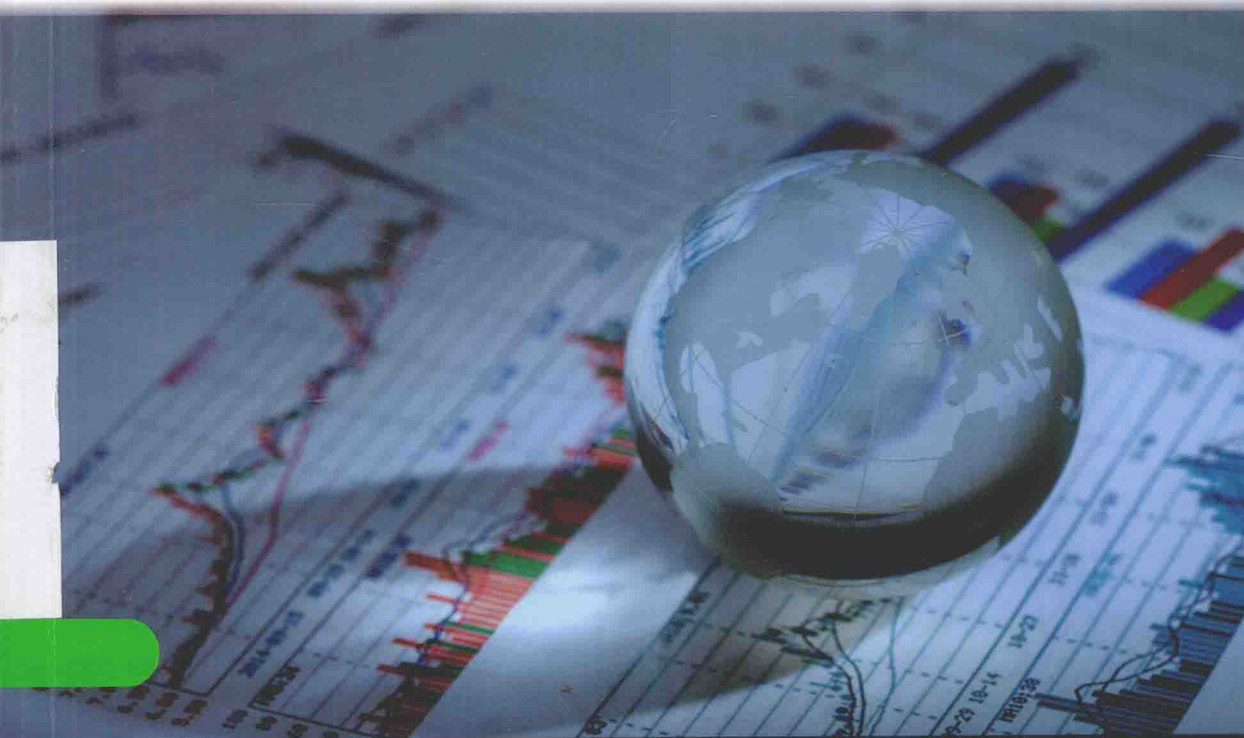


创业板证券资产 非对称信息溢价实证研究

Empirical Research on Asymmetric Information

Premium of Venture Stock Market Assets

夏仕亮 段婧婧 ■ 著



合肥工业大学出版社
HEFEI UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

创业板证券资产非对称 信息溢价实证研究

Empirical Research on Asymmetric Information
Premium of Venture Stock Market Assets

夏仕亮 段婧婧 著

合肥工业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

创业板证券资产非对称信息溢价实证研究/夏仕亮,段婧婧著. —合肥:
合肥工业大学出版社,2015.2
ISBN 978-7-5650-2159-6

I. ①创… II. ①夏…②段… III. ①证券交易—价格—研究—中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 040877 号



创业板证券资产非对称信息溢价实证研究

夏仕亮 段婧婧 著

责任编辑 权 怡

出 版	合肥工业大学出版社	版 次	2015 年 2 月第 1 版
地 址	合肥市屯溪路 193 号	印 次	2015 年 3 月第 1 次印刷
邮 编	230009	开 本	710 毫米×1000 毫米 1/16
电 话	总 编 室:0551-62903038 市场营销部:0551-62903198	印 张	11
网 址	www.hfutpress.com.cn	字 数	203 千字
E-mail	hfutpress@163.com	印 刷	合肥星光印务有限责任公司
		发 行	全国新华书店

