

B 股向境内居民开放对市场信息不对称的影响 ——买卖价差分解方法

吴文锋¹, 朱云¹, 吴冲锋¹, 芮萌²

(1、上海交通大学安泰经济与管理学院, 上海 200052;

2、香港中文大学会计学院, 香港)

摘要: 投资者之间的信息不对称严重影响了市场的有效性. 运用买卖价差分解技术, 把价差分解成流动性价差和信息不对称价差, 比较了它们在 B 股开放前后的差异, 研究了 B 股向境内居民开放这一事件对市场信息不对称的影响. 结论表明, 境内居民参与交易虽然增加了股票流动性, 但并没有改善市场交易者之间的信息不对称环境.

关键词: 买卖价差; 信息不对称; B 股向境内居民开放

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2007)06-0057-08

0 引言

不同的投资者由于获取信息的渠道、成本和能力不同, 导致获得信息的及时性和质量存在差异. 这种信息不对称将引发内幕交易、价格操纵等损害劣势信息投资者利益的行为, 从而严重损害了市场运行的有效性. 由于我国证券市场的发展时间较短, 信息披露等市场制度还处于完善之中, 内幕交易和价格操纵等事件时有发生, 市场存在比较严重的信息不对称现象. 如何有效改善我国市场的信息不对称环境, 保护处于信息劣势的投资者对于证券市场的健康发展具有重要的意义.

2001 年 2 月, 证监会宣布 B 股向境内居民开放. 这使得大量国内投资者涌入 B 股市场, 投资者结构也从以境外投资者为主转变到以境内居民为主. 这种短时间内投资者结构的急剧变化可以说是市场发展的一个非常独特的事件. 一些学者研究了这一事件对市场的影响. 楼迎军^[2]运用

事件研究法, 认为 B 股对内开放的利多效应只局限在 B 股市场, 对 A 股市场产生的影响并不明显. 刘海龙等^[3]指出, 开放前 A 股的流动性大于 B 股, 而开放后 B 股的流动性则大于 A 股. 吴文锋等^[4]发现, 在开放前, 两个市场基本上处于完全分割状态, 而开放之后市场分割程度则有一定的改善. 投资者结构的变化不仅会影响股票收益率、流动性、市场分割等市场行为, 也会对交易者之间的信息不对称产生影响. 正如李平等^[5]所指出的, 市场微观结构理论的发展使得从日内交易数据研究信息不对称变得更为容易. 本文采用日内数据, 运用买卖价差的分解技术研究 B 股向境内居民开放这一事件对投资者之间的信息不对称的影响.

本文研究的特点是: 1) 与以往采用日数据的研究不同, 本文直接采用日内数据研究. 这对于研究两个具有相同的交易地点、交易时间和交易制度的市场之间的信息不对称更具有意义; 2) 本文

收稿日期: 2004-02-15; 修订日期: 2004-05-25.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目 (70202005).

作者简介: 吴文锋 (1975—), 男, 浙江温州人, 博士, 副教授. Email: wfwu@sjtu.edu.cn

从 2001 年 1 月底到 2001 年 5 月底, 上海证券交易所的境内居民 B 股账户增加了 57.7 万个, 是 2001 年 1 月底的 B 股总账户个数 15.2 万的 3.7 倍, 深圳证券交易所的境内居民 B 股账户增加了 31.9 万个, 是 2001 年 1 月底的 B 股总账户个数 13.0 万的 2.5 倍.

在 2001 年 2 月份以前, B 股以境外投资者为主 (占总数的 60% 左右). 而截止 2002 年底, 我国境内 B 股开户数量占 B 股投资者总数的 82%, 境外的机构投资者只占总数的 1.5%, 境外券商托管的股票市值只占 B 股总流通市值的 7% 左右, 使境内的个人投资者成为 B 股市场的主要参与者^[1].

