

# 民营企业慈善捐赠对公司价值的影响研究

## ——基于信号传递理论和资源依赖理论分析

曹萃雯

广西财经学院会计与审计学院, 广西 南宁

Email: 466327824@qq.com

收稿日期: 2020年11月23日; 录用日期: 2020年12月8日; 发布日期: 2020年12月15日

### 摘要

以2014~2019年沪深两市A股的1056家民营企业作为样本, 考察了企业慈善捐赠行为对公司价值的影响, 接着从市场和政府两条路径打开了慈善捐赠对公司价值增值作用的黑箱。实证结果表明: (1) 虽然慈善捐赠是企业真金白银的流出, 但这一行为确实能够促进公司价值的提升。(2) 在市场这“无形之手”的路径中, 公司的营收占比、盈利能力与现金水平均为慈善捐赠对企业价值影响的中介变量, 而在政府这“有形之手”的路径中, 只有政府补贴作为慈善捐赠对企业价值作用机制的中介变量。因此可以认为, 在全样本公司的实证分析中, 对于慈善捐赠对公司价值的影响, 市场这一路径起到主要的中介作用, 而政府则为次要的中介作用。

### 关键词

民营企业, 慈善捐赠, 公司价值, 信号传递理论, 资源依赖理论

# Research on the Influence of Philanthropies of Private Enterprises on Company Value

## —Analysis Based on Signal Transmission Theory and Resource Dependence Theory

Cuiwen Cao

School of Accounting and Auditing, Guangxi University of Finance and Economics, Nanning Guangxi

Email: 466327824@qq.com

Received: Nov. 23<sup>rd</sup>, 2020; accepted: Dec. 8<sup>th</sup>, 2020; published: Dec. 15<sup>th</sup>, 2020

文章引用: 曹萃雯. 民营企业慈善捐赠对公司价值的影响研究[J]. 现代管理, 2020, 10(6): 929-940.

DOI: 10.12677/mm.2020.106111

## Abstract

This paper uses 1056 private companies with A shares in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2014 to 2019 as a sample to examine the impact of corporate philanthropy on company value, and then explores the mechanism of philanthropy affecting company value from the market and the government. The empirical results show that: (1) Although philanthropies are the outflow of real money from the company, these behaviors can indeed promote the increase of the company's value. (2) In the path of the "invisible hand" of the market, the company's industry share, profitability and cash level are all intermediary variables of the impact of philanthropy on the value of the company, while in the path of the "visible hand" of the government, only government subsidies are used as an intermediary variable of the mechanism of philanthropy on the value of enterprises. Therefore, it can be considered that in the empirical analysis of the full sample of private companies, the market is the main intermediary role for the impact of philanthropy on the company's value, and the government is the secondary intermediary role.

## Keywords

Private Enterprise, Corporate Philanthropies, Company Value, Signal Transmission Theory, Resource Dependence Theory

Copyright © 2020 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

党的十九大工作报告指出, 要加强思想道德建设, 推进诚信建设和志愿服务制度化, 提高企业社会责任意识。而慈善捐赠作为社会责任的最高表现形式, 历来受到实务界和学术界的广泛关注。根据中国慈善联合会发布的《中国慈善捐助报告(2018)》<sup>1</sup>, 在该年中, 企业这一主体的捐赠金额占社会捐赠总额的 61.89%, 其中民营企业捐赠金额为 450.32 亿元, 占企业捐赠总额的 50.55%, 对慈善贡献最大。可见在我国, 企业尤其是民营企业的捐赠, 一直是慈善事业的重要力量。

对于企业积极施行捐赠这一行为的动因, 主要可划分为三类: 利他动机(Carroll, 1991; 许年行, 2016; 曾春影, 2018) [1] [2] [3]、政治动机(戴亦一等, 2014; 李维安等, 2015; 杜勇等, 2016) [4] [5] [6]和战略动机(Hunt, 1986; 陈东等, 2019; 孙红莉, 2019) [7] [8] [9]。而在捐赠产生的价值效应方面, 基于信号传递理论和资源依赖理论, 捐赠行为是企业为了在市场上赢取声誉的行为, 同时也是与政府进行资源交换的行为, 企业在“无形的手”与“有形的手”之中获得的声誉与政治资源, 都将有利于自身的长期发展, 从而推动企业价值的提升。因此, “在现实情况中, 民营企业的慈善捐赠行为, 是否有助于公司价值的提升”一直是学者们研究的热点问题。

