

企业社会捐赠:政治资本还是代理成本?

金鑫¹,雷光勇²,王文忠²

(1.浙江工业大学 经贸管理学院,浙江 杭州 310023;

2.对外经济贸易大学 国际商学院,北京 100029)

摘要:企业社会捐赠既可能是公司代理问题加重的体现,也可能是企业的政治资本投资。文章通过分析中国A股上市公司2004—2008年数据发现,一方面,企业社会捐赠表现为代理问题的加重和代理成本的增加,且在国有企业更加突出;另一方面,社会捐赠成为企业的政治投资战略及获取资源的有效方式,非国有企业通过捐赠获取的政治资本更多,且在制度环境较好的地区获取政治资本的能力更强。

关键词:社会捐赠;政治资本;代理成本

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2014)05-0122-11

一、引言

社会捐赠已经成为中国企业履行社会责任与提升自身形象的重要方式。调查表明,有90%的中国企业不同程度地参与了各种社会捐赠。企业捐赠不仅能够为社会发展作出贡献,还可以为企业提升品牌形象、获得政府资助、降低法律风险等提供有力支撑。作为社会财富的一种非生产性转移现象,捐赠长期受到国内外学术界与实务界的广泛关注。捐赠主要出于战略、声誉、利他、政治和管理效用等动机(Haley, 1991; Neiheisel, 1994; Campbell等, 1999; Saiia等, 2003; Brammer和Millington, 2005),其中战略、声誉和政治动机可归结为公司获取整体利益的战略性动机,管理效用动机是管理者获取个人利益的动机,利他动机则是两者的“初衷”。观察上述捐赠动机的结果往往需要较长的时期且很难直观识别,已有研究对捐赠给企业带来的经济后果的直接关注甚少。我们认为,在缺乏有效公司治理机制的情况下,如果企业管理者利用捐赠谋取个人利益或实现个人政治目标,那么捐赠就会演变成公司的代理问题。尽管企业管理者可能出于利己动机进行捐赠,但捐赠客观上却能为企业带来声誉并极有可能获得政府的认同与支持,此时捐赠无形中就成为企业的政治资本投资。因此,企业社会捐赠究竟是导致了公司代理问题加重,或是使企业获取了政治资本,还是两者兼而有之?这是本文关注的焦点问题。

Cooper等(2010)分析了1979—2004年美国公司对本国政治活动的捐赠特点,发现政治捐赠行为能够为企业建立一种政治联系,从而带来正的未来收益。因此,捐赠是企业与政府建立政治联系的一种有效途径,并能有效提升企业绩效与价值(Su和He, 2010)。然而,

收稿日期:2013-10-31

作者简介:金鑫(1985—),女,浙江嵊州人,浙江工业大学经贸管理学院讲师,博士;

雷光勇(1966—),男,湖南常德人,对外经济贸易大学国际商学院教授,博士生导师;

王文忠(1985—),男,河南滑县人,对外经济贸易大学国际商学院博士研究生。

也有研究(Bertrand等,2006;Fan等,2007;Boubakri等,2008;Fisman等,2012)发现,政府官员的寻租行为会给有政治关联的企业带来成本或负担,甚至造成企业经营效率低下、经营业绩持续恶化。因此,公司将政治捐赠作为建立政治联系的投资活动也会加重企业的代理问题,其具体表现形式是政治捐赠使公司的年超额收益减少(Aggarwal等,2009)。

2008年汶川大地震后中国企业慷慨的慈善捐赠引起了学者对中国企业捐赠行为的强烈关注。山立威等(2008)和黄敏学等(2008)认为,企业出于提高声誉以获取广告效应的经济动机而进行捐赠。但关于中国企业捐赠行为影响因素的大部分研究(贾明和张喆,2010;梁建等,2010;Su和He,2010;高勇强等,2011)发现,与政府建立联系并获得政府利益是企业慈善捐赠的主要动机,且民营企业尤为明显;高勇强等(2012)还发现,民营企业在很大程度上将慈善捐赠当作内在社会责任缺失的“遮羞布”,以掩盖或转移社会对企业“血汗工厂”的关注。郭剑花(2012)则认为,地区市场化程度会影响企业的捐赠行为,且国有企业的捐赠具有“摊派”性质,而民营企业尤其是直接上市民营企业的捐赠是其“自愿”行为。对于捐赠活动的经济后果,基于汶川大地震这一特定捐赠背景,已有研究(杜兴强和杜颖洁,2010;方军雄,2011)发现,企业的捐赠活动能够提升累计超常收益率、会计业绩和市场绩效;薛爽和肖星(2011)还发现,与未捐赠企业相比,民营企业在捐赠后获得了银行贷款和税收方面的更多优惠。张敏等(2013)发现,企业的慈善捐赠具有明显的政企纽带效应,且这种效应在国有企业和市场化程度较低的省份更明显。