ISBN 978-7-5650-2159-6

定价: 25.00 元

如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社市场营销部联系调换。

摘 要

证券市场存在广泛的非对称信息现象,由于信息在知情交易者与非知情交易者间的分布存在差异,所以证券资产价格波动过程中要考虑到这种信息溢价的存在。自2009年10月以来,创业板市场应建立多层次市场的需要而正式在深圳交易市场推出,创业板市场比较重视企业创新特性而引起国内外投资者广泛关注。特别是2013年以来,创业板市场的股票因为其高成长性和小盘规模溢价,使得创业板成分股走出了远远胜于大势的独立行情。由于我国创业板市场创立不久,本文将研究视角锁定在创业板市场首批上市的28家公司,通过实证研究把握创业板市场证券资产的信息溢价特征,通过结合上市公司具体行业属性和财务属性来研究由于非对称信息产生的溢价机理。

本书综述了有关学者的研究成果,特别是结合行为金融理论、实证会计理论、微观市场结构理论、信息经济学相关理论,界定了公开信息、私有信息等概念。对非对称信息溢价的实证研究,本书主要分为五个部分:

第一部分首先利用信息经济学相关理论论述由于信息供给和需求存在差异,从而对创业板证券资产的均衡价格产生影响。理论分析表明如果持有较多私有信息的证券资产则要求追求更高的风险溢价,而且风险资产预期的回报率会随着非对称信息程度的增加而提高。其次分析了上市公司信息披露行为会影响到公司的资本成本,结合利益相关者理论分析了交易信息供给的悖论式理性选择逻辑,分析了单主体、多主体在信息披露方面存在的囚徒式困境。

第二部分主要就公开信息中的相关因子对创业板证券产生交易溢价程度进行实证研究。结合BIRR模型构造原理利用宏观经济因子模型进行分析,将其中的宏观经济因子分为五类,主要反映信心风险、时间风险、通胀风险、经营周期风险和市场择时风险。对其中27个经济因子进行了实证分析,研究发现消费者物价指数等因子组合可以较好地对因变量进行拟合,说明这些公开信息种类因子会对创业板证券资产溢价产生明显影响。

除了公开信息会影响创业板证券资产价格外,第三部分主要研究创业板市场中具体上市公司特质私有属性产生的信息溢价情况,通过对上市公司的面板数据分析,发现创业板中的公司如果限售比例越高,第一大股东持股比例越高,而公司的 R^2 越低,则投资者利用私有信息套利的程度会越高。同时,创业板上市公司中的机构持股比例也会影响到 R^2 值,研究过程中还发现创业板上市公司如果其净资产规模越大,则发生私有信息套利程度会越低。

第四部分主要对创业板上市公司信息公开与资本成本水平存在的关系进行实证研究,发现我国创业板上市公司中采取保守盈余政策的上市公司,其会计盈余质量越高,资本成本越低,也从侧面说明创业板上市公司如果其信息披露充分,可以有效降低潜在投资者的预测风险,从而使得其潜在股东要求的回报率下降,进而会带来资本成本水平的下降,同时实证研究结果还表明,会计盈余质量与资本成本之间不存在显著关系,这可能与创业板市场发育不够成熟有关,进一步表明,如果创业板公司具备良好的公司治理机制则会对企业价值有正向提升作用。

第五部分主要利用进化博弈思想,通过相关资本成本、收益参数的设置,借鉴动态复制方程分析发现对于监管层而言,公司治理层信息充分披露超额报酬、惩罚金额等参数都将影响进化博弈稳定策略,同时在现实信息环境中,也要努力避免监管层的寻租行为,防止由于其寻租行为破坏创业板市场交易的公平竞争秩序,防止出现信息隐瞒而发生侵害小股东的正常利益的情况发生。