本文的创新之处在于: 基于现有研究, 进一步纳入市场这一中介作用路径, 可能发挥完善相关理论框架的作用。在现有文献中, 政治关联被视为慈善捐赠与公司价值的主要中介变量, 前人多数研究内容仅限于企业与政府这一资源交换行为对公司价值的影响。随着我国经济体制的不断完善, 市场这只“无形的手”将逐渐实现资源的合理配置, 政府这只“有形的手”将逐渐减少资源的掌控与干预, 因此本文

<sup>1</sup> 参见网站 <http://www.charityalliance.org.cn/givingchina/index.jhtml>

进一步将企业在市场上的声誉纳入分析,从而揭示出“无形的手”与“有形的手”共同在慈善捐赠与公司价值之间起到主次中介作用的机理,可能发挥完善相关理论框架的作用。

## 2. 理论分析与研究假设

### 2.1. 慈善捐赠影响企业价值的主效应分析

国内外关于慈善捐赠与企业价值之间关系的研究尚无统一观点。第一种观点表明企业进行慈善捐赠是真金白银的流出,会给企业带来沉重的财务压力,从而损害公司价值(Friedman, 2007) [10];第二种观点认为二者之间的关系是复杂多样的,并不存在一致的结论(Seifert 等, 2004) [11];第三种观点则认为对外捐赠可以引起多方利益相关者的感知,从而积累起市场资本和政治资本,提升公司价值(王端旭等, 2011) [12]。

从成本层面来看,一方面,显性成本体现在捐赠是一种即时的支出,具体表现为货币资金的流出或者库存商品的减少;另一方面,隐性成本体现在资金的时间成本和机会成本,或者产品的潜在变现收入。从收益层面来看,一方面,企业对外捐赠能够积累起宝贵的市场声誉,并获取新客户的信赖、维持老客户的忠诚,进而保持其产品销售的稳定增长;另一方面,政府在我国个人、团体和组织的慈善事业发展过程中起到了不可忽视的作用,因此作为中国慈善市场的管理者,政府的影响必须加以考虑。企业的捐赠行为可以视为一种承担部分救济和扶持社会弱势群体工作的行为,从而取得政府反馈性的支持和保护。尤其在我国,民营企业普遍面临着所有制歧视,因此,慈善捐赠不失为一种获取政治资源的上好选择。

综上,虽然从短期来看,企业的捐赠确实减少了自身的现金流,但从长期来看可以积累起企业的市场资本和政治资本,提高企业声誉和整体价值。且随着社会的发展和研究的深入,更多的研究倾向于认为企业进行慈善捐赠的积极效应更大。基于此,本文提出的第一个假设如下:

H1: 民营企业的慈善捐赠能促进公司价值的提升。

### 2.2. 市场声誉的中介效应分析

声誉被定义为企业对其所有利益相关者的综合吸引力,换言之,企业声誉就是利益相关者对企业品牌、形象的总体感知与评价,它是一项重要的无形资产,可以间接向外界传递信息。

国外研究表明,慈善捐赠与企业声誉呈显著正相关的关系(Gardberg 等, 2006) [13],企业通过披露真实的慈善捐赠信息能够使利益相关者对企业产生好的认知和评价,这有助于声誉的提升,从而给企业带来长期绩效的增长。

具体而言,在慈善捐赠有助于企业获取声誉资源这一层面中,可细分出以下三种作用机制:第一,已有研究表明,慈善捐赠是一种有效的营销手段,有助于优化企业在利益相关者(尤其是客户)心目中的形象,从而提高品牌知名度,影响消费者的购买意向,为公司带来可观的利润等。

第二,公司捐赠这一行为不仅能够向外界传递包含企业价值观在内的多重信号,部分解决了员工与企业普遍存在的信息不对称问题,提高原有员工对企业的认可度和忠诚度,吸引到更多潜在认同企业价值观的应聘者,还能将彰显出的良好企业形象投射到自身的员工身上,间接提升了员工的社会地位,从而进一步增大对潜在职位申请者的吸引力,这两方面这都将大大提高企业的人才选择权,从而使得企业在员工管理方面的成本降低。

第三,慈善捐赠本质上是对公司道德资本的积累:可以作为一种具有保险属性的事前伤害防御策略—降低企业遭遇负面新闻事件时对企业造成的不利影响,也可以作为一种事后的弥补策略—转移公众对企业负面事件的注意力,挽回企业形象与声誉。

