

◎ 朱爱萍 / 著

公平披露对市场信息 不对称的影响

——基于流动性、交易者行为和信息泄露的研究

Research on the Impact of Fair Disclosure Rule on Market
Information Asymmetry: Based on Liquidity,
Investors Trading Behavior and Information Leakage



经济科学出版社
Economic Science Press

本书获“集美大学出版基金”资助

朱爱萍

◎ 朱爱萍 / 著

公平披露对市场信息 不对称的影响

——基于流动性、交易者行为和信息泄露的研究

Research on the Impact of Fair Disclosure Rule on Market
Information Asymmetry: Based on Liquidity,
Investors' Trading Behavior and Information Leakage



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

公平披露对市场信息不对称的影响：基于流动性、交易者行为和信息泄露的研究 / 朱爱萍著. —北京：经济科学出版社，2012. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2572 - 6

I. ①公… II. ①朱… III. ①证券市场—会计信息—研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 248393 号

责任编辑：段 钢

责任校对：王苗苗

版式设计：齐 杰

责任印制：邱 天

公平披露对市场信息不对称的影响

——基于流行性、交易者行为和信息泄露的研究

朱爱萍 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编辑部电话：88191217 发行部电话：88191537

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 11.25 印张 210000 字

2012 年 12 月第 1 版 2012 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2572 - 6 定价：36.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

证券市场是一个价值判断和交易行为信息化的场所，公平、公正、公开是证券市场始终贯彻的原则。选择性信息披露是信息披露人将未公开的重大信息泄露给特定对象，如机构投资者，这些获取信息的交易者成为知情交易者，可以在牺牲不知情交易者利益的基础上利用信息进行交易，^①违背了证券市场公平的原则，加剧了投资者间的信息不对称。公平披露就是要禁止选择性信息披露，让所有的投资者在一个公平的游戏环境中竞争。

本书针对我国深交所 2006 年颁布的公平披露政策，运用事件研究法研究盈余公告前后市场流动性、投资者交易行为以及市场信息泄露状况的变化来分析公平披露政策的实施效果。研究发现，在公平披露政策实施后，盈余公告前市场交易活跃度和买卖价差下降了，散户在盈余公告前后增加了交易活动水平，坏消息的信息泄露水平下降了，这些都说明市场的信息不对称程度降低了；但是机构在盈余公告前交易活动水平并没有减少，股价的变动方向在盈余公告前后的正相关以及好消息信息泄露水平的增加说明市场的选择性信息披露在一定范围内还是存在的，说明公平披露政策只是在一定程度上发挥了作用。本书的主要创新点如下：

(1) 本书首次在公平披露的事件研究中引入了随机期,控制了事件之外其他因素的影响。我国公平披露政策颁布前后的中国股市刚好分处熊市和牛市,引入没有消息发生的随机期较好地控制了股市本身的剧烈变化对研究结果的影响,这与国内现有的文献将公平披露政策前后直接进行比较的研究方法有很大的改进。

(2) 当市场知情交易者减少时,盈余公告前的市场交易活跃度会降低,本书根据该理论,通过考察市场流动性变化来反映市场信息不对称水平的变化以检验政策实施的效果。本书考虑到指令驱动市场和报价驱动市场的不同,除了利用买卖价差指标外,还运用了交易频数等反映市场交易活跃度的变量从市场微观结构分别对市场的流动性进行检验,在这方面对国内公平披露的研究有一定的创新性。

(3) 本书在国内首次利用高频数据研究公平披露问题,采用每笔交易金额的方法对投资者同时运用直接分割点和设置“缓冲带”的方法进行分类,这为今后利用高频数据从微观结构研究投资者行为提供了一些启示。在对盈余公告前后股价相关性进行检验时,本书运用盈余公告前和盈余公告后超额累积收益分别与随机期超额累积收益的差进行相关性分析,这在研究方法上也属于创新。

受研究资源与研究水平的限制,本书的研究仍存在一些局限性,如样本选取、研究角度等方面,这些问题有待于以后进一步讨论和研究,期望在以后的研究中加以完善。

朱爱萍

2012年11月

目 录

第一章 公平披露对市场信息不对称影响的概述	1
第一节 研究背景和研究意义	1
第二节 研究的主要问题	4
第三节 研究框架、主要内容和研究方法	7
第二章 公平披露政策的制度背景研究	11
第一节 公平披露政策的出台背景分析	12
第二节 公平披露政策的主要内容	21
第三节 公平披露政策引发的争议	23
第四节 美国《公平披露规则》对我国的启示	26
第五节 本章小结	29
第三章 公平披露理论研究的综述	31
第一节 信息披露与选择性信息披露的理论回顾	32
第二节 公平披露、信息不对称与市场流动性 变化的研究	42
第三节 公平披露与交易者行为研究	53

