

提高信息披露质量真的能 降低股权资本成本吗？

吴文锋 吴冲锋 芮 萌*

摘要 现有研究认为在我国提高信息披露质量有助于降低股权资本成本。但这些研究都是从横截面角度论证的，也没有论证这一结论的前提条件是否成立。本文则以2002—2004年度深圳上市公司为样本，从时间角度比较了上市公司信息披露考核评级变化前后的资本成本变化。结果发现，提高信息披露质量并没有降低股权资本成本。进一步的研究发现，这主要是由于我国投资者并没有把信息披露质量作为判断公司价值和交易股票的一个影响因素，由此导致提高信息披露质量无法增加流动性和降低风险。这表明提高信息披露质量降低资本成本的前提条件无法成立。

关键词 信息披露质量，股权资本成本，中国上市公司

一、引言

信息披露是消除上市公司与投资者之间信息不对称的一个重要手段，也是规范证券市场的一个重要内容。国内外许多学者研究了信息披露与股权资本成本之间的关系。Botosan (1997)、Botosan and Plumlee (2002) 等对美国市场进行的实证研究发现，股权资本成本随着年报披露质量（水平）的提高而下降，这符合信息披露的理论解释。但另一方面，股权资本成本却随着及时性披露质量的提高而增加。尽管这与理论不相一致，但其原因在于及时性披露增加了股票价格的波动性。汪炜和蒋高峰（2004）以披露的公告次数来衡量披露质量，研究发现披露水平提高有助于降低股权资本成本。而曾颖、陆正飞（2006）则以深圳证券交易所的信息披露考核评级作为披露质量变量，研究发现，具有再融资资格的上市公司信息披露质量与股权资本成本（再融资成本）负相关。

从理论上讲，提高信息披露质量会降低股权资本成本（文中后面的“资本成本”即指股权资本成本），一是因为提高信息披露质量有利于增加股票流

* 吴文锋、吴冲锋，上海交通大学安泰经济与管理学院；芮萌，香港中文大学商学院。通讯作者及地址：吴文锋，上海市法华镇路535号上海交大安泰经管学院，200052；电话：(021)52301194；E-mail: wfwu@sjtu.edu.cn。作者感谢匿名审稿专家和主编姚洋的建议。本文得到国家自然科学基金(70672074)和上海市社科基金(2005BJB015)资助。

动性,从而降低资本成本(Amihud and Mendelson, 1986; Diamond and Verrecchia, 1991等);二是因为提高披露质量有利于降低投资者对未来收益的估计风险,从而降低资本成本(Handa and Linn, 1993; Coles, Loewenstein and Suay, 1995等)。而这两个原因的实现都需要一个前提,即投资者相信披露的信息,并把信息披露质量作为其判断公司价值的一个因素。但在我国,这一前提能否成立还值得怀疑,而现有这方面的研究都没有提供进一步的证据。

另一方面,目前的实证研究都是从横截面角度论证的,即在其他条件一样的情况下,相对于信息披露质量低的公司来说,信息披露质量高的公司的资本成本更低。从提高信息披露质量为什么会降低资本成本的理论解释看,横截面角度的论证提供的只是间接证据。而更直接的论证是如果一个公司提高信息披露质量了,它的股权资本成本是否确实会降低,即从时间角度研究。

针对上述两个问题,本文研究了信息披露质量变化对上市公司资本成本的影响,以寻求更直接的证据。我们采用深圳证券交易所公布的信息披露考核评级为信息披露质量的衡量指标,选取深圳2002年度到2004年度的1017个样本,把样本分为信息披露评级提升组、评级不变组和评级下降组,比较这三组样本在评级变化前后的资本成本变化情况。结果发现,上市公司信息披露评级提升并没有降低股权资本成本,信息披露评级下降也没有增加资本成本。这与现有的研究结论不同。

本文接着对比了信息披露评级变化前后的流动性和风险等指标,并进行投资者对信息披露评级结果公布的事件研究。结果证实,提供信息披露质量无法降低股权资本成本的原因在于其前提假设不成立,即我国投资者并没有把信息披露质量作为判断公司价值决定其交易决策的一个因素。这导致提高信息披露质量并没有引起股票的流动性增加,也没有导致风险的降低,从而无法降低资本成本。

本文与以往研究的不同和主要贡献有:一是直接研究信息披露质量变化对资本成本的影响,这不同于以往的横截面研究;二是本文采用O'Hanlon and Steele (2000)的方法估计资本成本,这既可避免Gebhardt *et al.* (2001)等模型需要事前假设未来增长率可能造成的估计误差,又可避免Gebhardt *et al.* (2001)等模型由于对盈利水平敏感而无法求解导致样本过少的问题;三是我们得出与以往研究不同的结论,并且追根溯源,从流动性和风险变化以及投资者角度进一步分析了造成信息披露质量变化无法影响资本成本的原因。

二、数据和方法

(一) 样本数据的选取

1. 信息披露质量的衡量方法

本文采用深圳证券交易所对在其上市的信息披露考核评级作为信息披露质量的衡量方法。¹深圳证券交易所于2001年5月制定了《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》，并从2002年开始根据上市公司每一年的每一次信息披露行为，从及时性、准确性、完整性、合法性四方面对上市公司的信息披露工作进行考核。其考核分为四个等级：优秀、良好、及格和不及格。表1给出了2001年到2004年考核的整体情况。

