

致： 信報企管版編輯陳景祥先生（Tel. 2856-7612 Fax: 2811 1070, 共 3 頁）
已電郵致kcchan@hkej.com，1月10日見報

更多的會計披露要求能否帶來長期的市場效益？

何順文

很多人已確認九七年亞洲金融風暴成因之一，就是很多東亞國市的金融市場和企業缺乏足夠透明度。在過去幾年，這些國家或地區都為了要恢復和提高其市場競爭力，已在不斷改善其會計和披露質素，特別是加強有關監管條例準則，並與國際會計準則接軌。中國政府在過去十年亦已就上市公司信息披露制訂了越來越多的規章要求，進一步推動規範化。

相對於英美，香港的強制性披露要求一向偏低和範圍狹窄，而企業在遵從強制性披露要求的程度一般也很高。香港上市公司的整體披露水平一般，大多停留在滿足最低披露要求的階段，而整體的披露範圍、數量、前瞻性和素質仍很參差。

香港監管機構一向對設立更多的市場監管要求頗為保守，並鼓勵企業建立自願披露更多信息的文化，以避免過度監管。聯交所相信一間公司的披露水平將反映在其股價上，並直接影響公司的集資能力和借貨成本。

筆者年前曾作一項向全港約一百名投資分析員的意見調查，結果發現大多分析員(作為信息使用者)認為目前本港的上市公司披露水平欠佳和強制

性披露要求不足。事實上，自從佳寧、廣南及杰威等公司醜聞事件後，很多投資者和核數師都認為本港上市公司的透明度欠佳，有必要改善目前的公司披露水平。自九七亞州金融風暴之後，很多人都認為有需要加強公司披露的監管，特別在公司董事權益和關連交易事項上的披露要求有必要增加。

無論如何，單靠市場力量來自行調節自願信息披露的行為，是不足夠的，而有關的會計和披露要求在香港過去十年已不斷作修訂和增加，以迎接不斷的環境改變。事實上，自從近期美國安然和環球通訊等會計做假事件被揭發後，國際上已掀起一股大幅加強監管上市公司披露的熱潮，各國新增的披露要求已積極推出執行。這些監管機構的假設就是，越多的會計披露準則要求，就會帶來更高的透明度，而市場資金將可更有效率作分配運用。但很可惜，在文獻內一直未有証實研究能證明這個假設是否成立。

証實研究以分析員盈利預測準確度作指標

筆者與北美學者 Y.M. Mensah 及 X. Song 的一項新研究，就是從減低投資者理解風險的角度，去證明不斷增會計披露要求能否帶來上述的長期市場效益。由於無法直接能衡量這個效益，研究將以投資分析員的長期綜合盈利預測準確度的提昇和分散偏差度(dispersion)的減少作替代指標。

由於投資決定乃基於對自由現金流量及盈利之預測，而不同分析員的週

年綜合盈利預測已被視為可反映整個市場的盈利預測，市場資金的分配將根據這些綜合的盈利預測可作出。因此具高預期盈利和增長前景的企業將傾向獲取更多的資金投入。如這些盈利預測失準，投資者將改變其投資行為及重新分配資金。結果導致失去整體分配資源的效率。同時，高盈利預測的分散偏差度，亦會傾向反映較高不確定性，導致較高的預期風險與資金成本(及較低股價)。換言之，較低的偏差度或較窄的波幅，將減低投資者所理解的風險。

是項研究分析了在美國由一九八三年至一九九八年的公司披露要求數量與分析員的週年盈年預測準確度及分散度之間的縱向關係。研究假設更多的披露要求應與預測準確性和分散性的長期走勢有一相關連繫。

我們選擇美國作研究點和作數據收集，是因為美國股票市場和會計披露準則的建立有一個較悠長的歷史(可能是世界上最長的)。美國亦是全世界市場和會計監管最嚴謹的國家。另外，美國的 I/B/E/S(機構性經紀預測系統)盈利預測數據庫甚為完整，收集了由一九八三年至今的大部份的盈利預測。因此，在某些日期的綜合預測和分散度可以計算得到。再者，美國執業會計師公會由一九四五年開始每年出版《會計走勢及方法》一書，描述每年的主要會計披露要求。通過小心地收集由一九八三年至九八年的公司披露水平改變數據，就可與分析員的盈利標準特徵作出相關分析。預測數據以每家公司公佈季報或年報五日前的預測作收集。

結果證明更多披露要求可提高市場效率

利用經濟計量方法，以每家樣本上市公司的平均預準差距(絕對值)來界定預測準確度，及以所有分析員對同一家公司作預測的標準差來界定預測分散度。我們計算出每季的兩個指標值，並分析了兩個指標的長期走勢。在控制了週期性影響、學習效應、分析員經驗和其他可能影響結果的因素，結果發現預測準確度只與國民生產總值增長率，而非不斷提高的披露水平有顯著相關。但在預測偏差分散度方面，數據明顯證明在過去二十年由於披露要求的增加而呈現下降的趨勢。

總結而言，很少市場或會計監管機構會懷疑不斷增加的披露要求，不能提高透明度或市場效率。但這個一廂情願和主觀直覺的看法，一直未有明確的証據支持，而進行這一類的証實研究有一定的困難。

上述的研究証明了更多的披露法規確實在長期上減少了市場投資者的理解風險和不確定性，公司股價的波幅，再進而提高了市場效率。(是項研究報告將在 *Journal of Accounting and Public Policy* 期刊刊登)。

何順文為中文大學會計學院教授

1967 字