最后,笔者认为投资创业板证券资产,不仅要关注基本面的公开信息供给,也要关注创业板上市公司经营相关的特质私有信息。创业板上市公司应该通过提高其私有异质信息披露质量,从而降低其企业加权平均成本,最终创造投资者与股东共赢局面;同时证券监管部门也应该积极立法,改变博弈支付参数,改善信息披露环境,加大对违规信息披露的惩罚力度,提高整个市场交易效率,维护证券市场“三公”原则,促进创业板市场更加健康发展。

关键词:创业板证券,非对称信息,信息溢价,公开信息,私有信息

Abstract

There exists information asymmetry in stock market due to the imbalance of information distributing among informed investors and non-informed investors, so we can not neglect the creation of information premium of risky stock assets with price formation process. Since October of year 2009, Chinese venture exchange market has been set up in order to meet the potential requirements of construction of multi-level investment exchange market system. The venture exchange market has attracted so much attention because of its valuable innovative characteristics, especially since the beginning of this year, almost all the stocks have won much the average index of Shanghai comprehensive indexes and created the historic summit of exchange price. Since the market was built up for about three years, this paper decides to take the first 28 companies who get IPO in Shenzhen stock exchange as research examples, with keen analysis of their financial data to study the internal information asymmetry premium.

This paper begins with the survey of important research literature of behavioral finance theory, positive accounting theory, microstructure theory, information theory, with clarification of related definition such as public information, private information, and then followed with positive empirical research including five parts:

The first part sums up with information demand and supply of information with respect to the equilibrium of stock price. Theoretical analysis indicates that the risky stock assets holders will ask for higher payoff than those less risky assets, and the potential investment return rates of will become higher if the assets holders get more private information about the investment target. Then we turn to discuss the theoretic induction between information disclosure and the capital cost level. I resort to the game theory to analyze the single player and double players of company the prisoner diploma which can be found in our

domestic listed companies.

The second part turns to the related factors of public information which will lead to the information premium. With the similar use of BIRR model, I try to establish the macro economic factors model which includes five categories: confidence risk factors, time factors, inflation risk factors, operating cycle risk factors, market timing risk factors. With the total 27 risk factor analysis, I find that the B1 _ B5 play great role in deciding the investment return rate of venture market stocks.

Besides the public information which may cause the information premium, the third part tries to analyze the private information which might lead to the information premium of listed companies. With the panel data of 28 listed venture market stocks, I find that if the confined stock rate is higher, the bigger R^2 value may be. This indicates that the arbitrage through private information possibility may be high. And the same conclusion comes with the high level of equity assets indexes.

The fourth part comes with identification of the relationship between the level of information disclosure and the level of capital cost level, which indicates that the full information disclosure will surely lower the risk of investment. What need to be cared about is that the accounting incoming does not accord with the level of information disclosure, which indicates that good corporate governance mechanism will enhance the value of particular investment company.

The fifth part makes use of evolutionary game theory to check the corporate information disclosure. I find that the payoff parameters are of great significance to the stable strategy solution of realistic information disclosure behavior, and in realistic regulation process of we should pay attention to the rent-seeking behavior of governmental regulators so as to create more open, fare play. This paper concludes with the appeal that we should not only care about public information supply, but also increase the quality of corporate private information. The governmental regulators should carry out acts to influence the punishment parameters, increase the exchange efficiency, so as to promote the healthier venture market.

Keywords: Venture stock market assets, Asymmetric Information, Information Premium, Public Information, Private Information

目 录

摘 要	(001)
Abstract	(001)
第一章 绪论	(001)
1.1 研究背景与问题的提出	(001)
1.1.1 实证会计理论与实践不断发展	(002)
1.1.2 行为金融理论的提出与不断完善	(005)
1.1.3 市场微观结构理论与实践蓬勃兴起	(007)
1.1.4 国内证券市场规模与质量不断提高	(009)
1.2 理论基础及文献综述	(010)
1.2.1 证券价格信息分析测量研究综述	(010)
1.2.2 资产定价模型及行为资产定价相关研究综述	(014)
1.2.3 微观结构噪音理论相关研究综述	(016)
1.2.4 创业板证券定价研究综述	(021)
1.2.5 非对称信息下的进化博弈简述	(023)
1.3 相关概念界定	(024)
1.3.1 非对称信息	(024)
1.3.2 公开信息与私有信息	(025)
1.3.3 资本成本	(026)
1.3.4 信息披露制度	(027)
1.3.5 信息披露质量特征	(029)
1.4 研究理论基础	(030)
1.4.1 有效市场理论	(030)
1.4.2 资本资产定价理论	(033)
1.4.3 行为金融理论	(036)
1.4.4 信息博弈理论	(042)

