

盈余透明度的资本成本效应研究

——基于外部信息使用者视角

张信东(博士生导师), 李欣

(山西大学经济与管理学院, 太原 030006)

【摘要】 本文将公司对外披露信息同外部信息使用者获取、解读信息相联系,把盈余透明度定义为外部信息使用者通过财务报告能够了解公司当前的财务状况、经营成果及风险等真实、全面情况的程度。通过进行盈余透明度与权益资本成本、债务资本成本的多元回归分析,证明了提高盈余透明度水平有利于降低企业资本成本。在此基础上,进一步的研究结果表明,盈余透明度对于权益资本成本的影响大于其对于债务资本成本的影响。

【关键词】 盈余透明度; 外部信息使用者; 权益资本成本; 债务资本成本; 影响差异

一、引言

上市公司定期对外披露信息以满足外部投资者了解和监督公司财务状况和经营成果的需求,进而缓解两者之间的信息不对称程度。作为公司信息的核心,盈余信息的关注度往往高于其他信息并催生了对盈余透明度研究的热潮。以往研究大多从信息披露的角度定义盈余透明度,但是披露本身并不必然导致透明。信息披露的最终目标是对外部信息使用者服务,信息使用者易于获取和解读盈余信息才能实现信息“透明”。因此,基于以投资者为主体的信息使用者的角度对盈余透明度进行界定和研究更加具有实际意义。

高盈余透明度的公司能够使投资者充分了解公司的经营风险、项目前景、管理层的经营战略和能力并做出恰当的判断,进而形成正确的资产定价和投资决策,最终免于遭遇损失或者获取超额回报,从而降低投资者要求的最低报酬率,即公司的资本成本。但是权益投资者和债权投资者对于公司信息的获取和解读能力是不同的,债权投资者比权益投资者具备更强的信息获取能力,同时,由于债权投资者与企业之间具有详尽的债务合约,使得债权投资者对于信息风险的防范能力较强(蒋琰,2009)。盈余透明度对于权益资本成本和债务资本的影响是否存在差异?对于这一问题的研究有助于了解不同投资者对于盈余信息的关注程度,并对明确盈余透明度的改进方向具有指导意义。

二、文献综述及研究假设

基于披露的盈余信息是否“富有信息含量”,Bhattacharya等(2003)首次提出了“盈余不透明度”(earnings opacity)概念,实证检验了信息披露质量与权益资本成本的负相关关系。具体地,盈余不透明度表示公司报告的盈

余分布与公司真实经济盈余之间的偏离程度,其度量由盈余激进度、损失规避度和盈余平滑度三个指标来实现。黄娟娟等(2006)借鉴了Bhattacharya等(2003)的度量方法,以中国1993年至2001年间实施配股或增发的上市公司为样本,研究认为上市公司的信息披露质量与权益资本成本具有显著的负相关性,而对于高成长性行业,盈余透明度的衡量指标无效。Barth等(2013)以盈余水平及其变动对同期股票收益率的解释程度度量盈余透明度,结果显示,盈余透明度越低,投资者与公司之间的信息不对称性程度越高,投资者会要求更高的投资收益,公司的权益资本成本更高。张信东等(2014)借鉴Barth等(2013)对于盈余透明度的度量方法表征投资者信息解读能力,实证结果显示,投资者信息解读能力越强,信息使用环节的风险越低,投资者要求的信息风险溢价也越小。

仅仅从信息披露的角度来界定的盈余透明度,概念涵盖范围较窄,是一个静态的指标。基于外部信息使用者角度定义的盈余透明度则是一个动态的、全面的概念,它并不局限于公司财务报告的披露方式、披露数量和具体内容,还应当包括从公司到外部信息使用者的信息传递过程。企业不但要编制出符合相应质量特征要求的财务报告,而且要综合考虑到可能影响外部信息使用者获取、理解和使用这些信息的所有相关因素。尽管过程复杂,但最终的评价标准却是清晰的,就是以投资者为主体的外部信息使用者是否能够通过财务报告及时、准确、全面地了解公司。股票价格的发现过程就是股票价格反映与上市公司相关的信息的过程,在这一过程中投资者拥有的信息是否准确、及时、充分事关其得到的公司信息是否清晰、完整、可比和不失真,进而对股票市场价格的形成及资本配置产生至关重要的影响。债权投资者并不直接参