表1 深交所上市公司信息披露质量评级整体情况

Panel A: 各个级别的情况										
年份	优秀		良好		及格		不及格		合计	
	家数	比例	家数	比例	家数	比例	家数	比例		
2001	30	5.9	201	39.5	248	48.7	30	5.9	509	
2002	40	7.8	239	46.9	198	38.8	33	6.5	510	
2003	41	8.1	268	52.8	173	34.1	26	5.1	508	
2004	30	6.0	303	60.4	147	29.3	22	4.4	502	
合计	141	6.9	1011	49.8	766	37.8	111	5.5	2029	

Panel B: 评级变化情况											
年份	提升2级		提升1级		保持不变		下降1级		下降2级		合计
	家数	比例	家数	比例	家数	比例	家数	比例	家数	比例	
2002	11	2.2	136	26.7	265	52.0	92	18.0	6	1.2	510
2003	9	1.8	119	23.4	284	55.9	92	18.1	4	0.8	508
2004	6	1.2	116	23.1	272	54.2	101	20.1	7	1.4	502
合计	26	1.7	371	24.4	821	54.0	285	18.8	17	1.1	1520

注：比例一栏显示的是百分比。

从表1的Panel A看，上市公司的整体披露质量在逐年好转，从2001年到2004年，评级为不及格的公司比例从5.9%下降到4.4%，而评级为良好以上的公司比例则逐年上升，从2001年的45.4%上升到2004年的66.4%，提高了将近20个百分点。而从Panel B的数据显示，每年的提升1级和提升2级的总比例都要大于下降1级和下降2级的比例数。比如，2003年提升1级和提升2级的比例和为25.2%，而下降1级和下降2级的比例和为18.9%，

¹ 一方面这个评级由于具有交易所背景相对要客观可靠一些，另一方面曾颖和陆正飞(2006)、谭劲松和吴立扬(2006)等以往研究也采用这一方法，而且李心丹等(2006)在构造中国投资者关系管理指数时把这一评级作为检验标准之一，也得到了有效性确认。

小于提升比例,这说明与上一年度相比,当年的评级水平在增加,即信息披露质量在提高。

2. 样本选取

由于本文主要通过比较信息披露评级发生变化对公司资本成本的影响,所以选择2002—2004三个年度1520个公司作为初步样本,去掉金融行业公司,扣除前后各1年的每股净资产或者每股收益为负值的样本后,剩下1017个样本,占总体样本的67%。选取样本的具体情况可见表2。

表2 选取样本的评级及其变化情况

Panel A: 选取样本各个级别的情况											
年份	优秀		良好		及格		不及格				合计
	家数	比例	家数	比例	家数	比例	家数	比例			
2002	38	11.0	189	54.5	108	31.1	12	3.5			347
2003	41	11.6	211	59.9	90	25.6	10	2.8			352
2004	27	8.5	220	69.2	68	21.4	3	0.9			318
合计	106	10.4	620	61.0	266	26.2	25	2.5			1017

Panel B: 选取样本的评级变化情况											
年份	提升2级		提升1级		保持不变		下降1级		下降2级		合计
	家数	比例	家数	比例	家数	比例	家数	比例	家数	比例	
2002	7	2.0	100	28.8	186	53.6	51	14.7	3	0.9	347
2003	6	1.7	85	24.1	203	57.7	54	15.3	4	1.1	352
2004	4	1.3	72	22.6	188	59.1	51	16.0	3	0.9	318
合计	17	1.7	257	25.3	577	56.7	156	15.3	10	1.0	1017

注:比例一栏显示的是百分比。

表2的结果显示,在1017个选取样本中,评级为良好以上的公司为726个,占到全部选取样本的71.4%,要大于表1中全体上市公司评级为优良的比例。这在一定程度上说明每股收益或每股净资产为负的信息披露评级相对要差一些。但从整体上看,本文所选取样本中四个等级都有一定比例的样本,而且从评级变化情况看,评级提升和评级下降的公司比例也分别达到27%和16.3%,接近于表1中的全体上市公司的评级变化比例。因此,本文所选取样本基本反映全体上市公司的信息披露评级状况。

(二) 研究思路和方法

1. 研究思路

我们把数据样本分成三组:(1)信息披露评级提升组,即这一年度的信息披露评级要比上一年度提高1个等级或者2个等级,一共有274个样本;(2)信息披露评级不变组,即这一年度的信息披露评级与上一年度一样,一共有577个样本;(3)信息披露评级下降组,即这一年度的评级下降一个等级或者两个等级,一共有166个样本。而后比较这三组样本在评级变化前后年