1.4.5 微观结构噪音理论	(045)
1.5 本文主要的研究内容、技术路线及创新点	(048)
1.5.1 本文主要的研究内容	(048)
1.5.2 技术路线图	(049)
1.5.3 主要创新点	(049)
第二章 非对称信息对证券资产价格的影响分析	(051)
2.1 非对称信息对交易价格均衡的影响	(051)
2.1.1 两种含有不同信息含量风险资产需求函数	(052)
2.1.2 两种风险资产的价格均衡解	(054)
2.2 公司信息披露对资本成本的影响	(057)
2.2.1 会计信息披露及质量	(057)
2.2.2 公司披露会计信息质量高低的逻辑分析	(058)
2.2.3 会计信息供给的悖论式理性选择模型	(058)
2.3 本章小结	(061)
第三章 创业板基本面公开信息溢价实证研究	(063)
3.1 资本资产定价模型的演进	(063)
3.2 全球市场的资产定价模型实证分析	(066)
3.3 基本面分析法主要思路	(069)
3.4 宏观因子模型及 BIRR 因子模型	(071)
3.5 数据来源及变量选择	(072)
3.6 实证研究	(075)
3.7 本章小结	(078)
第四章 创业板私有特质信息溢价收益研究	(079)
4.1 创业板市场及其公司题材特点	(079)
4.2 公司私有信息度量的两种思路	(081)
4.3 R^2 测度私有信息及模型的合理性	(087)
4.4 研究假设与模型设定	(089)
4.5 创业板私有信息溢价实证分析	(091)
4.6 本章小结	(095)

第五章 创业板信息公开与资本成本水平实证研究	(096)
5.1 信息公开的功能价值	(096)
5.2 信息作用的理论分析	(097)
5.2.1 信息组成对资本成本的影响	(098)
5.2.2 信息分布对资本成本的影响	(099)
5.2.3 信息准确性对资本成本的影响	(100)
5.3 创业板信息披露与资本成本关系实证研究	(101)
5.3.1 研究设计	(101)
5.3.2 可靠性与多元回归分析	(102)
5.4 研究结论	(104)
5.5 本章小结	(104)
第六章 创业板上市公司信息披露进化模型分析	(106)
6.1 基本假设与模型构建	(109)
6.2 进化博弈的复制动态及稳定状态分析	(111)
6.3 本章小结	(117)
第七章 研究结论与展望	(119)
7.1 研究主要结论	(119)
7.2 政策建议与研究展望	(120)
附表 首批创业板 28 家公司财务效率参数	(122)
参考文献	(150)
后 记	(166)

第一章 绪 论

1.1 研究背景与问题的提出

按照财务学的定义,股票的价格应该是其产生的未来现金流的折现值。而未来的时间里充满不确定性因素,因此证券投资者必然要承担投资风险。事实上,在不确定的世界里,Hirshlfer (1979)认为,信息成为一种有用的商品,投资者获得消息以消除不确定性应当被视为在不确定条件下的一种生产性投资^①。

证券资产价格为何波动?有何规律?这一直是很多投资大师们苦苦思索的问题。20世纪初,证券投资的技术分析法经美国人查尔斯创立后不断取得发展。与基本面价值投资原理不同的是,技术分析法并不重视影响证券价格的基础条件和决定因素,认为证券资产价格运动时是具有自身规律的,是可以从历史价格变化模式中提取出一般性规律,然后将这些“经验”规律付诸运用,从而达到成功预测证券价格的目的,并能战胜市场获得超额收益。事实上,技术分析法极大地影响着世界证券市场的发展。经过一百多年的发展,技术分析也已经演进成为较为完善的复杂体系,其中有些技术分析工具不仅被应用在证券投资领域,也有的被广泛地应用于衍生金融投资品种,诸如K线图、趋势分析、移动平均、波浪理论等分析工具。

20世纪最杰出的投资大师本杰明·格雷厄姆因为其在《证券分析》中提出了基本面投资的理念^②,而被称为“现代证券之父”,《证券分析》也因此被称作是“投资圣经”。时至今日,基本面分析还是很多机构投资者

^① Hirshlfer, J. and J. Riley, The analytics of uncertainty and information — an expository survey, Journal of Economic Literature, 1979, 128~139.

