

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(RFD)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,同时考虑到盈余公告日效应、周末效应等,发现 RFD 实施后逆向选择成本显著减少,说明规则有利于证券市场信息不对称的减少。本文结果还显示,实施 RFD 后,前盈余窗口的信息性交易比非盈余窗口的要大,后盈余窗口的逆向选择成本比非盈余窗口的要大;而在此之前,后盈余窗口的信息性交易与非盈余窗口相比要么不变,要么是减少的,从而进一步支持了前述结论。以此为基础,本文提出了完善 RFD 的若干建议。

关键词:公平披露规则 选择性披露 信息不对称 逆向选择成本 证券市场

作者简介:刘少波,暨南大学经济学院院长、金融研究所所长,教授、博士生导师,510632;

汪 涛,暨南大学金融研究所硕士研究生,510632。

中图分类号:F830.99 文献标识码:A 文章编号:1002-8102(2012)04-0041-09

证券市场制度建设的基本准则是确保市场运行和发展的“公开、公平、公正”,核心是保护投资者特别是中小投资者的利益。由于证券市场客观上存在严重的信息不对称问题,如投资者与上市公司之间、中小投资者与机构投资者之间的信息不对称等,因而通过制定和完善信息披露制度以降低证券市场的信息不对称,一直是各国证券市场制度建设的核心内容之一。为了进一步规范上市公司的信息披露行为,确保信息披露的公平性,2006年8月,深交所主板发布了《上市公司公平信息披露指引》,首次引入“公平信息披露”理念;随后,深交所中小板出台《中小企业板上市公司公平信息披露指引》;2009年4月,上海证券交易所发布《关于进一步做好上市公司公平信息披露工作的通知》。2009年6月底的创业板上市规则中也专门规定了公平信息披露原则。公平披露理念的引入及其制度实施,是我国证券市场信息披露制度建设的一个重要举措,表明我国信息披露制度开始关注强制性信息披露之外的其他信息披露的公平性问题,而2006年正是这一举措的标志性时间。本文拟以这一时间为分界线,考察其前后时间段证券市场投资者之间信息不对称程度的变化,进而揭示公平披露规则的实施效果。

一、文献回顾

美国于2000年率先实施公平披露规则(Regulation Fair Disclosure, RFD)。RFD实施后,产生了大量对其实施效果进行实证检验的文献。其中,对RFD是否有助于降低不同投资者之间的信息不对称程度的文献,大致有三种不同的观点或结论。

^{*} 本文得到教育部人文社会科学研究规划基金项目(批准号:10YJA790118)、国家社科基金重点项目(批准号:11AJY013)、广东省教育厅人文社科重大攻关项目(批准号:11ZGXM79004)和国家社科基金重大项目(批准号:11&ZD156)的研究资助。

一种观点认为,RFD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。Sunder(2002)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RFD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RFD之后就没有再持续出现;据此他得出的结论是,RFD的确减少了证券市场的信息不对称现象。Eleswarapu等(2004)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RFD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。Mathew等(2007)为了检验境外证券发行者是否也遵循RFD,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RFD之后有所下降。

Bin等(2008)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”电话会议的公司,机构投资者的交易行为都不再具有明显的预见性,说明规则实施后,机构投资者并没有从上市公司管理层优先得到信息。由此可见,RFD对上市公司自愿披露行为的规范,确实对机构投资者的信息优势有明显削弱。Bushee等(2004)检验了中小投资者交易量的变化,发现RFD令上市公司由“封闭式”电话会议转为“开放式”电话会议,这种变化伴随着交易量的显著上升。Healy(2007)认为,交易量的增加主要是由RFD降低了投资者之间信息不对称程度、改善了投资者所面临的市场信息环境、增强了投资者信心所致。