采用的价差分解技术,可从买卖价差中分离出信息不对称成本,以从微观层面去了解市场投资者之间的信息不对称问题;3)利用中国B股市场这一特殊事件,可分析引进国内居民投资者是否确实改善B股市场的信息不对称环境,了解不同投资者结构对信息不对称的影响。

1 研究方法、数据和变量

1.1 买卖价差分解综述

买卖价差作为股票流动性的一个度量指标,越来越受到交易者、监管层和研究人员的重视。在作市商交易制度下,作市商是市场流动性的提供者,它以报出的买价买进股票,而又以报出的卖价出售股票。通过买价与卖价之间的差额报价——买卖价差,作市商获得了流动性补偿。这是买卖价差可以作为流动性度量指标的原因。但最近的价差分解技术研究表明,价差中只有一部分用于补偿作市商的流动性成本,另外一部分则是补偿作市商与知情交易者交易时的信息不对称成本。因为知情交易者利用其信息优势与作市商交易而获得收益,这种信息不对称成本也称为逆向选择成本^[6~11]。而在没有作市商的指令驱动制度下,所有交易者都是市场流动性的提供者,都要获得流动性成本的补偿,而逆向选择成本则是知情交易者与未知情交易者之间的信息不对称成本。

Glösten和Harris^[6]第一次把买卖价差分解成暂时部分和长期部分。暂时部分反映了指令处理成本、存货成本和垄断性租金,而长期部分则反映了做市商与知情交易者之间的信息不对称成本。他们估计了在NYSE上市的两个样本——20个指定公司样本和250个校验公司样本,时间为从1981年12月1日开始的14个月。结果显示,在忽视价格离散性情况下,暂时部分和长期部分占整个价差的比例分别为80%和20%,当考虑价格离散性时,两者的比例分别为65%和35%。这些结果说明,价差中由于信息不对称而引起的逆向选择成本是显著存在的。

Stoll^[7]研究了Nasdaq在1984年10、11、12月的765—821个公司的价差分解情况,结果为,指

令处理成本占47%,逆向选择成本占43%,还有10%为存货成本。George等^[8]把Glösten和Harris的模型扩展到允许收益率为时变的情况,采用Nasdaq数据,他们发现逆向选择成本大约占到整个价差的8%到13%左右。Madhavan等^[9]的估计结果中,逆向选择成本的比例还要高,大约为整个价差的43%左右。Huang和Stoll^[10]的研究结果为,指令处理成本为68.9%,存货成本为9.6%,逆向选择成本为21.5%。Lin等^[11]则研究了价差各分解部分与单笔交易规模的关系,结果发现,逆向选择成本与单笔交易规模之间呈正相关关系,而指令处理成本则与单笔交易规模之间呈负相关关系。

除了基于报价驱动交易制度下的价差分解研究,Brockman和Chung^[12]研究了基于指令驱动的香港证券交易所上市的345家公司的价差分解情况。结果发现,逆向选择成本占整个价差的33%左右,指令处理成本为45%,而另外一部分则是指令持续性成本,为22%。Ahn等^[13]研究了同样是指令驱动制度下的东京证券交易所的日内价差组成部分。他们的研究发现,东京市场的日内逆向选择成本和指令处理成本都呈U字形,而且逆向选择成本随着单笔交易规模的增加而增加,而指令处理成本则随着规模下降。

另外,许多学者研究了不同制度下的信息不对称成本及其影响因素。Affleck-Graves等^[14]在研究NYSE/AMEX和NASDAQ两种不同交易机制下信息不对称成本差异时认为,包括价格、成交量、收益率波动性等公司相关因素会影响信息不对称成本。Van Ness等^[15]认为,公司的信息不对称越严重,那么股价的波动性可能会也越大。Brockman和Chung^[16]在比较投资者保护制度与股票流动性的关系时,认为要扣除由于股票价格、成交量和波动率等公司相关因素的影响。

1.2 买卖价差分解方法

中国股票市场也是基于指令驱动的交易制度,所以本文采取Brockman和Chung使用的价差分解技术,把价差分解成逆向选择成本、指令处理成本和指令持续性成本3部分。

相对于美国纽约证券交易所、NASDAQ等存在作市商的价格驱动交易制度,日本、香港和我国等市场是纯粹由计算机撮合的指令驱动交易制度。指令驱动交易环境下的买卖价差分解方法可参见文献[12,13]的研究。

