

doi:10.20270/j.cnki.1674-117X.2025.2012

年报可读性、货币政策不确定性与企业资本成本

马巾英, 罗诗瑶

(湖南师范大学 商学院, 湖南 长沙 410081)

摘要: 选取2013—2023年沪深A股上市公司为研究样本, 实证检验年报可读性与企业资本成本之间的关系, 并探究货币政策不确定性这一调节变量对两者关系的影响。结果表明: 年报可读性越低, 企业的资本成本越高; 货币政策不确定性越高, 年报可读性对企业资本成本的负向影响越大; 在非高新技术行业、非国有企业和外部审计质量较低的企业样本中, 年报可读性对企业资本成本的负向影响更显著。据此, 企业应提高年报可读性, 增强环境适应能力; 监管部门应完善信息披露标准, 强化对中介机构的监管责任。

关键词: 年报可读性; 企业资本成本; 货币政策不确定性

中图分类号: F275

文献标志码: A

文章编号: 1674-117X(2025)02-0101-08

Study on the Annual Report Readability, Monetary Policy Uncertainty and Corporate Capital Costs

MA Jinying, LUO Shiyao

(Business School, Hunan Normal University, Changsha 410081, China)

Abstract: This study selected A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2013 to 2023 to empirically examine the relationship between annual report and corporate capital costs, and to explore the moderating effect of monetary policy uncertainty on this relationship. The results show that the lower the annual report readability is, the higher the corporate capital costs will be, and the higher the monetary policy uncertainty, the greater the negative impact of annual report readability on corporate capital costs. Moreover, in samples of non-high-tech industries, non-state-owned enterprises, and firms with lower external audit quality, the negative impact of annual report readability on corporate capital costs is more pronounced. Accordingly, companies should improve the readability of their annual reports and enhance their environmental adaptability. Regulatory authorities should improve disclosure standards and strengthen the supervisory responsibilities of intermediaries.

Keywords: annual report readability; corporate cost of capital; monetary policy uncertainty

收稿日期: 2024-12-02

基金项目: 湖南省社科成果评审委员会基金项目“湖南加快国有企业混合所有制改革的实现路径研究”(XSXSP20YBZ004)

作者简介: 马巾英, 女, 湖南安化人, 湖南师范大学副教授, 博士, 硕士生导师, 研究方向为财务管理理论与实务。

当前,我国正处于经济发展转型的关键时期,然而资本市场资金流动性不足,企业面临的风险加剧,导致金融资源向头部企业集聚,中小企业融资困难问题日益凸显。在宏观层面上,企业资本成本是衡量市场资源配置效率的重要指标^[1];在微观层面上,其直接关系到企业的融资能力与盈利能力^[2]。因此,如何降低企业融资成本、破解企业融资困境,成为亟需解决的重要问题。

已有研究表明,企业资本成本会受到信息披露质量的影响^[3-4]。年报作为上市公司信息披露的核心载体,是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。年报可读性,即年报内容易于阅读和理解的程度^[5],是衡量信息披露质量的一种重要方式。年报可读性水平较低会对企业融资成本产生负向影响。当年报可读性水平较低时,企业和年报使用者之间的信息不对称问题加剧,投资者和债权人获取有效信息的难度加大,进而会增加企业的融资难度^[6-8]。已有研究主要关注年报可读性对股权融资成本的影响,而较少关注其对企业整体资本成本的影响。此外,面对瞬息万变的世界经济形势,我国不断创新和完善宏观调控体系,加快货币政策的调整速度和频次,货币政策的不确定性也随之增加^[9]。货币政策不确定性是指宏观经济形势的变化以及货币政策本身的易变性导致经济主体对经济政策的制定取向和传导过程的不可预期性^[10]。货币政策与企业融资环境息息相关,货币政策不确定性可能会影响年报可读性与企业资本成本之间的关系。

