

广告宣传、信息不对称与债务融资成本

刘海明,曹廷求

(山东大学 经济学院,山东 济南 250100)

[摘要]基于有限注意理论的视角,研究了广告宣传对信息不对称和债务融资成本的影响。结果表明,广告宣传能够增加投资者对公司的关注,从而通过降低信息不对称降低债务融资成本,这意味着广告宣传能够降低理性忽视问题,从而为公司融资提供便利。此外,对于非国有企业以及绩效较差的企业而言,广告宣传降低债务融资成本的程度更大;最后,地区法律环境越好或者受信任水平越高,广告宣传对于债务融资成本的降低作用更强。

[关键词]有限关注;信息不对称;债务融资成本;公司融资;公司信息;融资成本;行为金融;公司财务;公司治理

[中图分类号]F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2015)06-0080-08

一、引言

随着大众传媒的不断发展,公司对于广告宣传的重视程度不断加强。近年来,上市公司不惜重金争夺央视和地方媒体黄金时段冠名权,天价广告现象层出不穷。广告支出已经成为众多上市公司成本的重要组成部分。我们的疑问是,为什么面对公众质疑和反面教训,上市公司依然不惜重金进行广告宣传?天价广告费用真的值得吗?天价广告所产生的轰动效应到底会给公司带来什么收益?面对公司对于天价广告的热捧,客观地分析广告宣传对于公司的影响及其内在机理,并讨论广告宣传相关效应有效运转的制度背景,具有较强的现实意义。本文试图通过分析广告宣传与信息不对称、公司融资的关系探讨上述问题。

二、文献回顾与述评

(一)资本市场有限注意理论

资本市场有限注意理论认为,个人投资者的决策过程是,先将投资范围限定于最近吸引他们关注的公司股票,然后再从限定的股票中选取投资组合。这是因为,个人投资者拥有有限的时间和精力,在面对数量众多的股票时只能先将筛选范围加以限制^[1]。这样一来,关注就成为引发投资者进行投资的重要驱动因素。在股票市场中,引发投资者关注的事件主要包括两类:一是股票异常表现,二是广告宣传。股票异常表现是引发投资者关注的第一类事件,Barber和Odean发现购买股票时的搜寻难题会使个人投资者更加关注和追捧率先抓住他们眼球的股票,包括具有异常收益率、异常交易额以及被媒体大量报道的公司股票^[2]。广告宣传是引发投资者关注的第二类事件。广告宣传可以通过增加投资者尤其是个人投资者对公司股票的熟知度,进而提高个股的流动性和所有权深度^[3]。此外,广告宣传可以通过吸引投资者关注引发资本市场轰动效应,提高公司透明度,从而为上市公司融资提供便利,Chemmanur和Yan发现,准备IPO或者增发的上市公司更愿意利用广告宣传吸引潜在的投资者关注^[4]。

除了通过研究股票异常表现和广告宣传验证有限注意理论的真实性之外,学界还探讨了有限关

[收稿日期]2014-07-11

[基金项目]国家社会科学基金重大项目(12&ZD069);国家自然科学基金项目(71272119)

[作者简介]刘海明(1988—),男,山东潍坊人,山东大学经济学院博士研究生,从事公司治理与公司财务研究;曹廷求(1968—),男,安徽安庆人,山东大学经济学院副院长,泰山学者特聘教授,博士生导师,博士,从事公司治理与银行治理研究。

注所带来的经济后果。饶育蕾等发现,吸引投资者关注具有一定的价值,高关注投资者能够充分理解包括盈余和现金流在内的盈余组成部分的信息,从而实现公司应计的合理定价^[5]。然而,广告宣传所引发的有限关注可能产生负面效应。当外界媒体试图通过报道公司出现的问题发挥外部治理功能时,上市公司会以增加广告支出的方式支持本地媒体,减少其对自身的负面报道,而媒体也不愿意得罪潜在的广告客户。但是,醋卫华和李培功发现广告宣传不会影响媒体的治理功能^[6]。