在不存在作市商的指令驱动制度下,市场流动性则由所有参与的交易者提供,通常不考虑存货成本。

1) 逆向选择成本 λ

在指令驱动制度下,逆向选择成本代表市场中知情交易者和不知情交易者之间的信息不对称成本。逆向选择成本越大,则说明市场中的信息不对称程度越厉害。逆向选择成本比例由如下方程回归得到

$$Q_{t+1} = z_t + \lambda_{t+1} \quad (1)$$

其中: Q_t 表示 t 时刻最高买价和最低卖价的中点 (经过对数处理); z_t 是 t 时刻成交价和 Q_t 的差值 (经过对数处理); λ 表示逆向选择成本占整个买卖价差的比例; λ_{t+1} 为误差项。

2) 指令处理成本比例

指令处理成本是流动性成本的一部分,指投资者为了交易而下达和传送指令所耗费的时间、通信费用等成本。指令处理成本比例由如下方程回归得到

$$P_{t+1} = -z_t + u_{t+1} \quad (2)$$

其中: P_t 表示 t 时刻的成交价 (经过对数处理); z_t 是 t 时刻成交价 P_t 和 Q_t 的差值 (经过对数处理); λ 表示指令处理成本占整个买卖价差的比例; u_t 为误差项。

3) 指令持续性成本比例

许多研究发现,买(卖)指令倾向于紧跟着买(卖)指令^[17]。这种指令的持续性 (order persistence) 主要跟以下两个因素有关: 许多交易者为了隐蔽信息把大额指令分成几个小额指令执行; 新信息到达市场后的逐步慢速调整。价差中的这种成本被称为指令持续性成本,其占整个价差的比例由如下方程回归得到

$$z_{t+1} = z_t + v_{t+1} \quad (3)$$

其中: z_t 是 t 时刻成交价 P_t 和 Q_t 的差值 (经过对数处理); λ 表示指令持续性成本占整个买卖价差的比例; v_t 为误差项。

、和 之和等于 1,即信息不对称成本、指令处理成本和指令持续性成本构成了整个价差。其中,指令处理成本和指令持续性成本构成市场的流动性成本。

1.3 数据和变量

按照“向境内居民开放 B 股”这个事件把样本时间分为两个时期。一个是 1999 年 2 月 19 日到

2001 年 2 月 18 日的两年时间,称为事件前期 (pre-event); 另一个是事件后期 (post-event), 从 2001 年 6 月 1 日到 2003 年 5 月 31 日的两年时间。

数据样本为在上海和深圳证券交易所同时具有 A 股和 B 股的股票,去掉在样本时期非正常交易股票 (指期间被停牌的和被 PT 处理等缺乏数据的股票) 后,剩下 68 只。数据来源于深圳国泰安公司开发的中国股票市场研究 CSMAR 数据库。

正如前面综述中提到的,信息不对称成本还受到价格、成交量、股价波动率等公司因素的影响。因此,本文在分析 B 股开放是否确实改善 B 股市场信息不对称的影响时,还考虑了股价、成交股数、股价波动率等因素的影响。文章的变量包括:

(1) 股价 $Price$ 指股票的日收盘价;

(2) 成交股数 $Volume$ 用日平均成交股数表示,由于整个研究时期样本股票未发生股本结构变化,所以可以用成交股数说明交易活跃程度的变化情况;

(3) 波动率 $Volatility$ 采用日收益率的标准差表示,计算分别得到每个股票在前后两个时期的波动率;

(4) 价差 $Spread$ 用相对价差表示,计算公式为: (最低卖价报价 - 最高买价报价) / [(最低卖价报价 + 最高买价报价) / 2], 本文采用时间间隔为 5 min 的日内数据计算出每天的平均相对价差;

(5) 价差的各成分比例 (、和) 采用前节中的回归估计方法;

(6) 价差中的流动性成本 $Spread_L$ (下称“流动性价差”) 由 $Spread \times (+)$ 计算得到;

