

強制揭露政策之經濟影響

文 · 圖 / 張晏誠

股票上市公司的資訊揭露在資本市場效率性、穩定性及公平性中皆扮演重要的角色。因此，上市公司資訊揭露的相關政策規範，產、官、學界長年皆給予相當高的關注度，反覆探討此類政策的經濟影響及成本效益。然而，因為因果證據的缺乏，此類的政策研究及討論常流於各說各話而難有共識。近年，財會學界利用過去相關政策實施的經驗，試圖針對此議題提出更具有說服力的證據。

其中，美國證券交易委員會（SEC）於1990年代，分批要求上市公司之強制揭露資訊需於SEC之平台上網公告，大幅降低市場參與者獲取強制揭露資訊的成本（圖1）。市場參與者僅需連接網際網路的固定成本，則獲取相關資訊的邊際成本趨近於零。因此，學者可運用適當的計量方法，透過比較已受此政策規範之公司與尚未受規範之公司，研究此政策所導致的經濟影響。本文透過介紹近年研究此政策的論文，提供讀者當今學界針對這個重要議題的一個思考角度。以下分別介紹此政策對於公司外部之市場參與者與公司內部經理人所造成的影響。

公司外部：股票市場參與者

過去行為財務的研究指出，投資人對於自己的投資判斷通常過度自信且不容易透過交易行為修正偏誤。因為投資人各自的偏執，市場意見產生分歧，導致了過度交易、資產泡沫、股票



圖1：美國證券交易委員會（SEC），在大蕭條時期後的1934年成立，以保護投資者、維護公平、有序、高效的市場以及促進資本形成為三大使命。（圖截自該網站）

市場崩跌等問題。市場參與者若能以低成本即時獲得標準化之公司財務資訊，則理論上較不易因為各自對於股價估值的過度自信而導致意見分歧。據此，Chang, Hsiao, Ljungqvist, and Tseng (2022) 於 *Journal of Finance* 發表的研究表明，降低上市公司強制揭露資訊之獲取成本的確能顯著消除投資人之意見分歧。如圖2所示，受此政策規範公司的投資人意見分歧程度，於納入政策規範之後（即第0期之後），開始顯著的降低。這個效果更進一步促成了股價的投機性及崩跌機率皆顯著降低。

投資人的資訊獲取成本也會影響股票市場中重要的資訊提供者：股票分析師。財金及會計學界過去許多文獻指出股票分析師的盈餘預測基於利己的策略考量，平均而言失之偏頗。若投資人透過政策規範可以輕易地使用強制揭露資訊核實股票分析師的預測報告，則應可有效限制股票分析師的策略行為。Chang, Ljungqvist, and Tseng (2023) 於 *Review of Financial Studies* 發表的文章提供了這個假說的證據，研究結果表明當分析師所跟蹤的公司其強制揭露資訊獲取成本低廉，則分析師傾向放棄追蹤或發佈較為準確（但股價影響力較小）的盈餘預測。如圖3所示，分析師對於跟蹤股票的盈餘預測誤差於公司受納入政策規範後顯著降低。這個結果不僅說明了這個政策對於限制分析師策略行為的好處，也同時表明了強制揭露資訊與分析師研究報告有一定程度的可替代性。

公司內部：經理人

如上所述，SEC的這個政策有助於弭平市場參與者之間的分歧或資訊不對稱，而這樣的效應應有助於企業降低融資成本，增加實質投資。再者，股價若能更即時正確反應公司基本面也會給予經理人較大的投資誘因。Goldstein, Yang, and Zuo (2023) 於 *Journal of Accounting Research* 的研究提供了這方面的證據，他們發現若強制揭露資訊較容易取得，則公司的資金成本降低、股票融資意願提升且企業實質投資增加。

