

年报可读性对企业资本成本影响研究

罗诗瑶

(湖南师范大学商学院, 湖南省长沙市, 410081)

摘要:近年来,随着国家相关部门越来越强调企业信息披露的可读性,年报可读性受到众多学者关注。本文选取2013-2023年沪深A股上市公司为研究对象,对年报可读性与企业资本成本之间的关系进行实证研究。研究发现,年报可读性越低,企业资本成本越高。丰富了年报可读性的经济后果研究,也为企业、监管部门和投资者提出相关建议。

关键词:文本分析;年报可读性;企业资本成本

中图分类号: F **文献标识码:** A

1 引言

在现代企业治理与资本市场中,信息披露质量是确保市场有效运行、促进资源合理配置的关键要素之一。年度报告作为上市公司信息披露的核心载体,不仅包括财务数据信息,同时也包括非财务数据的文字信息,是投资者、债权人、监管机构等年报使用者全面了解企业经营状况与发展前景的重要渠道。然而上市公司管理层掌握着信息资源优势,可能会通过增加年报阅读难度来模糊部分不利于自身和企业的信息,从而影响到年报使用者对会计信息的理解与使用(王克敏,2018)。2020年3月31日作为资本市场基础制度的《中华人民共和国证券法》正式开始实施,对上市公司提出信息披露义务人披露的信息应当简明清晰,通俗易懂的要求。2023年12月22日,证监会修订发布的《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》也明确指出要减少冗余信息披露,避免重复披露,提升财务报告可读性。随着资本市场监管体系的不断完善和投资者保护意识的增强,年报可读性也受到众多学者的关注。

企业资本成本,作为资金使用的代价,直接关系到企业的融资能力与盈利水平。资本成本的高低受到企业信息披露质量的影响(支晓强,2010)。当年报可读性水平较低时,企业和投资者之间的信息不对称问题加剧,投资者获取有效信息的难度加大,进而加大了企业的融资难度(逯东,2021;陶雄华,2022)。投资者也会要求更高的风险溢价以补偿潜在的信息不对称风险。但目前关于年报可读性的经济后果研究多集中于股票市场、公司绩效、企业创新等方面,研究年报可读性对企业资本成本影响的文献较少。因此,本文选取2013-2023年的数据,从资本成本的角度研究年报可读性对企业的影响,以期找到年报可读性影响企业资本成本的实证证据,不仅丰富了年报可读性经济后果研究,也能为企业、监管部门和投资者提供相应建议。

2 研究假设

年报可读性是指年报内容易于阅读和理解的程度(阎达五,2022)。年报可读性的高低会影响企业的资本成本:一方面,根据信息不对称理论,较差的年报可读性会使年报使用者难以接收和理解年报中的信息,加剧了投资者、债权人与管理者以及之间信息不对称性情况(许启发,2022),而信息不对称是造成企业融资成本高的主要原因(Myers,1984)。此时,投资者和债权人做出的投资或借款的决策风险较大,将要求更高的风险收益率。

另一方面,基于机会主义动机,管理层可能对年报可读性进行操纵。已有文献发现管理者会制定可读性较低的年报,增加年报的阅读难度,以此模糊对管理层自身和公司不利的信

息(丁亚楠, 2021)。当年报可读性较差时, 投资者和债权人不容易发现管理者的机会主义行为, 担心管理层为了自身的利益采取不利于投资者和债权人的行动, 他们之间的代理问题加剧。而企业内部存在的代理问题是抬高自身融资成本的重要原因之一(蒋琰, 2009)。

综上所述, 可以提出以下假设:

H1: 年报可读性越低, 企业资本成本越高。

3 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

本文选取 2013-2023 年我国沪深两市 A 股的上市公司作为研究对象, 相关财务数据来源于国泰安数据库, 相关文本信息数据来源于 CEDS 睿科中国财经文本数据平台及 RESSET 财经文本智能分析平台。剔除样本中 ST、*ST、金融行业以及相关数据缺失的上市公司, 最终得到共 32570 条公司年度数据。为弱化极端值影响, 对连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。

3.2 模型构建

为了检验假设 H1, 年报可读性与企业融资成本之间的关系, 设计模型如下:

$$Wacc = \beta_0 + \beta_1 Read + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon$$

其中, Wacc 为企业资本成本, Read 为年报可读性, Controls 表示控制变量, 模型中加入了行业和年度固定效应。

3.3 变量定义

3.3.1 企业资本成本 (Wacc)

