

湖南商学院工商管理博士论丛

至诚至信 为实为新



重大事项公告前的 资金流向研究

黄丽萍◎著

Study on the Money Flow before
Major Events Announcement



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

重大事项公告前的 资金流向研究

黄丽萍◎著

Study on the Money Flow before
Major Events Announcement



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

重大事项公告前的资金流向研究 / 黄丽萍著.

北京: 中国经济出版社, 2015. 12

(湖南商学院工商管理博士论丛 / 黄福华主编)

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4109 - 8

I. ①重… II. ①黄… III. ①证券交易—资金流向—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 310224 号

责任编辑 焦晓云

责任审读 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 任燕飞装帧设计工作室

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京艾普海德印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 12

字 数 165 千字

版 次 2015 年 12 月第 1 版

印 次 2015 年 12 月第 1 次

定 价 42.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 88386794

总序

General Preface

湖南商学院工商管理学科积淀深厚，已有 60 多年的办学历史。早在 1949 年新中国成立后不久，学校前身湖南省贸易学校就开办了贸易干部管理专业培训班。1999 年企业管理学科成为省级重点建设学科，2013 年工商管理学科获得一级学科硕士学位授予权。

工商管理学科现有企业管理、会计学、旅游管理、技术经济及管理 and 传媒产业管理 5 个专业；现有教授 36 人，博士 32 人，国家杰出青年基金项目获得者 1 人，长江学者创新团队负责人与首席教授 1 人，“百千万人才工程”第一、第二层次国家级人选 1 人，教育部“新世纪优秀人才支持计划人选”1 人。该学科科研具备了很好的发展平台，现有 1 个省级重点建设学科——企业管理，3 个省级社科研究基地——商贸流通、现代物流和廉政建设，同时与多家企业建立了战略合作关系，为学科的科学研究与人才培养提供了很好的实践基地。该学科近年来承担国家级科研项目 15 项、省部级科研项目 100 多项，获得国家级和省部级科研及教学奖励 6 项；在《管理世界》《会计研究》等学术期刊发表论文数百篇；出版专著和教材 24 部。该学科立足平台、聚焦方向，已形成以培养应用型高级专门人才为主、商科特色鲜明的稳健发展的体系。

在工商管理学科建设中，一大批青年博士发挥了中坚与骨干作用。

这些博士思维敏捷，理论功底雄厚，研究方法科学，勇于科研创新，在各自的研究方向上卓有建树。为更好地促进学校工商管理学科建设的健康发展，也为鼓励这些年轻的博士们在科学研究中不断迈上新台阶，学校以学科建设经费资助他们将博士论文出版成书。

深观这批博士论著可见，博士们在各自的研究领域对相关问题均具有独到的见解与创新，凸显了关注前沿问题的意识，体现了综合运用相关专业知识独立进行科研创新的能力。当然，年轻博士们的研究也有不尽如人意之处，但“小荷才露尖尖角，早有蜻蜓立上头”，这批学术专著的出版也为他们今后的学术研究和科研创新拉开了新的一幕，未来湖南商学院的工商管理学科建设将会更加美好。

特此祝贺，是为序。

柳思维

2015年11月6日

（柳思维，湖南商学院荣誉一级教授，经济与贸易发展研究院院长，湖南商学院院学术委员会主任。中南大学博士生导师，10余所院校兼职教授。兼任国家哲学社会科学规划应用经济学科组评委等社会职务。湖南省人民政府参事，湖南省院士专家咨询委员会委员。国务院政府特殊津贴专家。）

自序

Author's Preface

内幕交易领域的研究很多且成果丰硕，本书从一个新的视角——资金流向来研究中国股票市场上重大事项公告前的内幕交易，有助于深化对中国股票市场上内幕交易手段的认识。

本书的实证结果表明，属于好消息的业绩预告在公告前的资金流入大于属于坏消息的业绩预告在公告前的资金流入，分析师调高投资评级的股票在公告前后的资金流入大于分析师调低投资评级的股票在公告前后的资金流入，股东大额减持程度与股东大额减持前的资金流入负相关，并购重组成功前的资金流入大于并购重组失败前的资金流入，分红预案中的分红数量与分红预案公告前的机构买入量正相关，股权激励比例与股权激励成功前的资金流入正相关。

总体来说，股票暴涨前的资金流入大于股票暴跌前的资金流入，股票暴涨前的机构买入量大于股票暴跌前的机构买入量，中国股票市场上重大事项公告前的内幕交易明显。若重大事项是好消息，那么内幕交易者会提前买入；若重大事项是坏消息，那么内幕交易者会提前卖出。内幕交易者通过利用重大事项提前买入和卖出获取超额收益。

