

# 不完全反映假说： 有效市场假说的一种替代

郑鑫成

按照有效市场假说 Efficient Market Hypothesis, EMH)最流行的解释,资产的市场价格充分反映了所有可以公开获得的信息(指弱势有效)。但是我们看到,投资者总是试图发现那些价格偏离其内在价值的股票,尽管EMH认为这是徒劳的;企业管理层总是试图将利空消息隐藏在脚注里,而监管当局则尽量消除这些做法,尽管EMH认为不管信息以何种方式呈报,都会反映在股票价格中。因此,实务界和监管当局似乎并不相信该假说。即使在学术界,EMH也受到了越来越多的实证证据的挑战。但因为没有人提出一种替代的假说来解释市场为何会失效以及如何失效,一些学者(Fama, 1998;Kothari 2001)认为市场失效的实证证据只不过是一些统计意外(statistic flukes)EMH的主流地位并未受到影响。

Bloomfield(2002)提出的不完全反映假说试图解决这一问题。本文首先概要介绍该假说,然后讨论其对实证会计研究、财务分析和投资实务、财务报告实务及监管的启示。

期收入都应计息,利率采用计算毛利润时的利率,即保单持有人账户的生息利息利率。

## 五、财务信息披露的有关规定

FASB发布的SFAS 60有关美国保险业财务报表信息披露的有关规定主要如下:

1. 预计未来赔款及理赔费用负债的基础。
2. 估计未来保单给付负债所使用的方法与假设,并披露当期所运用的假定平均投资报酬率。
3. 新合同取得成本(资本)化的性质、成本摊销方法及当期摊销的金额。
4. 财务报表上短期保险合同的未付赔款及理赔费用负债的账列现值,以及此类负债折现时所使用的利率范围。
5. 如果短期合同保费发生亏损的情形存在时,保险业应将预期投资收益纳入决定保费。
6. 在保险经营上的再保险交易的性质及重要性,包括承保及分保的再保险费,及估计可从再保险人分摊回可减少未付赔款及理赔费用负债的金额。

## 一、不完全反映假说

不完全反映假说 Incomplete Revelation Hypothesis, IRH)是以“噪音理性预期模型(noisy rational expectation model)”的均衡结果为基础的。这一模型假定市场中存在着两类交易者:掌握信息的交易者和噪音交易者(noise traders),后者指那些不是出于对信息的理性反应,而仅仅是由于需要变现、平衡投资组合甚至只是突发奇想等随机交易的市场参与者。噪音交易者的存在使得市场无法完全反映公开的信息,从而掌握信息的交易者能够利用这些信息获利。

噪音理性预期模型可以推导出一个均衡结果,即:收集信息的交易者数量刚好使得他们利用这些信息获得的收益等于信息收集成本。我们做一简化假设,假定所有交易者拥有相同的资金量(指可以用于风险交易的资金量,下同)和风险偏好。在这种情况下,有越多的交易者收集信息,价格对信息的反映就越完全,利用这些信息交易获利就越低。如果收集信息的交易者太少,则会有更多的交易

7. 参加分红保单的相关百分比,保单持有人红利的会计处理方法,红利金额以及其他利益如何分配给保单持有人。

8. 与股东权益、法定资本、公积及法定会计处理对保险业支付股东股利能力的影响有关的下列资料:(1)法定资本及公积的金额;(2)假如对于保险业法定资本及公积具有重要性,为遵照法令要求,所需要的法定资本及公积的金额;(3)发放股利的法律限制的性质及不适宜作为股利发放给股东的留存收益的金额。

9. 人寿保险业或其母公司若采取合并报表或权益法会计处理时,下列资料应予披露:(1)依美国国内税法规定,保单持有人盈利的处理以及若保险业采取某特别行动可能应付的所得税,都应适当地加以说明;(2)尚未计列所得税的保单持有人公积的累计金额。

10. 对人寿保险业任何已超过未计列当期或递延联邦所得税的保单持有人公积后的留存收益金额,以及未提列递延所得税的理由。

(作者单位:首都经济贸易大学会计学院)

者去收集信息,因为利用这些信息获得的收益超过其收集成本;反之,如果有太多交易者收集信息,则其中某些人会放弃收集,因为交易获利太低不足以弥补信息收集成本。因此,均衡结果要求一部分而不是全部交易者承担信息收集成本,而且成本越高的信息只有越少的交易者去收集。

Bloomfield把上述均衡推广到财务报告,首先对统计信息(statistics)和数据(data)进行了区分,指出统计信息是从原始数据中析取出的有用的事实,比如财务比率;然后指出,尽管数据通常可能无偿取得,但获取统计信息往往需要花费时间和精力。应用前述的均衡结果,从公开数据中获取某统计信息的成本越高,以该信息为基础进行交易的投资者就越少,市场价格对该信息的反映就越不完全。

