内部人交易、信息披露与投资者情绪的传导机制剖析

张本照（教授），王 春，王海涛（副教授）

【摘要】本文基于2012~2015年部分上市公司的内部人交易数据和公司信息披露资料，从投资者情绪的角度出发，实证研究发现：内部人对外披露的信息量会受到市场环境下投资者情绪的影响，但这并不意味着内部人的信息披露策略是投资者情绪的被动接受者，相反其在一定程度上可以通过制定特殊的信息披露策略来影响投资者对公司股价的看法，以此来操纵投资者情绪，进而达到间接操纵股价的目的，从而得以自主选择增持或减持股份以谋取超额收益。本文的研究结论为监管部门加强对内部人交易动机的监管提供了证据。

【关键词】内部人交易；信息披露；投资者情绪

【中图分类号】F830.91 【文献标识码】A 【文章编号】1004-0994(2016)35-0119-5

一、引言

自2006年实行股权分置改革以来，我国上市公司内部人交易的序幕就此拉开。由于交易对象具有特殊性，对于内部人交易的研究也日益受到学术界的关注。现有研究普遍认为内部人交易所获取的超额收益是利用其特有的信息优势得来的，但这些研究往往忽略了一个重要的影响因素——投资者情绪。

在我国A股市场的投资者中，散户占据了较大比例，但其缺乏足够的炒股经验与相关的专业知识，因而极易受到外部因素的影响产生情绪波动。而投资者情绪的波动往往会导致上市公司股价的波动，使其偏离真实价值。因此，不能仅从信息不对称的角度来看待内部人交易所获得的超额收益，也应该考虑到可能是内部人利用其自身的信息优势来影响投资者情绪，由投资者情绪的波动来带动股价的波动，进而做出相应的决策（如增持或减持）以获得超额收益。这其中信息披露对于投资者情绪的影响也同样不可小觑。在我国，投资者对信息的反应常常表现出投机性强、换手率高、羊群效应大等非理性的特征。那么，在我国资本市场上，公司的内部人是否会有意识地采取某种特定的信息披露策略来影响投资者情绪，通过投资者情绪的波动致使股票产生错误定价，如此将股价“引至”当初所预设的价格区间后再进行增持或减持，从而达到自利的目的？

基于此，本文选取了部分A股上市公司为研究对象，重点研究了内部人交易与投资者情绪之间是否存在联系，信息披露在这两者之间是否起到了桥梁的作用以及这三者之间的相互作用机制。

二、文献回顾

（一）内部人交易与信息优势的相关研究

大部分学者都认为内部人交易之所以能够获得超额收益是因为利用了信息优势。曾庆生（2008）发现上市公司内部人会选择在累计超常回报最高点卖出本公司股票，表现出了很强的时机把握能力，由此得出结论：内部人交易的短期超常回报即时机选择能力可能来自于其掌握的非公开信息。曾庆生（2012）还研究得出在中小板企业中存在着内部人在定期披露前窗口利用信息优势进行交易获得超常回报的情况，而主板企业则不存在这种情况；同时中小板企业内部人的亲属在报告前窗口利用信息优势进行交易赚取短期超常回报的动机比内部人本人更加强烈。李俊峰等（2011）通过事件窗法，以大股东增持事件为研究对象，研究大股东能否获得超常收益，得出确实存在显著的超额收益的结论。吴育辉、吴世农（2011）则以大股东减持的深交所上市公司为样本，研究股票减持过程中的大股东掏空行为，研究证实大股东通过对上市公司信息的操控来获得减持收益。朱茶芬等（2011）发现高管在卖出中充分利用了估值判断的优势而在买入中则利用了业绩预测的优势，其实证研究结果有力地证明了高管在交易中利用了信息优势。从这些研究中我们可以看出内部人确实是存在信息优势的。曾庆生（2011）研究得出内部人交易存在着延迟披露的现象，且买入比卖出交易信息的披露迟、在信息敏感期比其他时间的交易信息披露迟、内部人的职位仅在披露延迟严重的买入样本组才产生影响。

（二）信息披露与投资者情绪的相关研究

目前的研究表明，乐观的投资者情绪会导致股价被高

估，悲观的投资者情绪则会导致股价低迷，而理性的管理层则能够借助其独特的信息优势去判断投资者情绪以及股票是否被错误定价，从而制定相应的信息披露策略，以应对不同时期的投资者信息需求并从中获利（2009）。因此，我们可以将其视作一个投资者与内部人相互博弈的过程。从迎合理论的视角来看，公司的管理层为了提升公司的短期价值会去迎合投资者不同的情绪需求，且其决策的制定会受到投资者情绪需求的影响（2011）。