本文着力于对比研究企业社会捐赠^①的两种经济后果,即企业捐赠是加重了公司代理问题还是一种有效的政治资本投资,以及这两种经济后果在最终控制人性质^②不同的企业中和不同制度环境下的差异。本文通过手工收集我国A股上市公司2004—2008年的社会捐赠数据研究发现,与非国有企业相比,社会捐赠行为使国有企业的代理问题变得更加严重,给企业带来的政治资本较少;同时,随着地区市场化程度的提高,捐赠给企业带来的政治资本在国有与非国有企业之间的差异增大。本文的贡献主要体现在:(1)依据捐赠动机将企业社会捐赠的经济后果分为代理成本与政治资本两类,并分别对这两类后果进行了经验检验;(2)考虑到中国地区发展不平衡的实际情况及最终控制人性质不同的上市公司特征存在明显差异,将制度环境和最终控制人性质作为调节变量,进一步考察了企业社会捐赠经济后果的差异;(3)丰富了关于中国特有市场情境下企业捐赠行为特征的文献。

二、理论分析与研究假设

尽管中国政治制度不允许企业进行直接的政治捐赠,但在中国转轨背景下,由于多数重要的稀缺资源仍掌握在政府手中,获得政府的关注和支持对企业的可持续发展至关重要。企业有可能迎合政府的特定需求,帮助政府解决一些急迫的困难,从而企业行为表现出政府行为的特征。作为企业有效获取非生产性利益的一种政府导向行为,公益性社会捐赠主要通过树立企业良好形象来获得公众认可和政府关注。此外,政府官员的寻租行为可能催生企业更为积极的社会捐赠,社会捐赠可能成为企业管理层利用公司资产进行的一种政治投资。公司管理

^①由于西方国家明确认可企业对政治事务如选举等的政治捐赠,而在中国,这种赤裸裸的政治捐赠行为并不被接受,因此本文主要讨论的是中国上市公司直接的社会捐赠行为,但研究发现企业往往将这种社会捐赠作为一种隐性的政治捐赠行为,并由此获得政治资本。

^②本文将上市公司分为国有与非国有两类,其中实际控制人为国有法人的为国有企业,而实际控制人为个人或社会团体的则为非国有企业。

层过度的、不必要的捐赠可能仅仅是为了提升自身的“公益声誉”，追求个人效用最大化而非企业利润最大化(Williamson, 1963)，这种非效率投资会加重企业的代理问题。

有效的公司治理机制能够缓解企业的代理问题，但公司治理机制在不同类型企业中的作用效果不同。在中国转轨背景下，国有企业代理链条延长和两权分离的程度一般高于非国有企业，而且国有企业管理层大多有利用企业发展业绩获取个人政治仕途的动机，管理层在注重通过经营业绩传递其个人能力信号的同时，更希望通过社会捐赠来谋求个人的未来发展。而非国有企业的管理层通常就是大股东，他们希望自己辛苦创立的企业能够长期可持续发展，从而更多地关注如何获取实际经济利益，捐赠对他们来说更多的是企业利润最大化目标下的一种投资战略，而非获取个人利益及效用的手段。由此，我们提出以下假设：

假设 1：相对于非国有企业，国有企业的社会捐赠产生的代理成本较高。

政治战略在企业整体战略中占据突出位置，整合市场战略和政治战略对企业持续发展非常重要(Baron, 1997)。Bertrand 等(2006)发现，建立政治联系虽然会损害企业经营绩效，但能使其获得更多的税收优惠和补贴收入。因此，建立政治联系成为企业重要的政治战略。国有企业源于固有的政治联系往往可以得到更多的政治资源，而非国有企业则试图通过各种渠道建立政治联系。Su 和 He(2010)对中国民营企业的研究表明，企业的慈善捐赠有助于建立政治联系并借此获得融资便利、避免管制等，进而提升企业绩效。同时，政府通常也会赞许企业的社会捐赠行为，因为政府支出和企业捐赠互为替代品(Navarro, 1988)，企业捐赠能够起到节约政府财政支出的作用。有关非国有企业政治关联的研究(Fan 等, 2007; Boubakri 等, 2008)表明，一旦非国有企业与政府或官员建立了某种政治联系，这种联系就很可能成为政府持续干预非国有企业的重要通道，非国有企业会承担一些社会和政治任务。因此，面对政府和社会方面的压力，民营企业会进行更多的“自愿捐赠”(梁建等, 2010; 高勇强等, 2011; 薛爽和肖星, 2011)。政府会对非国有企业通过捐赠为其“分忧”给予相应的回馈，如银行贷款和税收方面的优惠(薛爽和肖星, 2011)以及更多的补贴收入(张敏等, 2013)。

国有企业的捐赠本身就是政府履行社会责任的一种体现，具有“摊派”性质(郭剑花, 2012)，政府往往不需要对国有企业的摊派进行直接而明确的补偿。同时，政府希望利用非国有企业的社会捐赠来减轻其财政支出压力，因而有动力激励非国有企业积极捐赠，其最有效的激励措施便是给予非国有企业更多的政策支持和企业家更高的社会政治地位，此时非国有企业及其企业家可能获得更多的政府对其“产权”的保护(Su 和 He, 2010)。由此，我们提出以下假设：