本文参照姜付秀(2006)和林钟高(2015)的做法, 采用加权平均资本成本法来衡量企业资本成本, 具体公式如下:

$$Wacc = \frac{B_s}{B_s + B_L + E} K_{ds} (1-t) + \frac{B_L}{B_s + B_L + E} K_{dl} (1-t) + \frac{E}{B_s + B_L + E} K_e$$

其中: B_s 、 B_L 、 E 分别为短期债务、长期债务、权益资本, K_{ds} 、 K_{dl} 、 K_e 分别为短期债务成本、长期债务成本、权益成本, t 为所得税率。短期债务成本取 1 年期银行贷款利率, 长期债务成本取 3-5 年中长期银行贷款利率。如果遇到利率调整, 按照天数加权计算贷款利率。权益成本 K_e 使用 CAPM 模型计算。

3.3.2 年报可读性 (Read)

本文借鉴王克敏(2018)的研究, 选取会计专业术语密度 (Td) 和次常用字密度 (Ud) 两个指标来衡量年报可读性 (Read)。年报中的会计专业术语越多, 对投资者尤其是会计专业水平较低的投资者来说阅读难度越大。此时, 投资者难以读懂并理解年报所要传递的信息。因此, 本文选取会计专业术语密度作为年报可读性的衡量指标。此外, 年报中生僻字的多少也会影响年报使用者阅读并理解年报内容的难度。年报中出现的生僻字越多, 年报使用者阅读起来越不流畅, 理解年报内容的难度也就越高。因此, 本文还基于《现代汉语次常用字表》(1988), 设计第二个年报可读性衡量指标——次常用字密度。由于会计专业术语密度和次常用字密度是负向指标, 与年报可读性呈负相关关系, 因此将其正向化, 以每百字中含有会计术语个数的相反数表示会计专业术语密度, 以每百字中含有次常用字个数的相反数表示次常用字密度。Td 值和 Ud 值越大, 表明年报可读性越高。

3.3.3 控制变量

借鉴现有研究, 本文控制了企业规模 (Size)、资产负债率 (Lev)、系统风险 (Beta)、公司成长性 (Tobinq)、股权集中度 (Share)、前三大高管薪酬总额 (Top3)、管理层持

股比例 (Ms)、机构投资者持股比例 (Ins)、董事会规模 (Board)、董事盈利能力 (Roe)、现金流比率 (Cash) 等因素对企业资本成本的影响。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业资本成本	Wacc	根据加权平均资本成本法计算得出
解释变量	会计专业术语密度	Td	年报每百字中含有会计术语个数的相反数
	次常用字密度	Ud	年报每百字中含有次常用字个数的相反数
控制变量	企业规模	Size	企业期末资产总额的自然对数
	资产负债率	Lev	企业期末负债总额/企业期末资产总额
	系统风险	Beta	250 交易日流通市值加权
	公司成长性	Tobinq	市值/总资产
	股权集中度	Share	第一大股东持股比例
	前三大高管薪酬总额	Top3	上市公司前三大高管薪酬总额的自然对数
	管理层持股比例	Ms	管理层持股数/总股本
	机构投资者持股比例	Ins	机构投资者持股数/总股数
	董事会规模	Board	董事会总人数的自然对数
	盈利能力	Roe	净利润/股东权利平均余额
	现金流比率	Cash	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	行业	Ind	行业效应
年份	Year	年度效应	

4 实证结果及分析

4.1 描述性统计

通过描述性统计发现, 企业资本成本 (Wacc) 的均值为 0.078, 最小值为 0.022, 最大值为 0.153。会计专业术语密度 (Td) 平均值为-2.536, 最大值为-1.104, 最小值为-5.171, 说明上市公司年报中每百字平均有 2.536 个会计专业术语, 最多有 5.171 个, 而最少仅有 1.104 个, 存在较大差异。次常用字密度 (Ud) 平均值为-0.733, 最大值为-0.463, 最小值为-1.269, 说明上市公司年报中每百字平均有 0.733 个次常用字, 年报出现次常用字频率最高的公司每百字有 1.269 个次常用字, 最低的公司每百字仅有 0.463 个, 能够体现不同年报之间的可读性差异。由于企业资本成本与会计专业术语密度和次常用字密度数据量级差距较大, 后续将企业资本成本数据乘以 100, 以百分号为单位进行检验。