由上述分析可知,虽然慈善捐赠会导致企业现金流短期内的减少,但从长期来看,捐赠能够在提高产品销量、降低员工管理成本和充当“事前保险事后弥补”角色三个方面获取和维持声誉资源。明显看

出,市场声誉不等同于企业的营收占比、盈利能力和现金水平,但能直接导致这三种指标的上升,故本文将营收占比、盈利能力和现金水平作为企业市场声誉的衡量指标。因此,提出第二、第三个研究假设:

H2: 民营企业的慈善捐赠水平越高,越有助于提升公司的营收占比、盈利能力和现金水平;

H3: 民营企业的营收占比越高、盈利能力越强、现金水平越高,则其公司价值越高;

### 2.3. 政治资源的中介效应分析

在政府这一作用路径中,已有研究表明:首先,拥有政治联系的企业进行捐赠可以维持政治联系,而没有政治联系的企业进行捐赠则可以与政府建立联系,以减少侵权伤害或获得政策资源。结合我国民营企业普遍面临着所有制歧视的现实问题,因此通过慈善捐赠来建立和维持企业与政府的关联,从而获取政府控制的关键资源和优惠待遇,这不失为一种上好选择。

其次,部分研究表明:慈善捐赠能够降低公司的税收负担。2018年通过的《中华人民共和国企业所得税法(2018修正)》明确规定:“企业发生的公益性捐赠支出,在年度利润总额12%以内的部分,准予在计算应纳税所得额时扣除”。可以看到,当企业积极承担社会责任时(如参与慈善活动),政府在税收资源上会向其倾斜,具体体现在进行慈善捐赠的民营企业家更容易取得政治身份,例如人大代表或者政协委员等,进而有可能享受优惠的税收政策。

最后,《礼记》云“来而不往非礼也”,考虑到政府和企业之间博弈的重复性,企业捐赠有助于减轻政府在公共事业方面的负担,政府也必然会给予企业相应的回报。我国学者研究显示:慈善捐赠作为一种“政治献金”,能够帮助企业争取到更多的政府补贴(张敏等,2013)[14]。而我国民营企业普遍面临着资金短缺的现实问题,因此通过捐赠来尝试获得政府的好感,进而收到政府补贴,缓解自身融资约束局面,同样是一项良好决策。由上述分析可提出第四个假设:

H4: 民营企业慈善捐赠水平越高,越有助于建立政治关联、降低企业的税收负担、增加政府补贴。

作为政治资源这一中介效应分析的第一个层面,前文论证了慈善捐赠对企业政治关联、税收负担和政府补贴的影响,接下来的第二个层面,需要论证政治关联、税收负担和政府补贴对公司价值的影响,从而判断企业慈善捐赠是否通过此三者中介因素来影响公司价值。

首先,国外的理论和实证研究表明企业建立起的政治关联对公司价值的影响存在着正负两方面的作用。一方面,正面观点认为企业建立政治联系能够显著提升公司价值。而当企业丧失政治联系时,例如与企业有密切关系的政府官员死亡,企业的市场价值就会随之下降。另一方面,负面观点的研究,例如在以法国公司作为样本的实证研究中,发现政治关联会对公司绩效产生负面影响。

就我国情况而言,关于政治关联对公司价值影响的研究结论也不一而足。有学者以我国上市公司为样本的实证研究表明:政治关联对公司价值有正面影响。相反,有学者则发现政治关联会损害公司价值。总体而言,尽管关于政治关联与公司价值二者关系的实证结果尚存争议,但多数研究仍然倾向于认为政治关联能够影响公司价值。因此可以认为,政治关联是企业慈善捐赠对公司价值影响的一种合理作用机制,但这种机制可能是正向的促进作用,也可能发挥着反向的抑制作用。

其次,税收优惠和政府补贴作为国家促进科技进步、鼓励基础设施建设等战略规划而出台的宏观政策,对企业的影响不言而喻。在公司获取低税收负担和高政府补贴后,相当于增强了投资者和管理层的信心,提高企业的融资能力,降低资本成本,进而实现公司价值的提升。尤其是对中小型民营企业而言,其税收负担越小,公司价值就越高。也有学者探讨政府补贴对公司价值的作用路径,研究结果表明政府补贴一方面能够直接提升公司价值,另一方面能够通过研发投入来提升公司价值。