^② 本杰明·格雷厄姆(著),王中华,黄一义(译),聪明的投资者[M],北京:人民邮电出版社,2010.

确定投资对象时的主要挑选工具。基本面分析的思想是通过对影响证券价格的基础条件和决定因素,特别是对证券资产的潜在收益前景的关注,去预测、判断未来的价格趋势,其中的贴现现金流模型定价法影响最大。它认为,股票的内在价值等于其未来可预期的全部现金流的贴现值综合。其中模型的分子主要是未来预计的现金流,事实上面向未来的估计,现金流的分布面临着较大的不确定性。分母中的贴现率取决于所预测现金流的风险程度。如果风险程度越高,则贴现率取值越大;反之,如果面临的风险判断越低,则贴现率越小。

1.1.1 实证会计理论与实践不断发展

20世纪60年代以前的公司会计理论尝试解决的问题是“什么是最佳会计政策”。这种规范性的研究首先要设定一个目标函数,也就是要设定公司会计政策服务的目标,不同的目标将会产生完全不同的结论。由于不同的会计立场,使得规范性会计讨论没有结论,因此理论界与实务界对最佳会计政策的见解难以统一,这种状况使得人们对会计信息的作用产生了怀疑,以至于一度有人断言公司利润表不久将会消失。这种会计理论的混沌状态得益于实证经济金融研究领域取得的突破。其中主要受到 Fama 于 1965 年提出的有效资本市场假说^①,以及 Sharpe (1964) 与 Litner (1965) 构建的资本资产定价模型^②。实证会计研究以 Ball & Brown (1968) 为开端^③,借鉴实证经济与金融的理论与方法,开始探索用实证的方法研究公司会计问题^④,这种研究在思路与工具上的变革极大地促进了会计研究的发展,甚至被称为是现代会计革命。

影响这场会计革命最大的事件是有效资本市场假设的提出。该假设认为:在有效市场中,信息能被及时反映到资产价格中去,因此任何针对此信息的交易都会及时地反映到股票价格中去,因此任何针对此信息的交易都不可能产生超常的收益。关于资本市场有效假说的检验分为三个层次:弱式有效检验,半强式有效检验和强式有效检验。早期的实证证据基本上

① Fama, E. F. The economic fundamentals of size and book-to-market equity, working paper, Graduate school of business, university of Chicago, 1965.

② Sharpe, W. F. Capital assets prices: A theory of market equilibrium under condition of risk [J]. Journal of Finance, 1964. Vol19 (3), 425~442.

③ Litner, J. The Valuation of risk assets and the selection of risk investment in stock portfolios and capital Budgets [J]. Review of Economics and Statistics, 47, 1965.

④ Ball, R. & Brown, P., An empirical evaluation of accounting income numbers. Journal of Accounting Research, 1968 (3): 159~177.

支持半强式有效的市场。也就是说,所有公开信息都会即时地反映到股票价格中去,而根据任何公开信息所进行的交易都不可能得到超长的收益。有效资本市场假说对传统的会计研究是一个颠覆性的理论:在传统的会计研究中,人们普遍认定会计是唯一的信息渠道,会计信息向市场传递关于公司价值的信息,而市场只根据会计信息来做出判断。“有效市场假说”抛弃了会计为唯一信息渠道的认定,提出市场参与者可以通过多种渠道取得与股票价值相关的信息,会计操纵无法长期隐瞒问题,因此公司股票可以被合理定价。会计研究者推断,如果市场是有效的,股票价格代表了投资者对公司价值的判断,那么只要证明会计信息改变了投资者的判断,或者说影响了公司的价格,会计就是有用的。如何检验二者之间存在的关系以及存在何种形式的关系,资本资产定价模型的建立及时提供了支持。