假设 2：相对于国有企业，非国有企业通过捐赠获取政治资本的能力较强。

任何企业都处在特定制度环境中，企业行为大多内生于特定制度环境。处于转轨时期的中国面对地区发展不平衡的现状，加之实行经济分权和政治集权的非对称体制，不同地区的制度环境为企业带来的机会和资源存在很大差异，从而企业利用制度安排获取资源的方式及有效性必然也存在差异。在市场化程度较低的地区，政府拥有的发展本地经济的资源相对较少，其为实现政治目标而更可能干预企业行为、侵占企业利益。因此，在市场化程度较低的地区，企业的捐赠行为更多地被理解成企业缓解政府财政支出压力的“义举”。而在市场化程度较高的地区，政府通常掌握着较为充裕的发展资源，从而有能力对积极履行社会责任、主动为政府分担责任的企业给予政治嘉奖。因此，捐赠行为给企业带来的经济收益和政治收益会使其越发进行自主的战略捐赠(郭剑花, 2012)。

政府对国有企业和非国有企业的干预程度存在很大差异。郭剑花(2012)发现，地区市

场化程度越高,国有企业的捐赠越少,而民营企业的捐赠越多。政府在与国有企业的契约关系中既是“裁判员”又是“运动员”,而在与非国有企业的契约关系中则仅扮演了“裁判员”的角色。因此,与国有企业相比,政府对非国有企业的承诺更不容易失信(Hart等,1997)。即在市场化程度较高的地区,相对于国有企业,非国有企业更能有效地通过社会捐赠获取政治资本。由此,我们提出以下假设:

假设3:相对于国有企业,市场化程度较高地区的非国有企业通过社会捐赠获取政治资本的能力更强。

三、研究设计与描述性统计

(一)样本选择与数据来源

我们从上市公司年报中手工收集了我国A股上市公司2004—2008年的社会捐赠和补贴收入数据,其中捐赠数据主要来源于年报附注中营业外支出的公益性捐赠支出项。由于新企业会计准则的实施,2004—2006年的补贴收入数据来源于年报中的补贴收入项,2007—2008年的补贴收入数据来源于年报附注中营业外收入的政府补助项。计算代理成本变量时涉及的Fama-French三因子模型数据和股票收益率数据来源于RESSET数据库;机构投资者数据来源于WIND数据库;市场化指数数据来源于樊纲等(2011)的研究;地方财政收支数据来源于国家统计局网站;其他的公司治理数据和财务数据来源于CSMAR数据库。本文剔除了以下样本:(1)金融保险类上市公司;(2)财务数据缺失的观测值;(3)股票交易周数小于30周的观测值;(4)存在不合理数据(如第一大股东持股比例、机构投资者持股比例大于1等)的观测值。我们最终获得了1206家上市公司的5662个观测值,其中捐赠额大于0的观测值有3520个,未进行捐赠的观测值有2142个。本文对连续变量进行了上下1%的缩尾(winsorize)处理。

(二)变量设定

1. 被解释变量。管理层的非效率捐赠会导致企业失去投资更有价值项目的能力,从而降低经营效率,影响公司收益。^①因此,借鉴Aggarwal等(2009)的研究,本文认为捐赠对超额收益(ER)的负面影响越大,企业社会捐赠行为中的代理问题越严重。吴世农和许年行(2004)发现,三因子模型比CAPM模型更能解释股票截面收益的变化。因此,本文采用Fama-French三因子模型计算个股超额收益。具体模型如下:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{1i}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{2i}SMB_t + \beta_{3i}HML_t + \epsilon_{it}$$

$$ER_{it+1} = (R_{it+1} - R_{ft+1}) - [\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_{1i}(R_{mt+1} - R_{ft+1}) + \hat{\beta}_{2i}SMB_{t+1} + \hat{\beta}_{3i}HML_{t+1}]$$

其中, R_{it} 为股票*i*第*t*月的收益率, R_{ft} 为第*t*月的无风险收益率, $R_{mt} - R_{ft}$ 为市场溢价因子, SMB_t 为市值因子, HML_t 为账面市值因子。由于数据库中的数据是月度数据,我们首先使用计量年度以前60个月的数据估计三因子模型的系数,然后根据系数估计值计算股票*i*当年第*t*月的超额收益,最后根据月超额收益,以每家上市公司每个月的总市值作为权重计算年超额收益。

本文采用计划外补贴收入^②(SBSD)来反映企业通过捐赠获得的政治资本。捐赠行为

^①本文考察的社会捐赠并不是针对特定自然灾害事件的,捐赠产生的代理问题通常不会在捐赠后的较短时间内明显显现,因此本文认为采用一个财务年度较为合理。

^②本文中的补贴收入是指剔除与公司正常经营业务密切相关,符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助之后的计入当期损益的政府补助,这部分补贴收入通常是企业通过政治战略获得的。

不仅是企业履行社会责任的善行,在某种程度上也是减轻政府财政支出压力的“仁义”之举,政府自然应该对企业的挺身相助予以回报,而补贴是政府回报企业最直接的方式,尤其是地方政府为企业提供政策保护的主要方式(陈冬华,2003)。国有企业进行社会捐赠与政府使用财政收入做慈善有异曲同工之处,政府并不会为国有企业的“义举”给予额外的回报,而非国有企业的慷慨解囊则往往会得到政府施与的丰厚回报。