度的资本成本变化情况。

由于要进行前后年度的比较，所以必须考虑市场和上市公司基本面因素在前后年度变化对资本成本的影响。我们采取两个方法来控制这个问题：一是以信息披露评级不变组作为参照标准（benchmark），不直接比较评级提升组前后年度的资本成本变化，而是通过评级提升组与评级不变组的比较来说明提高信息披露质量是否会降低资本成本，即比较两组样本的资本成本变化差值。二是确认了评级提升组与评级不变组在前后年度的基本面变化没有显著不同。已有研究发现，公司规模、杠杆率、盈利水平、资产周转率等基本面因素会影响资本成本（Diamond and Verrecchia, 1991；唐国正和刘力，2005；Lang and Lundholm, 1993；Ang *et al.*, 2000 等；叶康涛和陆正飞，2004；曾颖和陆正飞，2006 等）。我们比较了三组样本在评级变化前后年度的这些基本面因素变化情况，结果见表 3。

表 3 信息披露评级各组基本面变化比较

Panel A: 评级提升组与评级不变组的比较							
	评级提升组			评级不变组			两组差值是否不同的 t 检验值
	前一年度的均值	当年均值	差值	前一年度的均值	当年均值	差值	
规模(千元)	2 212 231	2 624 977	412 746	2 315 215	2 684 447	369 232	-0.63
杠杆率	0.4379	0.4587	0.0208	0.4248	0.4435	0.0187	-0.32
净资产收益率	0.0860	0.0787	-0.0073	0.0849	0.0817	-0.0033	0.77
资产报酬率	0.0396	0.0375	-0.0021	0.0427	0.0407	-0.0020	0.06
资产周转率	0.6140	0.6886	0.0745	0.5840	0.6341	0.0501	-1.44

Panel B: 评级下降组与评级不变组的比较							
	评级下降组			评级不变组			两组差值是否不同的 t 检验值
	前一年度的均值	当年均值	差值	前一年度的均值	当年均值	差值	
规模(千元)	2 196 460	2 550 002	353 541	2 315 215	2 684 447	369 232	0.23
杠杆率	0.4356	0.4511	0.0155	0.4248	0.4435	0.0187	0.40
净资产收益率	0.0751	0.0724	-0.0028	0.0849	0.0817	-0.0033	-0.06
资产报酬率	0.0357	0.0327	-0.0030	0.0427	0.0407	-0.0020	0.39
资产周转率	0.6016	0.6283	0.0267	0.5840	0.6341	0.0501	1.39

注：规模以总资产衡量。

表 3 的结果显示，三组样本的规模（以总资产衡量）都有所增加，但评级提升组的规模变化与评级不变组的规模变化之间没有显著差异。三组样本的杠杆率也略微增加了 2 个百分点左右，但统计检验同样显示提升组的杠杆率变化与不变组的变化没有显著差异。从盈利水平看，三组样本的净资产收益率 ROE 和资产报酬率 ROA 都略微下降，但变化差异统计上也不显著。资产周转率也有所增加，但提升组与不变组的变化差异同样不显著。评级下降

组与评级不变组之间的各个基本面因素的变化差异也都不显著。

2. 股权资本成本的计算

如何比较准确地计算股权资本成本一直是学术界在研究的问题。目前计算股权资本成本主要有三种方法：(1) 股利资本化模型 (Botosan, 1997); (2) 剩余收益模型 (O'Hanlon and Steele, 2000; Gebhardt, Lee, and Swaminathan, 2001; Easton, Taylor, Shroff and Sougiannis, 2002; Baginski and Wahlen, 2003 等); (3) 盈利异常增长模型 (Gode and Mohanram, 2003; Easton, 2004 等)。

这些估计模型都牵涉到一个对未来增长率的假设问题。未来增长率的假设对于资本成本的计算结果具有很大的影响, 而且不恰当的假设将导致错误的结果 (Easton, 2006)。目前对未来增长率的假设有三种处理方法: (1) 假设所有公司未来的剩余收益或盈利都按同样的增长率增长, 比如未来的 GDP 增长率 (Gode and Mohanram, 2003 等); (2) 假设一个公司的未来净资产收益率为其所属行业的净资产收益率的中位值 (Gebhardt, Lee and Swaminathan, 2001 等); (3) 直接从数据中估算未来剩余收益或盈利的增长率 (O'Hanlon and Steele, 2000 等)。前两种方法的好处在于可以根据假设估算每一个公司的资本成本, 但问题是事前假设会带来计算误差。²而后一种方法的好处在于可以避免对未来增长率的事前假设, 但不好的地方是只能计算一个股票组合的资本成本, 而无法计算每一个公司的资本成本。

当前我国经济处于快速增长之中, 经济增长率要远远大于成熟市场国家的增长率。但假设我国上市公司在十多年后仍然按照当前的 GDP 增长率或者行业平均水平增长却颇有争议。所以, 本文采用 O'Hanlon and Steele (2000) 方法计算三组样本的资本成本变化, 以避免对未来增长率的直接假设。O'Hanlon and Steele (2000) 基于如下的剩余收益模型:

$$p_{jt} = \text{bps}_{jt} + \frac{[(\text{ROE}_{jt} - r_j) \times \text{bps}_{j,t-1}](1 + g_j)}{(r_j - g_j)}, \quad (1)$$

其中: p_{jt} 为公司 j 在第 t 年末的股票价格, bps_{jt} 、 $\text{bps}_{j,t-1}$ 分别为公司 j 在第 t 年和第 $t-1$ 年的每股净资产, ROE_{jt} 为第 t 年的净资产收益率, 而 r_j 就是股权资本成本, g_j 为未来剩余收益的永久增长率 (perpetual growth rate)。