在资本资产定价模型中,资产的价值取决于其未来能产生的现金流以及这些现金的风险收益率。由资本资产定价模型衍生出来的“市场模型”被学术界广泛采纳,市场模型描述了单个资产的回报与市场所有资产组合的回报的关系,而剔除与市场组合回报相关部分后的回报率,就是研究学者们关心的单个公司股票的超额回报率。假定会计盈余中包含着未被市场预期到的未来现金收益以及风险水平相关的信息,那么研究者就能够观测到超额回报与会计金额间存在相关关系。

有效资本市场假说和资本资产定价模型在会计领域催生了一系列研究,这些研究将会计视为一种反应公司价值的信息源^①,主要探讨会计对股票市场价格的影响,包括会计盈余与股价、会计政策与股价、非利润会计数据与股价、会计盈余的时间序列等方面^②。

会计盈余与股价之间存在关系的核心是会计数字包含信息,即“会计信息观”。这种观点衍生出两种假定和检验:一种假定认为会计盈余不提供新的信息,仅仅反映已经包含在股价中的信息;另一种假定认为利润报告本身给市场传递出新的信息。从20世纪60年代开始出现了大量围绕这两种观点进行检验的研究。其中,突出的代表是Ball&Brown在1968年的开创性研究,他们研究的问题是检验未被预测到的利润盈余与股票平均超额收益率之间是否存在关系。他们以年度盈余报告日为基准日,观测到未

① 杨胜刚.非理性市场与投资:行为金融理论述评.财经理论与实践[J].2003(2):48~52.

② Lee, C., Earnings news and smalltrdes: an intraday analysis. Journal of Accounting and Economics 15, 2012: 265~302.

被市场预期的利润的正负,然后计算盈余报告日前一年的超额平均收益率。他们发现,截至利润盈余报告日前一年的正负与未被预期到的利润的正负一致。这一发现支持了“会计盈余反映股价中已有的信息”的结论,但是会计盈余的报告是否给市场传达新的相关信息呢?

他们采用会计事件研究法,选择盈余公告日前后选取较短的时期,观察这一短时期内的股票超额收益率的正负是否与未被预测的利润保持一致。观测期的缩短能够排除其他可能影响股票收益的干扰事件,但是同时也依赖于“资本市场是有效的”认定,即市场能够迅速地评价新信息,并相应的调整股票价格。受当时的数据条件限制,他们只能观测到盈余公布当月的超额收益率,尽管他们的研究支持了盈余公告传递新消息的结果,但由于观测期相对较长,仍然不能有效排除其他解释。后续的研究修正了这个不足,用日超额收益代替月度数据,如 Foster (1977) 的研究^①,同样发现盈余公告本身传递新的信息。另外一些研究则关注利润盈余公告与其他股价变量的关系,如超额收益的大小、超额收益的离差和交易量等,均发现了一致的证据。

早期的检验会计盈余与股票超额收益的研究发现支持“会计信息观”下的两种假定,即会计报告本身能够向市场提供与股票价格相关的信息,但是它不是唯一的信息来源,因为围绕盈余公告日短期内的股票收益只占全部收益的一部分。另外,研究者发现会计盈余中的应计项目与股价的相关度高于现金流。会计盈余中的应计项目是借助管理层的信息优势和专业技能计算得出的,同时极大地依赖于管理层对会计方法的选择,而会计方法选择上的主观性也导致对会计盈余的怀疑。如果资本市场是有效的,那么应计项目与股价间更大的相关性支持了会计盈余能够比现金提供更多的信息,从而反驳了之前对会计有用性的怀疑。

关于会计方法变化与股票价格变化的关系,有效资本市场假说和竞争假说的观点不同。有效资本市场假说认为市场不会因不同会计方法的表面形式误导,即市场能够分辨会计方法变革是否会影响公司未来现金流,进而影响公司价值。如果变更只影响会计盈余而不影响未来现金流,市场不会对此变更行为做出反应;但是如果变更改变了未来现金流,市场就会通过股票价格将价值的变化体现出来。这种预测被称为会计方法的“无影

^① Kothari, S., Measuring long - horizon security price performance in size - clustered sample. The Accounting Review 64, 228~249.

