

信息披露与资本成本关系研究综述

于雪然 胡艳(博士)

(四川师范大学商学院 成都 610101)

【摘要】信息披露与资本成本一直是研究热点问题。本文基于流动性、预期风险以及波动性三个视角,对信息披露影响资本成本的研究进行评述与分析。总结发现,对于信息披露而言,直接检验信息披露和资本成本可能会引起相悖的结论,对于信息质量的评价应更多地从信息不对称程度的降低来衡量。

【关键词】信息披露 信息不对称 资本成本

信息披露是公司利益相关者获取信息的重要手段,也是投资者进行投资的主要依据。公司上市最主要目的是融资,融资则离不开信息披露。如何维持较低的资本成本是公司CEO、CFO关注的焦点。

国外学者对信息不对称与权益资本成本的研究十分丰富。**Botosan(1997)**归纳出两种视角解释:其一,额外披露提高了股票市场的流动性,降低交易成本,增加市场对股票的需求,导致权益资本成本的降低;其二,信息缺少意味着不确定性增加,投资者要求为这种额外风险进行补偿,额外披露降低了投资者对资产回报或者支付渠道预期的风险,降低了权益资本成本。但也有研究持相反观点,美国财务主管协会认为,额外披露增加了股价的波动性,风险的加大导致权益资本成本增加。不相一致的结论对于上市公司披露信息产生了困扰。为此,本文在前人研究基础上,基于流动性、预期风险和波动性的视角,对相关文献进行了梳理总结。

一、基于流动性的视角分析两者的关系

证券市场,尤其是股票市场代表着市场经济机制的理想状态。然而,现实中各种交易费用的存在,使投资者之间存在逆向选择,影响了股票迅速变为货币而不受损失的能力,影响了资本市场的流动性。

信息披露可以减少信息不对称程度,从而减少逆向选择的问题,侵蚀私有信息的潜在交易收益,降低交易者获取高成本的私有信息的动机。交易成本的消除,使投资者更愿意持有特定公司股份,增加对公司股票的要求,导致股票价格的提升(**King等,1990**),以此克服潜在投资者在非自由流通市场中不愿持有股票的情况,影响市场流动性。很多研究将高交易成本与信息不对称或者市场的低流动性联系起来。**Admanti等(1991)**证明,当知情交易者预先对其将要进行的交易进行信息披露时,将面临更

大的市场流动性,获得更低的交易成本,但其他交易者的交易成本相应提高。**Pagano等(1996)**指出,市场透明度提高将提高流动性。**Easley等(2004)**认为私有信息越多,股票流动性越差,权益成本越高。**Benveniste等(1992)**认为,对交易者身份的揭示有助于提高市场流动性。当做市商拥有交易者身份的部分信息时,可以降低买卖价差。披露水平较高的公司,投资者相对更有信心,股票以“合理的价格”进行交易,流动性增加。**Koski等(2000)**通过检验后指出,价格与流动性和信息内容显著相关。

高水平的信息披露带来了高流动性,公司不会受到股票市场的限制,资本成本降低。**Amihud等(1986)**以买卖价差为流通性衡量指标,从交易的微观成本角度研究了资产定价与买卖价差之间的关系,提出流动性溢价理论。他们指出,投资者实际关注的是扣除流动性成本后的净收益。相对于流动性好的资产,投资者往往要求流动性差的资产提供更高的收益,即流动性差的资产以更低的价格吸引投资者,融资成本更高。

Diamond等(1991)研究证券流动性的原因和结果后,准确计量了最佳披露方式,指出信息披露能够降低信息不对称,提高证券流动性,吸引大股东增持,从而降低资本成本,大公司从中获益最多。同时较高的披露水平能够降低大宗交易中透露的信息量,进而影响逆向价格。**Luzi Hail(2002)**运用苏黎世大学瑞士银行学院发布的披露指数,研究发现披露水平高会影响股市的流动性和风险预测,降低资本成本。类似的研究还有**Baiman等(1996)**,他们模拟了资本市场,显示披露质量的提高会使股价增高,流动性增强,资本成本降低。

该结论在我国市场同样得到验证。代金云(**2012**)认为社会责任信息披露水平的提高对股票流动性具有显著影响,从而降低资本成本。李姝(**2013**)等从披露动机出

发,发现社会责任报告披露使得不同投资者获得的信息水平趋于一致,且社会责任报告披露对资本成本的影响存在“首次披露效应”。

二、基于预期风险的视角分析两者的关系

有学者认为,即便资本资产定价模型(CAPM)参数不确定,也并不影响其预期。**Barry**和**Brown(1984)**指出均衡定价经验检验不需要考虑预期风险,也不需要将其作为解释CAPM和市场回报之间离差的变量。**Fama**和**French(1993)**承认,确实有非市场风险影响必要收益率的可能性,但并不包括信息。然而该结论受到越来越多的质疑。**Wang(1993)**指出,不对称消息的存在令未知情交易者要求风险溢价,弥补与知情交易者的逆向选择问题。信息风险导致了道德风险和逆向选择,理性的投资者会考虑这些因素,影响资本成本。