本文选取2013—2023年沪深A股上市公司为研究样本,考察年报可读性对企业资本成本的影响,以及货币政策不确定性对年报可读性影响企业资本成本的调节作用,以期为企业制定信息披露决策、证券监管机构完善年报披露规范提供理论参考。

一、理论分析与研究假设

(一) 年报可读性和企业资本成本

首先,根据信息不对称理论,年报可读性水平较低会让年报使用者花费更多的时间和精力来接收和理解年报中的信息,加剧投资者、债权人与管理者之间的信息不对称性问题^[11],而信息不对称是造成企业融资成本高的主要原因^[12]。此时,

投资者和债权人不能根据年报准确分析企业真实的财务状况和未来的发展前景,他们作出的投资或借款决策风险较大,从而要求更高的投资收益率以弥补潜在的信息风险,企业融资成本相应提高。并且对于投资者而言,年报可读性水平较低不仅会增加与管理层之间的信息不对称,还会增加投资者之间的信息不对称,导致股票的流动性降低,股票需求减少,从而导致企业的股权融资成本提高^[13]。

其次,管理层可能出于自利动机对年报可读性进行操纵,通过制定可读性水平较低的年报来增加年报的阅读难度,以模糊对管理层自身和公司不利的信息^[14],加剧管理层和投资者之间的代理问题。企业内部存在的代理问题是提高自身融资成本的重要原因^[15]。当年报可读性较差时,投资者固然不容易发现管理者的机会主义行为,但其也可能因此担心管理层为了自身利益采取不利于投资者的不良行为,并要求企业给予更高的风险回报率以降低代理成本风险。

最后,已有研究发现,年报可读性和公司业绩有关。当公司业绩差或者出现坏消息时,管理层为了维护公司或自身形象,会操纵年报降低其可读性来隐藏或掩盖坏消息,而当公司业绩表现优异时,年报披露文本信息会更加简洁易懂^[16]。因此,一方面,晦涩难懂的年报难以激起投资人、债权人的阅读兴趣,从而降低对企业进行投资或借款的可能性;另一方面,年报可读性较差的企业往往经营情况也较差,这样的企业具有较高的违约风险,投资者、债权人担心其资金的安全性,只有风险偏好性的投资者或债权人人才会进行投资或借款,但收取的风险溢价也相应提升。

综上所述,本文提出假设H1。

H1: 年报可读性越低,企业资本成本越高。

(二) 货币政策不确定性、年报可读性和企业资本成本

货币政策调整属于宏观经济调控方式之一,货币政策的频繁调整,往往表明宏观经济环境出现了较大波动。外部环境的不确定性不仅会对企业的融资决策造成影响^[17],同时也会导致资金供给方的决策发生调整。从债务融资的角度来看,货币政策不确定性水平上升时,银行和其他金融机构可能会采取谨慎保守的信贷政策,通过提高贷

款门槛、缩减贷款规模和上调贷款利率等方式来规避风险, 使企业面临融资约束、债务融资成本上升的困境^[18]。从股权融资角度来看, 随着经济政策不确定性的提高, 资本市场对股权投资意愿明显下降^[19]; 并且管理层难以对未来的宏观经济走向作出准确判断, 企业经营风险增大^[20], 导致投资风险上升, 相应地, 投资者也会收取更高的风险溢价^[21], 从而提高企业的股权融资成本。

同时, 经济政策不确定性导致的融资约束会推动企业主动提高信息披露质量, 披露更具可读性的年报, 以证明自己的竞争优势^[14]。年报可读性的提高不仅能够增强投资者和债权人对企业的信任程度, 提升企业获得融资的可能性, 还可以缓解信息不对称问题, 帮助投资者和债权人更准确地评估企业抗风险能力和财务状况, 降低不确定性因素导致的风险溢价。

综上所述, 本文提出假设 H2。

H2: 货币政策不确定性水平越高, 年报可读性越对企业资本成本的负向影响越强。

二、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2013—2023 年我国沪深两市 A 股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文构财经文本数据平台。剔除样本中 ST、*ST、金融行业以及相关数据缺失的上市公司, 最终共得到 22 435 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。

