

学校编码: 10384

学号: 32120121150553

分类号_____密级_____

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

市场会对旧信息反应吗

——基于内部人交易信息披露的实证研究

Does Market React to Old Information——An Empirical

Study on the Disclosure of Insider Trading

陈 亿

指导教师姓名: 李 常 青 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为(国家自然科学基金项目“媒体治理:转型国家投资者保护的补充机制研究”)课题(组)的研究成果,获得(G0206-71172050)课题(组)经费的资助。

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- () 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。
- () 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月

摘要

市场信息的取得和传递是财务学研究的核心问题之一。根据有效市场假说,市场中的信息传递是及时且无成本的,投资者能及时对市场上出现的所有信息进行有效反应;当旧信息重新在市场上出现时,不可能再引起新的市场反应。然而在现实交易中,由于信息传递存在成本,投资者也存在诸如注意力、精力、能力的限制而难以及时接收信息并对其产生反应。这使得投资者可能对某些市场上已存在的信息“熟视无睹”,而对那些获取成本较低、较易引起注意、较少消耗精力、以其他形式传播,所谓“新瓶装旧酒”的旧信息产生反应。正是因为证券市场的信息传递受到信息传播路径、传播中介以及投资者的信息接收能力、处理能力等因素的影响,使得市场中可能出现如此这般的有悖于有效市场假说的市场异象。

本文根据上海证券交易所颁布的《上海证券交易所上市公司董事、监事和高级管理人员股份管理业务指引》,从投资者有限关注理论的视角研究了市场投资者对于不同信息渠道传播的董事、监事、高级管理人员等内部人交易信息的市场反应。本文选取了既在上海证券交易所网站上登记内部人交易信息,同时又发布内部人交易信息公告的样本,针对两种信息渠道的时间差和投资者关注程度的差异,检验了两种信息披露渠道所引发的市场反应是否不同、是否存在增量反应,以及该增量反应是否与大众媒体转载数量相关等问题。

本文研究结果显示,受到投资者有限注意力的限制,内部人交易信息在上海证券交易所“股份变动情况”平台登记时,在短期时间窗口内不能引起样本股票收益率和交易量的显著反应,而当内部人交易信息通过公司公告发布时,可引起样本股票收益率和交易量的显著反应。针对同一条内部人交易信息,当内部人交易信息的登记时间早于内部人交易信息的公告时间时,内部人交易信息在公告时可引起增量反应;当内部人交易信息的公告时间早于内部人交易信息的登记时间时,内部人交易信息在登记时则不能引起增量反应。公告内部人交易信息所产生的增量反应与大众媒体的转载数量具有显著相关性,但此种相关性受到机构持股比例的影响,机构持股比例越高的样本,媒体报道次数对增量反应的影响反而越低。

本文对内部人交易信息的微观传播路径进行了研究,结论表明信息的传播渠道和投资者的信息接收能力对资本市场上的投资者反应都有着重要影响。本文的研究结论丰富了关于信息引发市场反应的相关文献,同时也补充了信息传递理论的现有研究。此外,对于鼓励投资者通过不同渠道及时获取内部人交易信息进行投资有着显著的实践意义。

关键词: 有限关注; 内部人交易; 信息传播; 媒体关注; 市场反应

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Information acquisition and transmission are the core issues of financial researches. According to the EMH, investors can timely response to the information in the market. When old information appears on the market, it can no longer cause new market reaction. However, unlike the idealized assumptions, the process of information acquisition is affected by many factors, for example, the spreading path, the mediation and the information receiving capacity of investors. As a result, it may cause some anomalies.

In the background of “Shanghai stock exchange listed company directors, supervisors and senior managers share management guidelines ”which issued by the Shanghai stock exchange, we use the theory of limited attention and study the investors’ reaction to different channels of trading information of directors, supervisors and senior managers. We choose the sample of insider trading information which disclosed on the site of Shanghai stock exchange, and at the same time disclosed in the form of financial announcement. Making use of the time difference of two disclosure channels and the difference of investor attention, we check whether there is the difference of marketing reaction, whether or not there is incremental response and the factors that affect the marketing reaction.

According to the results of this paper, because of investors’ limited attention, when the news of insider trading information disclosed on the site of Shanghai stock exchange, investors don’t respond to the news, so the yield and trading volume of the company stay unchanged. But when news of insider trading information disclosed in the form of financial announcement, the yield and trading volume changed significantly. For the same information, when the news first disclosed on the Shanghai stock exchange, and then made the financial announcement, there is incremental reaction. But when the news first disclosed in the form of financial announcement and then disclosed on the Shanghai stock exchange, there is no incremental reaction. The market reaction of financial announcement is significantly related to the number of media reports. But it is influenced by the ownership proportion of institutional

investors. The higher institutional ownership is, the number of media reports' effects to increment reaction is lower.