(7) 价差中的信息不对称成本 $Spread_{AS}$ (下称“信息不对称价差”) 用 $Spread \times$ 计算得到,称 $Spread_{AS}$ 为信息不对称绝对值成本,而 λ 为信息不对称相对成本。

2 实证结果

2.1 开放事件对市场交易活动的影响

对于各个变量,先计算每个股票的平均值,再

对于 2001 年 2 月 19 日到 6 月 1 日这段时期,一方面同年 2 月 19 日之后存入境内商业银行的现汇存款和外币现钞存款以及从境外汇入的外汇资金还无法进行 B 股交易,另一方面这段时期内 B 股价格也处于消化这一重大利好消息的上涨之中,所以本文把这段时期过滤掉。

进行横截面的均值 *T*检验和中位数 *Z*检验. 表 1 的 Panel A 和 Panel B 分别给出了 A 股和 B 股两个市场在事件前后的各变量差异.

表 1 的 Panel A 中, A 股的平均价格在事件前后两个时期分别为 12.64 和 12.14, 虽有下降, 但变化不显著 (均值检验的 *p* 值为 0.41, 中位数检验的 *p* 值为 0.31). 由于 2001 年后中国整个股票处于比较低迷的状态, 所以 A 股的日平均成交股数从事件前期的 138 万股下降到事件后期的 89 万股, 下降了 36%. 股价波动率也从 0.029 显著下降到 0.023.

从市场微观结构看, 事件前后的价差分别为 0.0025 和 0.0023, 没有显著变化. 价差成分中的流动性部分 *Spread_L* 也没有因为市场成交股数的下降而增加. 由此可见, 从价差角度看, 尽管市场低迷, 但整个市场的流动性价差并没有因此增大. 对于信息不对称的相对成本, *Lambda* 值在前后两个时期保持在 42% 左右, *p* 检验值也显示没有显著变化. 但对于信息不对称绝对值成本 *Spread_{AS}* 的结论比较模糊, 中位数检验显著, 前期的 *Spread_{AS}* 值要显著大于后期值, 但均值检验不显著.

表 1 B 股开放对 A、B 股市场交易活动的影响

Table 1 The effect of B share opening to domestic investors on the market micro-structure

变量	均值			中位数		
	事件前期	事件后期	均值差的 <i>T</i> 检验	事件前期	事件后期	中位数差的 <i>Z</i> 检验
Panel A: A-share						
<i>Price/元</i>	12.6431	12.1401	-0.83 (0.4057)	12.4601	11.9808	1.03 (0.3053)
<i>Volume</i>	1381091	888084	-3.03 (0.0029)	982295	668696	2.05 (0.0403)
<i>Volatility</i>	0.0287	0.0234	-9.06 (0.0000)	0.0293	0.0234	6.15 (0.0000)
<i>Spread</i>	0.0025	0.0023	-1.34 (0.1831)	0.0024	0.0023	1.37 (0.1716)
<i>Spread_L</i>	0.0015	0.0014	-0.61 (0.5451)	0.0013	0.0013	0.00 (1.0000)
<i>Spread_{AS}</i>	0.0010	0.0010	-1.65 (0.1016)	0.0011	0.0009	2.39 (0.0168)
<i>Lambda</i>	0.4282	0.4207	-0.37 (0.7097)	0.4349	0.4030	1.03 (0.3053)
Panel B: B-share						
<i>Price/元</i>	2.5635	6.1812	16.09 (0.0000)	2.1900	6.1384	-9.57 (0.0000)
<i>Volume</i>	652896	954757	2.56 (0.0016)	482720	663992	-2.39 (0.0168)
<i>Volatility</i>	0.0387	0.0252	-24.27 (0.0000)	0.0388	0.0248	11.28 (0.0000)
<i>Spread</i>	0.0745	0.0200	-7.64 (0.0000)	0.0836	0.0261	1.71 (0.0875)
<i>Spread_L</i>	0.0184	0.0048	-9.85 (0.0000)	0.0182	0.0046	6.83 (0.0000)
<i>Spread_{AS}</i>	0.0561	0.0152	-6.75 (0.0000)	0.0584	0.0209	0.34 (0.7326)
<i>Lambda</i>	0.6614	0.6736	0.46 (0.6474)	0.6842	0.7423	-1.03 (0.3053)

注: 表中 B 股的价格已用官方汇率转换成人民币计价;

表中分别列出了前后期的均值, 并作 *T* 检验, 而列出的中位数则作 *Z* 检验, 括号中为 *p* 值.