(二)信息不对称与债务融资成本

与本文主题相关的还包括信息不对称和债务融资之间关系的研究。上市公司信息披露具有价值效应,通过缓解投资者与公司之间的信息不对称,信息披露能够提高企业运营效率,增加会计信息的参考价值,并对融资产生正向影响^[7]。由于信息披露对上市公司的正面效应,企业可以通过选择适当的信息披露政策提高公司价值。Easley 和 O'hara 发现,上市公司可以通过选择信息披露质量、分析师跟踪和市场微观结构等影响资本成本^[8]。于富生和张敏证实信息披露质量与债务融资成本负相关,这种效应对市场风险更大的企业更强^[9]。郭桂花等进一步发现,提高会计信息质量有利于缓解企业面临的融资约束^[10]。

(三)文献简要述评

从有限关注理论的相关研究看,实证分析已经佐证了有限关注理论的正确性,个股的异常表现以及广告宣传都能引发投资者的关注,进而影响个人投资者的投资决策。进一步地,广告宣传引发投资者关注的价值效应被初步发掘,广告宣传引发的轰动效应有利于公司股票的增发和上市。然而,这些研究止步于广告宣传对资本市场的影响,并未深入探讨广告宣传通过引发关注影响信息不对称以及债务成本的具体机制。而之前的研究确实表明,广告宣传有利于外部市场对公司的公平定价,从而提高公司的透明度^[4]。本文将研究视角拓展至广告宣传对信息不对称和债务融资成本的影响,有利于推进有限关注和广告宣传的相关研究,为广告宣传的融资效应提供实证支持。

目前,针对信息披露的研究已经证实了信息披露水平和质量有利于降低债务融资成本。然而,目前鲜有研究直接涉及广告宣传对公司和投资者之间信息不对称水平进而对融资成本的影响。本文沿着广告宣传通过有限关注影响信息不对称和融资成本的路径进行分析,扩展了行为金融理论与公司财务理论结合的理论视角,有利于为公司广告实践提供实证支持。

三、理论分析与研究假设

(一)广告宣传与信息不对称

由于有限的时间和资源约束,个人投资者往往很难直接从成千上万只股票中选择出适当的投资组合,这构成了个人投资者的搜寻难题。基于此,个人投资者通常遵循关注驱动的投资模式,即先将投资范围限定于引发他们关注的股票集合^[1]。在资本市场中,广告宣传是引发投资者关注的重要因素。广告宣传无处不在,借助于大众传媒强大的信息共享和传递功能,广告宣传不仅使产品市场的消费者了解公司产品,也使资本市场的投资者熟知本公司的股票,这对个人投资者而言具有重要意义。大额广告宣传为个人投资者提供了一条信息来源,使得投资者可以低成本地了解公司股票,为投资者制定投资决策提供了便利,所以广告宣传引发的关注效应有助于解决投资者的搜寻难题^[3]。

广告宣传为个人投资者限定投资范围、解决搜寻难题提供了有效途径。个人投资者在选择最终的投资组合中会更多地考虑进行大额广告宣传、进而吸引他们眼球的上市公司,这会通过两条渠道降低企业与外部投资者之间的信息不对称:一方面,广告效应的存在使得投资者在选择股票时花费更多的时间和精力分析那些进行高额广告宣传、吸引他们关注的公司,这会使外部投资者更多地了解这一类公司的情况,从而降低信息不对称水平;另一方面,广告宣传引发的关注解决了投资者在购买股票时的搜寻难题,更多地吸引投资者持有本公司股票,这有利于增加股票流动性,从而使股票价格中包含更多的公司信息,股价信息性的上升意味着信息不对称水平的降低。上述两方面的效应说明大额