(二) 变量定义

1. 企业资本成本

参照姜付秀等^[22-23]的做法, 采用加权平均资本成本法来衡量企业资本成本 ($Wacc$), 公式如下:

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

式中: 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 为企业所得税税率。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。参考毛新述等^[24]的 PEG 模型计算结果来衡量股权融资成本 E , 公式为:

$$E = \sqrt{\frac{EPS_2 - EPS_1}{P_0}}, \quad (2)$$

式中: P_0 表示 t_0 期末的每股股票价格; EPS_1 、 EPS_2 分别为分析师预测的 t_1 、 t_2 每股盈余。

2. 年报可读性

传统的中文年报可读性主要通过文本大小和词频数量来衡量, 如年报篇幅、平均句长、专业词占比等, 而忽视了词汇搭配顺序和句子逻辑性对年报使用者阅读和理解年报内容的影响。本文参考 Shin 等^[25]的研究, 假设年报中各句子相互独立, 考虑词汇在句中的前后顺序搭配, 计算年报各句生成概率乘积的对数似然均值, 以此作为衡量年报可读性 ($Read$) 的指标。模型构建过程如下:

(1) 利用 Word2vec 将每个词都转化为密集、长度固定的实值向量, 语义相近的词用相同向量表示; (2) 参考负采样 (negative sampling) 和分层次转换 (hierarchical softmax) 的优化思想, 计算句子生成概率; (3) 计算年报中各句子生成概率乘积的对数均值 $Read$, 作为年报可读性的衡量指标。 $Read$ 值越高, 表示年报中词对搭配顺序在语料中出现频率越高, 年报越容易被理解, 年报可读性越高。其公式为:

$$Read = \frac{1}{N} \sum_{s=1}^N \log P_s, \quad (3)$$

式中: P_s 表示句子 s 生成的概率; N 表示构成文本的句子数。 P_s 值越高, 表示年报中词对搭配顺序在语料中出现的频率越高, 年报越容易被理解, 年报可读性越高; 反之, 则表示年报越不容易被理解, 年报可读性越差。

3. 货币政策不确定性

参考杨鸣京等^[26]的研究, 采用银行间同业拆借 7 日利率的年度标准差, 衡量货币政策不确定性 ($Shibor$)。银行间同业拆借 7 日利率的年度标准差反映了利率的离散程度, 该值越大, 说明利率的波动幅度越大, 对货币政策的预料难度越大, 货币政策不确定性也越大。

4. 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)、股权集中度 ($Share$)、公

司成长性 (*Tobinq*)、董事会规模 (*Board*)、盈利能力 (*Roe*)、上市年限 (*Age*)、现金流比率 (*Cashflow*) 等因素对上市公司融资成本产生的系统影响。

相关变量及定义如表 1 所示。

表 1 相关变量及定义

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	<i>Wacc</i>	以加权平均资本成本法计算得到
解释变量	年报可读性	<i>Read</i>	各句子生成概率乘积的对数均值
调节变量	货币政策不确定性	<i>Shibor</i>	Shibor 7 日利率的年度标准差
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	企业期末资产总额的对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	企业期末负债总额 / 企业期末资产总额
	股权集中度	<i>Share</i>	第一大股东持股比例
	公司成长性	<i>Tobinq</i>	市值 / 总资产
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会总人数的对数
	盈利能力	<i>Roe</i>	净利润 / 股东权益余额
	上市年限	<i>Age</i>	公司上市年数的对数
	现金流比率	<i>Cashflow</i>	经营活动产生的现金流量净额 / 总资产
	行业	<i>Ind</i>	行业效应
	年份	<i>Year</i>	年度效应

(三) 模型构建

为了检验假设 H1, 构建模型:

$$Wacc = \beta_0 + \beta_1 Read + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_0 \quad (4)$$

