最小二乘法,利用下述回归模型,采用分年度、分行业回归的方法,估计会计信息不确定性程度。

$$Wca_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ocf_{i,t-1} + \alpha_2 Ocf_{i,t} + \alpha_3 Ocf_{i,t+1} + \alpha_4 \Delta Sale_{i,t} + \alpha_5 Ppe_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中,  $Wca_{i,t}$  为公司  $i$  在第  $t$  年的利润总额与折旧摊销额之和减去经营活动现金流量的差;  $Ocf_{i,t}$  为公司  $i$  在第  $t$  年的经营活动现金流量;  $\Delta Sale_{i,t}$  为营业收入变化量;  $Ppe_{i,t}$  为公司  $i$  在第  $t$  年的固定资产面值。所有变量均除以该年度期初和期末总资产的平均额。上述回归模型的残差项 ( $\epsilon_{i,t}$ ) 反映的是未预期应计会计项目, 通过计算过去五年间(或至少三年)未预期应计会计项目的标准差作为衡量会计信息不确定性程度的指标(Uncertainty)。该指标越高, 会计信息不确定性程度越高。

### (三) 研究设计

本文采用下面的回归模型(2)和(3)考察董监高买入本公司股份信息披露的信息含量及其受会计信息不确定性程度的影响。变量  $CAR(-2, +2)$  反映了董监高股份交易信息披露日前后共计 5 日的日超额累积回报率;  $Purchase$  为二元变量, 当董监高股份交易行为为股份买入时, 该变量赋值为 1, 否则, 赋值为 0。回归模型(2)和(3)旨在考察, 在控制了公司特征变量后, 董监高股份买入信息披露的市场反应及其受会计信息不确定性程度的影响, 重点关注变量  $Purchase$  和交乘项  $Purchase \times Uncertainty$  的回归系数。

董监高买入本公司股份通常被认为是一项利好消息, 预期变量  $Purchase$  的回归系数为正, 投资者给予董监高买入本公司股份信息披露较为正面和积极的反应; 设置交乘项  $Purchase \times Uncertainty$ , 旨在考察会计信息不确定性程度对董监高买入本公司股份信息披露市场反应的影响, 本文预期该交乘项系数显著为正, 即在会计信息不确定性较高的公司中, 理性投资者对董监高买入本公司股份这一利好消息的披露所激发的投资者预期调整作用会更为明显, 市场投资者将给予其更为积极和正面的市场反应。

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Purchase_{i,t} + \beta_2 Uncertainty_{i,t} + \beta_3 Loss_{i,t} + \beta_4 Cg_{i,t} + \beta_5 Chge_{i,t} + \beta_6 Delay_{i,t} + \beta_7 Pb_{i,t} + \beta_8 Trat_{i,t} + \beta_9 Rol_{i,t} + \beta_{10} Analyst_{i,t} + Industry + Year + v_{i,t} \quad (2)$$

$$CAR_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 Purchase_{i,t} + \eta_2 Purchase_{i,t} \times Uncertainty_{i,t} + \eta_3 Uncertainty_{i,t} + \eta_4 Loss_{i,t} + \eta_5 Cg_{i,t} + \eta_6 Chge_{i,t} + \eta_7 Delay_{i,t} + \eta_8 Pb_{i,t} + \eta_9 Trat_{i,t} + \eta_{10} Rol_{i,t} + \eta_{11} Analyst_{i,t} + Industry + Year + \phi_{i,t} \quad (3)$$