2. 解释变量。本文主要采用企业每年社会捐赠数额的自然对数(DON)来反映企业的捐赠行为。本文手工收集的捐赠数据来源于上市公司公开发布的信息,既包括企业的现金捐赠,也包括可明确计价的物资捐赠。如果年报中无社会捐赠数据披露,则 DON 取 0。

3. 控制变量。参照 Aggarwal 等(2009)、Cooper 等(2010)以及张敏等(2013)的研究,本文选取了以下控制变量:(1)公司治理结构,采用第一大股东持股比例(OWN)、机构投资者持股比例($INST$)、董事会规模($BOARD$)以及 CEO 与董事长是否由同一人担任($CEOC$)这四个指标来控制公司治理结构对企业代理问题的影响。(2)公司规模($SIZE$),用期末总资产的自然对数来衡量。(3)资本结构(LEV),用资产负债率来衡量。(4)盈利性(ROA),采用当年营业利润与年末资产的比值来衡量。(5)资金流动性(FCF),采用自由现金流来衡量, $FCF = \text{未分配利润} + \text{折旧与摊销} - \text{现金股利} + \text{当期增加的营运资本}$ 。(6)投资能力(INV),采用企业当年投资活动产生的现金流量净额与年末资产的比值来衡量。(7)资本回报率(MB),即市场价值与账面价值之比。(8)地方财政赤字水平($DEFICIT$),用地方财政收入与地方财政支出的比值来控制上市公司所在地区政府的财政资源配置能力。^①(9)行业虚拟变量(IND)和年度虚拟变量($YEAR$)。

4. 调节变量。鉴于中国地区经济发展不平衡的实际情况及最终控制人性质不同的上市公司特征存在明显差异(贾明和张喆,2010),本文选取了地区市场化进程指数(MKT)(樊纲等,2011)和最终控制人性质(CP)这两个调节变量来考察两者是否对企业社会捐赠的经济后果产生显著影响。我们依据樊纲等(2011)的市场化指数,以该指数的样本中位数为界,如果大于或等于中位数,则 MKT 取值为 1,否则取值为 0。

(三)模型设计

本文建立模型(1)检验假设 1、模型(2)检验假设 2 和假设 3:

$$ER = \beta_0 + \beta_1 DON + \beta_2 CP + \beta_3 DON \times CP + \beta_4 OWN + \beta_5 INST + \beta_6 BOARD + \beta_7 CEOC + \beta_8 SIZE + \beta_9 ROA + \beta_{10} LEV + \beta_{11} FCF + \beta_{12} INV + \beta_{13} MB + \sum \beta_{13+j} IND_j + \sum \beta_{24+k} YEAR_k + \epsilon \quad (1)$$

$$SBSD = \beta_0 + \beta_1 DON + \beta_2 CP + \beta_3 DON \times CP + \beta_4 MKT + \beta_5 DON \times MKT + \beta_6 DON \times CP \times MKT + \beta_7 SIZE + \beta_8 ROA + \beta_9 LEV + \beta_{10} FCF + \beta_{11} INV + \beta_{12} MB + \beta_{13} DEFICIT + \sum \beta_{13+j} IND_j + \sum \beta_{24+k} YEAR_k + \epsilon \quad (2)$$

其中,模型(1)采用 OLS 方法进行估计,而考虑到补贴收入数据的分布特点,模型(2)采用 Tobit 模型^②进行估计。

(四)描述性统计

^①根据样本区间各省或直辖市的地方财政收入与支出数据,所有地方政府均存在财政赤字,即该指标小于 1。因此,该指标越小,表明赤字越严重,政府可以分配给企业的财政资源越少。

^②Tobit 模型主要用来检验具有如下数据特征的因变量:总体中因变量的值大于 0 时可被观测到,而不能被观测到的则取值为 0。由于仅能获得年报中有披露时的上市公司计划外补贴收入数据,而将没有披露相关数据的观测值取 0,但这并不表示年报中没有披露相关信息的上市公司的实际计划外补贴收入为 0,因此本文采用 Tobit 模型来检验研究假设。

表 1 给出了本文主要变量的描述性统计结果。年超额收益 *ER* 的均值(中位数)约为 0.0070(0.0027),5 662 个观测值中有 3 173 个的 *ER* 大于 0,说明超过 50%获得了正的超额收益。5 662 个观测值中有 3 520 个的捐赠数额变量大于 0,说明许多企业并非只是在突发性自然灾害事件发生时才进行公益性捐赠,而是将社会捐赠作为应履行的社会责任。第一大股东持股比例 *OWN* 的均值(中位数)为 0.3752(0.3537),表明中国上市公司第一大股东持股比例偏高。约有 10.6%的公司 *CEO* 与董事长由同一人担任,约有 30.25%的企业是非国有企业。