但是,已有研究也有与上述相悖的结论。Sidhu等(2008)通过识别公平信息披露规则实施前后纳斯达克市场样本的买卖价差构成,在控制了影响买卖价差的其他因素之后,发现实施RFD后逆向选择成本上升了36%,这表明RFD的实施并没有达到降低市场信息不对称的目的。另据一项调研结果(NIRI,2001),RFD并不会导致机构投资者的信息环境经历较大变化,79%的成员公司声称他们仍会保持与机构投资者的私人电话会议。Topaloglu(2003)利用机构投资者的交易数据进行实证研究,结果并没有发现RFD对机构投资者的交易行为产生显著影响。

另有一些研究则发现,RFD对市场信息不对称的影响不大。Straser(2002)试图直接测度信息不对称的变化,通过对知情交易概率的测算及逆向选择成本的计量,结果发现两种方式之下,RFD的实施都没有带来市场信息不对称程度的显著的变化。Collver(2007)运用Hasbrouck(1991)提出的基于日内交易数据的衡量知情交易的方法,研究了公平信息披露规则对证券市场知情交易的影响,虽然初步的分析结果显示RFD后市场的知情交易有所下降,但是在排除了同期发生的证券市场其他体制改革之后,这种效果就不再明显。

由上可见,现有文献对RFD的实施是否降低了不同投资者之间的信息不对称程度的结论,仍存在显著差异,说明这仍是一个值得进一步讨论的问题。而且,上述文献几乎都是来自美国证券市场的实证结论。针对中国证券市场的这类研究,目前除有若干介绍性和综述性文章外(谢盐,2006;刘少波、吴玮琳,2010;荣莉等,2010),实证研究只有寥寥可数的几篇文献(朱红军、汪辉,2009;朱爱萍,2010)。朱红军、汪辉(2009)的研究虽然得出了公平信息披露的若干经济后果,如总体上没有带来寒风效应等,但他们没有具体研究RFD的实施对信息不对称状况的影响;朱爱萍(2010)虽然研究了公平披露对信息不对称的影响,但该文仅限于单变量分析,没有进行回归分析和更全面的考虑流动性与买卖价差以及盈余公告日之间的关系,因而这只是一个简单的分析,其结论并不可靠。

本文拟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,同时考虑盈余公告日效应、周末效应等因素,实证检验RFD的实施是否降低了证券市场信息不对称的程度,以期为RFD的实施效果提供中国证券市场的经验证据,并提出完善RFD的政策建议。

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場信息环境,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(Easterbrook 和 Fischel,1984)。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 RFD 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、机构投资者等)披露;后者指这些信息在向公众披露之前先向这些特定主体发布。披露对象的选择,会直接导致机构投资者、证券分析师与中小投资者之间信息获取量的不对称;披露时间的选择,则为机构投资者和证券分析师提供了更多的解读和分析时间,导致他们与中小投资者之间在信息获取时间上的不对称,使后者总是信息滞后,只能到股价有所反应时采取跟风策略。因此,选择性信息披露实际上是从制度层面人为地将投资者分割成知情交易者(如证券分析师、机构投资者等)和非知情交易者(中小投资者)。可见,选择性信息披露会制造和加剧证券投资者之间的信息不对称。

公平信息披露是指当上市公司(包括其董事、监事、高级管理人员及其他代表上市公司的人员)和相关信息披露义务人发布非公开重大信息时,必须向所有投资者公开披露,以使所有投资者均可以同时获悉同样的信息;不得私下提前向特定对象单独披露、透露或泄露。按照 RFD 的要求,上市公司在进行自愿性信息披露时,必须遵循“公平”原则,即:或者向全部投资者公平披露信息,或者“闭上嘴巴”(Smith,2007)。因此,RFD 实际上是试图从制度层面解决投资者之间的信息不对称问题。理论上讲,RFD 的实施将影响信息进入市场的渠道,打破和遏制证券分析师和机构投资者对部分重要信息的垄断,维护广大中小投资者的知情权,减少证券市场的信息性交易,进而降低证券市场投资者之间的信息不对称程度。