因此,本文认为政治关联、税收负担和政府补贴是企业慈善捐赠从政府层面影响公司价值的作用机制。基于此,提出第五个研究假设:

H5: 民营企业建立的政治关联与公司价值显著相关; 税收负担与公司价值显著负相关; 获取的政府补贴与公司价值显著正相关。

### 3. 研究设计

#### 3.1. 数据来源与样本筛选

本文以 2014~2019 年沪深 A 股上市民营企业为分析对象, 总共选择了 1055 家公司, 对应 6317 个非平衡面板样本观测值, 具体筛选标准有: (1) 剔除金融、保险行业公司; (2) 剔除各年份 ST、PT、及带\*和退市的公司; (3) 剔除主要变量数据缺失的公司。同时, 为了降低极端值对实证结果的影响, 对所有变量进行上下 1% 的缩尾处理。本文研究所需要的数据均来源于国泰安数据库, 数据处理工具为 Excel 与 Stata13.0。

#### 3.2. 变量定义及衡量

##### 1. 被解释变量

本文被解释变量为企业价值(Tq), 选取托宾 Q 值作为衡量的指标, 计算公式为“总资本的市场价值/期末总资产”, 其中总资本的市场价值 = A 股 \* 今收盘价 A 股当期值 + 境内上市的外资股 B 股 \* 今收盘价 B 股当期值 + (总股数 - 人民币普通股 - 境内上市的外资股 B 股) \* (所有者权益合计期末值/实收资本本期期末值) + 负债本期期末合计值。

##### 2. 解释变量

本文解释变量为企业慈善捐赠(Don), 数据来自国泰安数据库中“中国上市公司财务报表附注数据库”-“营业外收支”下的具体项目。考虑到公司规模效应的影响, 本文采用“(企业捐赠总额/当期营业收入) \* 100”来衡量慈善捐赠规模。

##### 3. 中介变量

在作用机制的实证检验中, 市场层面从营收占比、盈利能力和现金水平三个角度衡量。营收占比(Pincome)衡量为“(企业营业收入/行业营业收入总额) \* 100”, 盈利能力(Grosspro)衡量为“企业毛利率/行业毛利率”, 现金水平(Cash)衡量为“(现金及现金等价物金额/行业现金及现金等价物金额) \* 100”。政府层面从政治关联、税收负担和政府补助三个角度衡量。将政治关联(Pc)设置为虚拟变量, 企业董事长或总经理担任人大代表或政协委员时, 该变量取 1, 否则为 0; 税收负担(Tax)用企业实际税率衡量, 为“所得税费用/税前利润”; 政府补助(Sub)的衡量为“(政府补贴/总资产) \* 100”。

##### 4. 控制变量

参考已有研究, 本文控制了企业财务状况(张敏等, 2013) [14]、行业特征、公司治理水平、成立年数。财务状况(Finance)从企业规模、负债水平两方面加以控制, 企业规模以企业资产总额(Asset)衡量, 并对其取自然对数; 负债水平用企业的资产负债率(Lev)衡量, 即“总负债/总资产”。行业特征(Industry)设置为虚拟变量, 根据证监会公布的行业代码, 如果公司产品直接与消费者接触则为 1, 否则为 0。公司治理水平(Govern)本文引入第一大股东持股比例(No1share)、董事会规模(Board)、两职兼任(Both)和独立董事比例(IND)来加以控制。成立年数(Age)用(研究年份 - 企业上市年份)衡量。

#### 3.3. 实证模型构建

为了检验假设 1, 本文构造以下待检验的回归模型:

$$Tq = \alpha_0 + \alpha_1 * Don + \sum(\alpha_i * Control_i) + \mu_1 \quad (\text{式 4-1})$$

其中,  $\mu_1$  是干扰项, Control<sub>i</sub> 为控制变量, 包括财务水平、行业特征、公司治理、上市年数等。

为了检验假设 2-5, 本文构造以下待检验的回归模型:

$$\text{Mediumn} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Don} + \sum(\beta_i * \text{Controli}) + \mu_2 \quad (\text{式 4-2})$$

$$\text{Tq} = \gamma_0 + \gamma_n * \text{Mediumn} + \sum(\gamma_i * \text{Controli}) + \mu_3 \quad (\text{式 4-3})$$

