

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2018年7月31日

## CEO 拖延披露壞消息糾正有方

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

上市公司管理層延遲對外披露公司的壞消息、信息的披露甚或不盡不實，把小股東蒙在鼓裡，情況並非罕見，如何糾正這種情況，問題很值得分析研究。

今年6月初，港鐵公司沙中線紅磡站擴建地盤，爆出鋼筋接駁位涉嫌造假，港鐵向媒體披露，指稱2015年12月發現紕漏並要求糾正，後來，在立法會受到質詢時，又改口表示，早於2015年8月發現問題，當時，一共發現有五個螺絲位被剪短，前言不對後語，令立法會議員質疑港鐵刻意對公眾隱瞞事件。由於事件仍在調查當中，筆者無意噤舌，有關真相日後自會水落石出。筆者想討論的，是上市企業高層對公司壞消息拖延披露的行為，此舉對公司績效、企業治理和股價有何影響，以及如何加以糾正。

### 披露時間內有玄機

對於這個問題，其實早已引起學者關注，並且發表了不少相關研究。的確，企業經理人高層有動機把不利消息延遲對外披露，但也有動機及早把壞消息向外公布。一般來說，及早向外披露壞消息，原因是事件可能牽涉法律訴訟，日後或遭起訴；又或者日後受到監管當局紀律制裁；以至牽涉到股票行使認購等問題，譬如，把壞消息刻意高調向外披露，使公司股價下跌，從而可以低價把股票吸納。

但通常公司經理人或行政總裁（CEO）有很多「激勵」（incentive），延遲向外披露公司的壞消息。大部分個案的成因，往往出於「職業生涯關切」（career concerns）。所謂「職業生涯關切」，是指經理人或CEO對於公司當前業績，對他同期和其未來薪酬（compensation）影響所產生的憂慮。事實上，公司壞消息曝光後，公司表現受到拖累，無疑也影響到經理人當期和未來的薪酬，甚至損害到經理人在行業內外的聲譽。

### 隱瞞消息是那類經理人

究竟是什麼樣的經理人更加傾向延遲向外披露公司壞消息？一般來說，是當市場對該公司經理的能力不夠了解，有所懷疑。換言之，受到市場懷疑「冇料到」的

經理人高層，更傾向延遲向外發放公司的壞消息。反過來說，其能力受到市場確定，市場便不會因為公司出現了一起壞消息，便把他的能力折損淨盡，並禍及其薪酬。例如，蘋果公司已故領導人史蒂夫·喬布斯（**Steve Jobs**）、微軟創辦人比爾·蓋茲（**Bill Gates**），市場對二人的能力毫無疑問，因此，即使這兩家公司出現了一起壞消息，向外披露後，基本上對二人絲毫沒有影響。甚至投資人僅視壞消息為一次意外失誤，與他們二人的能力無關。

## 用研究發現引証現實

除了能力受到市場懷疑的經理人外，新入行的年青 **CEO**、在公司工作時日短的外聘經理人，都有傾向延遲向外披露壞消息。細仔觀察，有些公司的 **CEO**，會比其他企業的 **CEO** 有更強烈的「職業生涯關切」。譬如，新入職或公司工作時日短、職位的安全性不穩、或公司董事會的企業治理良好，一旦公司的營運稍出差池，其 **CEO** 都可能馬上遭解僱，使得這類企業高層人員傾向延遲向外披露公司的壞消息，甚至把壞消息掩藏，以保住「飯碗」。

通過這些學術研究結果，我們可將之引証到現實例子，據此評估到那些企業可能有延遲甚或掩藏壞消息傾向的風險。

誠然，公司的壞消息一旦曝光，可能使公司的股價受到壓力而下挫。事實上，**CEO** 把壞消息「秘而不宣」，對公司也不是一件好事，因為紙始終包不住火。一旦受到延宕公布的壞消息大白於天下，該公司的股價可能跌得更凌厲，幅度更大。

## 好壞消息齊公布對沖損害

值得一提，有研究發現，當 **CEO** 手上有一起公司的壞消息，他不及時向外公布是因為僥倖心理，想等待公司有好消息的時候把好壞消息一齊向外披露，以期讓好消息的利好作用，去抵消壞消息對公司造成的損害，也藉此對沖公司股價下跌的壓力。

除此之外，**CEO** 也可一直等待有沒有同行公司出現壞消息。一旦同行公司有壞消息暴露於公眾眼前，他便立刻亦步亦趨把自己公司的壞消息也趁勢向外披露，以期把造成壞消息事件的錯失，歸咎為行業的通病，此舉一則可把個人的問責責任推卸得一乾二淨；同時亦有助減輕公司股價因壞消息而受到的壓力。