Bergman 和 Roychowdhury（2008）在关于投资者情绪对公司自愿性信息披露业绩预测报告的影响研究中发现，当投资者情绪低落时，管理层更倾向于发布长期业绩预告，且会增加盈余预告信息的披露，以期改善投资者低迷的情绪；当投资者情绪高涨时，管理层为了能够维持投资者情绪的高涨，则会偏向于保持沉默和减少长期业绩预告的披露。

王俊秋等（2013）以管理层业绩预告为研究对象，针对宏观市场层面投资者情绪对微观企业信息披露策略的影响进行了实证研究。研究发现相比于情绪高涨期，在投资者情绪低落的时候，管理层自愿发布业绩预告的动机更强且精确度更高，但随着投资者情绪的逐渐高涨，其自愿发布业绩预告的动机会逐步减弱，精确度也会显著降低。

（三）投资者情绪及其与股票收益关系的相关研究

目前关于投资者情绪的度量有直接和间接两种方式。直接度量方式主要是以问卷调查的形式，通过调研得到的数据中乐观和悲观投资者的比例计算出市场情绪指标，如央视看盘数据、新浪多空指数等。但因为这种方法具有较强的主观性，而且只能获得部分投资者的反馈，所以其运用并不是十分普遍。目前大部分文献以市场上的各种客观数据作为投资者情绪的代理指标，通过运用主成分分析法来获取最终的情绪综合指标。易志高和茅宁（2009）结合国内股票市场的现实情况，选取了封闭式基金折价、交易量、IPO 数量及上市首日收益、消费者信心指数和新增投资者开户数作为投资者情绪的代理变量，同时控制了居民消费价格指数、工业品出厂价格指数、工业增加值和宏观经济景气指数等宏观经济变量，构建了中国股票市场投资者情绪综合指数的月度指标。张宗新和王海亮（2013）采用封闭式基金折价率、市场换手率、投资者新增开户数、上涨下跌家数比、A 股平均市盈率、上证指数振幅作为市场情绪代理变量，通过主成分分析法来构造投资者情绪综合指标。

而对于投资者情绪与股票收益关系的研究，国外针对投资者情绪总体效应的研究结果大都显示投资者情绪与股票收益之间存在相关关系。Lee 等（2002）发现投资者情绪是影响股价的系统性因子，投资者情绪变化会引起股票收益波动。Brown 与 Cliff（2004）认为投资者情绪的水平值、变化量与市场收益强相关。而国内对于投资者情绪的研究则起步较晚。王美今和孙建军（2004）、陈彦斌（2005）等对投资者情绪与股票收益间关系的研究也表明投资者情绪会显著影响股票收益且反向修正收益波动，并形成系统性风险。

为了进一步考察投资者情绪的特征，也有学者将投资者情绪进行细分以考察不同的情绪特征对股票市场所造成的不同影响。如 Lee 等就发现在股票收益的波动性上，乐观的投资者情绪会减轻股票收益的波动，反之则会加剧其波动。文凤华等（2014）则发现，如果将投资者情绪分为积极情绪和消极情绪，积极的或者是高涨的情绪对股票收益有正向的影响，而消极的或者是低迷的情绪则对其不具有明显的影响。

三、理论分析与研究假设

（一）股票市场情绪与公司信息的披露

上市公司管理层的信息披露在资本市场中扮演着重要的角色。由于公司公告信息含量较高，对于减轻投资者与公司之间的信息不对称程度有着显著的作用，所以投资者通常会通过关注公司的公告信息来了解公司的财务状况、运营状况及管理状况等，进而决定自己的投资策略。而当内部人存在自利交易的动机时，其进行信息披露的策略与没有自利交易动机时的信息披露策略之间是否存在区别？本部分从投资者情绪的角度，通过引入内部人自利交易的动机来考察市场情绪对于公司信息披露的影响。

首先，本文将投资者情绪进行细分：一类是股票市场情绪，是由于宏观政策、宏观经济形势的变化等而对市场上所有投资者产生影响的情绪；一类是个股投资者情绪，即关注某一只特定股票的投资者的情绪。之所以这样区分是因为股票价格的变动既可能受股市大环境情绪变化的影响，也可能受个股投资者情绪变化的影响。