根据上述分析,可以推论,如果公平披露规则的实施是有效的,那么这类规则将改善机构投资者与中小投资者之间的信息不对称状况,使得信息性交易显著减少。由此,本文提出假设 1。

假设 1:公平披露规则实施后,信息性交易显著减少,从而信息不对称状况得到改善。

如果公平披露规则禁止了选择性披露,那么这些信息披露将集中在盈余公告日,由此可以得到以下推论:其一,在公平披露规则实施之前,分析师为优先获得相关信息并向市场提供交易指引,会给上市公司施加压力,所以在公告日前一天或者两天的信息性交易水平可能要比平时更多(Aharony 和 Swary,1980;Lee 等,1993);其二,在公平披露规则实施之后,分析师会更加努力地分析信息,而公平披露规则又可能实施的不够彻底,所以前盈余公告窗口^①期间的信息性交易可能比平时要多。据此,本文提出假设 2。

假设 2a:在公平披露规则实施前,前盈余公告窗口期的信息性交易比非盈余窗口的信息性交易要多。

假设 2b:实施公平披露规则之后,前盈余公告窗口期的信息性交易比非盈余窗口的信息性交易要多。

^① 盈余窗口的界定参考了 Eleswarapu 等(2004)、Collver(2007)等的做法。我们把盈余公告日的前后各两个交易日定义为盈余窗口,前两日为前盈余窗口,而后两日为后盈余窗口,其他的交易时间为非盈余窗口。

大多数上市公司都是在当天休市后与次日开市期间公布重大信息,这样一来,重大信息会在第二天开市时的集合竞价有所体现。如果这些信息提前披露给分析师或者机构投资者的话,在盈余公告期间将不会有新的重要的信息。因此,在公平披露规则实施之前的后盈余窗口,信息性交易并不会显著变化,甚至会比平时有所减少;而在公平披露规则实施之后,重大信息会集中在公告日(休市后的当天晚上)公布,由于投资者信息处理能力的不同,公告日后的信息性交易会比平时要多。根据以上分析,本文提出假设 3。

假设 3a:在公平披露规则实施前,后盈余窗口的信息性交易比非盈余窗口的信息性交易要么不变,要么是减少的。

假设 3b:实施公平披露规则之后,后盈余窗口的信息性交易比非盈余窗口的信息性交易要多。

三、样本选择、变量说明与模型设计

(一)样本选择

与大多数研究文献一样(Gadarowski 和 Sinha, 2002; Bailey 等, 2003; Irani 和 Karamanou, 2003; Eleswarapu 等, 2004; Mathew 等, 2007),本文选取上市公司的会计盈余公告为事件窗来研究 RFD 对信息不对称的影响,这是因为:(1)盈余信息可以帮助投资者重估上市公司的价值,无疑是公司最经常的重要事项(朱红军、汪辉, 2009),深交所《上市公司公平信息披露指引》也将上市公司业绩、利润等事项列为重要信息;(2)与其他重要事项相比,盈余公告样本数量大,可比性强,便于研究。本文使用的盈余公告包括上市公司季报、半年报、年报以及业绩预告。公告数据来自国泰安 CSMAR 数据库和新浪财经;高频数据来自色诺芬 CCER 数据库,交易数据如收盘价、换手率等来自国泰安 CSMAR 和锐思数据库。

本文通过比较《指引》颁布前后上市公司盈余公告窗口对信息反应的不同来研究 RFD 对信息不对称的影响。本文将 2006 年 1 月到 2006 年 7 月定为规则实施前的样本期,将 2006 年 9 月到 2007 年 6 月定为规则实施后的样本期。^①样本期以 2006 年 8 月为分界线,跨度为两年,前短后长,能够较好地反映公平披露规则实施前后市场状况的不同。考虑到我国的 RFD 首先在深圳证券市场实施,而成份股成交量大、成交活跃,更具有代表性,故最初的样本定为截至 2005 年 11 月 10 日的深 100 成份股公司,同时剔除 2005 年 11 月 10 日之后退市或公告、交易数据不完整的公司,最后我们得到 96 家符合要求的上市公司。