本书得以顺利完成，首先要衷心感谢陈小悦教授和李志文教授的精心指导。有幸师从陈老师四年之久，深深折服于他的学识与人品，以及他高瞻远瞩和不畏艰难的学术态度。虽然我未能完全领悟陈老师的学术

思想和精髓，但陈老师高尚的学术追求一直在激励着我不断努力。即使在病中，陈老师也不忘关心我的学习状况和研究进展，他的坚强与乐观令我敬佩。陈老师离世后，我辗转多年仍未能完成博士论文，直到李志文老师出手相助，在学术和生活上给予我巨大的帮助和支持，我才最终完成学业，李老师的言传身教使我终生受益。

感谢我博士班的同学们，他们在学习和生活上都给了我很多真诚的帮助！与他们之间深厚的友谊，是我人生中的宝贵财富。

感谢我的父母和爱人，是他们一直在默默地支持我。

还要深深感谢所有支持和帮助过我的老师和朋友。

在研究过程中，我参考了大量 Wind 数据库的资金流向数据，以及很多专家和学者的文献资料，在此一并表示感谢。

黄丽萍

2015 年 11 月 2 日

目录

Contents

第1章 绪论	1
1.1 研究动机	3
1.2 概念界定	4
1.2.1 重大事项	4
1.2.2 资金流向	6
1.2.3 内幕交易	6
1.3 逻辑框架	8
1.4 创新之处	9
1.5 主要内容	9
第2章 文献回顾与理论基础	11
2.1 文献回顾	13
2.1.1 重大事项中的内幕交易	13
2.1.2 内幕交易程度的度量	14
2.1.3 内幕交易的监管	16
2.2 内幕交易的理论基础	19
2.2.1 操纵交易理论	19
2.2.2 高管薪酬（补偿）理论	23
2.2.3 序贯交易理论	25

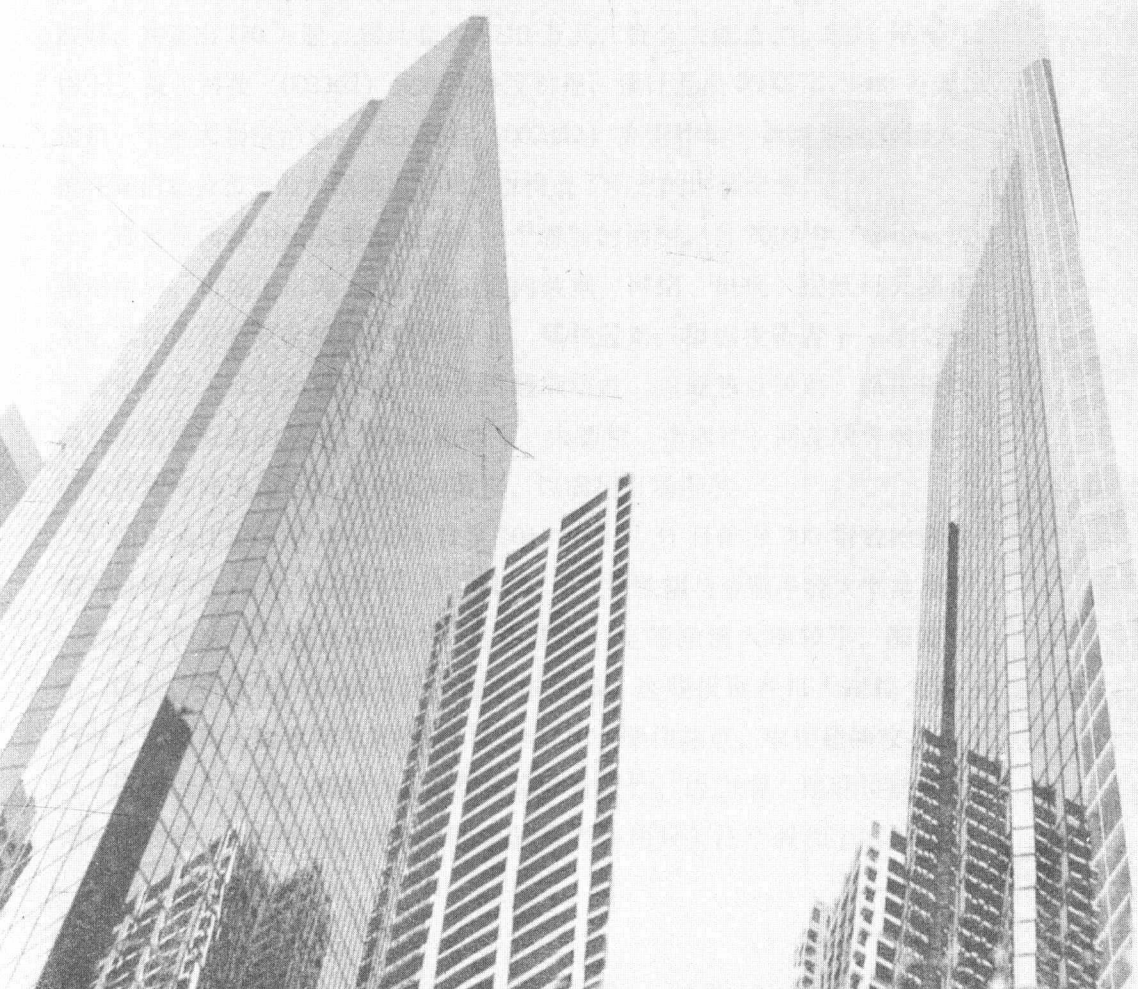
2.3	内幕交易研究的最新进展	28
2.4	本章小结	29
第3章 业绩预告前的资金流向		31
3.1	引言	33
3.2	文献回顾与研究假说	34
3.3	研究设计	36
3.3.1	变量	36
3.3.2	模型	38
3.4	实证检验	38
3.4.1	样本	38
3.4.2	分组 t 检验	39
3.4.3	Logistic 回归	42
3.5	本章小结	47
第4章 分析师评级前后的资金流向		49
4.1	引言	51
4.2	文献回顾与研究假说	52
4.3	研究设计	54
4.3.1	变量	54
4.3.2	模型	55
4.4	实证检验	56
4.4.1	样本	56
4.4.2	检验研究假说 H_{4-1}	57
4.4.3	检验研究假说 H_{4-2}	61
4.5	本章小结	67