This paper studies the micro process of the information dissemination. Our results show that the investors' ability of receiving information and the channels of spreading the information do matter. Our results can inspire the investors value the news that do not attract a lot attention, because it may bring the opportunities of making profits.

keywords : limited attention; insider trading; information transmission; media attention; market reaction

目录

第一章 引言	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究思路和研究框架	2
第三节 创新与贡献	4
第二章 文献回顾	5
第一节 内部人交易	5
一、内部人的信息优势与超额收益	6
二、内部人交易公告的信息效应	8
第二节 投资者关注	10
一、投资者关注理论	10
二、投资者关注的实证研究	12
第三节 有限关注、信息传播渠道及其市场反应	15
第三章 制度背景与研究假设	19
第一节 制度背景	19
一、关于内部人交易信息披露的制度规定	19
二、内部人交易信息实际披露情况	20
第二节 研究假设	22
一、市场收益率反应	23
二、交易量反应	24
三、股票收益率的增量反应	24
四、股票交易量的增量反应	26
五、大众媒体关注度与增量反应	27
第四章 研究设计	29
第一节 样本选取与数据来源	29
第二节 研究样本描述性统计	31
第三节 研究变量	32
一、因变量	32
二、自变量与控制变量	34
第四节 研究模型	37
一、股票收益对于不同内部人交易信息传播渠道的反应	37
二、股票交易量对于不同内部人交易信息传播渠道的反应	37
三、不同渠道发布的内部人交易信息能否引起收益率的增量反应	38
四、不同渠道发布的内部人交易信息能否引起股票交易量的增量反应	39
五、大众媒体关注度与增量反应	39
第五章 实证研究结果及分析	41

第一节 股票收益对于不同内部人交易信息传播渠道的反应	41
第二节 股票交易量对于不同内部人交易信息传播渠道的反应	42
第三节 不同渠道发布的内部人交易信息能否引起股票收益率的增量反应	43
一、变量描述性统计	43
二、实证结果分析	44
第四节 不同渠道发布的内部人交易信息能否引起股票交易量的增量反应	46
一、变量描述性统计	46
二、实证结果分析	48
第五节 大众媒体关注度与增量反应	50
一、变量描述性统计	50
二、实证结果分析	52
第六节 稳健性检验	55
一、股票收益率对于不同内部人交易信息传播渠道的市场反应的稳健性检验	55
二、股票交易量对于不同内部人交易信息传播渠道的市场反应的稳健性检验	57
三、对股票收益的增量反应的稳健性检验	58
四、对股票交易量增量反应的稳健性检验	61
第六章 结论及展望	65
第一节 研究结论与研究启示	65
一、研究结论	65
二、研究启示	65
第二节 局限性与未来展望	66
一、局限性	66
二、未来展望	66
参考文献	65
致谢	70

Contents

Chapter1 Introduction	1
Section1 Background	1
Section2 Research idea and Framwork	2
Section3 Innovation and contribution.....	4
Chapter2 Literature review	5
Section1 Insider trading	5
1.Insider’s information superiority and excess returns	6
2.The announcement reaction of insider trading news	8
Section2 Investor attention.....	10
1.The theory of investor attention.....	10
2.The empirical research of investor attention.....	12
Section3 limited attention,information trading path and the market reaction.....	15
Chapter3 System background and Research hypothesis.....	19
Section1 System background	19
1. The rules of disclosing insider tradings	19
2. The actual situation of insider trading diclosure.....	20
Section2 Research hypothesis	22
1. Market yields reaction.....	23
2. Market volume reaction	24
3. Incremental response of market yields	24
4. Incremental response of market volume	26
5. The media and incremental response	27
Chapter4 Study design	29
Section1 Sample and the data source	29
Section2 Descriptive statistics for samples	31
Section3 The research variables	32
1. The dependent variables	32
2. The independent variables and control variables.....	33
Section4 Research model.....	37
1. The yieldsreaction to different path of insider trading news	37