此外, 本文通过回归模型(4)考察当公司披露季度盈利亏损“坏消息”后, 董监高买入本公司股份信息披露的市场反应是否会受公司会计信息不确定性程度的影响。当公司首次出现季度盈利亏损, 通常被市场认为是“坏消息”, 而董监高随后买入本公司股份则意味着季度亏损不具有持续性, 买入交易行为属于“好消息”, 这实际上降低了市场投资者对盈利中持续盈利部分的预期先验概率, 提高了对暂时性部分的预期先验概率, 即公司发布季度盈利亏损消息后, 董监高买入本公司股份信息披露的市场反应预期显著弱化。最后, 本文进一步考察在会计信息不确定性程度不同的公司中, 季度盈利亏损宣告日后董监高买入本公司股份的市场反应是否具有显著差异(模型(5))。回归模型所涉及变量的定义详见表 1。

$$CAR_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Purchase_{i,t} + \lambda_2 Purchase_{i,t} \times Loss_{i,t} + \lambda_3 Loss_{i,t} + \lambda_4 Uncertainty_{i,t} + \lambda_5 Cg_{i,t} + \lambda_6 Chge_{i,t} + \lambda_7 Delay_{i,t} + \lambda_8 Pb_{i,t} + \lambda_9 Trat_{i,t} + \lambda_{10} Rol_{i,t} + \lambda_{11} Analyst_{i,t} + Industry + Year + \vartheta_{i,t} \quad (4)$$

$$CAR_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 Purchase_{i,t} + \mu_2 Purchase_{i,t} \times Loss_{i,t} + \mu_3 Purchase_{i,t} \times Loss_{i,t} \times Uncertainty_{i,t} + \mu_4 Loss_{i,t} + \mu_5 Uncertainty_{i,t} + \mu_6 Cg_{i,t} + \mu_7 Chge_{i,t} + \mu_8 Delay_{i,t} + \mu_9 Pb_{i,t} + \mu_{10} Trat_{i,t} + \mu_{11} Rol_{i,t} + \mu_{12} Analyst_{i,t} + Industry + Year + \zeta_{i,t} \quad (5)$$

## 四、实证检验结果与分析

### (一) 描述性统计分析

表 2 报告了变量的描述性统计结果。在样本公司中, 平均而言, 董监高买入本公司股份交易比例占到约 35%。平均要等待 28 天, 最长要等待 258 天, 董监高买卖本公司股份的信息才能在交易所网站披露。这说明虽然交易所要求参与买卖本公司股票的管理人员在交易完成后两天内将这一信息报

表 1

变量定义

变量	变量名称	变量定义
CAR	董监高股份变动信息披露的市场反应	董监高股份买卖前后共计 5 天的日超额累积回报率
Purchase	董监高买入本公司股份	二元变量,当董监高买入本公司股份,赋值为 1,否则为 0
Loss	是否发生亏损	二元变量,当季度盈利为负数时,赋值为 1,否则为 0
Cg	公司是否完成股权分置改革	二元变量,当公司完成股权分置改革,Cg 赋值为 1,否则为 0
Chge	盈利变化	(季度末净利润-上季度末净利润)/上季度末资产面值
Delay	董监高股份变动披露时间间隔	董监高股份买卖交易发生日与信息披露日时间差的自然对数
Pb	市净率	每股股价/每股净资产
Trat	换手率	日个股成交金额/日个股流通市值
Rol	收益波动率	最近 250 个交易日对数收益率的标准差
Analyst	跟踪上市公司的证券分析师人数	上市公司被证券分析师跟踪人数加 1 后取自然对数
Industry	所属行业	二元变量,依据中国证监会《中国上市公司行业分类指引》(2001)将所有上市公司分为除了金融类外的 12 个行业大类,其中制造业企业按照行业前两位代码设置虚拟变量
Year	所属年度	2006~2011 年度虚拟二元变量

给所在公司,由所在公司及时在挂牌上市的交易所网站公开披露,但还是有不少公司没有能够做到及时披露,这客观上说明我国证券监管部门存在交易“严监管”,而信息披露“轻监管”的一边倒现象。董监高股份变动日前后 5 天的超额累积收益率均值为 0.3%。其中,董监高买入股份信息披露的超额累积收益率为 0.65%,而董监高卖出股份信息披露的超额累积收益率仅为 -0.69%。这说明投资者通常给予董监高买入本公司股份信息披露更积极的市场反应,市场倾向于认为董监高买入本公司股份是利好消息。季度盈利亏损公司约占 6.9%,跟踪上市公司的证券分析师人数平均为 19 人,最高的有 160 名证券分析师跟踪一家上市公司。