与公司经营,而是通过债务合同来实现对公司的约束和监督,盈余透明度高说明信息不对称程度低,公司的代理成本低,从而提升债权投资者的信息,有助于降低公司的债务资本成本。因此,本文假设盈余透明度与公司的资本成本呈负相关关系,具体包括以下两个假设:**H1a**:盈余透明度与公司的权益资本成本呈负相关关系。**H1b**:盈余透明度与公司的债务资本成本呈负相关关系。

公司的债权投资者主要是商业银行,而商业银行的信息获取渠道和信息分析能力要强于机构投资者或是中小股东。这意味着权益投资者对于盈余透明度的依赖程度要高于债权投资者,权益资本成本对于信息环境的变化更为敏感。因此,盈余透明度对于权益资本成本的影响要大于对于债务资本成本的影响。由此提出下述假设:

H2: 盈余透明度对于权益资本成本的影响大于对于债务资本成本的影响。

三、样本选择、数据来源及研究设计

1. 样本选择。本文选取了我国2007~2014年A股上市公司为样本数据进行研究。其中上市公司的收益、股价、盈余、利息支出等数据来源为CSMAR数据库,而Fama-French三因子数据则来源于RESSET数据库。鉴于盈余透明度表征变量的计算需要用到滞后一年的数据,主要变量的计算期间为2008~2013年。

研究过程中,对样本公司进行了如下筛选:①剔除了创业板公司,因为其信息披露方式与主板公司存在较大区别;②剔除了金融类上市公司,因为其资本结构及财务数据同其他公司差异较大;③剔除相关数据披露不全的公司。最终样本数为1680个,数据处理使用Stata。

2. 盈余透明度的度量。本文借鉴了Barth(2013)、张信东等(2014)对于盈余透明度的度量方法。盈余透明度(TRANS)的计算分三步完成,具体计算方法如下:

第一步,按照(1)式将样本公司分行业进行回归,计算各行业中公司的盈余水平及其变动对于股票收益率的解释程度,即回归方程(1)式的调整拟合优度,记为TRANSI:

$$RET_{i,j,t} = \alpha_0^I + \alpha_1^I E_{i,j,t} / P_{i,j,t-1} + \alpha_2^I \Delta E_{i,j,t} / P_{i,j,t-1} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

其中,RET是年度化的复利收益率,因为我国上市公司披露年报的截止日期是在会计年度结束后的4月30日,所以本文将第t年5月至第t+1年4月的股票收益率与公司t年的盈余数据相对应,以保证该年度的股票收益率完全吸收盈余信息的影响;E_t表示每股收益;P_{t-1}表示期初价格,计算时采用第t年度4月份的收盘价,用价格对盈余进行标准化处理,目的在于使其与收益率变量保持一致;ΔE是第t年度相对于第t-1年的盈余变动。

第二步,将各样本公司根据式(2)回归结果中残差的

大小,由小到大依次分配至三个组合中。同样,以式(2)得到的调整拟合优度作为各组公司的盈余水平与变动对股票收益的反映程度,记为TRANSIN:

$$RET_{i,p,t} = \alpha_0^{IN} + \alpha_1^{IN} E_{i,p,t} / P_{i,j,t-1} + \alpha_2^{IN} \Delta E_{i,p,t} / P_{i,p,t-1} + \varepsilon_{i,p,t} \quad (2)$$

第三步,将两次回归结果的调整拟合优度相加,作为该公司的盈余透明度,记为TRANS:

$$TRANS_{i,t} = TRANSI_{j,t} + TRANSIN_{p,t} \quad (3)$$

3. 权益资本成本的度量。使用每家公司截至第t年的信息预测t+1年的权益资本成本ECOST_{i,t},计算公式如下:

$$ECOST_{i,t} = \bar{R}_{f,t} + \hat{\beta}_{MKT,i,t} (\overline{R_M - R_f}) + \hat{\beta}_{SMB,i,t} \overline{SMB_t} + \hat{\beta}_{HML,i,t} \overline{HML_t} \quad (4)$$