O'Hanlon and Steele (2000) 把模型 (1) 转换成回归模型以估计股权资本成本和未来增长率:

² Botosan(2005)研究发现,在这些需要事前假设未来增长率的估计资本成本模型中,Botosan and Plumlee(2002)和 Easton(2004)所采用的模型要好于 Gebhardt *et al.* (2001)、Gordon and Gordon (1997) 和 Gode and Mohanram (2003) 所采用的模型。

$$\frac{\text{eps}_{jt}}{\text{bps}_{jt-1}} = \delta_0 + \delta_1 \frac{p_{jt} - \text{bps}_{jt}}{\text{bps}_{jt-1}} + \varepsilon_{jt}, \quad (2)$$

其中, eps_{jt} 为第 t 年的每股收益。对模型(2)用一个股票组合的数据进行横截面回归, 得到的参数 δ_0 就是这个组合的股权资本成本, 参数 $\delta_1 = (r - g)/(1 + g)$, 可推出未来增长率 $g = (r - \delta_1)/(1 + \delta_1)$ 。

三、信息披露质量变化对资本成本的影响

(一) 信息披露评级变化前后年度的资本成本

我们按照 O'Hanlon and Steele (2000) 模型公式(2)分别对三组样本在评级当年和前一年度进行回归, 结果见表 4。

表 4 信息披露评级变化前后的资本成本

	δ_0	t 值	δ_1	t 值	R^2
Panel A: 评级不变组					
前一年度	6.0198%	14.52***	0.0077	7.16***	0.0813
当年	6.0546%	14.88***	0.0099	7.45***	0.0881
差值	0.0348%				
Panel B: 评级提升组					
前一年度	5.3671%	9.03***	0.0098	6.55***	0.1337
当年	5.6952%	10.56***	0.0109	5.82***	0.1108
差值	0.3281%				
Panel C: 评级下降组					
前一年度	4.9245%	9.05***	0.0080	5.88***	0.1741
当年	5.2400%	5.64***	0.0095	2.96***	0.0507
差值	0.3155%				

注: 右上标***表示 t 检验在 1% 水平上显著。

从表 4 可看出, 各个回归方程的截距项、参数都很显著, 回归方程的 R^2 也都大于 5%。这说明对股权资本成本和未来增长率的估计是有效的。从估计的截距项 δ_0 资本成本看, 深圳上市公司的股权资本成本大约在 5%—6% 左右, 这要高于曾颖和陆正飞 (2006) 运用 Gebhardt *et al.* (2001) 方法估计的平均 3.6% 水平。这可能有以下的原因: 一是曾颖和陆正飞 (2006) 的样本为具有股权再融资资格的深圳绩优公司, 而本文的样本则扩大到 2/3 的深圳上市公司, 还包含不具股权再融资资格的公司, 这些公司的资本成本可能要高一些; 二是曾颖和陆正飞 (2006) 采用的估计股权资本成本方法与本文方法不同。

再看各个组的资本成本前后年度变化情况。评级不变组在前一年度的资本成本为 6.02%, 而当年的资本成本则为 6.05%, 仅仅增加 0.03%, 即评级不变组的资本成本前后年度几乎维持不变。对于信息披露评级提升组, 其资

本成本则从前一年度的 5.37% 增加到当年的 5.70%，增加了 0.33%，增加幅度还要大于评级不变组。这说明，以评级不变组为基准，信息披露评级提升了，披露质量提高了，但资本成本并没有下降。而评级下降组的资本成本在评级下降后的资本成本也从上一年度的 4.92% 增加到当年的 5.24%，增加了 0.32%，这说明，尽管信息披露质量提高没有降低资本成本，但信息披露质量降低有可能会导导致资本成本增加，是否显著则需要进一步的检验。

(二) 信息披露质量变化是否导致资本成本变化的显著性检验

下面我们通过方程 (3) 来检验信息披露质量变化前后资本成本是否发生显著变化：

$$\frac{\text{eps}_{jt}}{\text{bps}_{jt-1}} = \delta_0 + r_D \cdot D_1 + \delta_1 \frac{p_{jt} - \text{bps}_{jt}}{\text{bps}_{jt-1}} + g_D \cdot D_1 \cdot \frac{p_{jt} - \text{bps}_{jt}}{\text{bps}_{jt-1}} + \varepsilon_{jt}, \quad (3)$$

其中： D_1 为哑元变量，前一年度时值为 0，当年则为 1。回归参数 r_D 则表示资本成本在前后年度的差值。我们用上一年度和当年的数据合并后进行回归，通过检验 r_D 是否显著来判断评级变化是否导致资本成本的变化。具体结果见表 5。

表 5 资本成本是否变化的显著性检验

		δ_0	δ_1	r_D	g_D	R^2
评级不变组	估计值	0.0602	0.0077	0.0003	0.0021	0.0849
	t 值	14.15***	6.98***	0.06	1.24	
评级增加组	估计值	0.0537	0.0098	0.0033	0.0011	0.1237
	t 值	9.29***	6.74***	0.41	0.44	
评级下降组	估计值	0.0492	0.0080	0.0032	0.0014	0.0827
	t 值	6.18***	4.01***	0.29	0.44	