为了检验假设 H2, 构建模型:

$$Wacc = \beta_0 + \beta_1 Read + \beta_2 Shibor + \beta_3 Read * Shibor + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_0 \quad (5)$$

式中: *Wacc* 为企业资本成本; *Read* 为年报可读性; *Shibor* 为货币政策不确定性; *Controls* 表示控制变量, 模型中加入了行业和年度固定效应。为了确保回归结果的稳健性, 在企业层面上对标准误差进行了聚类调整, 以排除企业特定效应的影响。

三、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计

表 2 为描述性统计结果。由表 2 所示结果可以

看出, 所选取的样本公司企业资本成本 (*Wacc*) 最小值、最大值、标准差分别为 2.888、18.032、2.964, 说明各企业资本成本存在一定差距, 企业资本成本的均值为 9.026, 中位数 8.758 小于均值, 说明样本范围内的企业资本成本水平普遍偏高。年报可读性 (*Read*) 的最小值为 -36.654, 最大值为 -13.952, 标准差为 4.848, 说明所选样本公司的年报可读性差异较大。调节变量货币政策不确定性 (*Shibor*) 的最小值为 0.067, 最大值为 1.197, 两者之间差距较大, 说明本期内货币政策不确定性出现较大变动。

表 2 描述性统计结果

变量	<i>N</i>	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Wacc</i>	22 435	9.026	2.964	2.888	8.758	18.032
<i>Read</i>	22 435	-20.864	4.848	-36.654	-19.665	-13.952
<i>Shibor</i>	22 435	0.324	0.328	0.067	0.160	1.197
<i>Size</i>	22 435	22.554	1.354	20.230	22.333	26.664
<i>Lev</i>	22 435	0.409	0.197	0.056	0.403	0.853
<i>Tobinq</i>	22 435	2.067	1.308	0.000	1.674	8.131
<i>Share</i>	22 435	34.247	14.956	8.610	32.150	75.010
<i>Board</i>	22 435	2.119	0.197	1.609	2.197	2.639
<i>Roe</i>	22 435	0.081	0.092	-0.362	0.083	0.318
<i>Age</i>	22 435	9.283	7.760	0.000	7.000	28.000
<i>Cashflow</i>	22 435	0.056	0.068	-0.143	0.054	0.250

(二) 基准回归分析

表 3 为年报可读性对企业资本成本影响的回归结果, 其中列 (1) 只加入了被解释变量 *Wacc* 和解释变量 *Read*, 列 (2) 除了 *Wacc* 和 *Read* 外, 还加入了控制变量。从表 3 中可以看出, 列 (1) *Read* 系数为 -0.038, 显著性水平为 1%; 可能受控制变量影响, 列 (2) *Read* 系数的绝对值比列 (1) 高 0.005, 为 -0.043, 显著性水平为 1%。这一结果验证了假设 H1, 表明当年报可读性较低时, 年报使用者难以解读年报内容真正含义, 投资者、债权人和企业之间的信息不对称问题加剧, 其会要求更高的风险报酬率, 企业资本成本相应增加。

(三) 调节效应分析

表 4 为货币政策不确定性的调节效应检验结果。列 (2) 结果显示, 货币政策不确定性 (*Shibor*) 的回归系数为 1.066, 在 1% 的水平下显著, 这表明货币政策不确定性与企业资本成本呈正相关的关系, 即货币政策不确定性越高, 企业的资本成本越高。进一步观察年报可读性和货币政策不确

定性的交互项 ($Read*Shibor$), 其系数为 -0.091 , 在 1% 的水平下显著, 说明货币政策不确定性越高, 年报可读性对企业资本成本的负向影响越强, 假设 H2 成立。