第5章 股东大额减持（增持）前的资金流向	69
5.1 引言	71
5.2 文献回顾与研究假说	72
5.3 研究设计	74
5.3.1 变量	74
5.3.2 模型	75
5.4 实证检验	76
5.4.1 样本	76
5.4.2 描述性统计	77
5.4.3 检验研究假说	77
5.5 本章小结	81
第6章 并购重组成功（失败）前的资金流向	83
6.1 引言	85
6.2 文献回顾与研究假说	86
6.3 研究设计	87
6.3.1 变量	87
6.3.2 模型	88
6.4 实证检验	89
6.4.1 样本	89
6.4.2 描述性统计	91
6.4.3 检验研究假说	92
6.5 本章小结	98
第7章 分红预案公告前的资金流向	99
7.1 引言	101
7.2 文献回顾与研究假说	102

7.3	研究设计	104
7.3.1	变量	104
7.3.2	模型	105
7.4	实证检验	107
7.4.1	样本	107
7.4.2	描述性统计	107
7.4.3	检验研究假说	110
7.5	本章小结	117
第8章 股权激励成功（失败）前的资金流向		119
8.1	引言	121
8.2	文献回顾与研究假说	122
8.3	研究设计	124
8.3.1	变量	124
8.3.2	模型	125
8.4	实证检验	126
8.4.1	样本	126
8.4.2	描述性统计	127
8.4.3	检验研究假说	127
8.5	本章小结	133
第9章 暴涨暴跌前的资金流向		135
9.1	引言	137
9.2	文献回顾与研究假说	138
9.3	研究设计	140
9.3.1	变量	140
9.3.2	模型	140

9.4 实证检验.....	142
9.4.1 样本.....	142
9.4.2 描述性统计.....	142
9.4.3 检验研究假说.....	145
9.5 本章小结.....	152
 第 10 章 结论与启示	153
10.1 研究结论	155
10.2 主要启示	156
10.3 未来研究方向	157
 参考文献	159
学术术语索引	175

第1章 绪 论



1.1 研究动机

内幕交易在中国股票市场上并不少见：内幕消息知情人在好消息公布之前大举买入，往往导致资金大幅流入；在坏消息公布之前大幅卖出，往往导致资金大量流出。

2011年3月2日，彩虹精化（002256）发布签订重大意向性合同的公告，金额超过10亿元人民币，这是重大利好消息。在这之前，彩虹精化（002256）某董事于2010年12月21日至2011年3月2日，利用其控制的证券账户买入彩虹精化（002256）289万股，买入金额4722万余元，资金大幅流入，构成了明显的内幕交易。

2011年3月21日，汉王科技（002362）9名现任高管同时大幅卖出手中股票，共卖出120万股，累计套现8710万元，资金大幅流出。2011年4月18日，汉王科技（002362）发布一季度财报，预计亏损4000万~5000万元，这是一个重大利空消息。汉王科技（002362）高管作为亏损消息的知情人，抢在坏消息公布之前大幅卖出股票，也构成了明显的内幕交易。