所谓内部人交易，是指公司董事、监事、高级管理人员以及持股比例超过 5%的大股东买卖自家股票的行为。由于内部人对公司有着深入的了解，掌握着精确而及时的信息，这种特有的信息优势可以帮助其准确判断公司股票的定价是否错误以及投资者情绪是高涨还是低落。当内部人存在自利交易的动机时，他该如何配合投资者的情绪来进行策略性的信息披露，进而获得超额收益呢？

当股票市场情绪高涨时，投资者往往会低估风险而高估收益，对公司前景相对看好，因而股价也会被抬高并偏离其真实价值。但是内部人深知公司未来的业绩并不一定能够满足投资人的设想，所以为了能够保持公司的股价不下跌，可能会选择减少信息的披露，以避免引起新一轮的市场情绪波动。当市场情绪低落时，投资者会高估风险而低估收益，股价则会被压低。为了避免股价长期处于低迷的状态，内部人可能更愿意经常发布公告信息去迎合投资者的信息需求，以期提升公司形象，展示公司良好的发展前景，增加投资者对公司的信心，促使股价回归其基本价值。因此相对于市场情绪乐观期间，在市场情绪悲观期间，管理层为了满足悲观情绪投资者的信息需求，主动披露信息的动机更强。即内部人可

以通过不断修正信息披露的策略去迎合股票市场的不同情绪期。

由于在相等的时间区间内，公司公告信息的次数越多，其所包含的信息量必定越多，所以本文用每个月公司发布公告的数量衡量公司对外披露的信息量，并将其作为本文的一个主要变量。由此，本文提出如下假设：

假设1：当存在内部人交易时，股票市场情绪对公司信息披露的数量有反向的影响。

（二）个股投资者情绪与公司的信息披露

股票市场的情绪会影响公司信息披露的策略，但这并不意味着公司的信息披露策略总是投资者情绪的被动接受者，反之，笔者认为内部人可能会主动地通过特殊的信息披露策略去影响投资者情绪，进而达到自利交易的目的。

当内部人具有自利交易动机时，其可能会有意识地通过某种特定的信息披露策略来影响个股投资者的情绪，通过投资者情绪的波动引起股价的波动，进而导致股票被错误定价，最终实现自利交易。由此分析可知：内部人可以操纵股价。

由于公司内外部投资者之间一直存在信息不对称的问题，为了能够减轻信息不对称的程度，国家对上市公司信息披露的政策进行了多次改革。现今的强制性信息披露与自愿性信息披露政策就是为了减轻内外部投资人之间的信息不对称程度所做的一项规定。如果公司自愿增加对外披露的信息量，那么此举必定会减轻内外部投资者之间的信息不对称程度，这种积极增加公司信息透明度的行为对于关注该只股票的投资者（个股投资者）来说，会使投资者对公司产生良好的印象，其情绪则可能会因此更乐观。但笔者认为，信息量的增加对于个股投资者的情绪并不一定只有促进作用。从投资者的角度来看，充分的信息披露应满足真实性、及时性、相关性、完整性和适度性五个条件。由此可见，当披露的信息量达到某一临界值后，公司再增加信息的披露就可能会增加公司暴露存在某些问题的风险，从而对投资者情绪产生消极的影响，即信息量超过该临界值之后，再增加信息的披露可能会导致投资者情绪的下挫。由此，本文提出如下假设：

假设2：公司公告的信息量与个股投资者情绪之间可能存在倒U型关系，即披露的信息量存在某一最优点，当低于该点时，披露信息量的提高可能会促进个股投资者情绪的提升，但超过该点后，则会抑制个股投资者的情绪。

（三）个股投资者情绪变化与内部人交易

当内部人通过信息披露的“手段”成功影响个股投资者的情绪之后，由于投资者情绪变化会连带着股价波动，因此可以认为内部人也“主动”影响了自家股票的股价。内部人可以依据股价的上涨或者下跌来选择增持或者减持股份，从而获得超额收益。当个股投资者情绪高涨时，股价偏高，内部人可以选择减持策略（高价卖出）；而如果个股投资者情绪低落，股价则会被压低，此时内部人可以选择增持策略（即低价买入）。因此，依据个股投资者情绪的高低不同，内部人会有增持、减持和不变动股份的行为倾向。由此，本文提出如下假设：