表 3 年报可读性对企业资本成本影响的回归结果

变量	(1)Wacc	(2)Wacc
<i>Read</i>	-0.038***(-3.207)	-0.043***(-3.572)
<i>Size</i>		0.231***(3.360)
<i>Lev</i>		-2.998***(-11.665)
<i>Share</i>		-0.015***(-3.683)
<i>Tobinq</i>		-0.333***(-15.408)
<i>Board</i>		-0.400*(-1.900)
<i>Roe</i>		1.974***(6.525)
<i>Age</i>		0.038***(3.328)
<i>Cashflow</i>		0.359(0.956)
<i>Constant</i>	8.446***(11.010)	4.813***(2.667)
年度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
<i>N</i>	22435	22435
R^2	0.135	0.164

注: ***, * 分别表示在 1%、10% 水平下显著, 括号内为 t 值, 下同。

表 4 货币政策不确定性的调节效应检验结果

变量	(1)Wacc	(2)Wacc
<i>Read</i>	-0.043***(-3.572)	-0.044***(-3.730)
<i>Shibor</i>		1.066***(5.169)
<i>Read*Shibor</i>		-0.091***(-3.692)
<i>Size</i>	0.231***(3.360)	0.228***(3.310)
<i>Lev</i>	-2.998***(-11.665)	-3.022***(-11.763)
<i>Share</i>	-0.015***(-3.683)	-0.015***(-3.630)
<i>Tobinq</i>	-0.333***(-15.408)	-0.335***(-15.508)
<i>Board</i>	-0.400*(-1.900)	-0.398*(-1.890)
<i>Roe</i>	1.974***(6.525)	1.944***(6.430)
<i>Age</i>	0.038***(3.328)	0.039***(3.398)
<i>Cashflow</i>	0.359(0.956)	0.368(0.980)
<i>Constant</i>	6.072***(3.524)	5.054***(2.784)
年度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
<i>N</i>	22 435	22 435
R^2	0.164	0.164

(四) 异质性检验

1. 基于行业的异质性检验

高新技术行业作为推动国民经济发展、国家科技水平提升的重要力量, 能享受更多的税收、

贷款政策倾斜, 也更受投资者青睐^[27], 因此, 年报可读性水平高低对高新技术行业的资本成本影响可能有限。相较于高新技术行业, 非高新技术行业缺乏政策优惠和关注, 较高的年报可读性能够向外界传递更多信息, 缓解信息不对称和代理问题, 更有助于降低资本成本。据此, 本文预测, 在非高新技术行业中, 年报可读性对资本成本的影响更大。将样本按照企业所处行业是否为高新技术行业进行分组回归, 结果如表 5 所示。由表 5 可知, 高新技术行业的年报可读性 ($Read$) 回归系数为 -0.022 , 但并未通过 10% 水平的显著性检验, 而非高新技术行业的年报可读性回归系数为 -0.057 , 且在 1% 的水平下显著。这说明相较于高新技术行业, 年报可读性对企业资本成本的负向影响在非高新技术行业样本中表现更强烈, 与预测相符。

表 5 基于行业的异质性检验结果

变量	高新技术行业	非高新技术行业
<i>Read</i>	-0.022(-1.106)	-0.057***(-3.802)
<i>Size</i>	0.295***(2.825)	0.205**(2.168)
<i>Lev</i>	-2.862***(-7.811)	-3.081***(-8.184)
<i>Share</i>	-0.024***(-3.590)	-0.011**(-2.016)
<i>Tobinq</i>	-0.314***(-10.339)	-0.363***(-11.341)
<i>Board</i>	-0.696**(-2.270)	-0.277(-0.962)
<i>Roe</i>	2.024***(4.125)	2.044***(5.062)
<i>Age</i>	0.043**(2.537)	0.043***(2.682)
<i>Cashflow</i>	0.891(1.509)	-0.015(-0.029)
<i>Constant</i>	4.066(1.576)	6.018**(2.539)
年度控制效应	控制	控制
行业控制效应	控制	控制
<i>N</i>	10 442	11 993
R^2	0.159	0.168