广告支出会引发投资者的关注从而降低公司与外部投资者之间的信息不对称水平,由此我们提出如下假设1。

假设1:广告支出越多,内部人与外部投资者之间的信息不对称程度越低。

(二)广告宣传与债务融资成本

前述假设说明,广告宣传有利于缓解信息不对称问题。进一步地,信息不对称会影响企业的债务融资成本。现实世界中充斥着信息不对称问题,这会引发借款人的道德风险问题,也会使金融机构在贷款合约中面临更多的不确定性,所以金融机构会要求借款企业提供一定的溢价作为补偿^[11]。换句话说,信息不对称问题产生了更高的债务融资成本。而当企业内部人与外部投资者之间的信息不对称降低时,金融机构既能对借款人的资金用途进行有效监督解决道德风险,又能对借款人未来盈利能力进行稳定预期减少不确定性,有利于降低其要求的借款利率,这意味着信息不对称问题的缓解降低了企业的债务融资成本。综合假设1的分析,我们认为,广告宣传能够缓解信息不对称,从而降低了金融机构对企业要求的借款利率。由此我们提出如下假设2。

假设2:广告宣传支出越多,债务融资成本越低。

(三)不同公司广告宣传对债务融资成本的异质效应

本部分我们将讨论不同所有制、盈利能力以及制度环境下广告宣传对债务融资成本的影响。中国特定的制度背景导致民营企业长期以来面临信贷歧视^[12]。与国有企业存在的隐性担保相比,银行在向民营企业发放贷款时将更加谨慎地考虑公司的偿还能力。当银行与民营企业之间的信息不对称问题加剧时,由于较高的审查、监督高成本以及事后可能造成的更大损失,银行会要求更高的利率作为补偿。与国有企业相比,民营企业的信息不对称问题可能会引发更为严重的贷款配给,降低信息不对称对于民营企业的边际价值更大。因此,当民营企业通过广告宣传降低信息不对称水平时,银行将会在更大程度放松贷款条件。

不同的盈利水平也会导致广告宣传的异质性效应。市场中的投资者更加关注获得异常收益的公司股票。而那些盈利能力较差的股票可能更少地受到关注。实践中,管理层更有可能选择盈利水平较差的时机通过广告提振市场信心,重新获得市场青睐。因此,与那些已经获得市场关注的高盈利的公司相比,低盈利公司通过广告宣传能够获得更大的边际关注度,从而在更大程度上降低信息不对称和融资成本。

不同的制度环境也会影响广告宣传的效果。公司所在地区的法制化水平越高,广告宣传的运作将更加完善,消费者和投资者权益将会获得更好的保护,原因在于:我国民事诉讼采取“原告就被告”的一般地域管辖原则。当消费者由于公司的虚假广告宣传受到损害时,可以向公司所在地的人民法院提起诉讼;此时如果公司所在地的法制化水平越高,消费者权益的受保护水平越好,相应地,公司会减少虚假或者不实广告。这意味着,企业所在地的法制化水平越高,企业事前的广告行为越可信,广告宣传对于公众的吸引力更大,从而在降低信息不对称、降低债务融资成本的效果上越好。

公司所在地区受信任程度越高,一方面广告宣传的可信度越大,公众的认可度越高;另一方面,公司由于虚假广告受到本地舆论谴责从而造成的潜在损失越大,相应地,这些地区的广告宣传将更加可信。上述两种机制使得公司所在地受信任水平越高,广告宣传能够更多地引发投资者关注,从而在更大程度上影响公司的融资成本。由此我们提出如下假设3。

假设3:对于非国有公司或者低盈利公司而言,广告支出降低债务融资的效果越好;法制化水平越高或者地区受信任程度越大,广告支出降低债务融资成本的效果越好。

四、研究设计

(一)样本选择和数据来源

我们从各公司年报中手工获取了上市公司的广告信息,由于2008年以前,上市公司对于广告费

用的披露较少,因而选择了2009—2012年上市公司的广告费用。在数据汇总过程中,我们借鉴Chemmanur和Yan的处理方法,剔除了未披露广告费用的上市公司^[4],并进一步剔除了金融类上市公司和ST类上市公司,初步获得了802家上市公司共计2722个样本。