其中, $\overline{R_M - R_f}$ 、 $\overline{SMB_t}$ 和 $\overline{HML_t}$ 分别表示Fama-French三因子在t年度的期望值。三因子年度收益率是由该年度的12个月度平均收益率复利计算得到的,月度平均收益率的计算采用了36个月滑动时间窗方法。具体而言,计算每个因子在月份m之前的36个月的月度收益率算术平均值作为该月的估计值,然后对t年度的12个月的估计值进行复利,得到年度期望值。考虑到36个月的滑动时间窗会导致无风险利率的估计值失效,对月度无风险利率 $\bar{R}_{f,t}$ 的估计采用了12个月的滑动时间窗,而对其年度值的计算方法与三因子相同。

各贝塔值的估计是基于下面的月度时间序列回归:

$$RET_{i,m} - R_{f,m} = \beta_i + \beta_{MKT,i} (R_M - R_f) + \beta_{SMB,i} SMB_m + \beta_{HML,i} HML_m + \varepsilon_{i,m} \quad (5)$$

其中,RET_{i,m} - R_{f,m}是公司的月度超额收益率,R_{M,m} - R_{f,m}是市场组合的月度超额收益率,HML_m和SML_m分别是Fama-French的账市比和规模因子。本文使用公司第t年度5月份之前的36个月的月度收益率来估计上式中的各贝塔值。

4. 债务资本成本的度量。参照Pittman等(2004)、蒋琰(2009)对于债务资本成本的计算方法,本文采用利息支出(Int)与总负债的比值作为债务成本的估计值。其中,总负债等于长期负债(longdebt)与短期负债(shortdebt)之和。短期负债为资产负债表中的短期借款和1年内到期的长期借款,长期负债包括长期借款、应付债券、长期应付款和其他长期负债。

$$DCOST_{i,t} = \frac{Int_{i,t}}{longdebt_{i,t} + shortdebt_{i,t}} \quad (6)$$

5. 盈余透明度与权益资本成本、债务资本成本的相关性检验。为了准确判断盈余透明度是否会影响投资者要求的必要报酬率,本文在对相关因素加以控制后分别检验了盈余透明度与权益资本成本、债务资本成本的相关性。

$$ECOST_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TRANS_{i,t} + \alpha_2 Lev_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Growth_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 \beta_{i,t} + \alpha_7 BM_{i,t} + \eta_{i,t} \quad (7)$$

$$DCOST_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TRANS_{i,t} + \alpha_2 Lev_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Growth_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 First_{i,t} + \alpha_7 Fratio_{i,t} + \alpha_8 Intcov_{i,t} + \eta_{i,t} \quad (8)$$

TRANS 表示公司的盈余透明度; Lev 表示公司的财务杠杆, 由资产负债率来衡量; Size 代表公司的规模, 采用 6 月份流通市值的自然对数表示; BM 使用年末的每股净资产与收盘价的比值表示; β 为 CAPM 模型中的市场风险因子载荷; Growth 是公司的主营业务收入增长率, 衡量公司的成长性; ROA 是资产收益率; First 是第一大股东持股比例; Fratio 是固定资产账面价值占总资产的比例; Intcov 是利息保障倍数, 即息税前利润与利息费用使用的比值。

6. 盈余透明度对于两种融资成本影响差异的检验。借鉴蒋琰(2009)研究公司治理对于融资方式影响差异的思路, 本文通过一个选择模型来研究盈余透明度对于两种融资成本的影响差异。具体做法为: 解释变量为 TRANS, 被解释变量分为 ECOST 和 DCOST 两部分, 设置虚拟变量 D_1 与 TRANS 的交互项, 当被解释变量为 ECOST 时, $D_1=1$, 否则为 0。对于 ECOST 和 DCOST 的公共控制变量, 如 ROA、Lev、Size、Growth 直接引入模型, 而对于各自独有的控制变量则通过设置交互项引入模型。该模型中, 如果交互项 $D_1*TRANS$ 具有显著为正的系数, 说明盈余透明度对于权益资本成本的影响大于其对于债务资本成本的影响, 如果系数显著为负, 则反之。

$$Y_{i,t}(COST_{\lambda,i,t}, \lambda=1, 2)$$

$$= f \left\{ \begin{matrix} TRANS, D_1 \times TRANS, Size, Lev, \\ ROA, Growth, D_2 \times BM, D_3 \times \beta, \\ D_4 \times First, D_5 \times Fratio, D_6 \times Intcov \end{matrix} \right\} + \alpha_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

if $\lambda=1$, then $Y_{i,t}=ECOST_{i,t}$, $D_1=D_2=D_3=1$, $D_4=D_5=D_6=0$; if $\lambda=2$, then $Y_{i,t}=DCOST_{i,t}$, $D_1=D_2=D_3=0$, $D_4=D_5=D_6=1$ (9)