资金流向在中国股票市场上是一个崭新的话题。自2009年Topview数据退市后，市场上出现了新的资金流向数据。网络、电视、报纸每天都在不厌其烦地分析资金流向了哪些行业、哪些股票，提醒投资者下一个交易日该如何买入或者卖出股票。为获得超额收益，追逐热点股票、抓住板块轮动成为投资者的共识。Wind数据库、大智慧、指南针、同花顺等国内主流软件服务商迅速推出资金流向数据，以满足市场需求。

简单地比较2011年3月1日至2011年3月31日沪深300指数的涨跌幅与金额净流入率（见图1-1）可以发现，涨跌幅与金额净流入率是高度一致的，即金额净流入率较大，涨幅较大；金额净流入率较小，涨幅较小。因此，资金流向数据很受投资者的追捧。这些投资者每天跟踪个股、行业、大盘的资金流向，试图从中找出规律，跟住热点，取得超额收益。

资金流向数据受到投资者的热捧有其合理性，因为潜心跟踪可能会取得超额收益，抓住牛股。但是，市场投资者往往只关注个股和个案，缺少

严谨的实证分析。既然资金流向数据这么神奇，那么能否利用资金流向数据来做一些有意义的研究呢？本书从大样本实证的角度研究重大事项公告前的资金流向，从中可以明显发现，内幕交易者在好消息公布前买入、在坏消息公布前卖出。这意味着资金流向数据可以看出内幕交易，从而开拓出内幕交易研究的一个新的视角——资金流向。

为什么要从资金流向的角度研究重大事项公告前的内幕交易呢？第一，如前文所述，资金流向数据十分新颖，国内几乎没有人研究过，在国外受数据来源限制，相关研究也不多。第二，利用资金流向数据，可以从实证角度清晰地阐述重大事项公告前的内幕交易，从而有助于发现内幕交易。



图 1-1 沪深 300 指数的涨跌幅与金额净流入率的比较

数据来源：Wind 数据库。

1.2 概念界定

1.2.1 重大事项

Meulbroek (1992) 在研究内幕交易时，将事项分为业绩预告、破产、发布消息（好消息、坏消息）、收购（杠杆收购、友好收购、恶意收购）、

重组等。国内文献对于重大事项并无一致的定义：李善民和陈玉罡（2002）认为重大事项包括分红、公布年报等；张新和祝红梅（2003）认为重大事项包括利润暴增、利润骤降、重大投资、控制权转移和高送转等；柯江林、张必武和孙健敏（2007）认为重大事项包括上市公司总经理更换、高管团队重组等。

证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》中，将重大事项定义为公司的经营方针和经营范围的重大变化等二十一种情形^①。由于证监会定义的某些重大事项难以从定量角度进行实证分析，本书不可能完全照搬证监会对于重大事项的定义。

从国内最主流的数据库来看，Wind 数据库将重大事项分为股东大会召开、诉讼仲裁、违规、担保、关联交易、股权质押、股权冻结、股权分置改革等。这符合中国股市的实际情况。笔者认为，对上市公司股价有较大影响的事项都可以称为重大事项，如业绩预告、分析师评级、股东大额减持（增持）、分红预案、并购重组、股权激励等。

为什么选定业绩预告、分析师评级、股东大额减持（增持）、分红预案、并购重组、股权激励作为本书的研究事项呢？原因有三：一是这些事

① （一）公司的经营方针和经营范围的重大变化；（二）公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定；（三）公司订立重要合同，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响；（四）公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况，或者发生大额赔偿责任；（五）公司发生重大亏损或者重大损失；（六）公司生产经营的外部条件发生重大变化；（七）公司的董事、1/3 以上监事或者经理发生变动，董事长或者经理无法履行职责；（八）持有公司 5% 以上股份的股东或者实际控制人，其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化；（九）公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定，或者依法进入破产程序、被责令关闭；（十）涉及公司的重大诉讼、仲裁，股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效；（十一）公司涉嫌违法违规被有权机关调查，或者受到刑事处罚、重大行政处罚，公司董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违规被有权机关调查或者采取强制措施；（十二）新公布的法律、法规、规章、行业政策可能对公司产生重大影响；（十三）董事会就发行新股或者其他再融资方案、股权激励方案形成相关决议；（十四）法院裁决禁止控股股东转让其所持股份，任一股东所持公司 5% 以上股份被质押、冻结、司法拍卖、托管、设定信托或者被依法限制表决权；（十五）主要资产被查封、扣押、冻结或者被抵押、质押；（十六）主要或者全部业务陷入停顿；（十七）对外提供重大担保；（十八）获得大额政府补贴等可能对公司资产、负债、权益或者经营成果产生重大影响的额外收益；（十九）变更会计政策、会计估计；（二十）因前期已披露的信息存在差错、未按规定披露或者虚假记载，被有关机关责令改正或者经董事会决定进行更正；（二十一）中国证监会规定的其他情形。