其中, 模型(2)和(3)用来检验市场声誉和政治资源这两种作用机制是否显著。Mediumn 代表各中介变量, 实证检验时依次将其放入模型回归, 其他变量与模型(式 4-1)保持一致。

## 4. 实证结果分析

### 4.1. 相关性分析

由表 1 可得, 慈善捐赠(Don)与公司价值(Tq)在 1%的水平上显著正相关, 表明在未控制其他因素情况下, 慈善捐赠能提升公司价值, 初步支持了假设 1; 且各变量之间的相关系数最大为 0.641, 由于解释变量之间的系数在 0.7 以下则不会影响多元回归分析, 因此初步判断此模型中, 各变量间不存在严重的多重共线性问题。

Table 1. Correlation analysis

表 1. 相关性分析

	Tq	Don	Pincome	Grosspro	Cash	Pc	Tax	Sub
Tq	1							
Don	0.039***	1						
Pincome	0.266***	0.224***	1					
Grosspro	0.160***	0.088***	0.604***	1				
Cash	-0.062***	0.041***	-0.036***	-0.065***	1			
Pc	-0.058***	0.038***	-0.045***	-0.021*	0.0170	1		
Tax	-0.063***	0.048***	-0.00900	0.0190	0.061***	0.025**	1	
Sub	0.380***	-0.038***	0.143***	0.089***	-0.037***	-0.0200	-0.058***	1
Asset	-0.463***	0.034***	-0.161***	-0.124***	0.291***	0.079***	0.138***	-0.397***
Lev	-0.292***	-0.090***	-0.388***	-0.244***	0.082***	0.042***	0.071***	-0.289***
Industry	0.060***	-0.040***	0.079***	0.045***	-0.111***	-0.023*	-0.0190	-0.025**
NoIshare	-0.0150	0.0200	0.024*	0.034***	0.067***	0.0100	0.101***	0.053***
Board	-0.110***	0.00800	-0.032**	-0.053***	0.043***	0.075***	0.032**	-0.057***
Both	0.063***	-0.00700	0.067***	0.067***	-0.028**	-0.058***	-0.067***	0.0170
IND	0.071***	0.0100	0.067***	0.064***	-0.00800	-0.031**	-0.036***	0.046***
age	-0.072***	0.0200	-0.082***	-0.110***	0.060***	-0.027**	0.132***	-0.395***
	Asset	Lev	Industry	NoIshare	Board	Both	IND	age
Asset	1							
Lev	0.544***	1						
Industry	0.0200	0.033***	1					
NoIshare	0.077***	0.023*	-0.045***	1				

## Continued

Board	0.199***	0.085***	-0.069***	-0.024*	1		
Both	-0.088***	-0.035***	0.052***	0.035***	-0.164***	1	
IND	-0.087***	-0.034***	0.066***	0.00500	-0.641***	0.136***	1
age	0.347***	0.295***	0.085***	-0.102***	0.098***	-0.084***	-0.024* 1

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。

## 4.2. 主效应分析

考虑到线性回归分析时普遍存在的异方差现象，为了防止模型对异方差的过度反应，本文遵循陈强(2014) [15]的建议，均采用 OLS Robust 命令进行回归。表 2 列举了慈善捐赠影响公司价值的主效应回归结果：第(1)~(4)列的结果均表明，企业的慈善捐赠与公司价值之间存在显著的正相关关系，以上结果表明假设 1 成立。可以认为，虽然慈善捐赠对企业价值的影响理论上存在负面影响(例如加大财务压力)和正面影响(例如获取市场声誉和政治资源)，但整体来看，正面影响的作用更大。这与以往的部分研究结论一致，即上市公司进行捐赠的金额越多，公司价值越高，支持了“战略慈善说”(孙红莉，2019) [9]：企业进行慈善捐赠不仅有利于增加社会福利，而且会提升公司价值。

**Table 2.** Analysis of the main effect of charitable donation on corporate value

**表 2.** 慈善捐赠影响公司价值的主效应分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Tq	Tq	Tq	Tq
Don	0.753** (2.52)	0.743*** (2.92)	0.930*** (3.28)	0.937*** (3.78)
Asset			-0.661*** (-21.31)	-0.616*** (-21.03)
Lev			-0.539*** (-3.92)	-0.316** (-2.45)
Industry			0.195*** (5.44)	-0.0303 (-0.39)
NoIshare			0.387*** (3.06)	0.431*** (3.55)
Board			0.0015 (0.10)	-0.0194 (-1.39)
Both			0.069* (1.88)	0.0753** (2.26)
IND			0.675 (1.63)	0.0264 (0.07)
age			0.028*** (7.20)	0.0438*** (11.07)