表 2 描述性统计结果

变量名称	N	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Wacc	32570	0.078	0.024	0.022	0.077	0.153
Td	32570	-2.536	0.787	-5.171	-2.412	-1.104
Ud	32570	-0.733	0.163	-1.269	-0.706	-0.463

Size	32570	22.276	1.305	20.026	22.068	26.381
Lev	32570	0.416	0.202	0.059	0.405	0.890
Beta	32570	1.044	0.406	0.000	1.097	1.954
Tobinq	32570	2.007	1.291	0.000	1.617	8.320
Share	32570	33.588	14.719	8.260	31.210	74.020
Top3	32516	14.678	0.684	13.108	14.638	16.627
Ms	32570	14.418	19.674	0.000	1.571	67.960
Ins	32570	42.280	24.871	0.261	43.412	90.777
Board	32570	2.109	0.196	1.609	2.197	2.639
Roe	32570	0.053	0.133	-0.712	0.067	0.310
Cash	32570	0.049	0.066	-0.144	0.048	0.241

4.2 基准回归

表3为年报可读性与企业资本成本的基准回归结果。如表3所示，Td与Wacc的回归系数为-0.057，在1%的水平上显著为负，并且Ud与Wacc的回归系数为-0.325，在5%的水平上显著为负，这一结果表明企业的年报可读性越低，企业的资本成本越高，假设H1得到验证。

表3 基准回归结果

	(1)	(2)
	Wacc	Wacc
Td	-0.057*** (-3.616)	
Ud		-0.325** (-2.072)
Size	-0.243*** (-7.044)	-0.263*** (-7.635)
Lev	-4.971*** (-39.569)	-4.975*** (-39.556)
Beta	1.562*** (29.825)	1.562*** (29.804)
Tobinq	-0.051*** (-3.806)	-0.051*** (-3.768)
Share	-0.004** (-2.130)	-0.004** (-2.109)
Top3	0.228*** (7.072)	0.227*** (7.027)
Ms	0.011*** (6.575)	0.012*** (6.684)
Ins	0.007*** (4.982)	0.007*** (4.859)
Board	0.283*** (2.890)	0.271*** (2.769)
Roe	0.151*	0.156**

	(1.944)	(2.007)
Cash	1.187***	1.192***
	(6.779)	(6.810)
Constant	9.633***	10.079***
	(11.393)	(12.179)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
N	32516	32516
R ²	0.530	0.530

注：***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著，括号内为 t 值，下同。

4.3 稳健性检验

4.3.1 替换被解释变量

为了进一步加强上述结论的稳健性，本文使用国泰安数据库中的数据，采取第二种方法衡量被解释变量企业资本成本，计算公式为：企业资本成本=债务资本成本*(1-企业所得税税率)*(债务资本/总资本)+权益资本成本*(权益资本/总资本)。其中债务资本使用负债合计，权益资本使用总市值衡量；债务资本成本取 1 年期银行短期贷款利率；权益资本成本通过 CAPM 模型计算所得。回归结果如表 4 所示，Td 与 Wacc 的回归系数为-0.021，在 1%的水平上显著，Ud 和 Wacc 的回归系数为-0.111，在 10%的水平上显著，结果仍然表明年报可读性与企业资本成本呈显著负相关关系，验证了表 3 结果的稳健性。

表 4 替换被解释变量的回归结果

	(1)	(2)
	Wacc	Wacc
Td	-0.021*** (-3.833)	
Ud		-0.111* (-1.873)
Size	-0.225*** (-17.105)	-0.232*** (-17.814)
Lev	-1.499*** (-33.741)	-1.501*** (-33.841)
Beta	1.741*** (113.479)	1.741*** (113.362)
Tobinq	0.010* (1.685)	0.010* (1.726)
Share	-0.004*** (-4.900)	-0.004*** (-4.873)
Top3	0.099*** (8.479)	0.098*** (8.435)
Ms	0.005*** (8.073)	0.005*** (8.204)
Ins	0.006*** (10.857)	0.006*** (10.748)

Board	0.078** (2.210)	0.074** (2.086)
Roe	0.096*** (3.131)	0.098*** (3.190)
Cash	0.299*** (4.646)	0.300*** (4.674)
Constant	8.527*** (26.538)	8.691*** (27.552)
年份固定效应	控制	控控制制
行业固定效应	控制	控制
N	32194	32194
R ²	0.738	0.738

