



4.6 信息不对称

□ 4.6.1 对信息不对称的进一步讨论

在这一部分，我们继续深入考察有效证券市场定义中“公众所知的”信息的含义，这又直接导致了财务会计理论中公认的最重要的概念——信息不对称。正如 1.9 节中所提到的，信息不对称有两种类型：逆向选择与道德风险。当一种类型的市场参与者（如内部交易者）可能知道一些有关所交易资产的情况，而另一种类型的市场参与者（普通投资者买方）可能不知道这些情况时，就可能出现逆向选择。而由于管理层运营的努力程度通常是无法直接观测的，因而可能导致管理层推卸责任，从而产生道德风险。

这两种信息不对称将使得投资者产生额外的估计风险。在逆向选择的情况下，内部交易者的诚实程度是未知参数；而在道德风险的情况下，管理层的懈怠程度则是一个未知参数。面对信息不对称，外部投资者将预期到内部交易者因信息优势而给自己造成的损失，并由此降低股票的买入价，从而保护自己。最终结果将是增加公司的资本成本。这种估计风险不太可能完全被分散，因为投资者更可能因逆向选择和道德风险产生亏损，而不是从中获益。实际上，我们将看到很多公司通过诸如最优披露等手段来减少估计风险的案例。

我们将在第 9 章详细讨论道德风险。在此我们主要讨论逆向选择，

首先，要注意信息不对称是市场不完全的一个重要原因（参见 2.6 节）。也就是说，在极端的情形下，作为信息不对称的结果，市场将会崩盘或者失败。为此，考虑保险政策市场。假如你是规避风险的，你可能会购买保险以防你可能无法获得学位或者职业会计资格。只要费用公道，你会很高兴地接受这个险种。举个例子来说，疾病或者意外可能会使你无法完成学业，但只要你购买了这个险种，就可以消除疾病可能带来的风险，因为保险给你的补偿会弥补你的损失——这个损失就是你得到学位后可

能获得学位带来的收益增长的现值。

但是提供此类保险会使保险公司面临诸多困难。其中之一就是，生病的人会蜂拥参与这一教育计划（称为逆向选择问题，因为健康状况与保险公司利益刚好相反的人会选择购买保险）。这样，当他们因疾病导致求学失败时，他们就会获得保险赔偿并照样享受到学历可能带来的金钱收益。

另一个问题是，如果你有了此类保险，你就会在学业上放松，即便你是完全健康的。如果拿不到学位还可以获得保险的等额补偿，又何苦拼命学习呢？这就称为道德风险问题，因为只有你清楚自己的努力程度。这样，你可以通过懈怠学业来欺骗保险公司。要注意的是，在这种情况下，即使保险公司要求提供一张医学鉴定书也是没有多大用处的，因为很难证明是疾病导致了你的求学失败。

结果将是没有任何一家保险公司会为你承保这个险种，并在你拿不到学位时补偿你全部的收入损失。问题就在于信息不对称。相对于保险公司，你具有信息优势，因为保险公司只能观察到你是否求学失败，而不能观测到是不是由于你的疾病、事故或者松懈而导致失败。

面对如此严重的信息劣势，鉴于市场的不完整性，保险公司的对策就是不提供上述保险。

在其他情形下，信息不对称可能不会严重到阻碍市场发展的程度。然而，市场也可能因此而失效。Akerlof（1970）研究了这一情形。一个存在信息不对称的市场的典型例子就是旧车市场。汽车的主人要比潜在的购买者更清楚汽车的实际状况及其未来收益流。这就导致了逆向选择问题，因为汽车主人意欲将一个“柠檬”（lemon）带进市场，尽可能利用这种内部信息来获取优势，以期望从一个不曾起疑的买者手中获得比汽车本身更高的收益。然而，买方会意识到这种可能性，但由于其没有信息以区分破车和好车，他们会对任何想购买的旧车都给予低价，这是一个称为“分摊”（pooling）的过程。事实上，一辆二手车的市场价格反映了该市场上二手车的平均质量。这样一来，大量好车的市场价格会低于其未来收益流所代表的真实价值，反之亦然。而当难以确切知道旧车的真实服务潜能时，前面所述的套利行为将会失效，从而使得具有相同服务潜能的车无法以相同价格出售，因此，好车的主人就不愿意在市场上出售他的车。这是市场不完全的另一个来源——市场可以存在但却不完整，因为购买者并不能总是买到其所要的类型及状况的汽车。