事實上，出現集體性失誤的情況，投資者對個別公司表現的反應，一般沒有那麼強烈，即使反應強烈，但基於壞消息所指向的問題，是行業間集體性的「普遍現

象」，而非個別公司表現特別差勁所致，因而對 CEO 或經理人的薪酬變化，沒有多大影響，亦即可以減輕經理人的「職業生涯關切」擔憂。比方油價高企，眾多以石油為原材料的公司，比如航空企業的績效普遍都不如理想，很難獨善其身。由於經理人的薪酬水平，多跟同行的市場價格掛鉤或相關，因而也可減輕了個別經理人薪酬受削的壓力。

## 股價崩跌風險

當然，希望好消息來臨，從而把好壞消息一起向外公布，畢竟是被動和帶有「一廂情願」的意味。若然一直沒有好消息，反而壞消息接踵而來，一旦掩藏不住，多起壞消息一起曝光，所疊加的破壞力，往往令公司的股價出現崩跌 (stock crash) 風險，這是投資者最不願意看到的局面。

究竟有什麼機制，可以有效防止經理人刻意延遲向外披露公司壞消息，或者反過來說，可以有效激勵使經理人及時向外公布公司的壞消息，以提高公司的營運透明度？

很明顯，企業經理人傾向延遲向外披露公司的壞消息，多出於「職業生涯關切」的考量，著眼於公司業績對同期和未來補償金收益的影響，擔心披露了壞消息，會影響到自己的報酬利益。沿著這條思路，顯然可以找出一個減少經理人延遲向外公布壞消息的機制，即聘用這名經理人或 CEO 時，用一份服務報酬組合的合約，訂明如果日後經理人並非因犯法或造假之類大錯而遭解僱，但也不是自願地離任，而是公司作出「換馬」決定，在這種情況下，經理人可獲得一筆補償金 (Severance Pay)。

## 補償金具多重功效

岔開一筆，離任一般有三種情況，一、自動呈辭；二、犯了大錯而遭公司開刀「炒魷」；三、表現中規中矩，只因公司決定「換馬」而離任，前兩種情況的離任，得不到任何補償金。第三種情況，按照合約，可得到一筆補償金。在這個機制下，經理人或 CEO 便可減輕「職業生涯關切」的憂慮，而有激勵去及時把公司的壞消息向外披露。換言之，當經理或 CEO 被請「另謀高就」時，離任可以得到一筆補償金，他便沒有把壞消息隱藏的足夠動機。

美國喬治亞大學的 Stephen P. Baginski 教授等四位學者，最近發表了一篇分析「職業生涯關切」是否對壞消息延遲向外披露造成影響的論文 (Do Career Concerns Affect the Delay of Bad News Disclosure, 刊 The Accounting Review Vol.93, No 2 March 2018, pp 61-95)。他們發現，管理者推遲壞消息公布的程度，與他們的職

業生涯關切程度正相關。他們收集企業用來減輕 CEO 職業生涯關切（例如事前遣散費協議・Ex-Ante Severance Pay Contracts）的補償合同數據。研究發現，如果管理人員在解僱時收到足夠多的補償金，他們就不再拖延披露壞消息。通過這個機制，有助企業有效減少壞消息延宕向外披露的事故。

## 投資風險作出適切選擇

很明顯，壞消息牽涉的，是公司的事，亦即屬於公司的壞消息，而不牽涉個人。因此，向外披露了，也是公司的業績受到影響；反之，若不及時公布壞消息，刻意隱瞞，便屬於個人失當行為，最終要個人負上責任，在這種情況下，他也有機會拿不到離任的補償金。可以看到，若 CEO 與公司簽訂了事前遣散費協議的補償合同，確保他離職後取得一筆可觀資金，他便有更多動機及時把公司壞消息向外披露，並且也不傾向作出所謂的「盈餘管理」，即刻意粉飾公司的財務報表。

研究也發現事前協定遣散費的另一個好處是，通過減輕 CEO 的「職業生涯關切」憂慮，從而可以更多關注到公司的績效（Are ex ante CEO Severance pay contracts consistent with efficient contracting?，刊 Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.51 ,No 3, 2016, pp 737-769）。一般而言，如果 CEO 害怕職業生涯不保，戰戰兢兢，對於高風險的投資項目，雖則回報高，但風險也高，且投資可能隨時泡湯，他顯然不會沾手，只會挑選低風險的投資項目，以免犯錯而遭解僱。不過，當有事先協定遣散費，在「心安」之下，他更關心公司的績效和個人表現，於是便會選擇那些投資回報不俗、風險平均的項目。換言之，事前遣散費的功效，可避免公司的投資，多淪為缺乏可觀回報的低風險項目，對公司的績效也可提供一定保障。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，黃昊教授口述及整理定稿〕