投资者的预期建立在可获信息的基础上,他们的信心水平依赖于信息集合的特征。**Botosan(2006)**将预期风险定义为,投资者因为对证券回报或者股利支付的不确定而产生的风险。理性投资者会意识到对于不同的证券,不同的参与者拥有公司经理层和公司经济价值的信息不同,为应对更高的代理风险,他们会基于已有的信息来估计股票报酬率的分布函数,并会为此要求溢价,从而提高公司的权益成本。

预期风险是不可分散风险,并且与差异化信息有关。越来越多的有关最优组合机会和均衡定价的分析开始考虑预期风险。**Jaffee**和**Winkler(1976)**使用贝叶斯模型描述了信息如何在价格中得到体现。**Admati(1985)**认为知情交易者和非知情交易者持有不同的组合。**Easley**和**O'hara(2004)**将资本市场中信息不对称分为两种情况:信息披露中私有信息和公共信息的构成比例,以及投资者中的知情投资者比例。公司与外部市场间的信息不对称会造成投资者对公司价值认识的不确定性。作为风险补偿,未知情者会要求回报溢价,从而影响资本成本。在**Merton(1987)**的模型中,权益资本成本存在差异的原因是交易者不会持有他们所不了解的资产。由于缺乏对这类资产的需求,持有者要求更多的回报。因此,公司信息披露越充分,投资者的风险水平越低,其要求的报酬率和资本成本也随之降低。

相关检验也证实了上述关系。**Clarkson(1996)**指出提高信息披露水平会降低投资者关于证券未来回报或者股利支付等预测风险。**Becker(1992)**认为交易前信息的充分披露是保证有效价格发现和增强投资者以适合价格成交信心的核心环节;反过来,信息又将促进投资者更多地参与市场,从而有助于提高市场的流动性。**Lang等(1996)**认为信息披露政策的额外收益就是分析师跟随增多,分析师预测更准确。由此,投资者的预测风险降低,资本成本

降低。**Botosan(1997)**指出分析师跟随度低的公司,其权益资本成本与额外自愿披露负相关。**Piotroski(1999)**认为额外披露提高了市场资本化盈余。**San**和**Plumlee(2000)**证明了资本成本与公司分析师等级负相关。**Fishman等(1997)**则发现强制披露能够使内部人更好地做出权衡,即使内部人并未知道任何价值相关性信息;**Admati等(2000)**分析了公司披露的外部性问题,指出披露促使其他公司做出更为经济的披露。因此,即便没有披露要求,公司也可能会考虑公开信息。**孟晓俊(2010)**等认为自愿进行社会责任信息披露可以降低估计风险及股权资本成本。因此,良好地履行社会责任可以有效地减少资本约束,为企业提供较好的融资通道(**刘计含,2012**)。

三、基于波动性的视角分析两者的关系

额外披露能够导致股票较高的收益波动性。**Mohan(2000)**认为股票收益的波动性反映了整体风险。高波动性意味着更高的风险,投资者会要求更高的收益补偿增加的风险,成本更高。披露水平的提高会吸引到投机的机构投资者,特别是在新消息发布前后。**Bushee**和**Noe(2000)**采用AIMR的披露总分发现短期机构投资者持股比例的改变会引起股票回报的波动。

Kim和**Verecchia(1994)**提出因为市场参与者对信息解释不同,盈利报告增加了信息不对称。一个重要的原因是,额外披露能够引起股票价格的提升,从而引起资本市场上短期的频繁操作。而投资者们对信息披露程度高的公司显然更有信心,对当前的股票交易价格更加认同。**Healy(1999)**发现额外披露的公司,股票价格同时增加,与现有的盈余业绩并无关系。**Gelb**和**Zarowin(2000)**也发现披露等级高的公司股票价格要高于低披露等级的公司。股票价格波动引起的高水平回报吸引了带有短期投机性质的机构投资者,他们针对短期盈余信息进行频繁操作,使得股票更具有波动性。这使得股票价格成为了公司价值的噪音,加剧了市场的信息不对称程度。

不仅如此,如果管理者薪酬以股票期权为主,那么波动性带来的高收益会使得管理者有动机去操控披露活动。**Bushman**和**Indjejikian(1995)**提出公共披露降低了私人信息优势。如果管理者出于机会主义改变了披露实践活动,则预期他会改变其所持股票比例,以期从交易中获利。**Marquardt**和**Wiedman(1998)**也发现管理层在二级市场卖出自己持有的股票之前会发布盈利预测,以股票价格为基础的期权的激励能力降低,代理成本增加。市场预期到代理问题严重,会要求公司做出补偿。另外,这种突然的股价波动也有可能引起股东诉讼(**Francis,1994**),最终增加了成本。特别是当经理层重新修改其披露内容时,会影响资本成本。**Kravit**和**Shevlin(2010)**发现财务重述增加了可操控信息风险,导致更高的机会成本。