假设3：个股投资者情绪越高涨，内部人越倾向于减持；个股投资者情绪越低落，内部人越倾向于增持。

四、研究设计

（一）数据来源

鉴于2007年年初至2008年年底以及2015年6月之后我国股市发生了较为剧烈的波动，投资者情绪变动较大，可能会导致研究结果产生偏差，所以本文选取股市价格相对平稳的阶段——2012年5月～2015年5月的数据来进行分析。本文对三年间全部A股公司的股价波动绝对值[（2015年5月末收盘价－2012年5月末收盘价）/2012年5月末收盘价的绝对值]进行排序，在剔除了ST、*ST、金融类公司以及停牌超过3个月的公司后，选取这期间股价波动绝对值排名前100名的A股公司为样本公司。本文采用的数据为这100家样本公司2012年5月～2015年5月的面板数据，除消费者信心指数来自于国家统计局的《中国经济景气月报》外，其余所有变量数据均来自Wind金融数据库。

（二）变量定义与模型设定

1. 为验证假设1，考察股票市场情绪对公司信息披露数量的影响，设定模型（1）：

$$News_{it}=\beta_0+\beta_1 MS_t+\beta_2 D+\beta_3 D\times MS_t+\beta_4 X+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中：i表示样本公司，t表示时间；News表示样本公司每月公布的信息量，本文以上市公司每月所发布的公告数量来代表公司对外披露的信息量；MS表示股票市场情绪，本文选取五个具有代表性的变量进行主成分分析后得到股票市场情绪的综合变量；D为当月是否发生内部人交易的虚拟变量，在每个月中，只要发生了内部人交易，不管是增持还是减持都记为1，没发生则记为0；交叉项用来衡量股票市场情绪在有或没有内部人交易的情况下对信息公告的影响有无区别。X表示一组控制变量，具体包括：①盈利能力（ROA）；②公司规模（Size），等于公司流动资产的自然对数；③资产负债率（Debt）。鉴于这些控制变量都发布在季报中，而本文所使用的数据均为月度数据，所以笔者通过数据平滑的方法，即用变量季末的数据减去季初的数据得到差值△X，用季初数据加△X/3即得到该季度第一个月的数据，用季初数据加△X×2/3即得到该季度第二个月的数据，以此类推即可得到各控制变量在样本期间的月度数据。上述控制变量均取t－1期数值。

2. 为验证假设2，考察信息公告与股票市场情绪对个股投资者情绪的影响，设定模型（2）：

$$Sentiment_{it}=\beta_0+\beta_1 MS_t+\beta_2 News_{it}+\beta_3 News^2_{it}+\beta_4 X+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

Sentiment表示个股投资者情绪，在本文中笔者选取个股

市场换手率来表示。但是鉴于换手率数值的大小仅能反映投资者情绪的激动或平稳，并不能较好地体现情绪的高涨或低落（因为无论股市放量上涨或下跌，其换手率都很高，但很明显前者是情绪的高涨而后者是情绪的低落），所以本文借鉴梁丽珍（2010）的做法，对个股换手率数据进行调整，即如果当月个股收盘价比前一交易日收盘价高则换手率为正，反之换手率为负。$News^2_{it}$为样本公司各月所发布公告数的平方。X表示一组控制变量，具体包括：①盈利能力（ROA）；②公司规模（Size），等于公司流动资产的自然对数；③资产负债率（Debt）。上述控制变量均取t-1期数值。

3. 为验证假设3，考察个股投资者情绪对内部人增持、减持或不变动股份行为倾向的影响，设定模型（3）：

$$C_{it}=\beta_0+\beta_1 MS_t+\beta_2 Sentiment_{it}+\beta_3 X+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

C_{it}表示样本公司的内部人在当月增持、减持或者不变动自家公司股份的行为，-1表示减持，1表示增持，0表示不变动股份。虽然绝大部分样本公司在发生内部人交易的月份中交易的方向都是一致的（即所有的内部人交易均为增持或者均为减持），但也存在一些样本公司在发生内部人交易的月份中既发生了增持行为也发生了减持行为，那么此时则以该月内部人交易的总方向来定义C值，即如果该月内部人减持的股数大于内部人增持的股数，则将C定义为-1，反之则定义为1。X表示一组控制变量，具体包括：①盈利能力（ROA）；②资产负债率（Debt）。上述控制变量均取t-1期数值。