响”假说。与有效市场假说相反,竞争假说认为市场不具备分辨会计方法本质影响的能力,即市场只关注会计盈余的变化,而不懂得分析未来现金流是否不同。也就是说,会计盈余与股票价格之间存在机械关系,不管未来现金流如何,只要会计盈余变化,股票价格就会相应调整。

总的来说,实证会计研究早期关注会计盈余与公司价值的相关性,研究发现了会计盈余的信息作用,会计盈余相对于现金的信息优势,市场对盈余的预期等证据;同时研究者们还检验了其他会计指标的估值作用,研究发现显示非盈余指标能够有效预测公司破产概率和债券评级。

实证会计研究的方法从20世纪末开始由西方传入中国。运用我国上市公司数据复制这一研究的是1998年赵宇龙的论文,整整相距30年。但是,实证会计研究在我国发展非常迅速,从1998年开始至今不过十数年,实证会计研究已经成为我国会计发展的主流^①。国内目前的实证会计研究正在向国际上通行的会计研究靠拢,不少国际顶级研究期刊上也发表了中国学者研究中国证券资产定价的学术论文。

1.1.2 行为金融理论的提出与不断完善

自从1979年展望理论提出后,就有许多学者利用展望理论进行了进一步的研究,并构建了一些理论模型,这不仅丰富和发展了行为金融理论,而且还完善了现代金融体系。一方面,在对投资者决策偏差的系统研究及前景理论的基础上,建立了基于行为的投资模型^②,这些模型解释了传统金融理论无法解释的金融市场上的异常现象。比较突出的有BSV模型、DHS模型及HS模型等^③。另一方面,把行为金融理论与传统金融理论结合起来,创建了行为资产定价模型(BAPT)和行为组合模型(BPT)。第一,BSV模型,由Barberis、Shleffer and Vishny于1998提出。该模型认为,人们进行投资决策时存在两种偏差:一种是代表性偏差,即投资者过分重视近期数据的变化模式,而对产生这些数据的总体特征重视不够,从而导致股价对收益变化的反应不足(under-reaction);另一种是保守性偏差(conservation),投资者不能及时根据变化了的情况修正自己的预测模型,导致股价过度反应(over-reaction)。BSV模型从这两种偏差出发,解释投资者决策模型是如何导致证券的市场价格变化偏离有效市场假说

① 王跃堂. 会计改革和会计信息质量 [J]. 会计研究, 2001 (7): 34~40.

② 张先治. 财务分析理论发展与定位研究 [J]. 财经问题研究, 2010 (4): 81~84.

③ Madhavan, A., Market microstructure: a survey, Journal of Financial Markets, 1992, 3, 3: 205~258.

的。第二，DHS 模型，由 Daniel、Hirsheifer & Subraman—yan 于 1998 年提出^①。DHS 模型把投资者分为无私人信息的投资者和有私人信息的投资者。无私人信息的投资者不存在决策偏差。有私人信息的投资者存在着两种决策偏差：对私人信息的过分自信和自我归因偏差。对私人信息的过分自信意味着他们过分夸大私人信息的准确性，导致对私人信息的过度反应。自我归因偏差意味着公共信息对私人信息的影响是不对称的，即当公共信息与私人信息相符合时，有此偏差的投资者更加确信私人信息的准确性；而当公共信息与私人信息有冲突时，有此偏差的投资者仍然重视私人信息，相对忽视公共信息，因而导致对公共信息的反应不足，往往产生股价的短期连续性，而当最终公共信息战胜投资者的偏差时，出现长期回报的反转。第三，HS 模型^②，由 Hong and Stein 于 1999 年提出，又称统一理论模型（unified theory model）。该模型认为，在金融市场上，存在着两类交易者：观察消息者（newswatchers）和动量交易者（momentum traders）。观察消息者，根据他们获得的关于未来价值的私人信息进行交易，忽视股价的变化。动量交易者，则完全依赖于股票过去的价格变化进行交易。HS 模型研究了这两类投资者的互相作用机制对股价的影响。HS 模型假设私人信息在观察新信息交易者之间缓慢传播，导致观察消息者对最初的私人信息反应不足。动量交易者意识到了观察消息者的这种反应不足的倾向，试图通过买入最近股价上涨的股票来赢利。第四，BAPT（Behavioral Portfolio Theory）模型，是对现代资产定价模型（CAPM）的扩展。该模型将投资心理与资产定价相结合，探讨了投资心理与资产定价的关系。该模型将金融市场上的交易者分为两类：信息交易者和噪声交易者。信息交易者是严格按 CAPM 行事的理性交易者，不会出现系统偏差；噪声交易者则不按 CAPM 行事，会犯各种认知偏差错误。两类交易者互相影响，共同决定资产价格。第五，BPT 模型，是行为金融研究者在行为金融研究成果和现代资产组合理论（MAPT）的基础上发展起来的。MAPT 认为投资者应该把注意力集中在整个组合，最优的组合配置处于均方差有效边界上；而 BPT 认为现实中的投资者决策不同于此，其构建组合是基于对不同资产的风险程度的认识及投资目的，从而形成金字塔形的组合，各