也有学者提出了不同看法。**Bushee**和**Noe(2000)**指出较高的披露质量可以吸引到长期投资者,他们的交易活动对波动性降低的效果可以抵消短期机构投资者操作频繁引发的波动性增加效果,降低股票未来收益的波动性。**Clement(2000)**以1993~1997年的2700家公司为样本,采用事件研究法,发现公布盈余预测可以降低资本成本。**Baiman**和**Verrecchia(1996)**指出,更多的披露降低了知情交易者和做市商之间的信息不对称,可降低资本成本,支持了其降低逆向选择的作用。因此,做市商从股票总体净需求中提取的信息有限,降低了股票价格对总体净需求的敏感度。原始股东会对未来流动性做出评价,公司的资本成本会随着更多的信息披露而降低。因此,自愿披露对股票波动的直接影响并不明显。

事实上,股票具有一定的波动性是十分必要的,表明公司股票具有一定市场,只有当公司股票出现大幅度变动(下跌)时,才会影响到公司资本市场形象和资本成本。换言之,如果信息能够长期透明,就能够避免只吸引到短期的投机者可以防止股价在未来大幅度波动,因此,信息的持久性和公开性显得十分必要。

四、流动性和波动性的关系

上述内容是将股票的波动性和流动性割裂开来讨论信息披露对资本成本的影响。但在实际市场中,两者息息相关。蒋祥林(2005)从四类理论解释了交易量与波动性存在的显著正相关性。也存在相悖结论。**Chordia(2000)**认为市场波动性的变大将导致存货风险的上升。为规避存货风险,做市商调大价差,波动性与流动性呈现负相关关系。而**Foster**和**Viswanathan(1990)**从信息风险的角度,指出当信息不对称程度较高时,流动性交易者会等到信息不对称程度较低时再进行交易,所以波动性较高时流动性相对较差。**Datar(1998)**对NYSE非金融类股票1963~1991年间的数据分析发现,在控制企业规模、账面值与市值之比以及市场风险系数等变量后,股票预期收益与换手率具有显著的负相关关系。

无论是基于流动性的视角还是波动性的视角,信息公开对资本市场的作用机理都是通过信息数量和质量的增加降低了信息不对称的程度,规避了逆向选择和道德风险,影响了投资者对股票的预期风险程度的判断,增强了投资者对股票投资未来收益的信心,从而影响到公司在股票市场上的表现,最终影响到融资行为。资本市场参与者基于自身对公司信息的理解与把握,采取了不同的行为。即各参与者对信息的预期不同,从而使信息公开的结果变得模棱两可。

正如**Francis**等(2008)的观点,如果信息披露导致了更严重的信息不对称,则会引起资本成本的增加。换言之,如果信息公开后,资本市场的反应和理解如预期一

样,内外部信息不对称程度降低,则会有适度的流动性和波动性,资本成本降低;相反,如果信息公开反而增加了信息不对称程度,则会提高对风险的预期补偿,资本成本提高。信息披露是通过影响市场信息不对称程度来影响资本成本;信息不对称程度决定了市场反应不同。

五、研究评述和未来展望

梳理文献发现,信息披露主要是通过降低信息不对称程度来影响股票的流动性、波动性以及预期风险,进而影响资本成本。对信息不对称的感知影响了投资者的预期,并最终影响到企业的融资成本。即投资者相信披露确实能有效地降低信息不对称程度,并且把信息披露作为判断公司价值的一个因素。国内外研究出现结论相悖的现象,除了资本成本替代变量计算复杂和样本披露指标不同的原因外,未考虑信息不对称是根本原因,任何的直接检验信息披露和资本成本之间关系的研究,实际上检验的是信息披露和信息不对称之间关系以及信息不对称和资本成本之间关系的联合作用(何玉等,2006)。

目前已有研究中,更多的是偏向信息内容的数量和范围,而不是对资本市场上信息不对称程度的检验。因而,未来有关信息披露的研究,需要首先分析信息披露行为是否能真正降低信息不对称程度。对于政策制定者而言,需要在强调信息披露的内容、频次和范围的基础上,筛选和分析那些能够影响到公司内外信息不对称程度的关键信息作为重点监督对象。

【注】本文系教育部人文社科青年基金项目“基于投资者关系管理的公司治理效率分析”(编号:12YJC630061)、“基于投资者关系管理的机构投资者积极监督研究”(编号:10YJC630055),四川省教育厅面上项目“四川省上市公司投资者保护与公司治理状况研究”(编号:11SB058)、四川省教育厅重点项目“上市公司网络投资者关系管理的动因和效果研究”(编号:14SA0013),以及四川省教育厅重点项目“保证金变动对期货市场波动性及投资者行为的影响研究”(编号:13SA0136)的研究成果。

主要参考文献

1. **Christine A. Botosan. Disclosure level and the cost of equity capital. The accounting review, 1997; 1**
2. **Christine A. Botosan. Evidence That Greater Disclosure Lowers The Cost Of Equity Capital. Journal of Applied Corporate Finance, 2000; 4**
3. 李姝,赵颖,童婧.社会责任报告降低了企业权益资本成本吗?——来自中国资本市场的经验数据.会计研究,2013;9
4. 孟晓俊,肖作平,曲佳莉.企业社会责任信息披露与资本成本的互动关系——基于信息不对称视角的一个分析框架.会计研究,2010;9