## Continued

_cons	2.305*** (107.72)	147.1*** (7.18)	16.400*** (24.37)	62.82*** (2.87)
行业	NO	YES	NO	YES
年度	NO	YES	NO	YES
N	6317	6317	6317	6317
R <sup>2</sup>	0.002	0.247	0.235	0.403
Adj-R <sup>2</sup>	0.001	0.239	0.234	0.396

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上显著，括弧内为t值。

## 4.3. 中介效应分析

表3报告了慈善捐赠路径1的检验结果。可以看出慈善捐赠在市场声誉和政治资源两种作用机制下都发挥了作用。具体体现在市场声誉的机制中，第(1)~(3)列表明捐赠和营收占比、盈利能力和现金水平均正相关，且前两者在1%水平上显著，后者在10%水平上显著，该结果表明假设2成立。因此可以认为，即使慈善捐赠会增加企业的财务成本，但也能因此形成在市场上的声誉，获取更多的经营利润。

在政治资源机制中，第(4)列的结果表明慈善捐赠与企业的政治关联正相关且在5%水平上显著。第(5)列表明捐赠和实际税率正相关但不显著，这与前文的预期假设相反，可能是因为慈善捐赠有法律这一明文规定允许抵扣税款，从而减弱了政府在非制度层面给予企业优惠的动力。第(6)列表明捐赠和政府补贴正相关且在1%水平上显著，该结果表明假设4部分成立。可以认为，民营企业与政府之间确实存在着资源交换效应。

Table 3. Path 1 of charitable donation influencing corporate value (full sample)

表3. 慈善捐赠影响公司价值的路径1(全样本)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Pincome	Grosspro	Cash	Pc	Tax	Sub
Don	0.219*** (8.95)	0.775*** (7.82)	0.831* (1.79)	0.180** (2.48)	0.023 (1.48)	0.035*** (5.63)
Asset	0.007*** (3.44)	0.0160* (1.71)	1.343*** (25.31)	0.036*** (5.50)	0.007*** (4.30)	-0.020*** (-3.28)
Lev	-0.266*** (-22.32)	-1.039*** (-18.81)	-1.813*** (-8.12)	0.050 (1.41)	-0.034*** (-3.61)	-0.077 (-1.23)
Industry	0.032*** (3.88)	0.0482 (1.26)	-0.562*** (-3.14)	-0.016 (-0.62)	0.004 (0.80)	-0.012*** (-5.12)
No1share	0.050*** (3.94)	0.160*** (2.76)	0.763*** (3.15)	-0.053 (-1.23)	0.032*** (3.30)	0.016*** (3.65)
Board	0.003 (1.61)	0.00920 (1.18)	-0.0268 (-1.04)	0.025*** (5.07)	-0.004*** (-3.09)	-0.001*** (-2.81)
Both	0.016*** (4.56)	0.0762*** (4.71)	0.131** (2.38)	-0.034*** (-2.94)	-0.007** (-2.51)	-0.019* (-1.72)

## Continued

IND	0.166*** (3.59)	0.641*** (3.03)	-0.425 (-0.58)	0.361*** (2.87)	-0.058* (-1.91)	0.055*** (3.86)
age	-0.001*** (-3.29)	-0.00696*** (-4.25)	-0.0195*** (-2.88)	-0.005*** (-4.78)	0.001*** (3.25)	-0.002*** (-5.66)
_cons	-1.011 (-0.41)	22.21* (1.90)	364.1*** (6.85)	9.946 (1.22)	11.980*** (6.16)	7.526 (1.07)
行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	6317	6317	6317	6317	6317	6317
R <sup>2</sup>	0.490	0.235	0.578	0.070	0.161	0.289
Adj-R <sup>2</sup>	0.484	0.226	0.573	0.059	0.151	0.283

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%水平上显著，括弧内为 t 值。

表 4 是慈善捐赠路径 2 的检验结果。从第(1)~(3)列的结果可以看到，企业营收占比、盈利能力和现金水平都在 1%水平上和公司价值显著正相关，这与本文预期假设 3 一致。第(4)~(6)列的结果表明，政治关联与公司价值负相关但不显著；实际税率与公司价值负相关但不显著；政府补贴在 1%水平上与公司价值正相关，这与本文预期假设 5 部分一致。