2. The volume reaction to different path of insider trading news	37
3. Whether or not the yield incremental response exists.....	38
4. Whether or not the volume incremental response exists.....	38
5. The media and incremental response	39
Chapter5 The empirical study results and analysis	41
Section1 The yields' reaction to different path of insider trading news..	41
Section2 The volume reaction to different path of insider trading news	42
Section3 Whether or not the incremental response exists	43
1. Variable descriptive statistics	43
2. The empirical result analysis	44
Section4 Whether or not the volume incremental response exists.....	46
1. Variable descriptive statistics	46
2. The empirical result analysis	47
Section5 The media and incremental response	49
1. Variable descriptive statistics	49
2. The empirical result analysis	51
Section6 Robustness testing	54
1. The yields' reaction to different path of insider trading news	55
2. The volume reaction to different path of insider trading news	56
3. Whether or not the incremental response exists	57
4. Whether or not the volume incremental response exists.....	60
Chapter6 Conclusion and future research.	64
Section1 Research conclusions and inspiration.....	64
1. Research conclusions	64
2. Inspiration	64
Section2 limitations andfuture research	65
1. limitations	65
2. Future research.....	65
Reference	67
Acknowledgement.....	70

第一章 引言

第一节 研究背景

证券市场投资者与信息的关系是财务学研究的基础，正如 Merton (1987)^[1]所述，金融学最核心的问题是信息的取得和传播。2013 年的诺贝尔经济学奖得主 Fama 所提出的有效市场理论，正是以投资者对市场信息的掌握程度来划分市场的有效性，成为现代财务学的基石。传统的资本资产定价模型，认为投资者之间仅通过市场价格机制相互联系和影响，假定信息光速传递且投资者瞬时接收，简化了信息传播及过程，对投资者与信息的关系进行了理想化假设，显然这和现实情况是不相符的。投资者对市场信息的接收和掌握并非一蹴而就，而是一个受到传播中介、传播渠道以及投资者信息接收能力影响的动态过程。投资者的信息接收能力和处理能力与其注意力分配有关，在海量的信息面前，投资者的注意力相对有限，能够注意并接收的信息也相对有限。只有重要的、能充分引起投资者关注的信息才有可能引起市场充分、及时的反应，因为投资者往往倾向于关注并利用那些更能引起人们注意的信息，而忽视较不容易引起人们关注但有用的信息（Rosa 和 Durand, 2008）^[2]。因此，受到投资者关注度的限制，投资者可能对于较早出现、较难引起关注的新信息反应不足，而对较晚出现、较易引起关注的旧信息充分反应。

