

# 信息不对称与内幕交易对证券市场影响的辩证分析\*

宋玉臣

信息不对称直接表现为内幕交易 (Insider Trading), 只有在信息不对称的情形下才会出现内幕交易, 可以说内幕交易是信息不对称的直接后果。本文把信息不对称分为宏观信息不对称和微观信息不对称。宏观信息不对称是指政府管理部门在制定对证券价格产生重大影响的政策时所产生的信息, 市场活动主体 (包括投资者、上市公司、证券中介机构) 获得信息数量与质量上不相等, 由此导致的内幕交易为宏观内幕交易; 微观信息不对称是指上市公司所拥有的对证券价格产生重大影响的信息, 市场活动主体 (包括投资者、上市公司、证券中介机构) 获得信息数量与质量上不相等, 由此导致的内幕交易为微观内幕交易。严重的信息不对称和内幕交易会破坏证券市场筹集资金、资源配置等功能, 使市场无效, 导致证券市场失灵。

## 证券市场信息不对称与内幕交易的理论分析

1. 把信息不对称和内幕交易分成宏观、微观两个层次的意义

把信息不对称和内幕交易分成宏观、微观两个层次, 会使我们清晰地看到, 宏观层面的应该绝对禁止, 微观层面的应该适度禁止, 这对于解决是否消除信息不对称和禁止内幕交易的理论争论有一定的帮助。

(1) 宏观信息不对称和内幕交易是相对于整个市场系统性风险而言的, 微观信息不对称和内幕交易是相对于市场中个别证券的非系统性风险而言的。

(2) 宏观信息不对称和内幕交易应该绝对禁止, 因为它直接导致证券市场各参与者的信息不对称, 破坏了市场的公平交易, 从宏观层次上讲, 所有市场参与者应该共享宏观信息; 从微观上讲, 信息不对称和内幕交易

在一定程度上会增强公司兼并、重组等创新的积极性, 这是因为上市公司的高层管理人员一般都是公司的大股东, 创新会给他们自身带来直接的经济利益, 政府管理部门不能要求公司管理者对公司的发展的所有信息都公布于众, 有很多信息应该属于公司的商业机密, 完全消除微观信息不对称和内幕交易既是不现实的, 也是并非必须的, 当然对应该公布的公开信息也应成为各市场参与主体的共享信息。从公平交易的角度讲, 宏观层面的信息不对称不公平程度大于微观层面的信息不对称。

(3) 作为管理者的政府部门在制定或实施对证券价格产生重大影响的政策信息时, 应该使市场所有活动主体信息对称, 绝不能存在宏观内幕交易。严重的微观信息不对称和内幕交易的监管是政府管理部门的责任, 作为监管部门绝不应再制造信息不对称和内幕交易。

(4) 信息不对称和内幕交易在一定程度上会促进市场的流动性 (前提是在市场流动性较差的情形下)。但即使有该项功能, 我们也反对宏观信息不对称。从微观层面上讲, 市场流动性是维持市场存在的一个基本前提, 而要保持这种流动性, 就必须存在对交易的未来判断不一致的交易双方, 即掌握着准确信息的市场理性投资者和与之相对的受错误信息引导的非市场理性投资者, 即“噪声交易者”。适量噪声交易者的存在, 对维系市场流动性有着基本润滑作用。从某种意义上说, 市场就是靠这种不对称的信息环境来维系自身的存在的, 但须以必要的“度”为前提。信息不对称和内幕交易严重时会导致证券价格操纵、坐庄行为的发生, 损耗中小投资者利益, 严重会使投资者丧失市场信心, 导致市场崩溃。所以, 对不同程度的信息不对称和内幕交易的监测与监管就成为政府管理部门的主要任务。

\* 本文得到 2004 年教育部重大项目 (05JJD790005)、2005 年国家社会科学基金项目 (05BJY100)、2005 年国家自然科学基金项目 (70573040)、吉林大学“985 工程”项目资助。本文“证券市场”的内涵主要是指“股票市场”, 因为在我国证券市场中相对最完善的部分是股票市场。因篇幅限制, 本文略去实证检验过程, 如有读者需要, 请与作者联系。