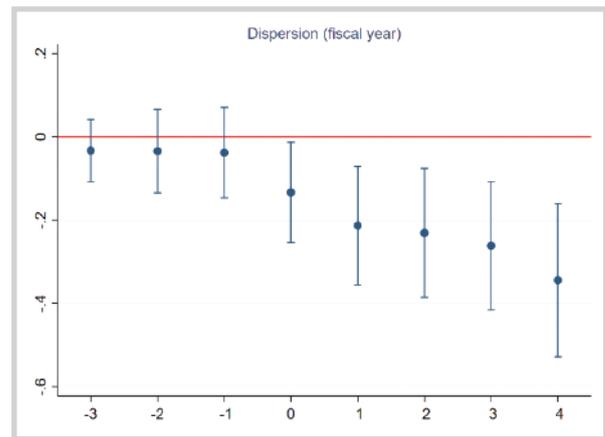


圖2：投資人意見分歧受強制揭露規範之影響

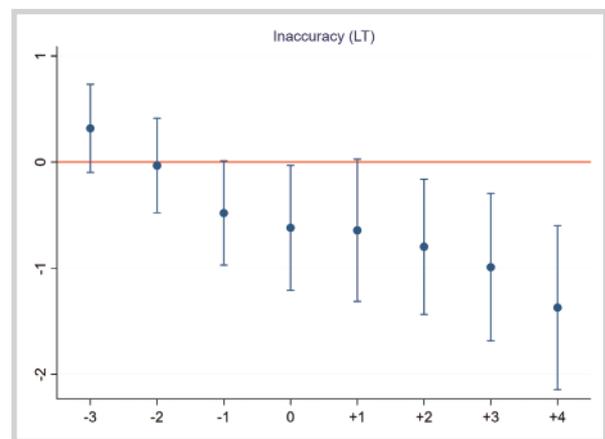


圖3：分析師預測誤差受強制揭露規範之影響

結語

上市公司強制揭露的相關政策具有多重面向，上述之研究結果聚焦於市場參與者的資訊獲取成本。相較於試圖透過政策規範改變或監管公司揭露行為，確保投資人能即時獲取相關資訊具有政策成本優勢，且研究表明標準化的資訊傳遞廣泛具有顯著的經濟效益。最後，研究90年代的政策影響是否有時效性？顯然，當今資訊的傳遞科技與媒介比90年代更為多元迅速，然而政策背後的經濟原理實則具有一般性。例如，SEC於2013年開放上市公司使用社群媒體（例如Facebook、Twitter）公告重大消息，亦是依循同樣的學理，透過降低資本市場參與者的資訊獲取成本，讓公司與市場參與者的溝通更為順暢，以期降低參與者的意見分歧與資訊不對稱，而最終期望健全資本市場的定價與公司融資管道，提升實質投資。（本專欄策畫／資訊管理學系蔡益坤教授）

參考文獻：

- [1] Chang, Yen-Cheng, Pei-Jie Hsiao, Alexander Ljungqvist, and Kevin Tseng, 2022, Testing disagreement models, *Journal of Finance* 77, 2239-2285.
- [2] Chang, Yen-Cheng, Alexander Ljungqvist, and Kevin Tseng, 2023, Do corporate disclosures constrain strategic analyst behavior? *Review of Financial Studies* 36, 3163-3212.
- [3] Goldstein, Itay, Shijie Yang, and Luo Zuo, 2023, The real effects of modern information technologies: Evidence from the EDGAR implementation, *Journal of Accounting Research* 61, 1699-1733.



張晏誠 小檔案

- 現職：國立臺灣大學財務金融學系教授
國立臺灣大學學術勵進青年講座
國立臺灣大學管理學院研究學者
國立臺灣大學計量理論與應用研究中心研究員
- 學歷：華盛頓大學財務金融博士
杜克大學經濟碩士
- 經歷：國立臺灣大學財務金融學系副教授
上海交通大學上海高級金融學院助理教授
- 榮譽：玉山學術獎（2023, 2022）
國立臺灣大學校教學優良獎（2020）
國立臺灣大學校英語教學優良獎（2023, 2022）
國立臺灣大學管理學院教學優良獎（2022, 2021）
國立臺灣大學管理學院英語教學優良獎（2021, 2020）