注: ** 表示在 5% 水平下显著, 下同。

2. 基于产权性质的异质性检验

由于政府掌握国有企业的人事任免权, 对国有企业的经营状况、信息披露的管理能力较强^[28], 国有企业管理层在信息披露方面受到的约束更多, 进行年报信息操纵的空间更小; 而非国有企业管理层则在信息披露方面拥有更多的自主权, 更容易对年报信息进行操纵。因此, 相较于非国有企业, 投资者和债权人对国有企业年报信息真实性更加信任, 年报可读性水平的高低不太影响其对企业风险的判断以及要求的风险回报率。据此,

本文预测,在非国有企业中,年报可读性对企业资本成本的影响更大。将样本分为国有企业和非国有企业两组分别进行回归,结果如表6所示。由表6可知,国有企业的 $Read$ 系数为负但并未通过10%水平的显著性检验,非国有企业的 $Read$ 系数为-0.047,且在1%的水平下显著。这说明年报可读性对非国有企业资本成本的降低作用更加明显,与预测相符。

表6 基于产权性质的异质性检验结果

变量	国有企业	非国有企业
$Read$	-0.021(-1.067)	-0.047***(-3.119)
$Size$	0.051(0.432)	0.183**(2.037)
Lev	-3.658***(-6.770)	-3.113***(-10.491)
$Share$	-0.007(-0.936)	-0.017***(-3.041)
$Tobinq$	-0.380***(-7.655)	-0.305***(-12.461)
$Board$	-0.266(-0.863)	-0.386(-1.352)
Roe	2.148***(4.152)	2.071***(5.481)
Age	0.047***(2.846)	0.035**(2.071)
$Cashflow$	-0.218(-0.306)	0.387(0.861)
$Constant$	10.998***(3.968)	5.964***(2.705)
年度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
N	6 702	15 733
R^2	0.171	0.175

3. 基于外部审计质量的异质性检验

外部审计作为代理问题的一种监控机制,能够对机会主义行为起到一定的约束作用^[29]。相较于低质量的外部审计,高质量的外部审计可以有效发挥监督作用,向外界传达年报信息披露质量良好的信号,投资者和债权人对年报内容更加信任,可能会降低对年报可读性的关注,进而降低年报可读性对其决策行为的影响程度。据此,本文预测,在外部审计质量低的企业中,年报可读性对企业资本成本的影响更大。本文借鉴史永东等^[30]的方法,以企业当年聘任的会计师事务所是否为中注协发布的《会计师事务所综合评价前百家信息》前“十大”事务所来衡量企业的外部审计质量,结果如表7所示。由表7可知,外部审计质量较高的企业 $Read$ 系数为-0.035,在5%的水平下显著;而外部审计质量较低的企业 $Read$ 系数绝对值大于0.035,为-0.055,在1%的水平下显著。这说明年报可读性对外部审计质量较低企业的资本

成本影响更加明显,与预测相符。

表7 基于外部审计质量的异质性检验结果

变量	外部审计质量高	外部审计质量低
$Read$	-0.035**(-2.050)	-0.055***(-2.779)
$Size$	0.169*(1.745)	0.395***(3.243)
Lev	-2.810***(-7.911)	-3.614***(-8.623)
$Share$	-0.022***(-4.006)	-0.006(-0.945)
$Tobinq$	-0.325***(-11.529)	-0.372***(-9.603)
$Board$	-0.511*(-1.878)	-0.391(-1.098)
Roe	2.055***(5.149)	1.581***(3.045)
Age	0.054***(4.030)	0.014(0.603)
$Cashflow$	0.614(1.183)	0.532(0.872)
$Constant$	7.008***(3.097)	4.335(1.485)
年度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
N	12 839	9 596
R^2	0.173	0.171