Table 4. Path 2 of charitable donation influencing corporate value (full sample)

表 4. 慈善捐赠影响公司价值的路径 2 (全样本)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Tq	Tq	Tq	Tq	Tq	Tq
Pincome	1.641*** (11.79)					
Grosspro		0.244*** (8.64)				
Cash			0.0587*** (7.70)			
Pc				-0.0201 (-0.60)		
Tax					-0.0995 (-0.67)	
Sub						2.113*** (4.12)
Asset	-0.623*** (-21.37)	-0.614*** (-20.93)	-0.688*** (-22.06)	-0.608*** (-20.65)	-0.608*** (-20.62)	-0.568*** (-18.20)
Lev	0.0886 (0.67)	-0.103 (-0.78)	-0.258** (-1.98)	-0.366*** (-2.81)	-0.370*** (-2.84)	-0.201 (-1.47)

## Continued

Industry	-0.0864 (-1.11)	-0.0466 (-0.59)	-0.00270 (-0.03)	-0.0363 (-0.46)	-0.0356 (-0.45)	-0.0109 (-0.14)
No1share	0.347*** (2.88)	0.389*** (3.20)	0.383*** (3.18)	0.426*** (3.50)	0.431*** (3.54)	0.393*** (3.23)
Board	-0.0241* (-1.74)	-0.0219 (-1.57)	-0.0182 (-1.31)	-0.0193 (-1.37)	-0.0202 (-1.44)	-0.0166 (-1.18)
Both	0.0493 (1.49)	0.0572* (1.72)	0.0681** (2.07)	0.0752** (2.26)	0.0752** (2.26)	0.117*** (3.48)
IND	-0.234 (-0.64)	-0.114 (-0.31)	0.0702 (0.19)	0.0536 (0.14)	0.0405 (0.11)	-0.0716 (-0.19)
age	0.0454*** (11.51)	0.0452*** (11.41)	0.0446*** (11.40)	0.0433*** (10.95)	0.0435*** (11.00)	0.0469*** (11.72)
_cons	63.81*** (2.97)	56.53*** (2.60)	40.41* (1.84)	61.92*** (2.83)	62.92*** (2.88)	-329.5*** (-3.39)
行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	6317	6317	6317	6317	6317	6317
R <sup>2</sup>	0.420	0.410	0.410	0.401	0.401	0.405
Adj-R <sup>2</sup>	0.413	0.403	0.403	0.394	0.394	0.398

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%水平上显著，括弧内为 t 值。

以上结果表明，一方面，市场经济大环境下的公众诉求仍然在决定公司价值方面起到决定性作用。基于信号传递理论，慈善捐赠行为可能被市场看作是公司前景良好的信号，代表着公司背后雄厚的财务实力，传递出企业良好的形象，从而提升其价值。

另一方面，基于资源依赖理论，政府必然地影响着公司的决策和行动。虽然政治关联可以为企业带来合法性，在资源获取等方面获得政府“优先对待”，但实证上这一效果与假设相反且不显著；而理论上企业通过捐赠行为获取的低税收负担可以促进公司价值，这一效果在实证上同样不显著；企业通过对外捐赠获取到的政府补贴能够促进公司价值，这一理论分析在实证上是显著的。

综上，在全样本公司的实证分析中，对于慈善捐赠对公司价值的影响，市场声誉这一作用机制起到主要的中介作用，而政治资源则为次要的中介作用。

## 5. 研究结论与建议

### 5.1. 研究结论

本文以民营企业的慈善捐赠为切入点，通过对 2014~2019 年沪深 A 股上市民营企业的实证研究，检验了企业慈善捐赠行为对公司价值的影响，并以市场声誉和政治资源两种作用机制打开了慈善捐赠对公司价值增值作用的黑箱。研究结论如下：(1) 虽然慈善捐赠是企业真金白银的流出，但这一行为确实能够促进公司价值的提升。(2) 在市场这“无形之手”的路径中，公司的营收占比、盈利能力与现金水平均为

慈善捐赠对企业价值影响的中介变量，而在政府这“有形之手”的路径中，只有政府补贴作为慈善捐赠对企业价值作用机制的中介变量。因此可以认为，在全样本公司的实证分析中，对于慈善捐赠对公司价值的影响，市场这一路径起到主要的中介作用，而政府则为次要的中介作用。