## 2. 我国证券市场信息不对称与内幕交易的原因

这里所讨论的证券市场信息不对称主要是由信息操纵者造成的,包括两个方面:一是藏匿已有的真实信息;二是制造虚假信息,既包括宏观层面也包括微观层面。信息不对称与内幕交易的原因有以下几个方面:第一,单纯从宏观层面上讲,我国金融体系存在预算软约束、制度的不完善、立法执法滞后等问题,本应在政策信息对称的环境下进行的金融活动,往往由于一部分市场主体,尤其是银行、证券公司、上市公司通过不正当渠道事先得知政策动向,使交易性质变成不对称信息条件下的交易,这时拥有信息优势的一方能够利用重大信息公布的时间差操纵市场,进行内幕交易,将风险转移给市场交易的另一方(主要是处于信息劣势的中小投资者),使其承担额外损失。政府管理部门曾多次对信息披露制度进行完善,都是解决宏观信息不对称的重要举措。第二,一个非完美的、充满纷繁复杂信息的信息现实使得搜集与获得信息需要花费成本,同时,信息的传递存在着时间上和空间上的差异,这两方面因素使投资者要优先获取信息,就必须付出时间成本和金钱成本的代价,从而导致不同实力的投资者获取信息多寡的不同。第三,内幕交易的存在构成了市场运行中的人为信息不对称因素。交易人利用内幕提前获得比一般投资者更快的信息,经过一定时间后再将信息公开,从证券价格的异常波动中牟取非正常超额收益。从这个角度讲,机构投资者比中小投资者具有信息方面的优势,往往成为内幕交易的主要参与主体之一。第四,上市公司为达到上市的目的,对公司进行包装是产生信息不对称的一个主要原因。对于谋求通过上市发行筹集资金的上市公司来说,其对于所筹资金的投向、投资风险、收益的了解显然多于投资者,后者只能通过公布的上市公司财务报告等外在渠道了解发行公司的内在信息。即使证券投资者拥有强大的搜集能力,花费巨额的搜集成本也不能完全了解上市公司的各种真实类型和战略意图。在信息占有方面,上市公司处于明显的相对优势地位。

证券市场信息不对称的表现:发行者与投资者之间的信息严重不对称;机构投资者与个人投资者之间信息严重不对称;政府与发行者之间的信息不对称。

## 信息不对称与内幕交易的实证分析

### 1. 宏观信息不对称和内幕交易的实证分析

通过宏观信息公开披露前市场交易价格和交易量的变化,来推断信息是否被提前泄漏。如果市场信息被披露前三个交易日市场已经作出提前反应,即出现明显的异常波动,就存在信息被提前泄漏的可能。我们选择了中国证券市场诞生以来几次对市场产生重大影响的宏观信息公布时的市场反应进行实证分析,以此来证明中国

证券市场是否存在宏观信息不对称现象。

实证检验的结果:(1)累计非正常收益率在公布利多消息前都出现明显上升,在公布利空消息前出现明显下降。不管是利多还是利空消息换手率都出现明显上升。收益率和换手率都出现异常波动,说明信息可能被提前泄漏,宏观信息不对称是一个不争的事实。(2)从信息泄漏的情况上看,大多数都是在信息公布前3天出现股指的异常波动。不过,1999年6月1日B股交易印花税下调前,市场时机已经连续上涨12个交易日,信息泄漏的时间更早。

所以,我们认为,绝大部分宏观信息都不同程度存在提前泄漏的现象。在政府管理部门公布信息前就有知情者利用证券市场利好或利空进行买进或卖出证券的行为,这是在信息不对称和内幕交易的层面上当属最严重的行为。政府管理部门的行为是尽可能减少或消除证券市场信息不对称和内幕交易,以此促进市场的公平交易。所以,政府管理部门在制定对证券价格产生重大影响的重大的决策时要严格保密,并在公布实施所有的投资者同时获取信息,以保证宏观信息的对称性。

### 2. 微观信息不对称和内幕交易的实证分析

我们可以通过上市公司信息公开披露前市场交易价格和交易量的变化,来推断信息是否对称或是否存在内幕交易。施东晖、傅浩在《证券市场内幕交易监管:基于法和金融的研究》一文中(2002)通过检验异常收益率来检验内幕交易,在这里我们进行了扩展,通过检验异常收益率和异常交易量两个因素来检验信息是否对称。如果信息被披露前30个交易日股票价格和交易量已经作出提前反应,即出现异常波动,我们认为就存在信息不对称和内幕交易问题。

我们的研究主要有两类样本,一类是送股的上市公司;另一类是具有实质性资产重组的上市公司。把1993年后,10股送5股红股以上的和具有实质性资产重组(虚假或没有进行真正重组的除外)的上市公司共273家(次)分成以上两类,并从中分别随机抽出15家,共抽出30家进行检验。