我们也可以从风险角度考虑这种汇集过程。二手车的买方面临估计风险，因为他不知道二手车真实的基本状态。

值得注意的是，由于卖家有动机将“柠檬”带到市场，与此同时好车的所有者知道他们将获得低于其汽车未来服务的预期价值，因此市场上二手车的平均质量将随着时间的推移而恶化，直至市场崩溃的临界点。然而，市场将使用各种监管和自愿性手段来减少逆向选择的影响及由此产生的估计风险。从而，二手车市场将产生安全证书、维修记录、保修、试驾、试图建立良好信誉的经销商等特征手段。具体到我们上面提到的保险的例子，保险市场设置了诸如寿险的体检、火灾保险的共同保险和免责条款、对有良好驾车记录者的保费优惠等手段。但是，由于以上手段都是有成本的，这些披露措施并不能完全消除这些问题。然而它们可能足够有效，至少可以使得二手车和一些保险市场正常经营起来——即使不如在不存在信息不对称的情况下那样运行

良好。

我们可以认为二手车的卖方与股票市场中的内部人类似。这样一来,证券市场显然也会受到柠檬问题的影响。由于逆向选择的存在,外部投资者将面临估计风险,因为他们不知道公司的真实未来业绩前景。如上所述,在此问题中,潜在的未知参数是内部人的诚实程度,他们面临着利用其信息优势牟利的诱惑。然后,正如同二手车市场案例一样,外部投资者将预期内部人由此带来的损失并反映于市场价格之中。例如,公司内部人员可能会延迟发布坏消息,可能通过在新闻公开之前出售股票从事内幕交易,从而以在此期间购买股票的外部投资者利益为代价牟取收益。或者当内部信息是好消息时,内部人可以在好消息被公开之前购买相关股票赚取利润。这也是以在此期间出售该股票的外部投资者利益为代价牟取收益的。因此,无论内部信息是好还是坏,外部投资者做出买入或卖出决策都面临着预期损失。^[9]

请注意,与二手车不同,投资者因内部信息而产生的估计风险可能会存在一些差异,这是因为不同公司内部人员的诚实程度存在差异。因此,对于一些公司,投资者在某些内部人手中的损失可能超过其预期,而在其他内部人手中的损失可能低于其预期。

然而,尽管股票价格将反映内部人给投资者带来的平均损失,但是具体到某个公司而言,它们希望通过更多的披露信息,以减少关于本公司的内部信息,从而降低其资本成本。这非常类似于二手车交易中的卖方,如果他向购买者提供维护记录,则会得到更高的出售价格。

作为估计风险来源的内部信息也适用于在第4.5.1节引入的CAPM模型。也就是说,CAPM并不考虑内部信息的影响。^[10]然而,如刚刚讨论的,股价将反映投资者对内部人的预期损失,在这种情况下CAPM将低估资本成本。

要了解内部信息对投资者的潜在影响,请参考Jagolinzer, Larcker and Taylor (JLT, 2011)。他们以260个存在管制政策(blackout policies)的美国企业为研究样本,这些企业限制了公司内部人士在他们可能拥有内部信息期间买卖公司股票。例如,一个典型的管制政策就是,禁止在季度盈余公告发布之前和之后几周发生内幕交易。

在2003年6月至2005年12月期间,JLT的样本中有7856名内部人进行证券交易。也许令人惊讶的是,这些交易中的24%发生在管制期间。

JLT还发现,80%的样本公司要求它们的总法律顾问批准内幕交易。这大概是为了保护内部人和公司免受违反内幕交易法规的可能后果,这些法规可能会惩罚那些利用非公开信息赚取交易利润的内部人。

对于未经总法律顾问批准的公司,JLT报告说,在其股票购买和出售交易管制期间之外的180天期间,内部人员获得了3.6%的平均超额收益(即7.2%的年化收益)。而对于管制期内的交易,其平均超额收益为10.8%,即年化收益为21.6%。这表明,考虑到时机的话,内部人员确实利用了他们的信息优势。

然而,当需要总法律顾问批准时,这些异常收益被有效地消除了。JLT认为,总法律顾问审批是比管制期本身更有效的公司治理手段。然而,没有法律顾问批准(特别是在管制期间)时的内部人员超额回报,给投资者对内幕交易程度的判断带来了很大的不确定性。

4.6.2 基本价值

在本节中，我们考虑有效市场中股票价格与其基本价值（foundmental value）之间的差异。

股票的基本价值是股票在没有任何内部信息的有效市场上应有的价值。也就是说，所有有关该股票的信息公众都可以知道。^[11]