在此基础上,我们将广告样本与其他公司财务数据进行合并。为了剔除极端值的可能影响,我们对所有的连续性变量在1%水平上进行截尾处理,最终获得2443个样本。

(二)主要变量定义

本文涉及的主要变量包括信息不对称、广告费用以及债务融资成本。

首先,我们借鉴经典的关于信息不对称的相关研究,将证券分析师跟踪数目、预测偏差作为信息不对称的代理变量^[13]。证券分析师的数目 *analyst* 等于预测公司当年盈余的证券分析师人数。证券分析师预测误差等于单个证券分析师每股收益预测偏差的绝对值平均再除以公司股票年初的价格,具体计算公式如下:

$$Error = \left(\frac{1}{N_{i,t}} \sum_{j=1}^{N_{i,t}} |FEPS_{j,i,t} - EPS_{i,t}| \right) / P_{i,t,0}$$

此外,我们借鉴国内大部分研究的做法,将深交所公布的上市公司信息披露质量考核结果作为信息不对称的代理变量^[14]。

其次,关于广告支出的衡量指标,Grullon等认为,广告支出规模可以代表广告宣传能够作为投资者熟悉程度以及公司可见行的代理变量^[3]。这一做法背后的直觉是,广告支付规模越大,公司在公众中的曝光度越高,受到公众关注的可能性越大。因而本文用广告支出的自然对数作为广告支出的衡量指标。

最后,关于债务融资成本 *cost*,我们借鉴蒋琰的做法,用财务费用明细中的“利息支出”、“手续费”、“其他财务费用”加总并除以长短期债务的均值来衡量^[15]。其中短期债务为短期借款,而长期债务包括资产负债表中一年内到期的长期借款、长期借款、应付债券、长期应付款以及其他长期负债项。所有变量定义如表1所示。

(三)模型设定

为了检验假设1,我们将待建模型设计为:

$$asymmetry_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 advertise_{i,t+1} + \beta_2 asset_{i,t} + \beta_3 leverage_{i,t} + \beta_4 grow_{i,t} + \beta_5 soe_{i,t} + \beta_6 first_{i,t} + \beta_7 direct_{i,t} + \beta_8 ind_{i,t} + \beta_9 dual_{i,t} + \gamma_1 industry + \gamma_2 year \quad (1)$$

其中被解释变量 *asymmetry* 包括证券分析师数目、证券分析师预测偏差以及深交所披露的上市公司信息质量考核指数。

我们的主要解释变量是 *advertise*,即公司广告费用的自然对数。为了控制产品市场效应对于回归结果的可能影响,我们控制了总资产的自然对数 *asset*、资产负债率 *leverage* 以及销售增长率 *grow*。此外,我们还在模型中加入治理变量,包括第一大股东持股比例 *first*、所有权性质 *soe*、董事会规模 *direct*、独立董事比例 *ind* 以及董事长和总经理是否两只合一 *dual*。最后,我们在模型中控制了行业以及年度虚拟变量。

表1 变量定义表

符号	名称	计算方法
<i>cost</i>	债务融资成本	见正文
<i>advertise</i>	广告支出	广告费用的自然对数
<i>analyst</i>	证券分析师数目	见正文
<i>error</i>	证券分析师预测偏差	见正文
<i>rating</i>	信息披露指数	证交所信息披露指数
<i>asset</i>	总资产	总资产的自然对数
<i>leverage</i>	资产负债率	负债除以总资产
<i>grow</i>	销售增长率	本期销售额除以上期销售额减1
<i>soe</i>	是否国有	虚拟变量,国有为1,否则为0
<i>first</i>	第一大股东持股比例	
<i>direct</i>	董事会规模	
<i>ind</i>	独立董事比例	
<i>dual</i>	两职合一	董事长和总经理两职合一取1,否则为0