表 1 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	观测值
<i>ER</i>	0.0070	0.0302	-0.1537	0.0027	0.8654	5 662
<i>SBSD</i>	8.3014	7.5404	0	12.4459	18.7635	5 662
<i>DON</i>	7.5272	6.0671	0	10.3090	16.1989	5 662
<i>OWN</i>	0.3752	0.1547	0.0927	0.3537	0.7270	5 662
<i>INST</i>	0.2822	0.2708	0	0.2278	0.9076	5 662
<i>BOARD</i>	9.6856	2.2205	4	9	23	5 662
<i>CEOC</i>	0.1056	0.3074	0	0	1	5 662
<i>SIZE</i>	21.3590	1.0498	18.8266	21.2996	24.3529	5 662
<i>ROA</i>	0.0225	0.0879	-0.3996	0.0292	0.2238	5 662
<i>LEV</i>	0.5384	0.2498	0.0825	0.5294	1.8814	5 662
<i>FCF</i>	2.8748	9.1796	-15.0726	1.1368	60.2696	5 662
<i>INV</i>	-0.0537	0.0793	-0.3021	-0.0393	0.1691	5 662
<i>MB</i>	2.9701	3.4112	-6.1767	1.9887	21.3987	5 662
<i>DEFICIT</i>	0.6284	0.2116	0.0649	0.6297	0.9509	5 662
<i>CP</i>	0.3025	0.4594	0	0	1	5 662

四、实证结果与分析

(一)模型回归结果

表 2 结果显示,在不考虑公司治理变量的情况下,全样本中企业捐赠与年超额收益在 5%水平上显著负相关,说明企业的捐赠行为会降低其超额收益。在子样本检验中,非国有企业捐赠与年超额收益负相关但不显著,而国有企业中两者在 5%水平上显著负相关,说明国有企业社会捐赠数额的增加会导致超额收益降低。为了保证结果的可靠性和稳健性,本文对两个子样本进行了 *Chow* 检验,结果表明,两个子样本确实存在显著的结构性差异。在控制公司治理结构影响后,我们得到了类似的结果:全样本中企业捐赠与年超额收益在 5%水平上显著负相关,非国有企业捐赠与年超额收益负相关但不显著,而国有企业中两者在 10%水平上显著负相关,同时 *Chow* 检验也证实了两个子样本存在结构性差异。这说明在有效控制公司治理因素后,国有企业社会捐赠数额的增加仍会导致超额收益显著降低,这一关系在非国有企业中却不存在,从而假设 1 得到验证,即企业社会捐赠是一种代理问题的体现,这种代理问题在国有企业中尤为突出。

表 2 模型(1)回归结果

	不控制公司治理结构			控制公司治理结构		
	全样本	非国有企业	国有企业	全样本	非国有企业	国有企业
<i>Constant</i>	-0.0013 (0.0103)	0.0253 (0.0229)	-0.0189 (0.0117)	0.0092 (0.0104)	0.0298 (0.0234)	-0.0052 (0.0117)
<i>DON</i>	-0.0002** (0.0001)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002** (0.0001)	-0.0002** (0.0001)	-0.0002 (0.0002)	-0.00014* (0.0001)
<i>OWN</i>				-0.0004 (0.0026)	-0.0009 (0.0068)	0.001 (0.0027)
<i>INST</i>				0.0162*** (0.0017)	0.0188*** (0.0036)	0.0152*** (0.0019)
<i>BOARD</i>				-0.0001 (0.0002)	-0.0002 (0.0005)	-0.00004 (0.0002)
<i>CEOC</i>				-0.0002 (0.0012)	-0.0017 (0.0022)	0.0005 (0.0015)
<i>SIZE</i>	-0.0005 (0.0005)	-0.0020* (0.0011)	0.0005 (0.0006)	-0.0010** (0.0005)	-0.0022* (0.0012)	-0.0002 (0.0006)
<i>ROA</i>	0.0720*** (0.0067)	0.0903*** (0.0131)	0.0602*** (0.0072)	0.0614*** (0.0067)	0.0804*** (0.0130)	0.0492*** (0.0073)
<i>LEV</i>	0.0148*** (0.0022)	0.0191*** (0.0040)	0.0102*** (0.0026)	0.0149*** (0.0022)	0.0199*** (0.0041)	0.0103*** (0.0026)
<i>FCF</i>	-0.00005 (0.0001)	0.0001 (0.0002)	-0.0001 (0.0001)	-0.00004 (0.0001)	0.0001 (0.0002)	-0.0001 (0.0001)
<i>INV</i>	-0.0199*** (0.0056)	-0.0144 (0.0094)	-0.0223*** (0.0072)	-0.0150*** (0.0056)	-0.0085 (0.0096)	-0.0180** (0.0070)
<i>MB</i>	0.0021*** (0.0002)	0.0020*** (0.0004)	0.0021*** (0.0003)	0.0020*** (0.0002)	0.0019*** (0.0004)	0.0020*** (0.0003)
<i>Adj. R²</i>	0.104	0.103	0.106	0.116	0.111	0.121
<i>F</i>	14.45***	5.041***	13.66***	17.06***	6.363***	15.14***
<i>N</i>	5 662	1 713	3 949	5 662	1 713	3 949
<i>Chow 检验</i> ^① <i>F</i>		1.9799***			1.7547***	

