

公平披露规则对证券市场信息不对称的影响

刘少波！汪！涛

！！内容提要：本文以深圳成份股为样本！研究公平披露规则对证券市场信息不对称的影响！通过计算逆向选择成本！并将其与收盘价！换手率等流动性指标进行回归！同

一种观点认为,=*T 能够抑制公司的选择性信息披露行为,因而有助于降低信息不对称的程度。许多文献提供了这方面的实证证据。J/;> 49(%&&%) 将买卖价差作为信息不对称的代理变量,衡量知情交易者和非知情交易者之间的信息不对称水平,发现在 =*T 之前,仅对证券分析师或机构投资者进行“封闭式”信息披露的公司的买卖价差要高于那些面向公众进行“开放式”信息披露的公司,但这种差异在 =*T 之后就没有再持续出现;据此他得出的结论是,=*T 的确减少了证券市场的信息不对称现象。] <410003/ 等(%&&+) 用交易成本作为信息不对称的代理变量,使用盈余公告附近交易日数据,发现 =*T 之后信息不对称程度有所下降,尤其是流动性较低的公司更为显著。SO@40 等(%&&+) 为了检验境外证券发行者是否也遵循 =*T,通过考察做市商的报价深度在盈余公告前后期发生的变化,发现市场信息不对称程度在 =*T 之后有所下降。

W2> 等(%&&#) 发现,规则实施之后的三年里,无论是采用“封闭式”还是“开放式

二、理论分析与研究假设

证券市场的信息不对称会恶化投资者面临的市场信息环境,影响投资者信心,最终阻碍证券市场的健康发展。因此,证券市场信息披露法规的核心问题,在于如何降低证券投资者之间的信息不对称(Johnson and Srinivasan, 1989)。自证券市场诞生以来,解决这一问题的基本途径是通过各种法律规范,强制要求上市公司必须进行信息披露。因此,所有国家的证券市场都有强制性的信息披露要求。但是,上市公司尚有大量未被强制要求披露的信息(不含商业秘密),如上市公司盈余情况等。对这些非强制披露信息,在强制实施之前,公司拥有披露或不披露以及对披露对象进行选择的权力,即选择性披露。选择性信息披露可分为披露对象选择和披露时间选择,前者指公司基于某种考虑将某些信息通过一定方式(如封闭式电话会议)只向某些特定主体(如证券分析师、机构投资

$$\ln \frac{V_{t+1}}{V_t} = \mu + \sigma \epsilon_t$$

!"

其中 $\ln \frac{V_{t+1}}{V_t}$ 是时刻 t 买一价 B_{t+1} 和卖一价 A_{t+1} 中位数的自然对数 (即 $\ln \frac{B_{t+1} + A_{t+1}}{2}$) -
 37! $\ln \frac{D_{t+1}}{D_t}$ 是时刻 t 成交价格 D_{t+1} 的自然对数与 $\ln \frac{V_{t+1}}{V_t}$ 的差 (即 $\ln \frac{D_{t+1}}{D_t} - \ln \frac{V_{t+1}}{V_t}$)

AR (%)以及孔东民和申睿(2008)的AR")，这是因为我们的样本为流动性较大的成分股，其信息不对称值较小。虽然理论上逆向选择成本是大于 λ 的，我们的检验结果却出现了负值的情况，不过这与杨朝军等人以及孔东民和申睿的研究情况是相似的。

表#!!!!!!!!!!!! 描述性统计!!!!!!!!!!!!

为负!且都不显著!支持了假设' O'公平披露规则虚拟变量' H 在! X 的置信水平上显著为负!说明公

为 β_{11} ,仍然可以支持假设 H_1 ; 同样地, DYJ 回归结果也不支持假设 H_0 。

五、结论与建议

本文以公平披露规则实施前后各一年的时间,选取深圳成份股 100 家公司为样本,研究 2005 年实施对证券市场信息不对称的影响。本文首先从理论上阐述了公平披露规则可能产生的影响,然后以逆向选择成本作为信息不对称的代理变量,