五、实证结果与分析

（一）股票市场情绪的构建

股票市场情绪（MS）是本文的主要解释变量之一，而如何准确地衡量投资者情绪是行为金融实证研究的难点。本文借鉴易志高和茅宁（2009）的方法，选取了5项能够反映国内股票市场投资者情绪变化的指标，即上证指数振幅（ZF）、消费者信心指数（CCI）、市场市盈率（PE）、市场换手率（TURN）、新增开户数（NIA，计算过程中对新增开户数取对数），利用主成分分析法（PCA）来构建股票市场情绪指数的月度指标。

首先，对5个指标的提前及滞后变量进行主成分分析（为了消除各变量单位差异的影响，在主成分分析前将各变量进行标准化处理），从而构造了一个包含10个变量的投资者情绪指数ms，然后分别对ms与5个指标的提前与滞后变量进行相关性分析，并相应地选择相关系数较大的5个变量作为构造综合情绪指数（MS）的源指标，分析结果如表1所示。

表1　　ms与10个变量的相关性分析

ZF_t	CCI_t	PE_t	$TURN_t$	$lnNIA_t$
0.449*	0.302*	0.735***	0.341**	0.678***
ZF_{t-1}	CCI_{t-1}	PE_{t-1}	$TURN_{t-1}$	$lnNIA_{t-1}$
0.175	0.364*	0.707***	0.330**	0.645***

注：*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著，下同。

从表1可知，除ZF_{t-1}外各指标均通过了相关的显著性检验，其中MS与ZF_t、CCI_{t-1}、PE_t、$TURN_t$、$lnNIA_t$的相关程度比较高，因此选择这5个变量作为构建MS的最终源指标。接下来对这5个源指标变量进行标准化处理，再对其进行主成分分析。MS的计算方法与ms相同，得到相应的结果见表2。

表2　　MS实证结果

	描述统计				因子载荷	相关系数					
	Mean	SD	Min	Max		MS	ZF_t	PE_t	$TURN_t$	$lnNIA_t$	CCI_{t-1}
ZF_t	1.51	1.05	0.51	6.00	0.277	0.606***	1				
PE_t	14.36	3.70	11.65	28.13	0.178	0.652***	−0.134	1			
$TURN_t$	2.56	1.16	1.18	7.04	0.300	0.488***	0.702***	−0.184	1		
$lnNIA_t$	13.36	0.96	12.53	16.37	0.223	0.599***	−0.152	0.936***	−0.265	1	
CCI_{t-1}	1.03	0.03	0.97	1.10	0.276	0.390**	0.298*	−0.109	0.427***	−0.17	1

MS各主成分变量系数的确定与ms的计算相同，其最终结果见式（4）：

$$MS=0.277\times ZF_t+0.178\times PE_t+0.3\times TURN_t+0.233\times lnNIA_t+0.276\times CCI_{t-1} \quad (4)$$

（二）回归分析

1. 股票市场情绪与公司信息披露。假设1的检验结果见表3。由表3可知D和MS的回归系数分别为-1.491和3.356，且都在1%的水平上显著，D×MS的系数为-4.189，在5%的水平上显著。说明股票市场情绪对公司披露的信息量具有正向的影响，即股票市场情绪越高，公司越倾向于发布更多的信息。内部人交易对信息披露有反向的影响，即当存在内部人交易时，公司倾向于发布较少的信息。从交互项的回归结果我们可以看出，当存在内部人交易（D等于1）时MS对News的回归结果与MS单独对News的回归结果相关方向是相反的，由此可以得出结论：当存在内部人交易时，股票市场情绪越高，公司所发布的信息量就越少。此处的结论与假设1完全一致，即当存在内部人交易时，为了配合其自利交易的动机，内部人会选择在股票市场情绪高涨时保持沉默而在股票市场情绪低落时增加发布的信息量。MS单独与News的回归则没有将内部人交易的自利动机考虑进来。

在控制变量中，ROA的系数显著为负，说明盈利能力较强的公司披露的信息量较少；Debt、Size的系数显著为正，说明资产负债率越高、规模越大的公司所披露的信息量越多。

表 3　　研究变量的回归分析结果

变量	News	Sentiment	C
D	−1.491*** (−3.88)		
MS	3.356*** (3.16)	68.841*** (7.45)	−0.325*** (−3.16)
D×MS	−4.189** (−2.39)		
News		0.874** (2.24)	
$News^2$		−0.0181** (−1.88)	
Sentiment			−0.001*** (−4.22)
ROA	−0.475*** (−6.15)	0.100 (0.20)	−0.163*** (−2.68)
Debt	0.065*** (3.46)	0.275** (2.06)	0.003*** (2.83)
Size	7.449*** (9.65)	−17.149** (−2.54)	