注：右上标*** 表示 t 检验在 1% 水平上显著。

表 5 的结果显示，对于评级不变组，方程 (3) 中的回归系数 r_D 不显著。这说明，信息披露评级不变情况下，资本成本没有显著变化。而且，不管是评级提升组，还是评级下降组，两组的 r_D 都不显著。这表明信息披露质量的变化并没有导致资本成本的变化。

(三) 行业和规模分组的稳健性检验

尽管在表 3 我们给出信息披露评级各组的基本面没有显著变化，公司基本面不会对资本成本变化产生影响，但为了进一步提高本文结论的可靠性，下面我们进一步通过行业和规模分组来检验。

我们把总样本按照公司规模（用总资产衡量）大小分成 2 组。表 6 给出了两组样本的资本成本是否变化的显著性检验结果。从表中可看出，按照规模分组后，本文的结论依然成立，不管是小规模样本组，还是大规模样本组，

各个组的 r_D 都不显著，这说明信息披露质量变化都没有引起资本成本变化。

表6 按照规模分组的资本成本是否变化的显著性检验

		δ_0	δ_1	r_D	g_D	R^2
小规模样本组：						
评级不变	估计值	6.29%	1.36%	-0.07%	0.67%	0.1462
	t 值	10.85***	6.29***	-0.09	1.00	
评级增加	估计值	5.67%	1.60%	0.66%	0.84%	0.1915
	t 值	3.02***	7.93***	0.54	1.17	
评级下降	估计值	5.41%	1.41%	-1.00%	0.63%	0.1071
	t 值	4.41***	3.69***	-0.59	1.47	
大规模样本组：						
评级不变	估计值	4.24%	0.85%	-0.53%	0.21%	0.1450
	t 值	6.96***	6.56***	-0.62	1.07	
评级增加	估计值	3.66%	1.02%	-0.01%	0.15%	0.2291
	t 值	4.45***	6.29***	0.00	0.54	
评级下降	估计值	3.95%	0.67%	0.53%	-0.28%	0.2273
	t 值	5.08***	3.89***	0.49	-1.05	

注：右上标***表示 t 检验在 1% 水平上显著。

另外，我们根据中国证监会的行业分类方法进行了行业分组检验。考虑到样本数目和文章篇幅的关系，表7给出了机械、设备和仪表这一行业（代码为“C7”）的检验结果。³表7的结果显示，本文的结论同样适用于行业分类后的子样本。

表7 机械设备行业的资本成本是否变化的显著性检验

		δ_0	δ_1	r_D	g_D	R^2
评级不变组	估计值	6.31%	0.75%	-0.60%	0.36%	0.1098
	t 值	6.10***	2.56***	-0.43	0.86	
评级增加组	估计值	5.92%	1.25%	0.72%	-0.77%	0.0787
	t 值	2.71***	2.33***	0.59	-0.97	
评级下降组	估计值	4.92%	0.41%	0.13%	0.15%	0.0720
	t 值	4.38***	1.99***	0.05	0.24	

注：右上标***表示 t 检验在 1% 水平上显著。

四、为什么提高信息披露质量没有降低资本成本

前面的结果显示，提高信息披露质量并没有导致资本成本的下降。为什

³ 按照中国证监会的行业分类代码，制造业（行业代码第一个字母为“C”）取两位代码，其他行业取一位代码。然后把各个行业样本按照评级不变、评级增加和评级下降分成三组，“C7”行业的三组样本数目都大于50，这可保证方程回归结果的可靠性。

么会出现这种情况呢?如果追根溯源的话,就回到为什么提高信息披露质量会降低资本成本的理论解释。按照引言中的介绍,下面我们来分析提高信息披露质量是否像理论上分析的那样提高了流动性和降低了股票风险,并进一步从投资者是否关心信息披露评级变化来研究为什么信息披露评级变化没有导致资本成本的变化。

(一) 信息披露评级变化是否引起流动性和风险变化

对于流动性,本文采用两个指标,一是日换手率 Turnover,即日成交股数与总流通股本的比值,二是非流动性指标 illiq,即日收益率的绝对值与日成交金额的比值。⁴对于风险,本文也采用两个指标,一是 Beta 值,二是日收益率的标准差 Std。在计算 Beta 值时,我们采用的市场收益率为沪深两个市场所有股票的流通市值加权收益率。

我们分别计算三组样本的上面四个指标在前后两个年度的日均值,并检验评级提升组与评级不变组、评级下降组与评级不变组在前后年度的差值变化是否存在显著差异,表 8 给出了均值检验结果。另外,我们还检验了中位数变化的显著性,其结果与均值变化类似。限于篇幅,这里没有给出具体结果。