为了检验假设2和假设3,我们将基础模型设为:

$$cost_{i+1} = \alpha + \beta_1 advertise_{i+1} + \beta_2 asset_i + \beta_3 leverage_i + \beta_4 grow_i + \beta_5 soe_i + \beta_6 first_i + \beta_7 direct_i + \beta_8 ind_i + \beta_9 dual_i + \gamma_1 industry + \gamma_2 year \quad (2)$$

模型(2)主要验证广告宣传能否影响融资成本。为了验证假设3,我们将模型(2)分别按照是否国有、ROA中值、法律环境指数以及信任指数的中值进行分组,并检验分组后 *advertise* 的系数是否存在显著差异。其中,法律环境指数借鉴樊纲等编制的《中国市场化指数》,由于该指数截止到2009年,我们按照通常的做法,用2009年的数据近似替代2009年以后的数据^[16]。信任指数来自于张维迎和柯荣住委托中国企业家调查系统得到的调查数据,我们采用第一信任度作为信任程度的代理变量^[17]。

五、实证结果与分析

(一) 广告宣传与信息不对称

本部分利用模型(1)对假设1进行检验,所得结果如表2第1列-第3列所示。可以看出,广告支出 *advertise* 的系数在第1列、第3列的回归中显著为正,而在第2列的回归中显著为负,说明广告支出越多,跟踪公司的证券分析师数目越多,证券分析师对于公司盈利的平均预测偏差越小,而上市公司信息披露质量越好。上述结果说明,广告宣传有利于降低信息不对称,这与假设1的预测一致,并进一步说明增加的投资者关注有利于降低内部人与外部投资者之间的信息不对称。

(二) 广告宣传与债务融资成本

本部分用融资成本对广告支出进行回归,结果如表2第4列所示。可以看出,广告支出的系数显著为负,即债务融资成本随着广告费用的增加而降低,这与假设2一致,说明广告宣传能够降低债务融资成本。结合表2前3列的结果,我们认为广告宣传带来的轰动效应能够增加投资者对于公司的关注,更多的关注使得公司与投资者之间的信息不对称降低,从而降低了公司债务融资成本。

(三) 信息不对称的中介作用

虽然广告支出能够降低债务融资成本,但这种效应可能是由其他因素造成的,比如,广告支出增加了公司未来的盈利能力,从而使得债权人放松债务条款。本部分我们将验证广告支出确实通过降低信息不对称来降低债务融资成本。我们沿用Baron和Kenny提出的三步法检验中介效应^[18]。首先,我们将债务融资成本对信息不对称代理变量进行回归;其次,我们在该模型中加入广告支出代理变量,观察广告支出的系数是否符合理论预期,并检验信息不对称代理变量是否发生显著变化。其中模型的控制变量与模型(2)一致。结果如表3所示。

表2 广告宣传与信息不对称

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>analyst</i>	<i>error</i>	<i>rating</i>	<i>cost</i>
<i>advertise</i>	2.389*** (11.16)	-0.848** (-2.55)	0.0533*** (5.58)	-1.891*** (-7.38)
<i>asset</i>	3.958*** (18.52)	0.506 (1.52)	0.0731*** (4.75)	-0.398 (-1.47)
<i>leverage</i>	-18.37*** (-7.21)	37.05*** (9.29)	-0.454*** (-4.16)	8.258*** (2.60)
<i>grow</i>	-0.332 (-0.67)	0.188 (0.24)	0.00884 (0.45)	0.680 (1.10)
<i>soe</i>	-0.314 (-0.34)	-2.878** (-1.98)	0.231*** (5.31)	-1.328 (-1.19)
<i>first</i>	0.0247 (0.92)	-0.0548 (-1.30)	0.00270** (2.08)	-0.160*** (-4.66)
<i>direct</i>	1.080*** (4.72)	-0.124 (-0.35)	0.0175 (1.57)	-0.682** (-2.48)
<i>ind</i>	-2.236 (-1.00)	4.468 (1.28)	0.0498 (0.48)	0.371 (0.14)
<i>dual</i>	-1.103 (-0.84)	-1.524 (-0.74)	-0.128** (-2.34)	1.021 (0.65)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
<i>constant</i>	-23.82*** (-2.76)	17.80 (1.33)	0.871*** (2.94)	82.86*** (9.04)
N	1923	1898	867	1838
R ²	0.358	0.126	0.210	0.199