四、实证结果与分析

1. 变量描述性统计。表 1 中 Panel A 列示了各主要变量的描述性统计值, 其中 TRANS 的范围从 0.012 到

1.352, 相较于 ECOST 和 DCOST, 其波动性较大, 为 0.176。ECOST 从 0.008 变化到 0.323, DCOST 从 0.009 变化到 0.129, 说明样本量涵盖范围较广, 代表性较强。

表 1 主要变量描述性统计及 Pearson 相关系数

Panel A 变量描述性统计									
变量	最小值		中位数		最大值		平均值		标准差
TRANS	0.011		0.234		1.352		0.314		0.176
ECOST	0.008		0.046		0.323		0.129		0.036
DCOST	0.009		0.054		0.098		0.062		0.112
Panel B ECOST 及其控制变量的 Pearson 相关系数									
	TRANS	ECOST	β	Lev	Size	BM	Growth	ROA	
TRANS	1								
ECOST	-0.045***	1							
β	-0.033***	0.103***	1						
Lev	0.061***	-0.033**	0.112***	1					
Size	0.027**	-0.231***	-0.042**	-0.021	1				
BM	-0.012***	0.164***	0.103***	-0.056***	-0.215***	1			
Growth	0.025***	-0.162***	-0.011	0.078***	0.186***	-0.077***	1		
ROA	0.089***	-0.216***	-0.074***	0.184***	0.051**	-0.176***	0.104***	1	
Panel C DCOST 及其控制变量的 Pearson 相关系数									
	TRANS	DCOST	First	Lev	Size	Fratio	Growth	ROA	Intcov
TRANS	1								
DCOST	-0.025***	1							
First	0.044*	-0.056***	1						
Lev	0.061***	-0.032**	-0.02	1					
Size	0.027**	-0.221***	0.103	-0.021	1				
Fratio	-0.012	0.201***	0.023	0.154***	0.152***	1			
Growth	0.025***	-0.156***	0.031	0.078***	0.186***	0.024	1		
ROA	0.089***	-0.166***	0.012	0.184***	0.051**	0.132***	0.104***	1	
Intcov	0.091	-0.102***	0.041	0.143***	0.031	-0.042	-0.011	0.024	1

注: **、*、*表示变量在 1%、5%、10% 的水平上显著, 下同。

Panel B 显示, TRANS 与 ECOST、DCOST 均呈负相关性, 且与 ECOST 的相关程度略高于 DCOST。TRANS 与 β 呈负相关性, 表明盈余透明度与系统性风险有关, 盈余透明度越高, 公司系统性风险越低。TRANS 与 Lev 显著正相关, 说明负债越多的公司盈余透明度越高, 表明外部债权人对公司的约束促进了公司盈余透明度的提高。TRANS 与 Size、Growth、ROA 正相关而与 BM 负相关, 说明公司规模越大、账面市值比越低, 成长性和盈利性越好的公司盈余透明度越高。对于共有的控制变量, 如 Lev、Size、Growth 及 ROA, ECOST、DCOST 与变量的相关性一致。而对于各自独有的控制变量, ECOST 与 β 和 BM 负相关, 说明市场风险较高、公司账面与市值比较高时, 权益资本成本较高。Panel C 显示, DCOST 与 First、Intcov 负相关, 而与 Fratio 正相关, 说明股权结构比较稳定, 偿债能力较好, 变现能力较强的公司, 债务资本较低。

2. 盈余透明度与权益资本成本、债务资本成本的相关性。表2中分别列示了TRANS与ECOST、DCOST的多元回归结果,TRANS的回归系数符号与理论预期一致,且在1%的水平上显著,说明TRANS不能被控制变量所包含或解释,TRANS对于权益资本成本、债务资本成本具有一定的解释力,会对投资者的预期报酬产生影响。盈余透明度与权益资本成本、债务资本成本均呈负相关性,说明盈余信息是投资者进行投资决策时的参考依据,H1a、H1b得到证实。