与 A 股市场不同, 开放事件对 B 股市场产生了巨大影响. B 股价格飚升, 从前期的平均 2.6 元涨至 6.2 元, 涨幅为 138%. 日均成交股数也显著增加, 从前期的 65 万股增至后期的 95 万股, 涨幅为 46%. 但 B 股成交股数的大幅度增加并没有增加波动率; 相反, B 股的波动率从前期的 0.039 下降到后期的 0.025, 变化显著.

从价差的变化来看, 允许境内居民交易显著减少了 B 股价差, 从前期的 0.075 下降到后期的 0.020, 下降幅度达到 70% 以上. 流动性价差的变

化也很明显, 从前期的 0.0184 下降到后期的 0.0048, 统计检验显著. 对于信息不对称绝对值成本 *Spread_{AS}* 值, B 股在前后期的变化比较模糊, 均值从前期的 0.056 下降到后期的 0.0152, 变化显著; 但中位数检验不显著. 而与 A 股在前后期的 *Lambda* 值没有变化类似, B 股的信息不对称相对成本 *Lambda* 值也保持在 67% 左右, 没有显著变化.

总的来说, 境内居民参与 B 股交易, 大大增加了 B 股的成交量, 降低了 B 股的流动性价差, 而在同时期 A 股的成交量下降, 但流动性价差的变化

不显著。另外，事件对 A 股的信息不对称成本基本没有影响。但对 B 股的信息不对称成本影响的结论却很模糊，逆向选择比例没有变化，信息不对称价差的均值变化显著。下面详细讨论事件对信息不对称成本的影响。

2.2 开放事件对 B 股信息不对称成本的影响

前面提到，信息不对称价差受到价格、成交量和股价波动率等因素的影响。因此，在分析 B 股开放事件是否改善了 B 股市场的信息不对称环境时，必须扣除公司相关交易活动因素影响所造成的影响。本文采用如下模型对 B 股前后时期样本的信息不对称价差进行横截面回归

$$Spread_{AS_i} = Intercept + Post-event_t + a_1 Price_i + a_2 Volume_i + a_3 Volatility_i + e_i \quad (4)$$

其中：*Intercept*表示截距项；*Post-event_t*表示事件前后的信息不对称价差差异，当为事件后期时 *Post-event*取 1，否则取 0；*Price_i*为股价，由于价差为相对价差，即每单位货币的报价差值，所以 *Price*不转换成人民币，以各自交易货币表示；*Volume_i*为股票的日平均成交股数；*Volatility_i*表示股票 *i*的日收益率波动率。回归时，各个变量都取自然对数，结果见表 2 中的回归方程 (4) 一栏。

表 2 开放事件对 B 股信息不对称价差的影响

Table 2 The effect of B share opening on the information asymmetry spread

变量	回归方程 (4)	回归方程 (5)
<i>Intercept</i>	0.2453 (0.0000)	0.2659 (0.0000)
<i>Post-event</i>	0.0051 (0.4885)	—
<i>Price</i>	-0.0295 (0.0000)	0.2724 (0.0000)
<i>Volume</i>	-0.0058 (0.0088)	0.0884 (0.0006)
<i>Volatility</i>	0.0372 (0.0151)	-0.2343 (0.0479)
<i>AdjR²</i>	0.8054	0.5986