注:其中*、**、***分别代表在10%、5%、1%水平上显著,下同。

表3第1列、第3列、第5列报告了 *analyst*、*error*、*rating* 对 *cost* 的影响。我们发现,债务融资成本随着分析师跟踪数目的增加而降低,随着证券分析师预测偏差的增加而增加,随着信息披露质量的增加而降低,这与理论的预测一致,

表3 广告、信息不对称与债务融资成本检验结果表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	COST	COST	COST	COST	COST	COST
<i>analyst</i>	-0.106*** (-3.41)	-0.0755** (-2.40)				
<i>error</i>			0.0378** (2.00)	0.0288 (1.53)		
<i>rating</i>					-4.276*** (-2.61)	-1.602 (-0.93)
<i>advertise</i>		-1.518*** (-5.53)		-1.576*** (-5.81)		-2.379*** (-4.71)
差异性检验		23.56***		6.48**		20.35***
N	1 446	1 446	1 434	1 434	801	676
R ²	0.195	0.212	0.194	0.213	0.228	0.235

注:由于篇幅限制,回归结果未报告控制变量的相关结果,感兴趣的读者可向作者索要。

即信息不对称水平越高,债务融资成本越高。我们在表3第2列、第4列、第6列加入广告支出 *advertise* 作为解释变量,发现 *advertise* 的系数显著为负,即广告支出降低了债务融资成本。进一步地, *analyst*、*error*、*rating* 系数的绝对值和显著性水平降低。我们分别对表3第1列和第2列、第3列和第4列、第5列和第6列中的信息不对称代理变量的系数做卡方检验,结果表明,加入广告支出后,三个代理变量的系数发生了显著性变化,说明广告支出在信息不对称和债务融资成本的关系中起到了中介效应。结合系数的方向,表3的结果可以说明广告支出确实通过降低信息不对称水平降低债务融资成本,进一步验证了假设2。

(四) 广告宣传与债务融资成本关系的进一步检验

本部分主要研究不同所有制、不同的法律环境和信任水平的情况下,广告支出对债务融资成本的异质性效应,回归结果如表4中第1列-第6列所示。前两列报告了不同所有制情况下广告宣传对于融资成本的影响。可以看出,广告支出 *advertise* 对于非国有企业债务融资成本的影响更大。两组回归结果中 *advertise* 的系数差异性检验的卡方值为4.28,并在5%水平上显著。上述结果说明广告宣传降低债务融资成本的效果对于非国有企业而言更大。这与假设3一致,说明广告宣传对于受信贷歧视影响的非国有企业的正面影响更大,可以在更大程度上降低非国有企业的融资成本。

表4中第3列、第4列两列汇报了不同法律环境下广告支出对债务融资成本的影响。从广告支出的系数看,高法律环境组的系数绝对值高于低法律环境组,并且两组系数的差异性检验在1%水平上显著。这意味着,广告支出在较好的法律环境下能够更好地发挥作用,这与假设3一致。

表4 广告宣传与债务融资成本关系的进一步检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国有组	非国有组	高法律环境水平	低法律环境水平	高信任水平	低信任水平	低ROA	高ROA
<i>advertise</i>	-1.286*** (-4.29)	-2.797*** (-5.68)	-2.766*** (-7.45)	-0.996*** (-2.80)	-2.872*** (-7.10)	-1.062*** (-3.21)	-2.438*** (-7.16)	-1.085** (-2.55)
差异性检验		4.28**		9.19***		9.21***		5.53**
N	1 194	644	879	959	813	1 025	970	868
R ²	0.205	0.257	0.291	0.209	0.285	0.220	0.249	0.171