基本价值是一个理论上的概念。我们不期望内部信息会完全消失。例如，公司直接披露目前进行的研发的战略信息或者接管竞价的计划就完全不符合成本效益原则。

在1.2节及1.3节描述的股市崩盘之后，政府以及会计团体重塑市场信心的措施可以看作是通过提高财务报告信息含量，从而提高公开信息的平均质量，或等同于使股价接近基本价值，以减少内幕信息所产生的估计风险的尝试。2002年通过的《萨班斯-奥克斯利法案》就是一个突出的实例。同时，我们将在7.5.2节中介绍一些在2007—2008年股市崩盘之后出台的旨在控制表外负债以及证券化金融工具的新准则。很多此类措施都包括扩大公司特定信息的披露，减少公众领域不正确以及误导性信息可能导致的偏见。这样，我们可以将财务报告看作用以控制逆向选择问题以及估计风险进而完善证券市场运行并减少不完整性的工具。图4-2描述了这一角色。

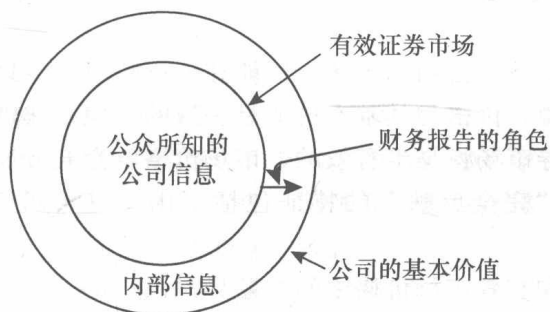


图4-2 财务报告在有效市场中的角色

图中的外环表示公司的基本价值。内环代表有效市场下股价所暗含的信息，这些信息公众都是可以获知的。^[12]内环与外环的区别在于内部信息。内部信息会导致逆向选择，引发估计风险。财务报告的角色就是将内部信息转变成外部信息，亦即扩大内环的大小。如前述，内环与外环不能接触，因为消除所有内部信息的成本是巨大的。

尽管如此，如果内环较之外环足够大的话，我们仍然认为市场运行良好（work well）。如果某项财务报告的改进扩大了公众可知信息的范围，我们就说市场运行更好（work better）。

如果投资者认识到内环中的很多信息是无用的，或者说公司的价值被高估并导致股价过高，市场就会崩盘，如同安然、世通以及最近很多金融机构的遭遇一样。如果投资者足够重视这一问题，则会发生流动性定价。然后，内圈将会崩溃，同时伴随着股价崩盘。

Maffett (2012) 的研究支持更高质量的财务报告可以使投资者受益的观点。Maffett 区分了普通投资者与富有经验的投资者，其中富有经验的投资者是具有足够的专业知识和资源的投资者，其有效利用关于未来公司业绩的私人信息的能力优于普通投资者。我们可以将富有经验的投资者视为如图 4-2 所示的内部人士。

基于 1999—2009 年间来自 42 个国家 42 930 个共同基金（以此作为富有经验的投资者的代理变量），以及 43 290 家公司的样本，Maffett 发现，共同基金投资于某公司股票并获得正的异常收益的能力与该公司的财务报告质量之间存在负相关。^[1] 这表明，富有经验的投资者可以通过利用自己的私人信息来获得比普通投资者更好的信息优势，而且该公司在其财务报表中发布的公共信息含量越低，这种信息优势越大。这种异常收益是以普通投资者为代价的，因为当富有经验的投资者的内部信息公开时股价已经上升。如果这一理论成立的话，证券市场会运行更好，普通投资者会因更高质量的财务报告而从中受益。

Maffett 还估计了样本中国家层面的财务报告质量。^[2] 他发现，随着该公司所在国家的总体财务报告质量的提高，共同基金对低质量报告的公司股票获得异常报酬的能力降低。正如他所指出的，这表明一个国家的会计准则和公司治理的改善可以降低普通投资者的信息劣势。当我们在第 13 章讨论某一国家采纳 IASB 会计准则的潜在收益时，这一点将具有重要意义。

4.6.3 小结

在理想环境下，公司的市场价值能充分反映所有信息，并不会因估计风险而减少价值。也就是说，价格与其基本价值是一致的。但在非理想环境中，将会出现内部信息。此时，证券市场将是半有效的，市场价格就会充分反映所有公众所知的信息。市场价值的这种“完全反映”的特征包括了由于（不可多元化）估计风险而减少的价值。

基本价值和有效市场价格之间的差异是由内部信息所致。全面及时的披露将减少内部信息，使证券市场更好地运行。然而，由于消除所有内部信息成本过高，一些内部信息优势和估计风险将继续存在。