第四节	公平披露与信息泄露研究	58
第五节	公平披露的其他市场效应研究	60
第六节	公平披露相关文献评说	63
第四章	市场流动性变化的研究	67
第一节	问题的提出	67
第二节	基于市场流动性的研究假说	69
第三节	样本选取与数据来源	70
第四节	研究方法 & 变量选取	72
第五节	检验结果分析	78
第五章	交易者行为变化的研究	91
第一节	问题的提出	91
第二节	机构投资者和散户交易行为变化的研究假说	93
第三节	机构投资者与散户的划分	94
第四节	数据来源与研究方法	98
第五节	1 万分割点的机构投资者和散户交易行为分析	100
第六节	设置“缓冲带”的机构投资者和散户 交易行为分析	109
第六章	信息泄露变化的研究	123
第一节	问题的提出	123
第二节	信息泄露的研究假说	124
第三节	信息泄露样本构建及变量设计	126
第四节	盈余公告前后 CAR 的相关性及信息泄露研究	131
第五节	信息泄露模型构建及回归结果分析	137

第七章 结论与启示	145
第一节 主要研究结论	145
第二节 公平披露的政策建议	148
第三节 本书局限性与未来研究方向	151
参考文献.....	155
后记.....	171

第一章

公平披露对市场信息不对称影响的概述

证券市场是一个价值判断和交易行为信息化的场所，公平、公正、公开是证券市场贯彻的原则。选择性信息披露是信息披露人将未公开的重大信息泄露给特定对象，如机构投资者，这些获取信息的交易者成为知情交易者，可以在牺牲不知情交易者利益的基础上利用信息进行交易，这显然违背了证券市场公平的原则，加剧了投资者间的信息不对称。公平披露就是要禁止选择性信息披露，让所有的投资者在一个公平的游戏环境中竞争。为了保护中小投资者的利益，维护市场的公平，2006年8月10日，深交所主板发布了《上市公司公平信息披露指引》，8月16日，深交所中小企业板出台了《中小企业板上市公司公平信息披露指引》，首次在我国信息披露制度中引入了“公平披露”的概念，但是公平披露政策是否切断了选择性信息披露，是否减轻了市场的信息不对称状况，其实施的效果达到政策制定者预期了吗？这些正是本书要研究的内容。

第一节 研究背景和研究意义

证券市场是一个典型的具有不确定性和信息不对称特点的市场，

市场中的各交易者都拥有私人信息，并且他们之间的信息是不对称的。信息披露对于减轻市场信息不对称发挥着重要作用，早期的信息披露理论着眼于企业和投资者之间的信息不对称研究，认为信息不对称会引发“逆向选择”和“道德风险”问题，因而应该制定信息披露相关的规则，规范企业信息披露的内容、方式等。直到行为金融理论的进一步发展，人们才开始意识到不同的投资者在资金、信息、预期以及行为模式等上都有显著的不同，投资者之间的信息不对称问题得到重视。选择性信息披露加剧了投资者间的信息不对称问题，使得投资者区分成知情交易者和不知情交易者，知情交易者将不知情交易者置于“暗处”，常在消息正式宣告前进行交易以获得超常收益或减少损失，引发投资者对市场诚信问题的怀疑，破坏市场公平的原则。针对选择性信息披露引发的问题，美国证监会（Securities and Exchange Commission, SEC）在2000年10月颁布了《选择性披露和内幕交易》法规^①，对选择性信息披露行为进行禁止，由此引发了证券界专业人士以及学者讨论和研究的热潮。学者们通过设置不同的代理变量，从不同的角度，运用不同的方法检验了政策实施的效果，为监管层进行信息披露监管提供了有力的证据。

与成熟市场经济国家内生性的证券市场相比，我国证券市场并非各种产权形式自由交易达到均衡的结果，而是一种外生的制度安排，我国证券市场的最初功能实际上是定位于为国有经济融资服务的。在1993年，我国股票市场流通市值占股票市价总值的比例为24.40%^②，国有股份和以国有股份为背景的法人股在证券市场上占有绝对比重，这就决定了在我国证券市场上最大的股东是国家；而在监管机构的设置上，中国证监会隶属于国务院，不像美国证监会是根据《1933年证券法》设置，不隶属于总统、国会、最高法院或任何一个行政部门，那么国家作为监管者与经营者就合二为一，既是裁判