表 8 信息披露评级变化与流动性和风险变化

Panel A: 评级提升组与评级不变组的比较							
	评级提升组			评级不变组			两组差值 是否不同的 <i>t</i> 检验值
	前一年度的 均值	当年均值	差值	前一年度的 均值	当年均值	差值	
Turnover(%)	0.8641	0.9285	0.0644	0.8808	0.9380	0.0572	-0.09
Illiq($\times 10^{-8}$)	0.5346	0.4265	-0.1081	0.5495	0.4467	-0.1028	-0.32
Beta	1.0389	1.0538	0.0149	1.0392	1.0448	0.0056	-0.62
Std	0.0213	0.0217	0.0004	0.0214	0.0218	0.0004	-0.14
Panel B: 评级下降组与评级不变组的比较							
	评级下降组			评级不变组			两组差值 是否不同的 <i>t</i> 检验值
	前一年度的 均值	当年均值	差值	前一年度的 均值	当年均值	差值	
Turnover(%)	0.8228	0.9607	0.1379	0.8808	0.9380	0.0572	1.42
Illiq($\times 10^{-8}$)	0.5473	0.4376	-0.1097	0.5495	0.4467	-0.1028	0.04
Beta	1.0448	1.0723	0.0275	1.0392	1.0448	0.0056	1.21
Std	0.0215	0.0225	0.0010	0.0214	0.0218	0.0004	1.36

注:表中显示的换手率为日均换手率乘以 100,非流动性指标 illiq 为日均 illiq $\times 10^{-8}$ 。

⁴ Amihud(2002)等证实这个指标在美国市场与收益率相关,吴文锋等(2003)也表明在中国市场这个指标同样与收益率相关,可作为流动性指标的替代。

表8的结果显示,评级提升组的日均换手率从前一年度的0.86%增加到当年的0.93%,增加了0.06%,而评级不变组的日均换手率则从前一年度的0.88%增加到当年的0.94%,也增加0.06%,两者增加值的 t 检验不显著。即评级提升组与评级不变组的日均换手率变化没有显著差异。评级提升组和评级不变组的非流动性指标也都出现了一定幅度的下降,但两组变动的检验同样不显著。

从信息披露评级变动引起的风险变动情况看,表8的结果显示,三组样本的Beta值和日收益率标准差都有一定幅度的增加。而统计检验则表明,不管是评级提升组与评级不变组之间,还是评级下降组与评级不变组之间,它们的风险指标在评级前后年度的变化差值都没有显著差异。

表8的结果说明,信息披露评级变化并没有引起股票的流动性和风险的变化。即上市公司信息披露质量的提高,没有导致风险的下降和流动性的提高;信息披露质量的下降,也没有导致风险的增加和流动性的降低。这刚好可以解释,上一节中信息披露评级变化没有引起资本成本的变化。这可能与目前投资者不太关注上市公司的信息披露质量变化有关。下一节我们将进一步进行论证。

(二) 投资者关心上市公司的信息披露质量变化吗

深圳证券交易所每年在二三月间公布其上市公司上一年度的信息披露考核评级结果。根据《上海证券报》、《中国证券报》和《证券时报》的检索,我们获得深圳证券交易所公布信息披露考核评级结果时间,并以此公布时间作一个事件研究,看投资者是否关注信息披露考核评级及其变化情况。异常收益率CAR采用个股收益率减去市场收益率衡量。表9给出了信息披露评级结果公布前后的异常收益率情况。⁵

表9 信息披露评级结果公布的异常收益率

Panel A: 不同信息披露评级的异常收益率					
	优秀	良好	及格	不及格	
CAR(-1,1)	0.0000	0.0037***	0.0031	0.0096	
CAR(0,5)	0.0047	0.0052***	0.0020	0.0090	
CAR(-1,5)	0.0046	0.0079***	0.0040	0.0152**	
Panel B: 不同信息披露评级变化的异常收益率					
	提升2级	提升1级	保持不变	下降1级	下降2级
CAR(-1,1)	-0.0017	0.0053***	0.0026**	0.0020	0.0245
CAR(0,5)	0.0026	0.0069***	0.0040***	0.0018	0.0158
CAR(-1,5)	-0.0006	0.0101***	0.0058***	0.0044*	0.0216

注:右标***、**、*分别表示 t 检验在1%、5%和10%水平上显著。

⁵ 相对于个别公司的信息披露,我们认为交易所的信息披露泄漏可能性要小一些,所以只分析公布前一天到公布后5天的异常收益率。

表9的Panel A结果表明,从CAR(-1,1)和CAR(0,5)看,仅有评级为良好的显著,其他评级都不显著。而评级为不及格和良好的CAR(-1,5)显著,其他不显著。从这里我们无法看出,投资者对评级好的公司表现出正面反应,对评级不好的公司表现出负面反应。再看Panel B,投资者对提升1级和评级保持不变表现出正面的反应,而其他评级变化则不是很显著。

为了进一步检验,投资者对评级水平及其评级变化是否有显著不同的反应,我们作如下的回归模型:

$$CAR_{jt} = a_0 + a_1 \cdot Level_{jt} + a_2 \cdot Change_{jt} + a_3 \cdot Year\ 2003_{jt} + a_4 \cdot Year\ 2004_{jt} + \epsilon_{jt}, \quad (4)$$