实证检验的结果:(1)累计非正常收益率变化趋势。在以上两类上市公司中,信息被提前泄漏的现象还是较为普遍的。且重组类上市公司的异常收益率大于送股分红类上市公司。(2)累计非正常换手率变化趋势,在以上两类上市公司中,普遍存在换手率异常放大现象,从这一角度看,信息提前泄漏确定无疑,但也从另一个方面说明非正常换手率提高了市场的流动性。(3)我们研究的结果表明,到目前为止竟未发现一只股票在信息公布之日前未出现异常波动的情形,可见微观信息不对称现象是相当普遍的,微观信息不对称比宏观信息不对称要严重得多。

## 3. 结论

证券市场是非常活跃的市场,对信息的敏感性超出任何其他市场,市场的特性决定了证券市场最容易发生信息不对称,我们不能彻底消除证券市场上的信息不对称,而只能降低信息不对称的程度,将其控制在一个范围内,使证券市场健康有序发展。虽然本文认为信息不对称在一定条件下会促进市场的流动性,但尽可能减少信息不对称和内幕交易仍然是政府监管部门的主要任务:第一,信息不对称主要是信息的披露不能及时完整披露给所有的市场参与主体,信息披露机制的完善是降低证券市场信息不对称的最主要、最有效的手段。政府监管的目的是使信息披露具有真实性、时效性、公正性和完整性。第二,要加强对上市公司的监管,把对上市公司的监管作为政府和法律监管的重点,信息披露本身的要求并不能保证其在证券市场得到实施,这就需要证券的信息监管。信息监管应当以完善信息披露为目标,建立一种动态的信息披露机制。第三,要规范中介服务市场,中介组织要做到独立、公正,不做假账。要做到这一点,必须加强中介组织的自律,同时要加强外部的监督,包括政府和舆论的监督。

## 参考文献

- Bhattacharya, Utpal and Matthew Spiegel, "Insiders, Outsiders and Market Breakdowns", *Review of Financial Studies* 4, pp. 255 - 282, 1999.
- Bhattacharya Utpal and Hazem Daouk, The World Price of Insider Trading, *Journal of Finance*, 57, 75 - 108, 2002.
- Chakraborty, Utpal and Hazem daouk, The World Price of Insider Trading, *Journal of Finance*, February No. 1, 2002.
- Du Julan and Shang - Jin Wei, Does Insider Trading Raise Market Volatility? NBER Working Paper, 2003.
- Fishman, Michael J. and K. M. Hagerty, "Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices", *RAND Journal of Economics* 23, pp. 106 - 122.
- Grishchenko V. Olesya, Lubomir P. Litov and Jianping Mei, Measuring Private Information Trading in Emerging Markets, SSRN Working Paper, 2002.
- Leland Hayne E., Insider Trading: Should It Be Prohibited, *Journal of Political Economics*, 100, 859 - 87, 1992.
- Llorente G., R. Michaely, G. Saar, and Jiang Wang, Dynamic Volume - Return Relation of Individual Stocks, *Review of Financial Studies*, 2001.
- Manove, Michael, "The Harm From Insider Trading and Informed Speculation," *Quarterly Journal of Economics* 104, pp. 823 - 845, 1989.
- Manne, Henry G., *Insider Trading and Stock Market*, New York: Free Press, 1966.
- Madhavan Ananth, Trading Mechanisms in Securities Markets, *Journal of Finance*, 47 (2), 607 - 41, 1992.
- Repullo Rafael, Some Remarks on Leland's Model of Insider Trading, *Economica*, 66, 359 - 74, 1999.
- Rezaul Kabir, Theo Vermaelen: Insider Trading Restrictions and the Stock Market: Evidence from the Amsterdam Stock Exchange, *European Economic Review*, Volume: 40, Issue: 8, November, pp. 1591 - 1603, 1996.
- 史永东、蒋贤锋:《内幕交易、股价波动与信息不对称》,《世界经济》2004年第12期。
- 施东晖、傅浩:《证券市场内幕交易监管:基于法和金融的研究》,《上证研究》2002年第1辑。
- 顾娟、刘建洲:《信息不对称与股票价格变动——我国证券市场信息传导机制的经济学分析》,《经济研究》2004年第2期。
- 何基报:《证券交易中违法违规行为的监控研究》,《证券市场导报》2002年第10期。
- 汪贵浦:《中国证券市场内幕交易的信息含量研究》,西安交通大学博士论文,2002年。
- 郑顺炎:《内幕交易规制的本土化研究》,北京大学出版社,2002年版。
- 宋玉臣、李可:《股票市场内幕交易的检验与控制》,《当代经济研究》2004年第10期。
- 赵振全、宋玉臣:《股票市场信息对称性的影响因素分析》,《数量经济技术经济研究》2003年第10期。

作者单位:吉林大学数量经济研究中心