(二)主要变量说明

1. 度量信息不对称的方法与指标

衡量证券市场信息不对称的主要方法有:(1)交易成本法,如果信息是完全和对称的,则交易成本为零;(2)买卖价差法,信息越对称,买卖价差越小;(3)知情交易测度法,知情交易概率是对证券市场信息不对称的直接测度,信息越对称,知情交易发生的概率就越低。现有文献分别以这些方法测度 RFD 对信息不对称的影响。本文在买卖价差法的基础上将买卖价差进一步分解,使用其中的逆向选择成本部分来度量信息不对称值,逆向选择成本越大,则说明市场中信息不对称的程度越高(Stoll, 1989)。

类似于杨朝军等(2003)的做法,本文采用 Lin 等(1995)提出的方法,将买卖价差中的逆向选择成分分离出来。具体计算方法如下:

对每一只股票每一天的交易数据按如下方程进行回归:

^① 2006 年 8 月为公平披露规则实施当月,考虑到政策的滞后性,予以剔除。这种做法参考了 Eleswarapu 等(2004)。

$$\Delta Q_{t+1} = \lambda z_t + e_{t+1} \quad (1)$$

其中, Q_t 是时刻 t 买一价(Ask1)和卖一价(Bid1)中位数的自然对数, 即: $Q_t = \ln[(Ask1 + Bid1)/2]$, z_t 是时刻 t 成交价格 P_t 的自然对数与 Q_t 的差, 即: $z_t = \ln(P_t) - Q_t$, λ 是买卖价差中由信息不对称造成的部分, e_{t+1} 为服从正态分布随机噪音。我们在每一天都按照等式(1)对所有的 96 家公司进行回归, 分别得到不同的逆向选择成分, 即 λ_i 。

2. 度量交易流动性的指标

证券市场的流动性与市场的信息不对称状况关系密切。Easley 等(1996)指出, 流动性好的公司有着较低的信息不对称水平; Collver(2007)认为, 如果公平披露规则成功减少了信息不对称, 那么信息性交易会减少, 同时流动性会提高。Kyle(1985)、Harris(1990)指出买卖价差、市场深度是衡量流动性的关键指标, 宁向东、齐险峰(2002)认为, 流动性的变化往往同证券的交易价格、交易量、收益的波动率水平密切相关。本文参考已有研究, 选择收盘价格(Sunder, 2003)、换手率^①两个指标来衡量流动性。相对于常用的衡量流动性的指标——成交量, 换手率指标由成交量和流通股总股数两个指标构成, 能够将上市公司规模对流动性的影响包含进来, 更具有代表性。收盘价格越高、换手率越大, 流动性也越大, 信息不对称水平就越小。

(三) 回归模型

参考 Eleswarapu 等(2004)、Collver(2007)的做法, 我们建立如下回归模型:

1. 基本模型

$$Invcost_{i,t} = \alpha + \beta Clpr_{i,t} + \gamma Turnr_{i,t} + \theta Monday_t + \varphi_i Invcost_{i,t-1} + \delta_1 (Day - 2)_{i,t} + \delta_2 (Day - 1)_{i,t} + \delta_3 (Day + 1)_{i,t} + \delta_4 (Day + 2)_{i,t} + \mu_i + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