注：变量系数右边括号中的为 *p* 值。

回归方程 (4) 的 *AdjR²* 为 0.81，说明股价、成交股数和波动率能很好地解释 *Spread_AS* 的变动。先看 3 个解释变量的系数及其显著情况。股价 *Price* 的系数显著为负，这与前人的研究结论一致，即价格越大，信息不对称价差越小。成交股数的系数同样显著为负，说明成交越活跃的股票，其信息不对称价差越小。而波动率的系数显著为正，即股价的波动性越大，信息不对称价差也越大。这是因为股价波动越大意味着交易者对股票真实价值的差异分歧越大，那么交易者之间的信息不对称也越严重。从前后两个时期的信息不对称价差差异来看，*Post-event* 值不显著。因此，扣除价格、成交量和波动率的影响后，前后两个时期的信息不对称价差之间没有差异。这与逆向选择成本 *Lambda* 值的前后期没有显著变化的结果一致。B 股市场引进境内居民并没有减少市场交易者之间的信息不对称程度，没有改善市场的信息环境。

为了进一步证实事件后期 B 股信息不对称价差的下降只是由于股价上涨、成交量增加和波动率下降的结果，做如下的方程回归

$$d_{AS_i} = Intercept + a_1 d_{Price_i} + a_2 d_{Volume_i} + a_3 d_{Volatility_i} + e_i \quad (5)$$

其中：*d_{AS_i}*表示 B 股信息不对称价差的下降幅度，定义为 $[Spread_{AS}(前期) - Spread_{AS}(后期)] / Spread_{AS}(前期)$ ；*d_{Price}*表示股价的增加幅度，定义为 $\ln[Price(后期) / Price(前期)]$ ；*d_{Volume}*则表示成交股数的增加幅度，定义为 $\ln[Volume(后期) / Volume(前期)]$ ；*d_{Volatility}*表示波动率的增加幅度，定义为 $\ln[Volatility(后期) / Volatility(前期)]$ 。对 68 个样本进行横截面回归，结果见表 2 中的回归方程 (5) 一栏。

回归方程 (5) 的 *AdjR²* 为 0.60，说明股价、成交股数和波动率的变化能解释信息不对称价差变化的大部分变动。*Price* 的系数显著为正，说明信

对于本文没有使用高频收益率波动率而用日收益率波动率作为股价波动的估计，说明如下：理论上认为，低频收益率波动率与高频收益率波动率之间呈正比例关系，即使受波动率的分布等影响，在实证中这种比例关系也大致成立。由于市场微观结构对价格形成的影响，直接使用高频数据估计的波动率会带有一定的偏差，一些原有的波动率统计特性被破坏，所以高频价格序列只有过滤和调整后才可用来估计波动率^[17~19]。由于本文只是关注波动率对信息不对称价差的影响，鉴于以上讨论的两个原因，不直接采用高频数据估计，而用低频日波动率作为股价波动的估计。这不影响本文的实证结果和结论。

息不对称价差的下降幅度与价格的增长幅度呈正比,价格增长得越多,信息不对称价差下降得越多,这与方程(4)的结论一致。成交股数的系数显著也为正,表明成交股数的增加导致了信息不对称价差的下降。波动率的系数为负,即波动率的增长将导致信息不对称价差的增大。这些都与方程(4)的结论一致。

2.3 实证结果的分析与讨论

通过对B股开放前后价差、信息不对称等变量变化情况的分析发现,境内居民参与交易显著增加了B股的成交量,这主要得益于交易者数目的扩大。原先B股对境内居民的限制使得很大一部分有兴趣进行B股交易的投资者无法买卖B股,B股市场的交易一直不如A股活跃。而当限制取消时,那些潜在的B股投资者的加入扩大了整个B股市场的投资者数量,提高了市场交易的活跃程度。这也证实了Merton(1987),Amihud等(1999)的论断,投资者数量的增加有利于扩大交易量,提高股票流动性,增加公司价值。因此可预计,如果B股对境内机构投资者开放,将进一步增加B股的交易量,提高B股的流动性。

除了分析扩大投资者数量对市场流动性的影响,2.2节实证分析了扩大投资者数量对市场信息不对称的影响。结果表明,境内居民参与交易并没有改善B股市场交易者之间的信息不对称程度。由于市场交易者之间的信息不对称主要是由于不同类型的交易者的信息获取渠道、能力和成本的不同引起的。目前B股市场主要有国外机构投资者和境内个人投资者这两类交易者。B股开放只是扩大境内个人投资者的数量,但并没有增加个人投资者的信息优势。所以,在信息披露和投资者保护等市场制度没有变化的前提下,市场基本上保持原有的信息不对称程度。这说明,单纯地增加投资者数量无法改善市场的信息不对称程度,提高市场的质量。只有改进信息披露等投资者保护制度,或增加投资者种类,才能有效改善信息不对称状况。而改善目前B股市场信息不对称状