当然,市场中的交易者拥有的资金量和风险偏好不会相同,因此Bloomfield引入了一个变量——“交易兴趣(trading interest)”,以放松前述简化假设。所谓交易兴趣,指给定该偏差,交易者愿意因为该偏差而增加的交易量。收集某信息的交易者越多,收集该信息的交易者拥有的资金量越大、风险偏好越高,则该信息激发的交易兴趣就会越高。

现在,我们可以将不完全反映假说(IRH)总结如下:从公开数据中获取某统计信息的成本越高,市场价格对该信息的反映就越不完全。这是由以下因果关系链造成的:信息获取成本越高,收集该信息的交易者越少,该信息激发的交易兴趣越低,市场价格对该信息的反映越不完全。

### 二、不完全反映假说给我们的启示

1. IRH与实证会计研究。IRH的某些最基本的含义与实证会计研究中常用的EMH的含义相似。比如事件研究(event study)利用EMH预测股票价格在公布利好消息后会上升,在公布利空消息后会下跌;价格关联研究(price-association study)利用EMH通过观察到的价格变动推断投资者对公开数据的解读。IRH可以给出同样的定性预测:由于信息至少部分地反映在市场价格中,因此公布利好消息后价格会上涨,公布利空消息后价格会下跌,而且价格变动与投资者对公开数据的解读正相关。因此,依赖EMH的这些定性推测进行事件研究和价格关联研究的学者如果转而依赖IRH,并没有什么损失。而且,与EMH相比,IRH有其独特的优越性:IRH预测市场价格对那些取得成本更低的信息反应更强烈。EMH无法导出这样的预测,因为EMH假定信息的取得不需要成本。

由于信息取得成本与价格反应之间的联系,对价格变动的解释也需要改变。假定在某企业公布某消息后,其股票价格上涨5%。按照EMH,这应该解释为该消息表明该股票内在价值增加了5%。但根据IRH,只有那些根据该

消息蕴涵的信息进行交易的交易者认为该股票价值增加了不止5%,其价格才有可能上涨5%,因为价格变动仅仅部分地反映了该信息。该信息激发的交易兴趣越低,依据信息的交易者认为的价值增加与实际的价格上涨之间的差距越大。再如假定实证证据表明,盈利数据与股票价格之间的关联度比现金流数据高,按照EMH,这说明投资者认为盈利信息比现金流信息更相关;但IRH可以将此解释为取得盈利信息的投资者比取得现金流信息的投资者更多。

要检验信息取得成本与价格反应之间的这种联系,我们需要识别和度量这些成本。这可以从两个角度考虑:一是将信息取得成本视为识别、收集、整理、打印及处理数据等花费的现金支出,可以用数据发布媒介的覆盖率和财务分析师的普及程度来衡量;二是信息取得成本反映了从已经收集到的数据中析取信息的难易程度。这些成本的量化都比较困难,但可以在实证研究中避开具体的量化问题。比如,我们可以检验,将股票期权在收益表中确认为费用,或者仅仅毫不起眼地披露在附注中,市场是否对前者反应更激烈;如果存在显著差异,则实证结果支持IRH,尽管我们并没有对两种情况下的信息取得成本进行具体量化。

2. IRH与财务分析及投资实务。按照EMH可以导出一个有关财务分析的悖论:有效市场已经完全反映了相关信息,因此没有人会花费成本收集信息;但如果没有人收集信息,信息就不会反映在市场价格中。IRH利用理性预期模型,借助信息激发的交易兴趣这一变量来度量对信息的需求,推出当信息取得成本上升时,对信息的需求将下降,从而清楚地阐明了市场有效程度和对信息的需求之间的关系。噪音理性预期模型主要被用来研究对私有信息的需求(如Lundholm,1991),IRH则将该模型的应用推广到了对从公开数据中析取统计信息的研究。

通过假定所有投资者拥有相同的资金量和风险偏好,IRH预测越昂贵的信息,其收集者会越少。因此,在信息析取成本比较低(比如具有大量的财务分析师或强势财经媒体)的市场中,会有更多的信息收集行为。关于投资者之间的差异,IRH同样给出一些有趣的预测:拥有更多资金或风险偏好更高的投资者掌握的信息能激发更高的交易兴趣,他们利用信息进行交易能够获得更高的收益,因此也应该更愿意耗资进行财务分析。这暗示信息倾向于集中到那些管理高额资金的交易者手中,比如大机构投资者。

由IRH所基于的均衡模型可以推出,市场中的噪音越多,交易者更愿意主动收集信息,因为噪音越多,拥有信息的交易者获利就越多。但是,噪音不会影响市场的有效程度,因为利用信息交易的收益总是等于信息收集成本。