4.3.2 滞后一期解释变量

考虑到企业年报的发布在次年的上半年,因此企业年报可读性可能影响的是次年的资本成本,本文使用上一期的年报可读性数据重新进行回归。结果如表5所示,在1%的显著性水平上,Td与Wacc的回归系数为-0.032,Ud与Wacc的回归系数为-0.400,这仍然表明年报可读性对企业资本成本具有负向影响,假设H1仍然成立。

表5 滞后一期解释变量结果

	(1) Wacc	(2) Wacc
Td	-0.032*** (-3.135)	
Ud		-0.400*** (-3.588)
Size	-0.155*** (-4.979)	-0.167*** (-5.356)
Lev	-4.494*** (-43.285)	-4.487*** (-43.109)
Beta	3.703*** (71.709)	3.700*** (71.513)
Tobinq	-0.018* (-1.744)	-0.017* (-1.687)
Share	-0.000 (-0.185)	-0.000 (-0.163)
Top3	0.099*** (4.216)	0.097*** (4.104)
Ms	0.009*** (6.376)	0.009*** (6.437)
Ins	0.006*** (5.733)	0.006*** (5.648)
Board	0.111	0.102

	(1.462)	(1.331)
Roe	0.152**	0.162**
	(2.207)	(2.345)
Cash	0.965***	0.967***
	(7.619)	(7.626)
Constant	8.117***	8.271***
	(10.807)	(11.083)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
N	27979	27979
R ²	0.796	0.796

5 结论与建议

本文选取 2013-2023 年沪深 A 股上市公司为研究对象,对年报可读性对企业资本成本的影响进行实证检验,研究发现年报可读性会负向影响企业资本成本。

基于以上结论,本文对企业、监管部门和投资者提出以下建议:(1)对于企业而言,企业管理层在披露年报时应重视文字部分的内容,要注意句子长短、专业词和生僻字的使用频率,采用易于理解的语言和表述方式。(2)对于监管部门而言,监管部门应该完善年报的披露标准,减少管理层操纵空间,促进企业年报披露质量的提升。这不仅可以保护投资者的利益,也能有效降低企业的资本成本,确保资本市场的稳定运行。(3)对投资者而言,投资者在阅读年报时,应关注年报的可读性,判断年报内容是否清晰易懂、是否存在故意模糊或隐瞒信息的情况,对年报可读性较差的企业保持警惕,谨慎地评估企业的投资风险,并适当调整投资策略。

参考文献

- [1] 王克敏,王华杰,李栋栋,等.年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J].管理世界,2018,34(12):120-132+194.
- [2] 支晓强,何天芮.信息披露质量与权益资本成本[J].中国软科学,2010,(12):125-131.
- [3] 逯东,宋昕倍.媒体报道、上市公司年报可读性与融资约束[J].管理科学学报,2021,24(12):45-61.
- [4] 陶雄华,李钰燕,张计宝.年报可读性、融资约束与企业价值[J].统计与决策,2022,38(23):165-170.
- [5] 阎达五,孙蔓莉.深市 B 股发行公司年度报告可读性特征研究[J].会计研究,2002,(05):10-17+64.
- [6] 许启发,甘霖,蒋翠侠.信息披露可读性影响权益资本成本吗?——来自 MD&A 文本挖掘的证据[J].证券市场导报,2022,(10):2-13.
- [7] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of financial economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [8] 丁亚楠,王建新.“浑水摸鱼”还是“自证清白”:经济政策不确定性与信息披露——基于年报可读性的探究[J].外国经济与管理,2021,43(11):70-85.
- [9] 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):144-155.
- [10] 姜付秀,陆正飞.多元化与资本成本的关系——来自中国股票市场的证据[J].会计研究,2006,(06):48-55+97.
- [11] 林钟高,郑军,卜继栓.环境不确定性、多元化经营与资本成本[J].会计研究,2015,(02):36-43+93.

The Impact of Annual Report Readability on Corporate Capital Costs

Luo shiyao

(Hunan Normal University, Changsha/ Hunan, 410081)

Abstract: In recent years, as the relevant national departments increasingly emphasize the readability of corporate information disclosure, the readability of annual reports has attracted the attention of scholars. This paper selects listed companies on the Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2013 to 2023 as research objects, and empirically studies the relationship between the readability of annual reports and the cost of corporate capital. The study found that the lower the readability of the annual report, the higher the cost of corporate capital. This enriches the research on the economic consequences of annual report readability and provides relevant suggestions for enterprises, regulatory authorities, and investors.

Keywords: Text analysis; Annual report readability; Firm's cost of capital