况的一种可能措施就是引进在信息获取上具有一定优势的境内机构投资者。

另外,与香港的33%的逆向选择比例进行比较^[12],我国市场的A股42%和B股67%的价差中的逆向选择比例都偏高。正如Brockman和Chung(2003)所指出的,投资者保护越完善的市场,其价差也越小,我国市场价差及其逆向选择比例偏高的现象说明与香港市场相比,我国股票市场还存在比较严重的信息不对称。这在一定程度上也反映了我国整个市场的信息披露和投资者保护等制度制订和实施的相对落后。

3 结 论

2001年2月,中国证监会宣布B股向境内居民开放。这一事件使得大量的国内投资者涌入B股市场,改变了B股市场的投资者结构。投资者结构的变化引起了B股价格的飙升,成交量剧增。而本文要讨论的是投资者结构变化,国内投资者参与交易是否降低了信息不对称成本,改善市场的信息沟通环境。本文采用日内交易数据,运用买卖价差分解技术,从价差中分离出信息不对称成本后,比较了B股开放前后两个时期的信息不对称环境的变化。

本文研究的结论表明,允许境内居民交易减少了B股的买卖价差,降低了B股的流动性成本,确实增加了B股市场的流动性。B股开放虽然降低了信息不对称价差,但它只是股价增加、成交股数增加和波动率下降的结果。而整个市场的逆向选择成本比例没有下降,B股市场交易者之间的信息不对称环境也没有改善。这可能与B股只是对散户投资者开放,而散户投资者本身就处于信息劣势有关。因此,如果要确实改善B股市场的信息不对称环境,可以考虑让境内机构投资者参与交易。

参 考 文 献:

- [1] 尹中立. 撬动 B 股化解人民币升值压力 [N]. 中国证券报, 2003 年 10 月 9 日.
Yin Zhongli Mitigate RMB appreciation pressure using B share [N]. China Securities Journal, October 9th, 2003. (in Chinese)
- [2] 楼迎军. 2001 年 B 股对境内投资者开放的事件分析——以同时发行 AB 股的沪深上市公司为例 [J]. 世界经济, 2002, (11): 59—66
Lou Yingjun Event analysis of B shares' opening to domestic investors: Samples from cross-listed firms in China A and B shares markets[J]. World Economy, 2002, (11): 59—66 (in Chinese)
- [3] 刘海龙. B 股向境内开放对 A、B 股流动性影响的分析 [J]. 系统工程学报, 2002, (5): 417—423
Liu Hailong The effect of B shares' opening to domestic investors on the liquidity of A and B shares[J]. Journal of Systems Engineering, 2002, (5): 417—423. (in Chinese)
- [4] 吴文锋, 朱 云, 吴冲锋等. B 股向境内居民开放对 A、B 股市场分割的影响 [J]. 经济研究, 2002, (12): 33—41.
Wu Wenfeng, Zhu Yun, Wu Chongfeng, et al The effect of opening B shares market to domestic investors on market segmentation[J]. Economic Research, 2002, (12): 33—41. (in Chinese)
- [5] 李 平. 市场微观结构理论综述 [J]. 管理科学学报, 2003, 6(10): 87—98
Li Ping Review of market micro-structure theory[J]. Journal of Management Sciences in China, 2003, 6(10): 87—98 (in Chinese)
- [6] Glosten L R, Harris L E. Estimating the components of the bid-ask spread[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 21 (1): 123—142
- [7] Stoll H R. Inferring the components of the bid-ask spread: Theory and empirical tests[J]. Journal of Finance, 1989, 44 (1): 115—134
- [8] George T J, Kaul G, Nimalendran M. Estimation of the bid-ask spreads and its components: A new approach[J]. Review of Financial Studies, 1991, 4(4): 623—656
- [9] Lin J, Sanger G C, Booth G G. Trade size and components of the bid-ask spread[J]. Review of Financial Studies, 1995, 8 (4): 1153—1183
- [10] Madhavan A, Richardson M, Roomans M. Why do security prices change? A transaction-level analysis of NYSE stocks [J]. Review of Financial Studies, 1997, 10(4): 1035—1064
- [11] Huang R D, Stoll H R. Market microstructure and stock return predictions[J]. Review of Financial Studies, 1994, 7(1): 179—213
- [12] Brockman P, Chung D Y. Bid-ask spread components in an order-driven environment[J]. The Journal of Financial Research, 1999, 22(2): 227—246
- [13] Ahn H J, Cai J, Hamao Y, et al The components of the bid-ask spread in a limit-order market: Evidence from the Tokyo stock exchange[J]. Journal of Empirical Finance, 2002, 9(4): 399—431.
- [14] Affleck-Graves J, Hedge S P, Miller R E. Trading mechanisms and the components of the bid-ask spread[J]. Journal of Finance, 1994, 49(4): 1471—1488
- [15] Van N B F, Van R A, Warr R S. Is the adverse selection component really higher on the NYSE/AMEX than on the Nasdaq?[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2002, 29(5): 807—824
- [16] Brockman P, Chung D Y. Investor protection and firm liquidity[J]. Journal of Finance, 2003, 58(2): 921—937.
- [17] Corsi F, Zumbach G, Muller U A, et al Consistent high-precision volatility from high-frequency data [J]. Economic Notes, 2001, 30(2): 183—204
- [18] Andersen T G, Bollerslev T. Towards a unified framework for high and low frequency return volatility modeling[J]. Statistica Neerlandica, 1998, 52(3): 273—302
- [19] Andersen T G, Bollerslev T, Diebold F X, et al Modeling and forecasting realized volatility[J]. Econometrica, 2003, 71 (2): 579—625.