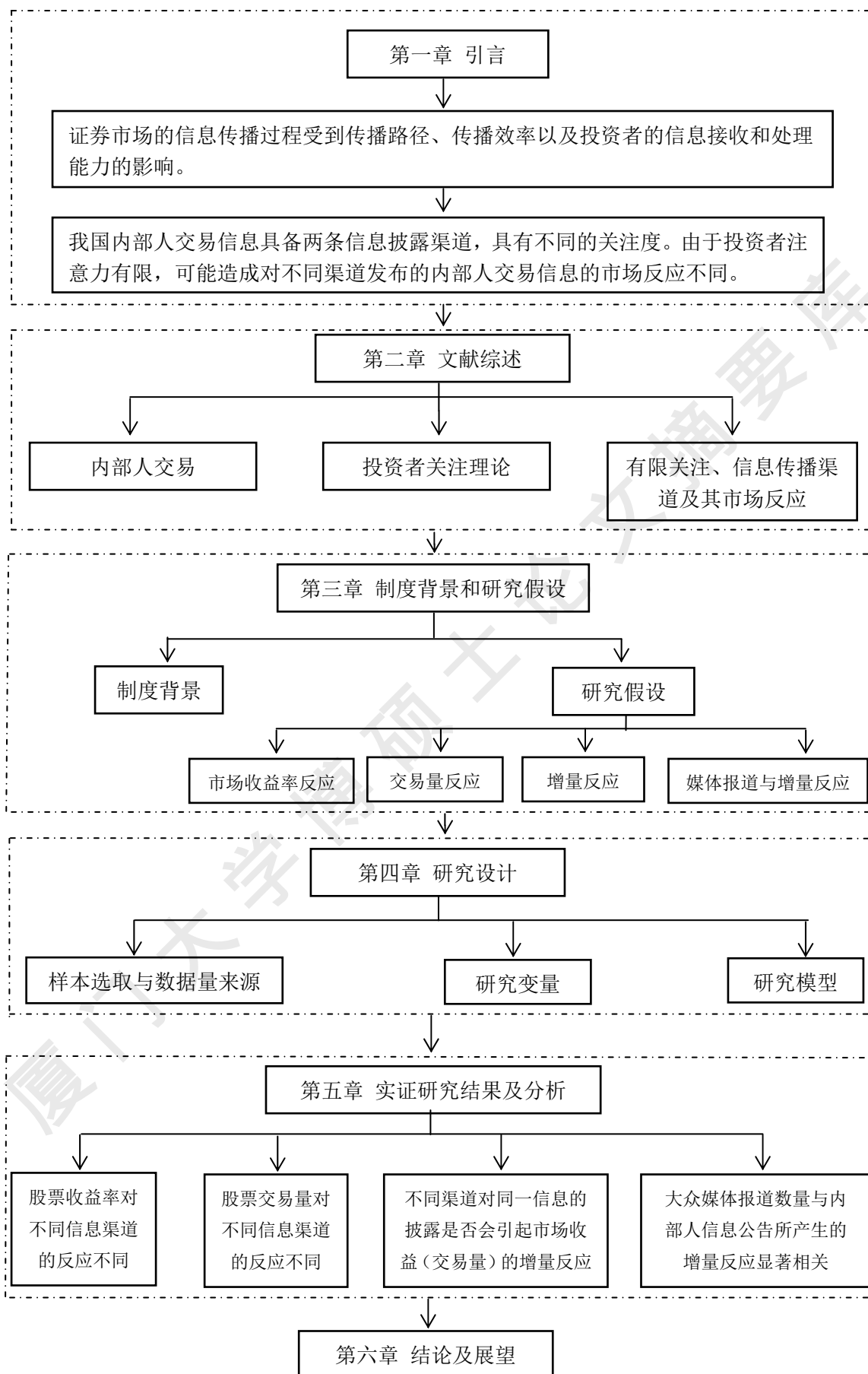
结合我国的制度背景，本文主要研究投资者对不同渠道发布的上市公司董事、监事和高级管理人员（以下简称“董监高”）等内部人买卖本公司股票信息的市场反应时间、反应程度是否不同。2007 年 4 月，上海证券交易所颁布《上海证券交易所上市公司董事、监事和高级管理人员股份管理业务指引》，要求上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份发生变动的，应当自该事实发生之日起二个交易日内向上市公司报告，上市公司在接到报告后的二个工作日之内，通过上海证券交易所网站进行在线填报，上海证券交易所网站将于次日公开展示上述信息。一部分上市公司按照规定登记内部人交易信息（下文简称“登记”）后，还会发布一则关于公司董监高等内部人买卖本公司股票的公告（下文简称“公告”），该公告不包含增量信息。上市公司在上交所网站上登记公司内部人交易本公司股票信息的时间（下文简称“登记时间”）和公告公司内部人买卖本公司股票的时间（下文简称“公告时间”）存在着时间差，利用该时间差，我们试图检

验市场对上交所网站登记的内部人交易信息和公告的内部人交易信息的短期市场反应是否存在差异。再者，由于投资者的注意力有限，以公告的形式发布信息比在上交所网站上登记的形式更易引起投资者的注意和重视，因此本文欲检验：当上市公司较晚以公告形式发布内部人交易信息时，是否会吸引更多投资者关注，从而引起增量反应；但当上市公司较晚在上交所网站上登记内部人交易信息时，则不能引起市场增量反应。

第二节 研究思路和研究框架

本文借助行为金融学中投资者有限关注理论，以探讨投资者对于不同渠道发布的相同信息之市场反应，研究的关键之处在于将不同的传播渠道区分开来。我国内部人交易信息的披露提供了完成此研究的契机：首先，如前文所述，我国上市公司内部人交易信息的披露具有两条途径，一是按照证监会要求在上交所、深交所网站上的指定平台登记内部人交易的相关信息，二是上市公司就内部人买卖本公司股票发布的公告以及同日的大众媒体转载，两条途径的披露时间不同，因此可以将两条信息披露渠道区分开来。其次，投资者对于两条途径的关注度亦具有明显差异：对于在上海证券交易所网站上登记的这条披露渠道，需要投资者主动去发掘，使得投资者（尤其是散户投资者）难以及时获得相关交易信息，因此能够引起的投资者关注度有限；相较之下，投资者对于公司以公告形式发布的信息更为重视，而且该公告信息在发布当日经过大众媒体转载，放大了信息效用，增加了信息受众，由此获得更多投资者的关注。因此，本文拟借助上市公司内部人交易信息的两条传播渠道的披露时间差，以及两条信息传播渠道所引起的投资者关注的不同，来研究不同渠道发布和传播的内部人交易信息所引发的市场收益率反应、市场交易量反应是否差异。