3. IRH与财务报告实务。企业管理层通常希望企业的盈利和股票价格处于高位,因为这会提高他们持有股票和

# 从战略实施角度正确看待平衡计分卡

李 鸥

平衡计分卡(Balanced scorecard)思想由哈佛商学院卡普兰教授(Robert S. Kaplan)在1992年提出后,在各界引起了广泛的影响。我国学者和企业管理者也对它给予了越来越多的关注,但它在我国实务中还没能发挥显著的功效。本文从企业管理需要和管理者行为动机入手,结合对平衡计分卡特性的阐述,建议将平衡计分卡作为一个战略管理工具进行研究和应用。

## 一、企业管理实践中需要一套战略实施工具

随着市场竞争的日趋激烈,企业对战略制定都给予高度的重视。战略规划是以企业的远景目标为起点,通过分析企业所处的产业环境、竞争对手、生产经营流程和产品特点等,为企业提出一系列怎样实现其长期目标的战略建议。这些建议通常会给管理者呈现一幅美丽的远景蓝图。但清晰的战略规划仅仅是企业战略管理的开端,企业更重要的工作是将战略规划转化为每个员工的工作目标,使日常工作中的每一个环节都能贯彻企业的战略规划,这样才能在既定的时间内实现战略目标。

当今,以结果为中心的传统测评指标虽然有助于记录经营绩效,但不能帮助管理者对某一程序的行为或能力进

股票期权的价值、增加其奖金分红,并且有利于他们保住目前的职位或者取得更好的工作。因此企业管理层在编制财务报告时会尽量使投资者难以发现对企业股票价格不利的信息,比如选择能改善易受关注的指标(EPS、资产负债率等)的会计方法,而把费用和负债隐藏到附注中,把某些经常性开支划为非常项目,而非收益却划为营业收益,等等。

按照EMH,企业管理层的这些行为会影响股票的价格,原因是由于存在基于盈余数据的债务契约或薪酬契约,这些行为改变了提供给市场的信息,而不仅仅是改变了信息的形式。但是这种解释并未得到实证证据的有力支持。而IRH则认为,即使这些行为仅仅改变了信息的形式,也会对股票价格产生影响,因为信息取得成本发生了变化。

IRH还暗示,企业管理层决定隐藏信息本身就传递了某种信号。由于隐藏利空消息只能暂时抬高股票价格,投资者可以推测企业管理层需要股票价格立即有良好表现。如果缺乏竞争力的管理层害怕股票价格的拙劣表现会引发对其管理能力的调查,因而通常会缺乏耐心,那么投资者

行监控,也不能告诉每个成员必须怎样做才能提高业绩。正是因为传统业绩计量指标的这些缺陷,管理者需要一套更超越的业绩计量系统来帮助其执行战略、提升业绩。

另外,目前企业中试行年薪制、管理层持股(MBO)、期权激励等制度的目的是为了激励管理层更加关注企业长期业绩的改善,这也引发了管理者的另一行为动机:寻找和发掘企业长期业绩的驱动因素。

## 二、平衡计分卡不仅仅是一个业绩衡量系统

平衡计分卡思想是卡普兰教授及其合作者在总结十二家大公司的业绩衡量系统特点后提出的,它最初是作为一个业绩衡量系统出现的,但随着平衡计分卡的发展,它的作用不再限于业绩衡量。卡普兰教授认为,平衡计分卡可以科学地衡量企业的无形资产在创造持续的经济价值方面所起的作用,这里所指的无形资产包括客户关系、创新、质量、员工积极性和能力、数据库和信息系统等内容。也就是说,平衡计分卡思想虽然起源于企业业绩衡量的需要,但是其思想和应用却已经在若干学者的应用研究推动下超越了业绩衡量的范畴,拓展成为一个重要的战略检测和实施工具。

就能够利用企业管理层的选择来推测其管理能力。

4. IRH与财务报告监管。很多会计监管会影响从财务数据中析取重要信息的成本,从而也会影响投资者的财富分配,因为并非所有投资者都决定收集这些信息。在IRH假说依据的模型中,拥有信息的交易者利用与噪音交易者的交易来弥补其信息取得成本。能够更方便地接触投资专家或获取信息服务的交易者,其信息取得成本相对较低;如果监管提高了信息收集成本,这些投资者将从中获利。因此,如果要保护噪音交易者(主要是中小投资者),监管当局应该设法将相关信息提供给更多的投资者,从而降低信息收集成本。市场价格对信息的反映越完全,噪音交易者的损失就越小。

但是也要认识到,降低信息收集成本在保护噪音交易者的同时,也降低了非噪音交易者收集信息的收益,因此可能会对财务分析技术的发展与创新起消极影响。就社会整体而言,财务分析技术停滞不前的机会成本,也许会超过由于噪音交易者的损失减少而产生的社会效益,监管当局需要在两者之间进行艰难的权衡。

(作者单位:厦门大学会计系)