表2 盈余透明度与权益资本成本、债务资本成本的回归结果统计

自变量	因变量为 ECOST		因变量为 DCOST	
	系数	t 统计量	系数	t 统计量
常数项	0.12***	7.45	0.23***	6.32
TRANS	-0.29***	-3.59	-0.13***	-2.44
Lev	0.01***	3.24	0.01***	3.52
Size	-0.03***	-9.42	-0.27***	-8.26
BM	0.02***	4.22		
β	0.02***	4.31		
Growth	0.02***	7.24	0.03***	8.21
ROA	-0.08***	-4.32	-0.10***	-4.44
First			-0.09***	-4.67
Fratio			0.11	5.24
Intcov			-0.11***	-5.88
行业效应	控制		控制	
年度效应	控制		控制	
adj.R ²	30.11%		29.63%	

3. 盈余透明度对于两种融资成本的影响差异分析。

表3 盈余透明度对两种融资成本影响差异的检验

自变量	系数	经 White 方差调整的 t 统计量
常数项	0.21***	3.21
TRANS	-0.25***	-3.65
D ₁ *TRANS	0.21***	3.73
Lev	0.02***	2.24
Size	-0.03***	-3.92
Growth	0.02***	3.24
ROA	-0.11***	-4.99
D ₂ *BM	0.01	0.91
D ₃ *β	0.03	0.13
D ₄ *First	-0.12	-0.11
D ₅ *Fratio	0.09	1.32
D ₆ *Intcov	-0.07	-0.98
行业效应	控制	
年度效应	控制	
adj.R ²	28.35%	

如表3所示,模型中的交互项D₁*TRANS具有显著

为正的系数,与我们的预期相一致,表明盈余透明度对于权益资本成本的影响大于其对于债务资本成本的影响。一方面,债权投资者的主体是银行,其对于信息的获取和解读能力要强于权益投资者,特别是中小投资者;另一方面,债权投资者与公司之间存在债务合同的约束,可以通过价格条款(如利息)、非价格条款(如到期日)及再签约机会来调整其与公司之间的信息不对称程度,从而提高其对于信息风险的防范和抵御能力。因此,债权投资者对于盈余透明度的关注和依赖程度要低于权益投资者,H2得以证实。

五、结论与建议

本文基于外部信息使用者的角度,综合信息的披露和使用过程,重新定义了盈余透明度。在此基础上,验证了盈余透明度与权益资本成本、债务资本成本均呈负相关关系,并进一步检验了盈余透明度对于两者的影响差异,结果显示,盈余透明度对于权益资本成本的影响更大。

前述实证结果,对市场各方参与者有以下启示:①财务报告是基于一定的专业规范而生成的,为了要充分、恰当地解读财务报告中的信息,需要投资者掌握必要的理论基础和分析能力,能有效辨别公司财务信息质量。②对于市场监管者,应当切实履行其对处于信息弱势的投资者的保护职能,建立健全监督公司财务报告质量及披露质量的长效机制,明确界定相关责任范围,提高上市公司隐瞒重要信息、扭曲经济实质、误导投资者的成本,为市场的健康运转提供保障。会计政策制定者应缩小管理人员会计政策选择空间,强调信息披露的充分性和完整性,注重会计政策选择和会计估计的稳健性。③作为信息的披露主体,公司在编制和披露财务报告过程中,应当秉持中立态度,客观地对公司的真实情况进行如实陈述,不刻意隐瞒或延迟公布坏消息以及盈余波动,不针对投资者类型进行选择披露。鉴于不同类型的投资者对于盈余透明度的关注和依赖程度有所差异,倾向于采用权益融资方式的企业,更应当注重提高其盈余透明度。

主要参考文献

蒋琰.权益成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究[J].管理世界,2009(11).

Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M. The world price of earnings opacity[J]. The Accounting Review, 2003 (78).

黄娟娟,肖珉.信息披露、收益不透明度与权益资本成本[J].中国会计评论,2006(4).

【基金项目】国家自然科学基金项目(项目编号:71371113);教育部人文社会科学研究项目(项目编号:13YJA790154);山西省高校人文社科重点研究基地项目(项目编号:2013303)