注:括号内为标准差,***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;限于篇幅,表中未列示年度虚拟变量(YEAR)和行业虚拟变量(IND)的估计结果。下表同。

表 3 结果显示,全样本及子样本中捐赠与计划外补贴收入都在 1%水平上显著正相关,说明企业社会捐赠数额越多,其获得的计划外补贴收入越多。全样本中在考虑企业最终控制人性质的这一调节变量的情况下,交互项系数在 1%水平上显著为正,表明相对于国有企业,非国有企业的社会捐赠数额与计划外补贴收入之间的正相关关系更强。这一结果支持了假设 2,即相对于国有企业,非国有企业通过社会捐赠获得政治资本的能力更强。全样本中在同时考虑最终控制人性质的市场化程度这两个调节变量的情况下,三者的交互项系数在 5%水平上显著为正,这一结果支持了假设 3,即非国有企业捐赠数额与补贴收入的正相关关系强于国有企业,而且在制度环境较好的地区更加明显。这主要是因为国有企业的最终控制人是政府,政府对其保护通常强于非国有企业,因此政府会首先将资源分配给国有企业,若仍有富余,才会分配给非国有企业,而且在市场化程度高的地区,非国有企业能获得更多收益。

表 3 中资产负债率在非国有企业中与计划外补贴收入在 5%水平上显著负相关,而在国有企业中在 5%水平上显著正相关;此外,国有企业中自由现金流与计划外补贴收入在

①Chow 检验可以检验估计模型在不同截面上的结构稳定性。

1%水平上显著负相关,这一关系在非国有企业中则不显著。这说明非国有企业具有较强的偿债能力是政府给予其资源资助的重要因素,政府对非国有企业的补贴在某种程度上是一种奖励,而政府往往会为偿债能力较弱、自由现金流较少的国有企业提供补贴,以缓解国有企业的资源约束。

表 3 模型(2)回归结果

	非国有企业		国有企业		全样本	
<i>Constant</i>	-76.81*** (8.487)	-73.46*** (8.537)	-33.06*** (5.809)	-31.04*** (5.850)	-48.48*** (4.807)	-45.81*** (4.836)
<i>DON</i>	0.328*** (0.0546)	0.280*** (0.0768)	0.269*** (0.0372)	0.272*** (0.0524)	0.247*** (0.0358)	0.262*** (0.0485)
<i>CP</i>					-1.364** (0.617)	-1.396** (0.618)
<i>DON×CP</i>					0.175*** (0.0611)	0.0603 (0.0764)
<i>MKT</i>		3.353*** (0.965)		2.960*** (0.689)		3.109*** (0.562)
<i>DON×MKT</i>		0.0911 (0.0976)		-0.0047 (0.0693)		-0.0242 (0.0613)
<i>DON×CP×MKT</i>						0.198** (0.0767)
<i>SIZE</i>	3.520*** (0.403)	3.578*** (0.404)	1.477*** (0.277)	1.573*** (0.278)	2.231*** (0.226)	2.314*** (0.227)
<i>ROA</i>	-5.354 (3.997)	-5.316 (4.023)	-4.023 (3.335)	-3.776 (3.345)	-4.149 (2.586)	-4.011 (2.593)
<i>LEV</i>	-3.225** (1.286)	-3.281** (1.294)	2.502** (1.177)	2.378** (1.181)	-0.614 (0.860)	-0.723 (0.863)
<i>FCF</i>	-0.0634 (0.070)	-0.0655 (0.0701)	-0.108*** (0.0262)	-0.108*** (0.0263)	-0.135*** (0.0238)	-0.133*** (0.0239)
<i>INV</i>	-0.424 (3.957)	-0.861 (3.962)	-2.216 (3.009)	-1.77 (3.021)	-2.869 (2.400)	-2.431 (2.413)
<i>MB</i>	-0.0453 (0.0852)	-0.0321 (0.0855)	0.022 (0.0793)	0.0247 (0.0796)	0.0055 (0.0583)	0.0119 (0.0585)
<i>DEFICIT</i>	10.09*** (1.410)		8.602*** (1.040)		9.304*** (0.834)	
<i>Pseudo R²</i>	0.0445	0.0438	0.0179	0.0168	0.0228	0.0219
<i>chi²</i>	386.6***	380.2***	366.7***	343.5***	663.2***	637.4***
<i>N</i>	1 713	1 713	3 949	3 949	5 662	5 662

注：地方财政赤字与市场化程度指标存在多重共线性，因此在考察市场化程度的影响时剔除了地方财政赤字指标。

(二)稳健性检验

为了保证上述回归结果的可靠性,本文从以下几个方面进行了稳健性检验:首先,捐赠对企业的影响可能在当期无法完全体现,而是体现在下一财务年度,因此本文采用 2004—2007 年上市公司的捐赠数据及相应下一年的超额收益和补贴收入数据重新对模型(1)和模型(2)进行了回归(结果见表 4)。结果表明,捐赠导致的代理后果不会持续到下一财务年度,即企业社会捐赠产生的代理问题不具有滞后效应。与补贴收入相关的滞后期回归结果与上文结论基本一致,但由于地区市场化程度不同,非国有企业与国有企业通过捐赠获取的差异化政治收益不存在跨期效应。