① 该法规又被称为《公平披露规则》（Regulation Fair Disclosure）

② 资料来源：《中国证券期货统计年鉴（2008）》

员又是运动员。在这样的制度背景下，我国证券市场制度建设严重滞后，信息披露制度不健全，配套的法律法规不完善，资本市场最重要的信息机制没有形成，市场中投机行为盛行，信息不对称现象非常严重，被称为“消息市”，投资者竞相追逐“消息”，拥有“消息”的机构投资者可以成为“庄家”随意操纵股价获取暴利，而不知情的中小投资者只能与“庄”共舞或蒙受损失，引起社会财富新的分配不公平。为了解决我国资本市场的制度性问题，保证资本市场健康稳定的发展，2005年中国证监会开始在证券市场推行股权分置改革，至2006年年底，股权分置改革基本完成，国家作为企业控股股东将随着“大小非”解禁参与到二级市场，企业的高管和大股东因而和二级市场股价的关系更加密切，与机构合谋操纵股价的动机更强。为了保护公众投资者特别是中小投资者的合法权益，加强和完善对上市公司及证券公司的监管，2005年国务院主持修改了公司法和证券法，进一步加强了信息披露监管方面的规范，对上市公司信息披露提出了更高要求。在此制度背景下，我国深交所在2006年8月首先出台了关于公平披露的相关政策，随后证监会在2007年出台的《上市公司信息披露管理办法》也引入了公平披露的概念。虽然这两个政策法规的层级不高，但在保护中小投资者利益和维护市场公平方面却意义重大。任何一项政策的出台都会引起一定的市场效应，而对于政策市场效应的检验可以检验政策实施的效果，为监管者制定进一步的法规政策提供理论和实践的依据。我国公平披露的相关法规政策出台后并没有引起类似美国的讨论和研究热潮，只有汪辉、吴淑琨（2007，海通证券）利用季报作为样本对公平信息披露引起的股票波动性、信息泄露和寒风效应进行了研究，但是对于市场的信息不对称状况并未研究，其研究角度没有涉及流动性和交易者行为，也没有对影响整个市场的共同因素进行控制，而一项政策需要多方检验，所以选择公平披露作为研究课题可以弥补这方面的缺失，具有一定的现实意义。

第二节 研究的主要问题

资本市场的有效性意味着，证券价格能够很好地反映一切可以获得的信息，信息成为证券价格变动的决定因素。Fama（1965）将资本市场的信息区分为历史信息、公开信息和内部信息，指出证券价格的信息有效性是指它是否完全反映了可利用的信息。Harry Roberts 于 1967 年 5 月在芝加哥大学举行的证券价格讨论会上，首次区分了三种不同层次的资本市场有效性。第一层次为弱式有效市场，是指证券价格已经反映了所有可获得的历史信息，人们是不能获得按风险调整的超额回报的；第二层次是半强式有效市场，该假说认为证券价格已经反映了所有可获得的公开信息，投资者只能通过内部信息才可能赚取超额利润；第三层次是强式有效市场，在该市场上证券价格能反映所有的信息，不仅包括历史信息、公开信息，甚至包括只有相关内部人士才知道的内部信息，任何投资者包括内部人士都无法凭借其地位和某种信息渠道来获得超额收益。

在强式有效的市场中，投资者之间的信息是对称的，任何投资者都无法获得超额回报，但是这必须具备四个前提条件：第一是信息公开的有效性，即有关每一只股票的全部信息都能够充分、真实、及时地在市场上得到公开；第二是信息从公开到接收的有效性，即上述被公开的信息能够充分、准确、及时地被关注该股票的投资者所获得；第三是信息接收者对所获得信息作出一致、合理、及时的价值判断；第四是信息的接收者依据其判断实施投资的有效性，即每一个关注该股票的投资者能够根据其判断，作出准确、及时的行动。然而在现实中信息披露是有成本的，企业不会完全公开自己的信息；由于信息披露程序、信息传播方式等因素的影响，投资者接触到信息的时间可能是不一致的；而投资者特性不一，对于信息的理解和判断也就不同。所以，股票市场非有效性的根源就在于不具备完善的信息基础，信息

基础不完善的一个最直接的表现就是信息在投资者之间分布的不均匀。这种分布不均匀从量和质上都有体现，从量上看，有的投资者掌握了较多数量的信息，而另外的投资者掌握相对较少数量的信息；从质上看，有的投资者掌握精确的信息，而另外的投资者掌握了较笼统的信息；从信息运用的程度上看，机构投资者拥有较强的资金实力，可以充分利用信息带来的收益，而小投资者往往收益不大，因此可以说，股票市场非有效性的关键在于投资者之间的信息不对称（李波，2004）。