2. 考虑了公平披露规则的模型

$$Invcost_{i,t} = \alpha + \beta Clpr_{i,t} + \gamma Turnr_{i,t} + \theta Monday_t + \varphi_i Invcost_{i,t-1} + \delta_1 (Day - 2)_{i,t} + \delta_2 (Day - 1)_{i,t} + \delta_3 (Day + 1)_{i,t} + \delta_4 (Day + 2)_{i,t} + FD * (\alpha_{FD} + \beta_{FD} Clpr_{i,t} + \gamma_{FD} Turnr_{i,t} + \delta_{FD,1} (Day - 2)_{i,t} + \delta_{FD,2} (Day - 1)_{i,t} + \delta_{FD,3} (Day + 1)_{i,t} + \delta_{FD,4} (Day + 2)_{i,t}) + \mu_i + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中: $Invcost_{i,t}$ 为第 t 期公司 i 的逆向选择成本值; $Clpr_{i,t}$ 为第 t 期公司 i 的收盘价; $Turnr_{i,t}$ 为第 t 期公司 i 的换手率, $Monday_t$ 为虚拟变量, 周一取 1, 其他取 0; 我们选取了被解释变量的滞后一期作为控制变量; $(Day - 2)_{i,t}$ 至 $(Day + 2)_{i,t}$ 为盈余公告窗口日期虚拟变量, 公告日当天取 1, 其他取 0; FD 为公平披露规则虚拟变量, 实施后为 1, 实施前为 0; μ_i 为各个公司在截距上的个体差别, 即在时间上固定, 但在公司间存在变化; $\epsilon_{i,t}$ 为误差项, 在不同公司间和不同时间上不存在相关性。

四、实证结果

(一) 描述性统计

在进行描述性统计之前, 我们首先对本文的关键变量——逆向选择成本进行去尾处理,^②去尾处理之后的各变量描述性统计见表 1。其中, 逆向选择成本均值为 0.132, 低于杨朝军等(2003)的

① 本文的换手率为流通股换手率, 定义为: 换手率 = 某一段时期内的成交量 / 流通总股数 × 100%。

② 去尾处理是指对某一关键变量进行排序, 去掉前后各 1% 的离异值, 使结果更加可信。去尾之前逆向选择成本均值为 0.1490728, 标准差为 0.2101145, 去尾后均值为 0.1319509, 标准差为 0.1741981, 可见去尾之后数据奇异值减少, 波动减小, 达到了目的。

0.362 以及孔东民和申睿(2008)的 0.195,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 0 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 1 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
invcost	39627	0.132	0.174	-0.010	0.995
clpr	39627	14.204	12.775	1.820	100
turnr	39627	3.378	2.711	0.010	29.678
day-2	39627	0.015	0.120	0	1
day-1	39627	0.015	0.120	0	1
day+1	39627	0.014	0.119	0	1
day+2	39627	0.014	0.119	0	1
monday	39627	0.198	0.398	0	1
rfd	39627	0.720	0.449	0	1

表 2 均值 t 检验

比较对象(invcost)		均值		非配对 t 检验
RFD 之前与之后		0.184	0.112	37.867***
RFD 前	前盈余与非盈余	0.194	0.184	0.827
	后盈余与非盈余	0.187	0.184	0.257
RFD 后	前盈余与非盈余	0.132	0.111	3.910***
	后盈余与非盈余	0.126	0.111	2.942***

注: *、**和***分别代表在 10%、5%和 1%的水平上统计显著。

较了 RFD 实施前,后盈余窗口与非盈余窗口逆向选择成本的大小,结果两者大小很接近,说明信息已经在公告日之前提前披露给分析师或机构投资者;而公平规则实施后,后盈余窗口与非盈余窗口相比,信息不对称显著增加,体现了不同投资者对信息处理能力的不同。

(二) 回归分析

在初步的描述性统计和分析之后,为了得到更加可靠的结果,本文利用 96 家上市公司 2006—2007 年的非平衡面板数据对影响信息不对称的因素进行分析。首先对基本模型进行初步的回归,解释流动性与信息不对称的关系;进一步加入公平披露变量,同时考虑了周一效应以及公告日效应,考察公平披露规则实施前后信息不对称的变化。