注:本表主要按照所有制、法律环境、信任水平和公司ROA分组并且沿用方程(2)进行回归。由于篇幅限制,回归结果未报告控制变量的相关结果,感兴趣的读者可向作者索要。

表4第5列、第6列将总样本按照信任水平的中值进行划分。从广告支出的系数看,高信任水平组的系数绝对值高于低信任水平组,并且两组系数的差异性检验在1%水平上显著。这一结果说明,在信任程度更高的地区,广告宣传降低融资成本的作用更大,同样验证了假设3。

(五) 广告时机与广告支出的融资效应

除了广告支出规模能够影响广告宣传的效果外,进行广告宣传的时机也会对广告宣传的效果产生影响。通常地,公司在危机时刻需要更多地提振市场信心,而此时的广告公关策略变得十分关键。^① 基于此,本文将从不同盈利水平下广告宣传的异质效应角度探讨广告宣传的时机选择问题。

表4中第7列-第8列按照ROA中值进行分组,并验证在不同的盈利水平下广告宣传对于债务融资成本的影响。可以看出,与高盈利能力的组相比,低盈利能力组广告的系数绝对值更大,即广告宣传对于具有较低盈利能力的公司而言在更大程度上降低债务融资成本,这与假设^②一致。并且说明,广告宣传对于低盈利水平的公司效果更好,即对于盈利能力出现瓶颈的公司而言,广告宣传可以作为向市场传递信号、提升市场信心、降低融资成本的有效手段,公司在进行广告宣传时应当充分考虑现有的盈利状况,选择合适的时机进行广告宣传。

(六) 稳健性检验

对于本文结果一个潜在的担忧是,广告宣传可能是内部人谋取私利的手段。Joseph和Wintoki的研究发现,公司在大额广告宣传后内部人交易明显增加,他们将其归结为广告宣传恶化了信息不对称,从而使内部人拥有更多的机会攫取私利^[19]。如果真的如此,那么广告支出应当加剧信息不对称问题,这与表2的结果不符。此外,如果广告使内部人私利增加,那么大额广告支出后公司的股票收益水平会降低。为了验证广告宣传是否属于内部人获取私利的手段,我们沿用Chemmanur和Yan的思路,用下一年度的股票收益对本期的广告支出进行回归^[20]。结果发现,广告宣传有利于提高下一期的股票收益,这说明广告宣传通过降低信息不对称对公司价值带来的正面效果高于由于高管私利带来的负面影响,证实了本文结果的稳健性。

六、主要结论和启示

本文研究了广告宣传对信息不对称以及债务融资成本的影响。结果发现,广告宣传能够降低信息不对称水平,并能通过降低信息不对称降低债务融资成本,这与有限注意理论一致。进一步的研究说明,对于非国有企业以及在绩效较差的时机进行广告宣传的企业而言,广告宣传对于债务融资成本的降低作用更大。而地区法律环境越好、受信任水平越高,广告宣传对于公司融资成本的降低作用越好。我们的结果意味着,广告宣传能够吸引投资者的关注,从而降低信息不对称和债务融资成本。同时,对于那些受到信贷歧视的公司以及不受市场关注的差绩效公司而言,广告降低债务融资成本的效果更好。最后,完善制度环境有利于广告效应的进一步发挥。

本文的研究表明,广告宣传可以作为公司提高自身透明度、降低融资成本的有效手段。同时,对于那些不受关注的公司、信贷受歧视的公司而言,广告对于融资的影响更大,说明广告宣传可以作为这一类公司扭转不利局面、获取外部资金支持的途径。最后,更优的法律制度和信任水平有利于广告宣传作用的进一步发挥。我们预计,随着制度环境的逐步优化,广告宣传的正面效应将逐步强化,从而会有更多的公司进行广告宣传,这也符合最近几年上市公司对于天价广告冠名权有增无减的追捧行为。这也说明,广告宣传作用的有效发挥需要完善的法律法规制度作为支持。需要注意的是,广告宣传既能降低信息不对称和融资成本,也能消耗公司的现金流,所以对于广告支出的规模应当在企业可承受范围内结合自身情况进行权衡,防范过度的广告支出行为。