① Daniel, K. D., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, Investor psychology and security market under— and over— reactions, *Journal of Finance*, 1998, 53: 1839~1886.

② Hong, H., and J. C. Stein, A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets, *Journal of Finance*, 1999, 54: 2143~2184.

层的资产都与特定的目标与风险态度相联系。在 BPT 中,使用了行为金融学中的心理账户 (mental account) 概念,分别在两种状态下考察了 BPT 模型,在一种状态下,投资者将组合放入一个心理账户 (BPT-SA);在另一种状态下,投资者将组合放入多个心理账户 (BPTMA)。结果表明,BPT 中的有效边界与 MAPT 的均方差有效边界是不一致的,BPT 下的最优组合同样与 MAPT 的最优组合不同。BPT 的研究在现代金融学的基础性理论中引入行为因素,在行为金融与传统金融的结合上走出了有益的一步,其结果亦表明考虑行为后的金融理论有别于传统金融理论的结果。从行为经济学角度描述当前中国信息披露主体的特征行为,目前还是一个崭新的课题,由于涉及的范围非常广泛,除了文中所述的期望理论和归因理论以外^①,框架依赖、启发式偏误等其他的投资人决策偏好也可能反作用于上市公司的信息披露行为,有关这方面的内容尚需进一步的研究和严格论证。

1.1.3 市场微观结构理论与实践蓬勃兴起

金融市场微观结构研究金融资产的交易过程,即投资者潜在的交易需求最终转化成价格和交易量的过程。O'Hara (1995) 把市场微观结构理论界定为“对在特定规则下交换资产的过程与结果的研究”^②。Madhavan (2000) 认为“市场微观结构研究投资者潜在的需求最终转化为价格和数量的过程的金融学领域”^③。Harris (2002) 指出^④,市场微观结构是金融经济学的一个分支,探讨市场的交易和组织,主要是分析证券产品(包括普通股、优先股、债券、可转换债券、权证、期权、期货合约、远期合约、外汇合约、互换、再保险合约、商品等)的有组织的交易。金融市场微观结构的研究范围很广泛,对于资产定价、公司财务和国际金融等领域的研究都具有一定的意义。市场微观结构的一个核心观点是:由于各种摩擦或微观结构噪音的存在,资产价格不一定等于对资产真实价值的完全信息预期。因此,市场微观结构与研究金融资产均衡价格的投资学领域有着密切的联系。尽管金融市场微观结构被视为投资学的一个子领域,它与传

① 杨胜刚,刘昊拓,金融噪声交易理论对传统金融理论的挑战,经济动态,2001,(005): 53~6.

② O'Hara, M., Market microstructure theory, 1995, Blackwell Publishers Ltd.

③ Madhavan, A., Market microstructure: a survey, Journal of Financial Markets, 1992, 3, 3: 205~258.

④ Harris, PR., Lunde, A., Realized Variance and Market Microstructure Noise. Journal of Business & Economic Statistics, April 2002, Volume 24, Number 2, pp. 127~161 (35).