其中CAR表示信息披露评级公布的异常收益率,分别有(-1,1),(0,5),(-1,5)三个区间;Level表示信息披露评级,优秀、良好、及格和不及格的值分别为5、4、3、2;Change表示信息评级变化,下降2级、下降1级、保持不变、提升1级、提升2级的值分别为-2、-1、0、1、2;Year 2003和Year 2004是两个年度哑元变量,分别表示在2003年度为1和2004年度为1。

表10的异常收益率回归结果显示,各个CAR的level变量都不显著,Change也不显著。这说明,投资者对于信息披露评级和信息披露评级的变化都没有表现出敏感性。即对于评级好的公司和评级变好的公司并没有表现出正面的反应,对评级差和评级变坏的公司也没有表现出负面反应。

表10 信息披露考核评级公布的异常收益率回归结果

	Intercept	Level	Change	Year 2003	Year 2004
CAR(-1,1)	0.0102*	-0.0024	0.0014	0.0021	0.0043**
CAR(0,5)	-0.0012	0.0004	0.0015	0.0094***	0.0028
CAR(-1,5)	0.0050	-0.0012	0.0022	0.0137***	0.0047*

注:右上标***、**、*分别表示t检验在1%、5%和10%水平上显著。

因此,总体上看,投资者对信息披露考核评级事件并没有做出反应,市场上的投资者并不关注信息披露质量。这说明,投资者并没有把信息披露质量作为一个影响公司估值,进行交易决策的因素。所以,有关提高信息披露质量会降低股权资本成本的理论在我国的前提条件就不成立。

五、结论与讨论

国内外已有大量的实证研究寻求“提高信息披露质量会降低股权资本成本”的经验证据。但大部分研究都是从横截面角度去论证信息披露质量高的公司具有较低的股权资本成本,以此间接推导出提高信息披露质量会降低资本成本的论断。本文则直接研究公司信息披露质量变化是否影响股权资本成

本。采用深圳证券交易所公布的信息披露考核评级为披露质量的衡量指标，以2002—2004三个年度的深圳上市公司为样本，在控制规模、盈利水平、杠杆率等影响资本成本的因素后，比较信息披露质量提升组、质量下降组和披露质量不变组的股权资本成本变化情况。结果发现，信息披露质量变化并没有影响上市公司的股权资本成本。提高信息披露质量没有降低资本成本，信息披露质量下降也没有增加资本成本。中国投资者对信息披露质量的态度和上市公司特殊的股权结构是出现这一现象的两个重要原因。

（一）投资者角度

本文进一步研究发现，投资者对信息披露评级结果公告的市场反应也不明显。另外，提高上市公司信息披露质量也没有像信息披露理论分析的那样出现流动性增加和风险降低的状况。造成这些现象的主要原因在于投资者不太关注上市公司的信息披露质量，没有把信息披露质量作为影响公司价值的一个因素，从而信息披露质量好坏也很难影响投资者的交易决策。所以，信息披露质量好坏不影响流动性和风险，也难以影响股权资本成本。

投资者不把信息披露质量作为一个估值因素，这一方面与目前我国上市公司的信息披露质量难尽人意有关。目前我国上市公司出现的“年报中报打补丁”难以让投资者体会到信息披露的“真实性”，“临时公告定期化”（即上市公司不马上公布本应及时公布的重大信息而等到年报中报时才披露的现象）也无法让投资者感觉到信息披露的“及时性”。正如汪炜和蒋高峰（2004）在引言中提到的，“由于我国证券市场投资者权益保护制度上的落后，信息披露的真实性与及时性都受到很大的怀疑，因此，投资者可能并不关心有关公司将来价值的预期信息，从而削弱披露对降低公司权益资本成本的影响”。而另一方面，也与投资者如何使用披露信息的状况有关。周勤业等（2003）指出，“机构投资者对于其他对企业经营状况有重要影响的指标……关注程度明显偏低，说明投资者尚未完全充分利用各项财务指标所揭示的企业经营与财务信息”。投资者都无法完全利用上市公司披露的信息，更难以去考虑信息披露质量对公司价值的影响。

（二）上市公司角度

从上市公司角度看，我国特殊的股权结构也在一定程度上影响了上市公司改善信息披露质量的动力。在本文的研究期内，非流通股东持有的股票无法上市流通，国有股“一股独大”现象非常突出。这种特殊的股权结构对上市公司改善信息披露质量来降低资本成本起着负面的影响。一是非流通股东的“一股独大”造成了流通股东的弱势地位。由于投资者权益难以得到保护，处于信息优势方的非流通股东不会主动去改善信息披露质量，甚至通过虚假信息披露来侵占投资者利益。二是既然非流通股东无法靠股价来获取回报，

那么非流通股东改善信息披露质量来提高公司的股票价值对其没有直接好处。这两方面的因素都会使得上市公司不会去主动改善信息披露质量。

如果从上市公司的股权融资成本角度考虑,中国股权再融资的监管政策也导致上市公司通过提高信息披露质量来降低融资成本的理论预期无法在中国市场实现。中国证监会根据市场价格走势来决定整个市场的再融资金额,再融资价格也必须经过中国证监会的审核等监管政策限制了再融资价格的市场效率。决定融资成本的再融资价格更多的是受到监管政策的影响,而不是上市公司的信息披露质量。此时,上市公司也就无法真正从改善信息披露质量中降低融资成本。