2. 公司信息披露与个股投资者情绪。从表3可以得出，Sentiment作为因变量时MS的回归系数为68.841且在1%的水平上显著，说明股票市场情绪对个股投资者情绪具有正向的影响，即股票市场的情绪越高涨，个股投资者的情绪也越高涨，反之则相反。因为个股投资者是市场投资者群体的组成要素，所以两者之间必然存在着一定的同步性。市场情绪的高涨肯定是由大部分个体投资者情绪的高涨所导致的，而市场情绪的低迷也必然蕴含着大部分个股投资者情绪的低迷。所以很显然两者是呈正相关关系的。

Sentiment和News、$News^2$的回归系数分别为0.874和−0.0181且都在5%的水平上显著，说明假设2中关于公司公告的信息量与个股投资者情绪间存在倒U型关系的假设是成立的，即当公司披露的信息量低于某一最优点时，公司增加信息的披露可能会促进本公司股票投资者（个股投资者）情绪的高涨，而当信息量超过这一最优点时，公司再增加信息的披露则可能对投资者情绪产生抑制作用。这是因为当公司对外披露的信息量较少时，内外部投资者之间信息不对称的程度较高，而当公司开始自愿地向外界披露公司的相关信息时，可以降低信息的不对称程度，在投资者看来公司的这种行为是在主动提高公司信息的透明度，是一种积极正面的行为，所以会带来个股投资者情绪的高涨。然而这种情绪的高涨并不是无止境的，当信息披露到一定程度时，再增加信息的披露则很有可能会暴露出公司日常运作中存在的一些问题，而这些问题可能原本是不会被投资者发现的，即所谓的“言多必败”。由此可见，披露的信息量与个股投资者情绪之间确实是存在着倒U型关系的。

在控制变量中，ROA、Debt的系数显著为正，说明盈利能力越强或资产负债率越高的公司其投资者情绪越高，而Size系数显著为负，说明公司规模越大其投资者情绪越低迷。

3. 个股投资者情绪变化与内部人交易。对假设3采用排序模型的方法进行检验，检验结果见表3。从表3中可以看到C与MS以及Sentiment都是显著负相关的。实证结果表明，不论是股票市场情绪还是个股投资者情绪，这两者越高涨，C越倾向于−1，即内部人越倾向于减持；反之则越倾向于增持。由于投资者的情绪与股票价格是呈正相关关系的，即投资者情绪越高涨则股票价格越高，所以当个股投资者情绪高涨时，由于内部人具有信息优势，可以准确判断自家股票价格是否过分高于其真实价值，如果确实是高于股票真实价值，内部人会选择减持自己手中的股票，也就是“高价卖出”，从而获取超额收益；而当个股投资者情绪低落时，股价则会相对低于其真实价值，此时内部人可以选择增持股票，也就是“低价买入”，等待股票价格回归真实价值或者超出真实价值时再选择抛售从而获取超额收益。

在控制变量中，ROA与C显著负相关，说明公司盈利能力越强，内部人越倾向于减持；Debt与C显著正相关，说明公司资产负债率越高，内部人越倾向于增持。

六、结论和政策建议

本文通过构建理论模型论证内部人交易、信息披露与投资者情绪三者之间的内在作用机制，考察了具有自利交易动机的内部人通过信息披露的手段来影响投资者情绪进而获得超额收益的传导过程。理论分析和实证结果表明，当内部人存在自利交易的动机时，如果市场情绪高涨，其为了维持自身公司的高股价，倾向于减少信息发布；反之则增加信息的发布。当内部人选择相应的信息披露策略以迎合不同的市场情绪后，关注个股的投资者情绪又会产生一系列的波动。当公司披露的信息量低于某一最优点时，披露信息量的增加有利于促进个股投资者情绪高涨，而一旦信息量超过该最优点，则会对个股投资者情绪产生一定的抑制作用。因此，内部人可以自主地控制对外披露的信息量，以将投资者的情绪控制在一定的范围之内，进而将股价控制在一定的范围内，以此来选择增持或减持股份。

本文的研究结论有助于了解上市公司的内部人如何利用信息优势来谋取超额收益，从而为监管部门完善上市公司信息披露制度提供了经验证据和理论依据。

主要参考文献：

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(10).

曾庆生. 信息不对称、交易窗口与上市公司内部人交易回报[J]. 金融研究，2012(12).

作者单位：合肥工业大学经济学院，合肥 230601