表 2

描述性统计

变量	观测数	均值	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值	标准误
CAR	1 234	-0.003	-0.114	-0.039	-0.003	0.032	0.119	0.058
Purchase	1 234	0.352	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	0.477
Loss	1 234	0.069	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.253
Cg	1 234	0.216	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.412
Chge	1 234	0.019	-0.045	-0.006	0.008	0.036	0.139	0.044
Delay	1 234	28.366	0.000	1.000	2.000	13.000	258.000	63.725
Pb	1 234	4.619	1.372	2.821	4.069	6.125	10.038	2.362
Trat	1 234	4.297	0.393	1.315	2.830	6.463	13.037	3.754
Rol	1 234	0.634	0.382	0.504	0.607	0.726	1.036	0.169
Analyst	1 234	19.264	0.000	1.000	5.000	26.000	160.000	29.666

注:变量 Delay 和 Analyst 为未经自然对数化处理的原始数据。

## (二)多元回归分析

为了验证上文的研究假说,本文控制了影响董监高买卖本公司股份的短期市场反应的诸多因素,回归分析方法采用 Petersen 提出的企业/年度双维聚类回归法,该方法有利于减少由于高估变量系数 T 值而导致的误受风险,可以使研究结果更稳健<sup>[21]</sup>。另外,由于回归模型中解释变量涉及一些交乘项,本文采用方差膨胀因子法(VIF)进行多重共线性诊断,表 3 各列的 VIF 均小于 10,不存在严重的多重共线性问题。

表 3 列(1)报告了董监高买卖本公司股份的市场反应。变量 Purchase 的系数为 0.011,显著为正数,表明董监高买入本公司股份被市场认为是利好消息,投资者会给出较为积极和正面的市场反应。列(2)在此基础上,控制了交乘项 Purchase×Uncertainty,该变量的回归系数为 0.008,且在 10%的水平上显著,表明在会计信息不确定性程度较高的公司组中,董监高买入本公司股份信息披露将引发市场投资者盈利预期的显著调整,越是在信息不确定性程度较高的公司,投资者的预期调整越为明显,投资者越会给出较为积极和正面的评价,从而验证了研究假说 H1。



表 3 会计信息不确定性与董监高买入本公司股份信息披露的市场反应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR(-2,2)	CAR(-2,2)	CAR(-2,2)	CAR(-2,2)
Purchase	0.011*** (3.68)	0.007(1.48)	0.007(1.57)	0.007(1.50)
Purchase×Uncertainty		0.008* (1.67)	0.009** (2.24)	0.010** (2.08)
Purchase×Loss			-0.019(-1.32)	0.018(1.32)
Purchase×Loss×Uncertainty				-0.041*** (-3.69)
Uncertainty	0.003(0.88)	0.001(0.19)	0.001(0.19)	0.001(0.19)
Loss	0.017*** (2.64)	0.016** (2.59)	0.019*** (2.65)	0.019*** (2.66)
Cg	-0.010** (-2.03)	-0.009* (-1.75)	-0.009* (-1.74)	-0.009* (-1.68)
Chge	-0.003(-0.05)	-0.001(-0.01)	-0.003(-0.05)	-0.003(-0.05)
Delay	0.002(1.12)	0.001(1.06)	0.001(1.05)	0.001(1.00)
Pb	-0.003** (-2.09)	-0.003** (-2.09)	-0.003** (-2.08)	-0.003** (-2.11)
Trat	-0.000(-0.64)	-0.000(-0.49)	-0.000(-0.55)	-0.000(-0.55)
Rol	0.017** (2.06)	0.018** (2.04)	0.017** (2.03)	0.016** (1.97)
Analyst	0.004*** (4.20)	0.004*** (3.85)	0.004*** (3.76)	0.004*** (3.77)
行业和年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制
截距项	0.047(0.74)	0.044(0.69)	0.042(0.66)	0.042(0.66)
F 值	3.420	3.350	3.280	3.190
Prob>F 值	0.000	0.000	0.000	0.000
拟合优度	0.074	0.075	0.076	0.076
观测数	1 234	1 234	1 234	1 234