参考文献

- [1] Amihud, Y., "Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects", *Journal of financial Markets*, 2002, 5(1), 31—56.
- [2] Amihud, Y., and H. Mendelson. "Asset Pricing and the Bid-ask Spread", *Journal of Financial Economics*, 1986, 17(2), 223—249.
- [3] Ang, J., R. Cole, and J. Lin, "Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance*, 2000, 55(1), 81—106.
- [4] Baginski, S., and J. Wahlen. "Residual Income, Risk, Intrinsic Values, and Share Prices", *Accounting Review*, 2003, 78(1), 327—351.
- [5] Botosan, C., "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *Accounting Review*, 1997, 72(3), 323—350.
- [6] Botosan, C., and M. Plumlee, "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital", *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(1), 21—40.
- [7] Botosan, C., and M. Plumlee, "Assessing alternative proxies for the expected risk premium", *Accounting Review*, 2005, 80(1), 21—53.
- [8] Coles, J., U. Loewenstein, and J. Suay, "On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1995, 30(3), 347—64.
- [9] Diamond, D., and R. Verrecchia, "Disclosure, Liquidity and the Cost of Equity Capital", *Journal of Finance*, 1991, 46(4), 1325—1360.
- [10] Easton, P., G. Taylor, P. Shroff, and T. Sougiannis, "Using forecasts of earnings to simultaneously estimate growth and the rate of return on equity investment", *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(3), 657—676.
- [11] Easton, P., "PE ratios, PEG ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital", *Accounting Review*, 2004, 79(1), 73—95.
- [12] Easton, P., "Use of Forecasts of Earnings to Estimate and Compare Cost of Capital across Regimes", SSRN Working Paper, 2006.
- [13] Gebhardt, W., C. Lee, and B. Swaminathan. "Towards an Ex-ante Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, 2001, 39(1), 135—176.
- [14] Gode, D., and P. Mohanram. "Inferring the Cost of Capital Using the Ohlson-Juettner Model", *Review of Accounting Studies*, 2003, 8(4), 339—431.

- [15] Gordon, J., and M. Gordon. "The Finite Horizon Expected Return Model", *Financial Analysts Journal*, 1997, 53(3), 52—61.
- [16] Handa, P., and S. Linn. "Arbitrage Pricing with Estimation Risk", *Journal of Financial Economics*, 1993, 28(1), 81—100.
- [17] Lang, M., and R. Lundholm. "Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures", *Journal of Accounting Research*, 1993, 31(2), 246—271.
- [18] 李心丹、肖斌卿、张兵、朱洪亮,《投资者关系管理能提升上市公司价值吗?——基于中国A股上市公司投资者关系管理调查的实证研究》,南京大学工程管理学院工作论文,2006。
- [19] 陆正飞、叶康涛,《中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?》,《经济研究》,2004年第4期,第50—59页。
- [20] O'Hanlon, J., and A. Steele. "Estimating the Equity Risk Premium Using Accounting Fundamentals", *Journal of Business Finance and Accounting*, 2000, 27(9—10), 1051—1084.
- [21] 谭劲松、吴立扬,《我国上市公司透明度影响因素分析——来自深交所的证据》,中山大学管理学院工作论文,2006。
- [22] 唐国正、刘力,《利率管制对我国上市公司资本结构的影响》,《管理世界》,2005年第2期,第50—58页。
- [23] 汪炜、蒋高峰,《信息披露、透明度与资本成本》,《经济研究》,2004年第7期,第107—114页。
- [24] 吴文锋、芮萌、陈工孟,《中国股票收益的非流动性补偿》,《世界经济》,2003年第7期,第54—60页。
- [25] 叶康涛、陆正飞,《中国上市公司股权融资成本影响因素分析》,《管理世界》,2004年第5期,第127—131页。
- [26] 曾颖、陆正飞,《信息披露质量与股权融资成本》,《经济研究》,2006年第2期,第69—79页。
- [27] 张宗新、张晓荣、廖士光,《上市公司自愿性信息披露行为有效吗?——基于1998—2003年中国证券市场的检验》,《经济学(季刊)》,2005年第4卷第2期,第369—386页。
- [28] 周勤业、卢宗辉、金瑛,《上市公司信息披露与投资者信息获取的成本效益问卷调查分析》,《会计研究》,2003年第5期,第3—10页。

Does the Disclosure Quality Really Affect the Cost of Equity in China?

WENFENG WU CHONGFENG WU

(Shanghai Jiaotong University)

OLIVER M. RUI

(The Chinese University of Hong Kong)

Abstract This paper investigates the effect of changes in disclosure quality on the cost of equity using a sample of 1 017 firms listed in the Shenzhen Stock Exchange. To mitigate the omitted variables problem in the cross-sectional approach, we adopt a time-series approach that compares the costs of equity before and after the change in disclosure quality. The results show that the improvement in disclosure quality doesn't reduce the cost of equity. We also

find no impact of change in disclosure quality on firms' liquidity and risks. These results imply that investors in China don't treat disclosure quality seriously in their investment decisions.

JEL Classification G14, G32, O16