## 5.2. 研究建议

从本文结论可以看出，我国民营企业的慈善捐赠能够提升公司价值，说明这一行为在保障社会利益的同时还增加了企业本身的经济收益。为了使我国民营企业更好地通过慈善捐赠这一“价值利器”来实现战略规划目标，从而形成资本市场整体平稳、有序发展的局面，现提出如下建议：

(1) 企业应提高自身作为社会公民的道德意识，强化社会责任履行的内在驱动力，加大进行慈善捐赠的积极性。在当今国家逐渐对各个组织社会责任履行情况重视的大背景下，作为社会的一个重要主体，企业更要正确处理好以社会责任为主要内容的非市场战略和以盈利为目标的市场战略之间的关系，在自身生存和发展中通过慈善捐赠与市场、政府间形成良性的互动关系。

(2) 企业应合理运用市场这一“无形之手”的作用路径，借慈善捐赠传递出自身利好的信息，从而达到声誉效应的战略目的。由前文可知，基于信号传递理论和实证结果检验，作为社会责任最高表现形式的慈善捐赠在回馈社会的同时，还能帮助企业建立良好的商业形象，在市场上赢得声誉，促进公司产品的销售，实现“慈善营销”的功能，同时降低员工管理成本，对供应商、债权人和投资者而言扮演着“事前保险事后弥补”的角色，这都有利于企业的可持续发展并最终提高整体价值。

(3) 企业应适当利用政府这一“有形之手”的影响机制，以慈善捐赠获取当地的政治资源，以便使自身处于有利的竞争环境中。在我国，民营企业普遍面临着所有制歧视。根据前文可知，基于资源依赖理论和实证结果检验，民营企业可以通过慈善捐赠这一行为来与政府建立和维持政治关系，作为反馈，政府将给予企业一定的政治资源(如政府补助)，使其在多变环境中的生存能力大大提高，企业价值进一步得到提升。

## 基金项目

属广西财经学院会计与审计学院 2019 年度会计类学生研究重点项目《我国上市公司社会责任与企业价值的关系研究》阶段性研究成果。

## 参考文献

- [1] Carroll, A.B. (1991) The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, **34**, 39-48. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)
- [2] 许年行, 李哲. 高管贫困经历与企业慈善捐赠[J]. *经济研究*, 2016(12): 133-146.
- [3] 曾春影, 茅宁. 女性 CEO 与企业捐赠——基于利他视角的实证研究[J]. *经济管理*, 2018(1): 123-139.
- [4] 戴亦一, 潘越, 冯舒. 中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗——来自市委书记更替的证据[J]. *经济研究*, 2014(2): 74-86.
- [5] 李维安, 王鹏程, 徐业坤. 慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行为[J]. *南开管理评论*, 2015(1): 4-14.
- [6] 杜勇, 陈建英. 政治关联, 慈善捐赠与政府补助——来自中国亏损上市公司的经验证据[J]. *财经研究*, 2016(5): 4-14.
- [7] Hunt, A. (1986) Strategic Philanthropy. *Across the Board*, **23**, 23-30.
- [8] 陈东, 邢霖. 社会捐赠、高管激励与民营企业研发投入[J]. *产业经济研究*, 2019(6): 76-88.
- [9] 孙红莉. 战略性慈善行为、外部融资与民营企业研发投入[J]. *经济管理*, 2019(8): 58-72.
- [10] Friedman, M. (2007) The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine*, **32**,

173-178.

- [11] Seifert, B., Morris, S.A. and Bartkus, B.R. (2004) Having, Giving, and Getting: Slack Resources, Corporate Philanthropy, and Firm Financial Performance. *Business and Society*, **43**, 135-161. <https://doi.org/10.1177/0007650304263919>
- [12] 王端旭, 潘奇. 企业慈善捐赠带来价值回报吗——以利益相关者满足程度为调节变量的上市公司实证研究[J]. 中国工业经济, 2011(7): 118-128.
- [13] Gardberg, N.A. and Fombrun, C.J. (2006) Corporate Citizenship: Creating Intangible Assets across Institutional Environments. *Academy of Management Review*, **31**, 329-346. <https://doi.org/10.5465/amr.2006.20208684>
- [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] 陈强. 高级计量经济学及 Stata 应用[M]. 第二版. 北京: 高等教育出版社, 2014.