表 4 滞后期模型回归结果

	$ER_{t+1}(OLS)$		$SBSD_{t+1}(Tobit)$			
	非国有企业	国有企业	非国有企业	国有企业	全样本	
<i>Constant</i>	0.0949*** (0.0308)	0.018 (0.0151)	-73.01*** (10.070)	-30.43*** (6.564)	-45.00*** (5.515)	-41.93*** (5.549)
<i>DON</i>	-0.0003 (0.0002)	-0.0001 (0.0001)	0.326*** (0.0594)	0.254*** (0.0403)	0.236*** (0.0393)	0.229*** (0.0539)
<i>CP</i>					-1.458** (0.653)	-1.511** (0.654)
<i>DON</i> × <i>CP</i>					0.175** (0.0699)	0.0865 (0.0895)
<i>MKT</i>						3.027*** (0.595)
<i>DON</i> × <i>MKT</i>						0.013 (0.0699)
<i>DON</i> × <i>CP</i> × <i>MKT</i>						0.153 (0.0941)
<i>Adj. R² (Pseudo R²)</i>	0.0359	0.0236	0.0493	0.0174	0.0228	0.0219
<i>F(chi²)</i>	2.229***	3.718***	328.5***	286***	526.6***	506.5***
<i>N</i>	1 312	3 144	1 312	3 144	4 456	4 456

注：限于篇幅，表中未列示控制变量的估计结果，下表同。

其次，采用费用率(*FEE*)即管理费用和销售费用之和与营业收入之比来衡量代理成本。费用率越高说明企业代理成本越高，代理问题越严重。由于存在相关费用数据的缺失，样本量缩小为 5 475。回归结果(见表 5)显示，非国有企业中捐赠与费用率在 5%水平上显著负相关，表明非国有企业的社会捐赠显著降低了代理成本；而国有企业中两者在 1%水平上显著正相关，表明国有企业的社会捐赠显著加重了代理问题。全样本中，捐赠与最终控制人性质的交互项系数在 1%水平上显著为负，验证了假设 1。

表 5 代理成本替代变量(*FEE*)的回归结果

	非国有企业	国有企业	全样本
<i>Constant</i>	102.8*** (16.91)	76.14*** (7.76)	85.97*** (7.465)
<i>DON</i>	-0.190** (0.091)	0.115*** (0.0389)	0.164*** (0.0412)
<i>CP</i>			7.061*** (1.084)
<i>DON</i> × <i>CP</i>			-0.481*** (0.0951)
<i>Adj. R²</i>	0.405	0.273	0.341
<i>F</i>	17.84***	24.88***	32.25***
<i>N</i>	1 673	3 802	5 475

最后，股东权益小于 0(财务杠杆率大于 1)的企业完全依靠负债经营，资金链断裂导致企业破产的可能性较大，从而经营表现可能出现异常，而这可能会对模型估计结果产生较大影响。因此，本文剔除资不抵债的观测值，重新对模型(1)和模型(2)进行了回归。估计结果与上文结论仍保持一致。

五、结论与启示

本文利用手工收集的中国上市公司 2004—2008 年社会捐赠数据，研究了企业社会捐赠给上市公司带来的经济后果。结果表明，一方面，在有效控制公司治理因素后，企业社会捐赠体现为代理问题的加重和代理成本的增加，且国有企业的这类代理问题更加突出；另一方面，企业的社会捐赠数额越大，其获得的补贴收入越多，说明社会捐赠可成为企业的政治投资战略及获取资源的有效方式，相对于国有企业，非国有企业通过捐赠获取的政治资本更多，且这种优势在市场化程度较高、制度环境较好的地区更加明显。

本文拓展了对企业社会捐赠行为的研究思路，具有较为丰富的理论意义与实践价值。首先，本文发现同一捐赠行为可能出于不同动机，而这些动机并不相互排斥。同时，由于处在经济转型期的中国具有地区发展不平衡与上市公司最终控制人多元化的特点，研究企业社会捐赠行为时应考虑制度环境和最终控制人性质的差异性。其次，本文的研究结果表明，企业社会捐赠虽然会产生代理成本，但能为企业建立某种政治联系，为获取资源尤其是稀缺资源提供有效途径，同时社会捐赠在社会公众观念中是企业的善行，这也是企业树立良好形象、建立公众信任的有效投资行为。此外，企业捐赠客观上能够给需要帮助的公众带来实际效用，还可在一定程度上缓解政府在慈善方面的财政支出压力，这是一种三赢的投资策略。因此，政府应积极引导和规范企业的社会捐赠行为，为企业捐赠提供有效的政策保障，监督企业捐赠的落实和用途，确保需要帮助的社会公众从中获益，为创造三赢的局面营造良好的社会氛围和制度环境。