本文的研究框架如下：



第三节 创新与贡献

本文可能的创新与贡献主要体现在以下方面：

第一，对于内部人交易的研究，目前国内学术界主要研究内部人交易能否获得超额收益、内部人交易对市场效率的影响以及内部人交易对公司治理的影响，而鲜有研究涉及内部人交易信息传播的微观过程。本文将投资者有限关注理论引入到内部人交易信息的传递过程中，试图探讨上市公司内部人交易信息的微观传播过程，以及投资者有限关注造成的投资者对不同渠道传播的内部人交易信息的市场反应的差异。这有助于我们了解信息的传播机制，区分不同信息传播途径引起的市场反应的差异，对于市场的价格发现及形成过程有一个较为深入的理解。

第二，针对因投资者有限关注导致的投资者对不同渠道传播的信息产生不同的反应，国外已有案例研究来证明其真实存在，但此领域的实证研究较少。本文选取了通过两条渠道披露内部人交易信息的特殊样本，利用其披露的时间差以及关注度的不同来检验市场反应的差异，以证明投资者有限关注确实影响着其对市场信息的接受和处理能力，从而影响信息的市场反应。

第三，根据本文的样本统计，可以明显看出，在法规没有要求上市公司对内部人交易公告的前提下，上市公司拥有披露自主选择权，较多上市公司倾向于公告内部人增持本公司股票的信息，而较少上市公司倾向于公告内部人减持本公司股票。这说明上市公司在具备自愿性公告选择权时，通常愿意公告有利于公司股价的“利好消息”，而不愿意公告有害于公司股价的“利空消息”，这也从一方面证明了上市公司信息披露选择具有“策略性”。

本文剩余的部分研究如下：第二章是文献回顾部分，第三章主要介绍内部人交易信息披露的制度背景，并提出本文的五个假设，第四章为本文的研究设计部分，包括数据选取和数据来源、研究变量以及模型设计，第五章为本文的实证研究结果及分析部分，第六章得出本文的结论及并提出展望。

第二章 文献回顾

本章节中，我们将首先对本文所涉及的内部人交易和投资者关注这两个领域的重要国内外文献进行归纳阐述；其次，针对投资者有限关注、信息传播渠道和市场反应这一细分领域的文献，我们专门进行了回顾；最后，在所关注文献的基础上，我们提出了本文的观点及思路。

第一节 内部人交易

关于内部人（Insider）的概念目前尚无统一权威的论述，学术界通常通过列举的方式来描述内部人的内涵和范围（杨慧，2014）^[3]，这主要和各国法律对内部人的范围界定不同有关（樊成玮，2002）^[4]。为保护市场投资者利益，各国的证券监管部门均制定了相关法律制度来制止内部人的短线交易，这首先要求法律对内部人的界限进行明确说明。德国的《内部人员和交易员规则》中，把内部人员定义为公司及其国内分公司的股东、董事成员、高级管理人员、雇员、持股超过该公司股票 25% 的国内股东的董事成员或高级管理人员；新加坡的法规把在以往 12 个月内曾担任过公司董事职务者也作为内部人；而以英国为代表的诸多国家，把上市公司的董事配偶、子女及有关亲属划归内部人范围之内。我国《证券法》第 68 条将内部人交易的主体范围规定为：发行股票或者公司债券的公司董事、监事、经理、副经理以及有关高级管理人员；持有公司 5% 以上股份的股东以及公司主体以外的其他外部知情人员。

各国法律上对内部人范围界定不同，决定了其对上市公司的信息披露的要求不同，学术研究者的研究样本也就不同。国外的理论和实证研究中，内部人一般包括上市公司的董事、监事、高级管理人员以及持股超过一定比例的大股东（Gregory 等,1994^[5];Friderich 等,2002^[6];Lakonishok 和 Lee,2001^[7]），国外学者研究的内部人交易（Insider Trading）是指上市公司董事、监事、高级管理人员以及持股超过一定比例的大股东在二级市场上买入或者卖出本公司股票的行为。而在我国的理论和实证研究中，大部分研究中的内部人包括上市公司的董事、监事、高级管理人员（曾庆生，2008^[8]；朱茶芬，2011^[9]；曾庆生、张耀中，2012^[10]），因此内部人交易（Insider Trading）主要指上市公司董事、监事、高级管理人员

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