最后,我们的研究拓展了行为金融理论与公司财务理论的研究视角,为学界进一步探讨公司财务行为(包括广告投资等)与市场效应提供了证据。公司如何通过特定的行为引导市场反应从而最大

^①此处非常感谢匿名评审专家的建设性意见。

^②由于篇幅限制,本文未报告稳健性分析检验结果表,有兴趣的读者可向作者索要。

化公司利益需要进一步的探讨与分析。

参考文献:

- [1] Barber B, Odean T. Do investors trade too much? [J]. *American Economic Review*, 1999, 89(1):1279-1298.
- [2] Barber B M, Odean T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors[J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 21(2):785-818.
- [3] Grullon G, Kanatas G, Weston J P. Advertising, breadth of ownership, and liquidity[J]. *Review of Financial Studies*, 2004, 17(2):439-461.
- [4] Chemmanur T, Yan A. Product market advertising and new equity issues[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(1):40-65.
- [5] 饶育蕾, 王建新, 丁燕. 基于投资者有限注意的“应计异象”研究——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. *会计研究*, 2012(5):59-66.
- [6] 醋卫华, 李培功. 国内媒体吹口哨了吗? [R]. 工作论文, 2010.
- [7] 张晓岚, 沈豪杰, 杨默. 内部控制信息披露质量与公司经营状况——基于面板数据的实证研究[J]. *审计与经济研究*, 2012(2):64-73.
- [8] Easley D, Ohara M. Information and the cost of capital[J]. *The journal of finance*, 2004, 59(4):1553-1583.
- [9] 于富生, 张敏. 信息披露质量与债务成本——来自中国证券市场的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2007, 22(5):93-96.
- [10] 郭桂花, 池玉莲, 宋晴. 市场化进程, 会计信息质量与融资约束的相关性分析——基于最终控制人的视角[J]. *审计与经济研究*, 2014(1):68-76.
- [11] 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.
- [12] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. *金融研究*, 2009(12):137-150.
- [13] Flannery M J, Kwan S H, Nimalendran M. Market evidence on the opaqueness of banking firms' assets[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 71(3):419-460.
- [14] 权小锋, 吴世农. CEO 权力强度, 信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2010(4):142-153.
- [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] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各省区市场化相对进程 2011 年度报告 [D]. 经济科学出版社, 2011.
- [17] 张维迎, 柯荣住. 信任及其解释: 来自中国的跨省调查分析[J]. *经济研究*, 2002(10):59-70.
- [18] Baron R M, Kenny D A. The moderator - mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations[J]. *Journal of personality and social psychology*, 1986, 51(6):1173-1182.
- [19] Joseph K, Wintoki M B. Advertising investments, information asymmetry, and insider gains[J]. *Journal of Empirical Finance*, 2013, 22(1):1-15.
- [20] Chemmanur T J, Yan A. Advertising, attention, and stock returns[R]. Working Paper, 2009.

[责任编辑:高 婷]

Advertising, Information Asymmetry and Cost of Debt

LIU Haiming, CAO Tingqiu

(School of Economics, Shandong University, Jinan 250100, China)

Abstract: Based on the limited attention theory, this paper surveys the relation between advertising, information asymmetry and cost of debt. The result shows that advertising can attract investors' attention, thus lowering the financing cost of debt through mitigating the problem of information asymmetry. This result indicates that advertising can mitigate the ignorance paradox, thus decreasing the financing cost of debt. Moreover, for non-stated owned firms and those with poor performance, the advertising can lower the financing cost of debt to a larger extent. Finally, advertising effect may be stronger for firms located in regions with better legal system or social credibility.

Key Words: limited attention; information asymmetry; financing cost of debt