主要参考文献：

- [1]陈冬华.地方政府、公司治理与补贴收入——来自我国证券市场的经验证据[J].财经研究,2003,(9):5—21.
- [2]杜兴强,杜颖洁.公益性捐赠、会计业绩与市场绩效:基于汶川大地震的经验证据[J].当代财经,2010,(2):113—122.
- [3]樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2011 年报告[M].北京:经济科学出版社,2011.
- [4]方军雄.公司捐赠与经济理性——汶川地震后中国上市公司捐赠行为的再检验[J].上海立信会计学院学报,2011,(1):17—26.
- [5]高勇强,陈亚静,张云均.“红领巾”还是“绿领巾”:民营企业慈善捐赠动机研究[J].管理世界,2012,(8):106—114.
- [6]高勇强,何晓斌,李路路.民营企业社会身份、经济条件与企业慈善捐赠[J].经济研究,2011,(12):111—123.
- [7]郭剑花.中国企业的捐赠:自愿抑或摊派?——基于中国上市公司的经验证据[J].财经研究,2012,(8):49—59.
- [8]黄敏学,李小玲,朱华伟.企业被“逼捐”现象的剖析:是大众“无理”还是企业“无良”?[J].管理世界,2008,(10):115—126.
- [9]贾明,张喆.高管的政治关联影响公司慈善行为吗?[J].管理世界,2010,(4):99—113.
- [10]梁建,陈爽英,盖庆恩.民营企业的政治参与、治理结构与慈善捐赠[J].管理世界,2010,(7):109—118.
- [11]山立威,甘犁,郑涛.公司捐款与经济动机——汶川地震后中国上市公司捐款的实证研究[J].经济研究,2008,(11):51—61.
- [12]吴世农,许年行.资产的理性定价模型和非理性定价模型的比较研究——基于中国股市的实证分析[J].经济研究,2004,(6):105—116.
- [13]薛爽,肖星.捐赠:民营企业强化政治关联的手段?[J].财经研究,2011,(11):102—112.
- [14]张敏,马黎珺,张雯.企业慈善捐赠的政企纽带效应——基于我国上市公司的经验证据[J].管理世界,2013,(7):163—171.

- [15] Aggarwal R K, Meschke F, Wang T. Corporate political contributions: Investment or agency? [R]. Working Paper, University of Minnesota, 2009.
- [16] Baron D P. Integrated strategy and international trade disputes: The Kodak-Fujifilm case [J]. Journal of Economics and Management Strategy, 1997, 6(1): 291—346.
- [17] Bertrand M, Kramarz F, Schoar A, et al. Politically connected CEOs and corporate outcomes: Evidence from France [R]. Working Paper, University of Chicago, 2006.
- [18] Boubakri N, Cosse J-C, Saffar W. Political connections of newly privatized firms [J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14(5): 654—673.
- [19] Brammer S, Millington A. Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis [J]. Journal of Business Ethics, 2005, 61(1): 9—44.
- [20] Campbell L, Gulas C S, Gruca T S. Corporate giving behavior and decision-maker social consciousness [J]. Journal of Business Ethics, 1999, 19(4): 375—383.
- [21] Cooper M J, Gulen H, Ovtchinnikov A V. Corporate political contributions and stock returns [J]. Journal of Finance, 2010, 65(2): 687—724.
- [22] Fan J P H, Wong T J, Zhang T Y. Politically-connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84(2): 330—357.
- [23] Fisman D, Fisman R, Galef J, et al. Estimating the value of connections to vice-president Cheney [J]. The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy, 2012, 12(3): 1—20.
- [24] Hart O D, Shleifer A, Vishny R W. The proper scope of government: Theory and an application to prisons [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(4): 1127—1161.
- [25] Navarro P. Why do corporations give to charity? [J]. Journal of Business, 1988, 61(1): 65—93.
- [26] Saiia D H, Carroll A B, Buchholtz A K. Philanthropy as strategy when corporate charity “begins at home” [J]. Business and Society, 2003, 42(2): 169—201.
- [27] Su J, He J. Does giving lead to getting? Evidence from Chinese private enterprises [J]. Journal of Business Ethics, 2010, 93(1): 73—90.
- [28] Williamson O E. Managerial discretion and business behavior [J]. American Economic Review, 1963, 53(5): 1032—1057.

Corporate Social Donation: Political Capital or Agency Costs?

JIN Xin¹, LEI Guang-yong², WANG Wen-zhong²

(1. College of Economics and Management, Zhejiang University of Technology, Hangzhou 310023, China;
2. School of Business, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China)

Abstract: Corporate social donation may be a reflection of the aggravation of agency problem, or political capital investment. By using the data of A-share listed companies in China from 2004 to 2008, this paper arrives at the results that: on the one hand, corporate social donation is embodied by the aggravation of agency problem and the increase in agency costs, especially in state-owned enterprises; on the other hand, as a political investment strategy, it could help firms to get political resources, and non-state-owned enterprises obtain more political capital through donation and have the stronger ability of obtaining political capital in regions with better institutional environment.

Key words: social donation; political capital; agency cost (责任编辑 康健)