信息披露制度对于缓解投资者间的信息不对称问题是很重要的。世界各国都制定了强制信息披露制度，这对于资本市场的公平和效率是十分必要的。正如美国证监会在1969年的维特报告（Wheat Report）中指出的，信息披露可以阻止财务操纵；可以给投资者提供其理性决策的充分信息；可以使所有投资者，无论是大户还是散户，无论是外部人还是内部人均同等获取相关信息。Leftwich（1980）等人指出，监管者可能担心那些不谙财务之道的投资者福利而强制要求企业披露信息。如果没有监管，就可能造成投资者间信息的多寡不一，而信息获取的不对称违背了证券法所要求的公平原则，通过创造最低的信息披露要求，监管者缩小了知情者和不知情者之间的信息鸿沟。

然而，即使强制信息披露制度可能消除了大小投资者之间对于历史和公开信息获取的差异，大投资者仍然可以通过选择性信息披露获得内部信息^①，即使在半强式有效的市场中，内部信息仍然可以使其获得超额利润，这就造成了大小投资者之间的不公平。公平披露政策实施的主要目的就是切断选择性信息披露，让所有投资者在一个公平的信息环境中竞争，消除由于选择性信息披露带来的投资者间的信息不对称，从而减轻整个市场的信息不对称水平。如果政策发挥作用，

^① 选择性信息披露就是指信息发布人基于自身的利益故意向特定利益人披露任何重大非公开信息的行为。

那么市场中拥有内部信息的投资者应该减少，信息不对称的水平应该是降低的，否则市场中信息不对称水平不会发生改变甚至提高。本书立足于研究公平披露对市场信息不对称产生的影响，通过研究市场流动性、投资者交易行为以及市场信息泄露的状况的变化来分析公平披露政策的实施效果。

首先，本书希望通过盈余公告前市场流动性水平的变化来反映市场信息不对称水平的变化，以检验公平披露实施的效果。前人的研究认为，买卖价差代表的流动性与市场信息不对称水平成反比。在西方，通常利用买卖价差和市场深度作为流动性指标反映市场的信息不对称状况，由于中国的连续竞价拍卖市场与西方做市商的交易制度不同，买卖价差的含义可能会发生变化，所以本书将其列为辅助指标。本书通过对盈余公告前市场交易频数、交易量和交易金额的变化来反映市场在公平披露政策前后交易活跃度的变化，以反映盈余公告前市场的信息状态，检验公平披露政策是否切断了选择性信息披露。

其次，本书希望通过机构投资者和散户交易行为的变化来检验市场信息不对称水平的变化。公平披露就是要切断机构投资者提前获取企业重要信息的选择性信息披露的渠道，以保障广大散户的利益。如果公平披露政策真的切断了选择性信息披露，那么机构投资者在盈余公告前的信息优势将下降，而散户因为拥有和机构相同的信息渠道，两者持有信息的质量差异应该缩小，所以机构在盈余公告前可能减少交易的活跃度，而散户可能增加其交易活跃性，通过机构和散户的交易行为的变化就可以看出公平披露实施的效果。

最后，本书想研究公平披露政策前后的盈余公告前后股价变动方向是否一致，信息泄露比例是否减少。Kyle（1985）的研究显示，知情交易者试图掩藏他们的交易在非知情交易者之间，而由知情交易者做出的交易会驱动股价。如果在盈余公告前信息泄露越多，知情交易者也就越多，那么由知情交易者所做的交易就会驱使股价朝着盈余公告后股价的方向变化。如何运用适当的指标来反映信息泄露的情况，也是本书研究的一个重点。本书还希望能控制其他影响信息泄露的因