注:括号内数值为经过企业一年度双维聚类分组回归(Two Way Clusters)调整后的 T 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 的水平上显著(双尾)。

进一步分析当公司公布了季度盈利亏损的不利消息时,董监高买入本公司股份信息披露的市场反应。列(3)报告了相关结果,交互乘项 Purchase×Loss 的回归系数为负,即总体而言“坏消息”宣告之后,董监高买入本公司股份的“好消息”影响了投资者对持续性盈利和暂时性盈利部分分配的先验概率,从而左右市场对公司盈利持续性和盈利质量的理性预期,该项系数为-0.019,虽与假说 H2 的预期符号一致,但该影响未通过显著性检验。

最后,本文检验会计信息不确定性对内部人买入近期亏损公司股份信息披露的市场反应的影响。在会计信息不确定性不同的公司组中,亏损宣告日后,董监高买入本公司股份信息披露的市场反应存在差异。交乘项 Purchase×Loss×Uncertainty 的回归系数为-0.041,且在 1%的水平通过了显著性检验,这表明尤其是在会计信息不确定性较高的公司组中,董监高买入季度盈利亏损的本公司股份这一额外信息事件显著降低了投资者对亏损持续性的预期。越是会计信息不确定性较高的公司,在宣布季度亏损这一“坏消息”后,董监高买入亏损本公司股份信息披露所引发的投资者对预期盈利的持续性和暂时性部分先验分配概率调整越显著,投资者的市场反应越发明显地弱化。投资者对董监高买入本公司股份信息披露的市场预期调整可以理解为是对前期季度盈利亏损的一个“延迟”了的反应,越是在会计信息不确定性程度较高的公司中,董监高买入本公司股份信息披露在缓解会计信息不确定性方面的作用越大。上述发现为研究假说 H2 提供了有条件的支持性证据,总体上符合假说 H3 的预期。

### 五、研究结论与启示

本文以公司会计信息不确定性为研究重点,考察了董监高买入本公司股份信息披露的市场反应,特别检验了当公司宣告诸如季度盈利亏损之类的负面消息后,董监高买入本公司股份信息披露的市场反应是否会受到会计信息不确定性的影响。研究发现,董监高买入本公司股份信息披露的市场反应与会计信息不确定性程度呈显著正相关关系,并且季度盈利亏损宣告后董监高股份买入信息披露改变了投资者对盈利持续性的预期,这一市场反应与会计信息不确定性呈显著负相关关系。

本文的研究验证了信息环境转换所带来的投资者对诸如亏损这一负面消息持续性的预期调整,以及董监高股份买入信息披露市场反应强度和方向的影响因素。在会计信息不确定性较高的公司

中,董监高股份买入信息披露能够为投资者提供较具价值相关性的增量信息,协助其更好地理解盈利信息的估值效应。本研究为改善上市公司的信息披露环境,调整“重”交易监管,“轻”披露监管的制度缺陷,帮助市场投资者更好地澄清董监高股份交易行为披露的信息含量,增强公司会计业绩—股价波动敏感度,发挥信息在证券资源配置中的指导作用提供了证据。此外,董监高股份变动信息是一项重要的额外信息来源,未来研究可以重点考察该类信息与其他诸如管理层讨论和说明、证券分析师盈利预测、股利支付等信息的相对重要性程度,以及知情机构投资者和证券分析中介如何利用董监高股份变动信息进行预测和价值评估活动。