(五) 稳健性检验

1. 替换被解释变量企业资本成本

为了进一步检验上述结论的稳健性,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:

$$Wacc = \frac{D}{D+E} * (1-t)K_d + \frac{E}{D+E} * K_e, \quad (6)$$

式中:债务资本 D 使用负债合计衡量;权益资本 E 使用总市值衡量;债务资本成本 K_d 取1年期银行短期贷款利率;权益资本成本 K_e 通过Capm模型计算得到。

回归结果如表8所示。由表8可知,年报可读性($Read$)的回归系数为-0.015,在1%的水平下显著,假设H1仍然成立,即年报可读性越低,企业资本成本越高,验证了表3结果的稳健性。

2. 滞后一期

考虑到企业年报的发布是在次年的上半年,年报可读性对资本成本影响可能具有滞后性,并且货币政策变动传导到企业也需要一定时间,因此,本文将解释变量和调节变量滞后一期,重新进行回归。基准回归结果如表9列(1)所示,结果显示, $Read$ 的回归系数为-0.039,在5%的水平下显著;调节效应检验结果如表9列(2)所示,结果显示,交互项 $Read*Shibor$ 的回归系数为-0.076,在1%的水平下显著。结论均未发生变化,说明结果稳健。

表 8 替换被解释变量企业资本成本的回归结果

变量	(1)Wacc	(2)Wacc
Read	-0.009***(-2.881)	-0.015***(-4.960)
Size		0.063***(3.606)
Lev		-1.317***(-22.009)
Share		-0.004***(-3.803)
TobinQ		0.109***(13.535)
Board		-0.117**(-2.376)
Roe		-0.017(-0.420)
Age		0.002(0.681)
Cashflow		0.551***(5.893)
Constant	6.309***(42.518)	5.577***(13.478)
年度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
N	36 987	36 987
R ²	0.344	0.370

表 9 滞后一期的稳健性检验结果

变量	(1)Wacc	(2)Wacc
Read	-0.039**(-2.389)	-0.037**(-2.256)
Shibor		0.236(1.229)
Read*Shibor		-0.076***(-2.636)
Size	0.034(0.398)	0.026(0.313)
Lev	-3.934***(-12.466)	-3.951***(-12.536)
Share	-0.013***(-2.644)	-0.013***(-2.631)
TobinQ	-0.467***(-17.823)	-0.468***(-17.829)
Board	-0.340(-1.424)	-0.340(-1.426)
Roe	2.210***(-6.315)	2.177***(-6.219)
Age	0.065***(4.342)	0.064***(4.306)
Cashflow	0.736*(1.664)	0.759*(1.716)
Constant	10.233***(4.255)	10.344***(4.124)
年度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
N	16 180	16 180
R ²	0.168	0.169

四、结论与建议

(一) 研究结论

本文选取 2013—2023 年沪深 A 股上市公司为研究对象, 利用 Stata 软件对年报可读性对企业资本成本的影响进行实证检验, 并进一步探讨货币政策不确定性对年报可读性和企业资本成本关系的影响, 得到如下结论: (1) 年报可读性会负向影响企业资本成本, 即年报可读性越高, 企业资本成本越低。(2) 货币政策不确定性越高, 年报

可读性对企业资本成本的负向影响越强。(3) 在非高新技术行业、非国有企业、外部审计质量低的企业样本中, 年报可读性对企业资本成本的负向影响更显著、更强烈。

(二) 相关建议

对于企业而言, 首先应提高年报可读性, 降低资本成本。年报信息披露不仅要注意句子长短、专业词和生僻字的使用频率, 还要注意词汇的搭配顺序和句子的逻辑, 方便投资者和债权人理解。尤其是非高新技术行业、非国有企业以及外部审计质量低的企业更应注重提升年报可读性, 树立良好形象, 以更低成本获取更多资金。其次应增强风险管理, 适应环境变化。企业应加强对宏观经济政策的研究, 合理预测政策对企业业务的影响, 通过建立健全风险管理体系, 提高企业对外部环境变化的适应能力和抗风险能力。当货币政策变动频繁时, 企业应该提高信息披露质量, 降低信息不对称带来的风险。