Effect of B shares' opening to domestic investors on information asymmetry ——Using bid-ask spread decomposition method

WU Wen-feng¹, ZHU Yun¹, WU Chong-feng¹, Oliver M. RUI²

1. Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200052, China;

2. School of Accountancy, The Chinese Hong Kong Universtiy, Shatin NT, Hong Kong, China

Abstract: The information asymmetry among investors has negative influences on the market efficiency. This paper studies the impact of opening B-share markets to domestic investors on the information asymmetry. We decompose the bid-ask spread into liquidity and information asymmetry components, and then compare their differences in the pre-event and post-event periods. Our results show that the opening event enhances the market liquidity, but doesn't mitigate the information asymmetry among the investors.

Key words: bid-ask spread; information asymmetry; Opening B-share markets to domestic investors

(上接第 29页)

[12] 董辅初, 厉以宁. 国有企业: 你的路在何方 [M]. 北京: 经济科学出版社, 1997.

Dong Fu-reng, Li Yi-ning. State-owned Enterprise: Where is Your Way [M]. Peking: Economics Science Press, 1997. (in Chinese)

[13] 张维迎. 从公司治理结构看中国国有企业改革 [M]. 北京: 北京大学出版社, 1999.

Zhang Wei-ying. China State-owned Enterprise Reform From Company Management Structure [M]. Peking: Peking University Press, 1999. (in Chinese)

Research of optimal ownership structure based on modern corporate governance theory

ZHENG Jun-jun¹, TANG Peng¹, FAN Wen-tao²

1. Economics and Management School of Wuhan University, Wuhan 430072, China;

2. Wuhan Institute of Physics and Mathematics, The Chinese Academy of Sciences, Wuhan 430071, China

Abstract: The traditional corporate governance theory based on highly separated ownership has been challenged by modern economy. Relatively concentrated ownership structure is becoming a typical character of the modern corporations. Based on modern corporate governance, this paper has proved the existence of the optimal ownership structure by establishing the value model for both predominant and supervision shareholders. The research makes up the limitations of empirical analysis, and it has some significances in guiding the ownership structure reform and company management.

key words: ownership structure; predominant shareholders; supervision shareholders; corporate governance