#### 参考文献:

- [1] 刘浩,李增泉,孙铮.控股股东的产权收益实现方式与利益输送转向——兼论中国的股权分置改革[J].财经研究,2010,(4):56—67.
- [2] 朱茶芬,陈超,周陆海.内部人延迟披露股票交易信息的信息动机和后果研究[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2012,(10):1—12.
- [3] Collins,D.W.,Kothari,S.P.,Shanken,J.,Sloan,R.G.Lack of Timeliness and Noise as Explanations for the Low Contemporaneous Return-earnings Associations[J].Journal of Accounting and Economics,1994,18(3):289—324.
- [4] Easton,P.D.,Zmijewski,M.E.Cross-sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earning Announcements[J].Journal of Accounting and Economics,1989,11(2/3):117—141.
- [5] Francis,J.,LaFond,R.,Olsson,P.,Schipper,K.Information Uncertainty and Post-earnings-announcement-drift [J].Journal of Business Finance and Accounting,2007,34(3/4):403—433.
- [6] Bhattacharya,N.,Ecker,F.,Olsson,P.,Schipper,K.Direct and Mediated Associations among Earnings Quality,Information Asymmetry,and the Cost of Equity[J].The Accounting Review,2012,87(2):449—482.
- [7] Barth,M.E.,Cram,D.P.,Nelson,K.K.Accruals and the Prediction of Future Cash Flows[J].The Accounting Review,2001,76(1):27—58.
- [8] Baiman,S.,Verrecchia,R.E.The Relation among Capital Markets,Financial Disclosure,Production Efficiency, and Insider Trading[J].Journal of Accounting Research,1996,34(1):1—22.
- [9] Seyhun,H.N.Investment Intelligence from Insider Trading[M].Cambridge,MA:MIT Press,1998.
- [10] Roulstone,D.T.Insider Trading and the Information Content of Earning Announcements[Z].The Ohio State University Working Paper,2008.
- [11] Brochet,F.Information Content of Insider Trades before and after the Sarbanes-Oxley Act[J].The Accounting Review,2010,85(2):419—446.
- [12] Gu,F.,Li,J.Q.The Credibility of Voluntary Disclosure and Insider Stock Transactions[J].Journal of Accounting Research,2007,45(4):771—810.
- [13] Ecker,F.,Francis,J.,Kim,I.,Olsson,P.,Schipper,K.A Return Based Representation of Earnings Quality[J].The Accounting Review,2006,81(4):749—780.
- [14] Bhattacharya,N.,Desai,H.,Venkataraman,K.Earning Quality and Information Asymmetry[Z].Southern Methodist University Working Paper,2011.
- [15] Freeman,R.N.,Tse,S.The Multiperiod Information Content of Accounting Earnings:Confirmations and Contradictions of Previous Earning Reports[J].Journal of Accounting Research,1989,27(Supplement):49—79.
- [16] 雷光勇,刘慧龙.控股股东性质、利益输送与盈余管理幅度——来自中国A股公司首次亏损年度的经验证据[J].中国工业经济,2007,(8):90—97.
- [17] 张昕.中国亏损上市公司第四季度盈余管理的实证研究[J].会计研究,2008,(4):25—32.
- [18] Lakonishok,J.,Lee,I.Are Insiders Trades Informative?[J].Review of Financial Studies,2011,14(1):79—11.
- [19] Dechow,P.M.,Dichev,I.D.The Quality of Accruals and Earnings:The Role of Accrual Estimation Errors[J].The Accounting Review,2002,77(4):35—59.
- [20] McNichols,M.F.Discussion of “The Quality of Accruals and Earnings:The Role of Accruals Estimation Errors” [J].The Accounting Review,2002,77(Supplement):61—69.
- [21] Petersen,M.A.Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets:Comparing Approaches[J].Review of Financial Studies,2009,22(1):435—480.

(责任编辑:胡浩志)