对于监管部门而言, 首先应完善信息披露标准。通过完善年报的披露标准, 减少管理层对年报的操纵空间, 从而促进信息披露质量的提升。对于违反相关规定的企业依法依规进行严厉处罚, 包括警告、罚款等。通过加大处罚力度, 提高违规成本, 震慑潜在的违规行为。其次应强化中介机构责任。监管部门应加强对会计师事务所、律师事务所等中介机构的监管力度, 确保其在年报审计、法律咨询等方面发挥应有的作用。对于监管不力或存在失职行为的中介机构, 应依法追究其责任并予以处罚。

参考文献:

- [1] 师展, 樊重俊. MD&A 文本实据性与企业权益资本成本: 基于文本挖掘的方法 [J]. 中国软科学, 2024(7): 169-178.
- [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] 邹颖, 李燕茹. 会计稳健性、信息披露与资本成本 [J]. 证券市场导报, 2016(7): 33-40.
- [4] 刘娟. 信息披露质量与企业权益资本成本相关性研究: 兼论机构投资者的作用 [J]. 财会通讯, 2018(9): 28-32.
- [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(5): 10-17, 64.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 钱燕,杨添程.中文语境下公司年报可读性与股权融资成本:基于深交所创业板的实证研究[J].南方金融,2022(11):36-49.
- [9] 刘兴华,陈赞松.货币政策不确定性如何影响企业投资效率:来自中国上市企业的经验证据[J].南方经济,2025(1):53-72.
- [10] 王立勇,王申令.货币政策不确定性研究进展[J].经济学动态,2020(6):109-122.
- [11] 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.
- [12] 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.
- [13] 王运陈,贺康,万丽梅,等.年报可读性与股票流动性研究:基于文本挖掘的视角[J].证券市场导报,2020(7):61-71.
- [14] 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.
- [15] 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.
- [16] LI F. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008, 45(2/3): 221-247.
- [17] 唐玉兰,李佳晶.企业储备财务柔性能否提高企业绩效?:基于会计稳健性的调节效应[J].湖南工业大学学报(社会科学版),2024,29(1):67-75.
- [18] 李成明,王月含,董志勇.货币政策不确定性、银行贷款期限结构与金融服务实体经济:来自银行业的证据[J].经济科学,2023(4):5-27.
- [19] 陈国进,王少谦.经济政策不确定性如何影响企业投资行为[J].财贸经济,2016(5):5-21.
- [20] 饶品贵,岳衡,姜国华.经济政策不确定性与企业投资行为研究[J].世界经济,2017,40(2):27-51.
- [21] 彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018(1):137-155.
- [22] 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(6):48-55,97.
- [23] 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(2):36-43,93.
- [24] 毛新述,叶康涛,张岷.上市公司权益资本成本的测度与评价:基于我国证券市场的经验检验[J].会计研究,2012(11):12-22,94.
- [25] SHIN D, HE S, LEE G M, et al. Enhancing Social Media Analysis with Visual Data Analytics: A Deep Learning Approach[J]. MIS Quarterly, 2020, 44(4): 1459-1492.
- [26] 杨鸣京,程小可,钟凯.股权质押对企业创新的影响研究:基于货币政策不确定性调节效应的分析[J].财经研究,2019,45(2):139-152.
- [27] 徐晔,蔡奇翰.高新技术企业认定对企业创新及财务绩效的影响:基于断点回归方法[J].复旦学报(社会科学版),2019,61(6):139-150.
- [28] 唐松,孙铮.政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效[J].管理世界,2014(5):93-105,187-188.
- [29] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [30] 史永东,宋明勇,李凤羽,等.控股股东股权质押与企业债权人利益保护:来自中国债券市场的证据[J].经济研究,2021,56(8):109-126.

责任编辑:徐海燕