我们对等式(2)、(3)进行传统面板估计,结果见表 3。参照以往的研究,我们对三种面板模型进行了选择,以等式(2)为例,在对固定效应模型(FEM)、混合最小二乘模型(POLS)、随机效应模型(REM)两两进行比较之后发现:固定效应和随机效应都是优于混合二乘模型的——前者的检验为 F 检验,F 值为 6.31,结果显著,拒绝了不存在个体效应的原假设;后者的检验为 BPLM 检验,P 值小于 1%,同样很显著拒绝了原假设,而 Hausman 检验统计值为 340.70,显著表明固定效应模型又是优于随机效应模型的。对控制了公平披露效应的等式(3)也采取同样的比较,结果相类似。通过上面的分析,我们得到等式(2)、(3)皆适合采用固定效应模型进行回归分析。接下来,我们对等式(2)、(3)的固定效应回归结果进行分析。对等式(2), β 、 γ 显著为负,说明流动性与信息不对称呈负相关关系;Monday 指标因为多重共线性问题被弃用;(Day-2)、(Day-1) 指标显著为正,说明在盈余公告日的前两天信息性交易有显著增加;盈余公告后的交易日指标(Day+1)、(Day+2) 均为正,但都不显著。对等式(3),基本模型部分没有大的改变: β 、 γ 依旧显著为负,Monday 被弃用,(Day+1) 为正、(Day+2)

为负,且都不显著,支持了假设 3a;公平披露规则虚拟变量 FD 在 1%的置信水平上显著为负,说明公平披露规则显著减少了信息性交易,改善了信息不对称状况; β_{FD} 、 γ_{FD} 均不显著,说明公平披露规则实施后,流动性与信息性交易之间的关系并没有被削弱;而 $\delta_{FD,1}$ 显著为正, $\delta_{FD,2}$ 为负但不显著, δ_1 、 δ_2 均不显著,四者之和为 0.061,说明公平披露规则实施后,前盈余公告窗口期的信息性交易比非公告期间的信息性交易要多,也就是假设 2b; $\delta_{FD,3}$ 不显著,而 $\delta_{FD,4}$ 显著为正, δ_3 、 δ_4 均不显著,也有力支持了假设 3b;由于 $(Day - 2)$ 、 $(Day - 1)$ 均不显著,无法证实假设 2a。

表 3 模型设定、比较及估计结果

	FEM(2)	GLS(2)	FEM(3)	GLS(3)
常数项	0.135*** (57.72)	0.106*** (58.88)	0.140*** (35.82)	0.116*** (37.74)
clpr	-0.003*** (-30.05)	-0.001*** (-23.64)	-0.002*** (-5.33)	0.000 (1.13)
turnr	-0.0003*** (-9.07)	-0.002*** (-8.40)	-0.003*** (-4.82)	-0.002*** (-3.10)
L_invcost	0.357*** (67.17)	0.353*** (66.90)	0.353*** (66.16)	0.335*** (63.09)
day-2	0.031*** (4.25)	0.022*** (3.44)	-0.006 (-0.40)	-0.011 (-0.90)
day-1	0.0149** (1.96)	0.008 (1.24)	0.020 (1.38)	0.007 (0.54)
day+1	0.0102 (1.36)	0.003 (0.44)	0.020 (1.39)	0.009 (0.70)
day+2	0.003 (0.36)	-0.002 (-0.27)	-0.023 (-1.58)	-0.013 (-1.00)
rfd			-0.018*** (-4.31)	-0.022*** (-6.37)
rfdclpr			-0.001 (-2.00)	-0.001*** (-6.15)
rfdturnr			-0.000 (-0.00)	-0.000 (-0.63)
rfdday-2			0.051*** (3.04)	0.046*** (2.08)
rfdday-1			-0.007 (-0.43)	0.002 (0.16)
rfdday+1			-0.013 (-0.77)	-0.007 (-0.49)
rfdday+2			0.034*** (2.27)	0.015 (1.01)
R-sq	0.192		0.195	
F-test	6.31***		4.76***	
BPLM test	556.48***		319.43***	
Hausman test	340.70***		3167.52***	
Wald test	6838.17***		6772.77***	