素，看看公平披露政策后市场的信息泄露是否减少了，以检验政策实施的后果。

第三节 研究框架、主要内容和研究方法

一、研究框架

根据上述研究的问题，本书的整体研究框架如图 1.1 所示：

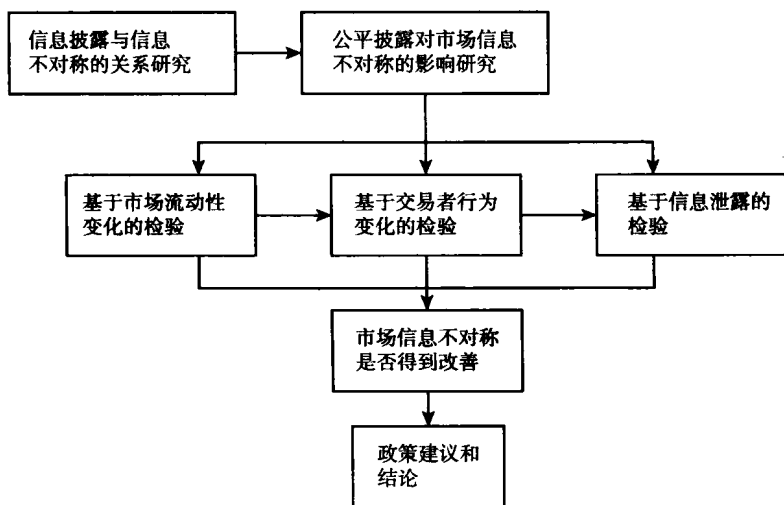


图 1.1 本书的研究框架

二、研究的主要内容

本书共分为七章，各章的主要内容如下：

第一章为导论。本章介绍了本书的研究背景与研究意义、研究问题、研究框架与主要内容、本书的研究方法以及本书的贡献和创新之处。

第二章为公平披露政策的制度背景研究。本章重点分析了我国公平披露政策的出台背景，并对公平披露政策的相关概念和主要内容进行了介绍，同时还分析了美国公平披露引发的争议以及对我国的启示。

第三章为文献综述。本章首先对信息披露、选择性信息披露的相关理论进行了回顾；然后从流动性指标的相关理论入手，对公平披露、信息不对称与流动性关系的理论进行了梳理；第三部分对投资者分类以及公平披露对交易者行为影响的相关文献进行了回顾；第四部分是信息泄露相关理论的整理；第五部分对公平披露的其他研究角度的文献及理论进行了概述；最后，本章对公平披露的相关文献做了简要的评述。

第四章为基于流动性变化对公平披露政策的经验检验。本章以盈余预警公告为样本，运用事件研究法研究了盈余公告前后市场流动性以及交易活跃度的变化，反映了市场在公平披露政策后信息不对称状况得到一定的改善。

第五章为基于投资者交易行为变化对公平披露政策的经验检验。本章利用高频分笔交易数据，运用每笔交易金额，按照三种分类方法将投资者划分为机构投资者和散户，研究了机构和散户在盈余公告前后相对于随机期的交易活跃度的变化，检验了政策实施的效果。

第六章为基于信息泄露的角度对公平披露政策的经验检验。本章首先检验了盈余公告前后股价变动的相关性；然后利用盈余宣告前超额累积收益和信息泄露指标检验了公平披露政策实施前后市场信息泄露水平的变化；最后利用盈余宣告前超额累积收益和信息泄露指标构建了多元回归模型，分析了相关因素的影响以及控制住相关因素后信息泄露水平的变化。

第七章为结论和启示。本章对全书的主要研究结论进行总结，提出了相关政策建议，并指出本书的研究不足及未来研究方向。

三、研究方法

理论研究方法一般分为规范研究和实证研究。规范研究以实证研究为基础，而实证研究以规范研究为指导。本书运用规范研究和实证研究相结合的方法，对公平披露对市场信息不对称的影响进行研究，具体如下：

(1) 规范研究。本书在第二章运用比较分析法对中美公平披露的出台背景、相关内容等进行了分析，论述了我国公平披露出台前所面临的特殊制度背景。在第五章对投资者分类的研究中，对比研究了三种分类方法的优劣，阐述了公平披露政策实施对投资者交易行为的影响。

(2) 实证研究。实证研究方法中，本书主要运用了事件研究法，以公平披露政策颁布时点为界，设立公平披露前期间和公平披露后期间，将公平披露政策前后市场流动性、交易者行为以及信息泄露情况进行对比，以检验政策实施的效果。为了控制公平披露政策之外的因素对实证结果造成的影响，本书采用了设置随机期的方法，将公平披露政策前后的盈余公告前后样本分别与同时期的随机期比较，避免了政策实施前后的熊市和牛市对研究结果的影响。本书还运用回归分析法，建立了信息泄露的多元回归模型对公平披露政策的实施效果进行检验。本书还运用了参数和非参数检验的方法对盈余公告前后股价的相关性进行了检验，此外，本书还运用分类研究法对样本按照消息类型进行了分组，使研究的结论更可靠。

四、主要的研究贡献

对于公平披露的研究在国内还是一个崭新的课题，国内相应的研究屈指可数。本书以公平披露对市场信息不对称影响为研究视角，运用高频数据，采用事件研究法对公平披露政策的实施效果进行系统的