注:括号内为 t 统计量。*、**和***分别代表在 10%、5%和 1%的水平上统计显著。

考虑到截面异方差存在的可能性,我们又进行了 Wald 检验,统计值为 6838.17,说明截面异方差显著存在,所以我们采用广义最小二乘法(GLS)来估计我们的模型,结果见表 3。

在等式(2)的 GLS 回归结果里: β 、 γ 仍显著为负,说明流动性与信息不对称呈负相关关系且稳定;除 $(Day - 2)$ 之外,公告日指标均不够显著。在控制了公平披露效应之后,我们对等式(3)进行了 GLS 回归:收盘价 $Clpr$ 不再显著,而 $Turnr$ 依旧显著,说明作为流动性指标,换手率比收盘价有更好的解释能力;与固定模型相同, $(Day + 1)$ 为正、 $(Day + 2)$ 为负且均不显著,同样支持了假设 3a;而规则指标 FD 依旧显著为负,z 检验值为 -6.37,绝对值大于 -4.31,较固定效应模型有更好的解释效果; β_{FD} 显著为负,说明公平披露规则增加了流动性对信息性交易的解释力度;与固定效应模型类似, $\delta_{FD,1}$ 仍显著为正, $\delta_{FD,2}$ 为正,同样可以证明假设 2b;不同于固定模型, $\delta_{FD,3}$ 、 $\delta_{FD,4}$ 均不显著,不过它们与 δ_3 、 δ_4 四者之和

为 0.004, 仍然可以支持假设 3b; 同样地, GLS 回归结果也不支持假设 2a。

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 RFD 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, 完成了公平披露与信息不对称之间的实证研究。

本文的主要结论如下: (1) 公平披露规则实施后, 信息性交易显著减少; (2) 实施了公平披露规则之后, 前盈余窗口的信息性交易比非盈余窗口的信息性交易要多; (3) 在公平披露规则实施前, 后盈余窗口的信息性交易比非盈余窗口的信息性交易要么不变, 要么是减少的; (4) 实施了公平披露规则之后, 后盈余窗口的信息性交易比非盈余窗口的信息性交易要多; (5) 周一效应不显著。据此, 本文的总体判断是: 公平披露规则的实施确实有效地减少了证券市场的选择性信息披露行为, 从而降低了信息不对称的程度, 使证券市场相对更加公平有效。

但是, 任何一个制度都不可能是完美的, 甚至可能产生正面和负面双重效应。就 RFD 而言, 一方面, 它无疑会促进信息披露的公平性并因此产生一系列积极作用; 但另一方面, RFD 要求所有上市公司向所有投资者公平披露信息, 否则就“闭上嘴巴”, 这在一定程度上改变了市场信息的配置方式和路径, 因而难免带来某些消极因素, 如证券分析师解读、加工和传递信息作用的弱化, 上市公司信息披露成本的增加等, 进而可能引发信息供给的减少及信息质量的降低。据此, 我们建议: (1) 政策制订部门在考虑公平披露规则的公平性的同时, 应让这一规则留有发挥证券分析师解读、加工和传递信息的作用空间, 毕竟大多数中小投资者并不具有准确解读证券市场信息的能力; (2) 这一规则无疑会显著增加上市公司的信息披露成本, 因而规则的完善需要考虑如何尽可能降低公司的信息披露成本; (3) 在进一步完善这类规则时, 既要保证信息披露的公平性, 又要防止上市公司减少信息披露数量、降低信息披露质量的现象。

参考文献:

1. 刘少波、吴玮琳:《公平信息披露规则研究评述》,《经济学动态》2010 年第 3 期。
2. 宁向东、齐险峰:《关于买卖报价价差及其决定因素的实证研究》,《数量经济技术经济研究》2002 年第 6 期。
3. 杨朝军、孙培源、施东晖:《微观结构、市场深度与非对称信息:对上海股市日内流动性模式的一个解释》,《世界经济》2002 年第 11 期。
4. 朱爱萍:《公平披露对市场信息不对称的影响——基于市场流动性变化的实证研究》,《财贸研究》2010 年第 6 期。
5. 朱红军、汪辉:《公平信息披露的经济后果》,《管理世界》2009 年第 2 期。
6. Bailey, W., Haitao Li, Connix Mao and Rui Zhong, Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst and Corporate Responses. *The Journal of Finance*, Vol 58, No 6, December 2003, pp 2487—2514.
7. Bin Ke, Kathy, R. P. and Yong Yu, The Effect of Regulation FD on Transient Institutional Investors' Trading Behavior. *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 4, September 2008, pp 853—883.
8. Bushee, B., Matsumoto, D. A. and Miller, G. S., Managerial and Investor Responses to Disclosure Regulation: The Case of Reg FD and Conference Calls. *Accounting Review*, Vol. 79, No. 3, July 2004, pp 617—643.
9. Collver, C. D., Is There Less Informed Trading After Regulation Fair Disclosure? *Journal of Corporate Finance*, Vol 13, No. 2—3, June 2007, pp 270—281.
10. Easterbrook, F. H. and Fischel, D. R., Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, May 1984, pp 669—715.
11. Eleswarapu, V. R., Thompson, R. and Venkataramn, K., The Impact of Regulation Fair Disclosure: Trading Costs and Information Asymmetry. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No 2, June 2004, pp 209—225.
12. Healy, P. M., How did Regulation Fair Disclosure Affect the US Capital Market? A Review of the Evidence, Harvard

Business School, Working Paper, 2007.

13. Kyle, A. S. , Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, Vol. 53, No. 6, November 1985, pp 1315—1335.

14. Lee, C. M. C. , B. Mucklow and M J. Ready, Spreads, Depths, and the Impact of Earnings Information: An Intraday Analysis. *Review of Finance Studies*, Vol 6, No 2, 1993, pp 345—374.

15. Mathew, P. G. , Michayluk, D. and Kofman, P, Are Foreign Issuers Complying with Regulation Fair Disclosure? *Journal of International financial Markets Institutions & Money*, Vol 17, No 3, July 2007, pp 246—260.

16. Sidhu, B. , Smith, T. , Robert, E. W. and Righard, H. W. , Regulation Fair Disclosure and the Cost of Adverse Selection. *Journal of Accounting Research*, Vol 46, No 3, June 2008, pp 697—728.

17. Sunder Shyam V. , Investor Access to Conference Call Disclosures: Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry. New York University, Working Paper, 2003.

18. Topaloglu, S. , Institutional Trading Activity around Earnings Announcements: Evidence on the Effects of Regulation FD. Queen's University, Working Paper, 2003.

Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry of Stock Market

LIU Shaobo, WANG Tao

(Institute of Finance, Jinan University, 510632)

Abstract: This article studies the impact of Regulation Fair Disclosure (RFD) on information asymmetry of the stock market, taking constituent stocks in Shenzhen Securities Exchange as a sample. It calculates the adverse selection cost, regresses it with liquidity indicators such as the closing price and turnover rate, and takes into account the effect of the earnings announcement, the weekend effect. Results show that the implementation of RFD significantly reduces the adverse selection cost, indicating that the regulation is conducive to the reduction of asymmetric information of stock market. Meanwhile, the empirical results also show that: 1) there is more informed trading during the pre earnings announcement period compared to non-announcement period, there is more informed trading during the post earnings announcement period compared to non-announcement period; 2) in the pre RFD period, there is either no change or a decline in informed trading during the post earnings announcement period compared to non-announcement period, which support the conclusion furthermore. Based on the above findings, this article proposes some policy suggestions to improve the RFD.

Keywords: Regulation Fair Disclosure, Selected Disclosure, Information Asymmetry, Cost of Adverse Selection, Stock Market

责任编辑:康 邑